

Vom Wissen und Glauben

Es gibt wissende und glaubende Anleger. Die wissenden können von den glaubenden Investoren profitieren. Die Jahresausblicke liefern dazu wertvolle Informationen. **THORSTEN HENS**

Stets um diese Jahreszeit üben wir uns darin, die Ereignisse des neuen Jahres vorauszusehen und die Chancen und Risiken verschiedener Anlagen damit zu verknüpfen – aus Sicht der traditionellen Finanzmarkttheorie ein ziemlich unnützes Ritual. Denn gemäss dieser Theorie hat der Finanzmarkt sowieso schon alles in den Kursen vorweggenommen. Diese Sicht basiert auf dem weit verbreiteten Glaubenssatz der Effizienzmarkthypothese. Ihn hat Eugene Fama in den Siebzigerjahren als letzte Konsequenz der Rationalität jedes Anlegers, sozusagen als Idealbild eines Finanzmarktes, postuliert.

Die Realität sieht leider anders aus. Die Kurse von Wertanlagen ergeben sich aus den vielfältigen Überlegungen von Millionen von Investoren, die direkt über Medien und indirekt über Kurse miteinander kommunizieren. Der wissende Anleger unterscheidet sich vom glaubenden dadurch, dass er diese Kommunikation versteht.

Effizient oder nicht?

Der Kurs ist die mittlere Erwartung der Investoren, wobei der Mittelwert von der Vermögensgrösse gebildet wird. Die Meinung eines vermögenden hat mehr Gewicht als die eines klugen, aber relativ armen Anlegers. Ein Jahresausblick liefert dem wissenden Investor deshalb wertvolle Informationen. Erstens kann er die verschiedenen Meinungen damit nach ihrer Plausibilität gewichtet mitteln und ziemlich sicher sein, dass der erwähnte Mittelungsprozess nach Vermögen davon abweicht. Zweitens kann er durch Vergleich mit den Kursen abschätzen, ob die so ermittelte Meinung, wie die Effizienzmarkthypothese behauptet, schon eingepreist ist. Dazu bedarf es eines gewissen Know-how, das wegen der Doktrin der Effizienzmarkthypothese leider nicht sehr verbreitet ist. Drittens kann der wissende Investor – selbst wenn er keine eigene Meinung bilden will – überprüfen, ob die Markterwartung typische Abweichungen (Biases) hat, und darauf setzen, dass sich der Bias auch in der Zukunft zeigen wird.

Die einfachste Anwendung dieses Know-how kann auf ein Thema bezogen werden, das für die kommenden Jahre zentral für jeden Anleger ist: Gibt es eher Inflation oder Deflation? Aus dem Renditevergleich von Staatsanleihen ohne und mit Inflationsschutz (Tips) ergibt sich die Inflationserwartung des Kapitalmarktes. Zurzeit liegt sie für die kommenden fünf Jahre für die USA und für Europa unter 2%. Der wissende Investor kann dann seine eigenen Inflationserwartungen mithilfe von Jahresausblicken bilden und sich relativ zum Markt positionieren.

Falls er sich das nicht zutraut, kann er untersuchen, ob die Markterwartung sys-

tematische Biases hat. Leider gibt es Tips erst seit ein paar Jahren, sodass noch nicht klar ist, ob die so gebildete Markterwartung tendenziell zu tief oder zu hoch ist. Eine bekannte systematische Fehleinschätzung des Kapitalmarktes ist aber der Forward Rate Bias. Darunter versteht man, dass die gemäss der Zinsstrukturkurve erwarteten zukünftigen Zinsen in Zeiten steigender Zinsen (wie in Europa 2005 bis 2008) tendenziell zu tief und in Zeiten fallender Zinsen (2008 bis 2010) zu hoch sind. Da Regimes steigender bzw. fallender Zinsen relativ leicht beobachtbar



Die Inflationserwartungen laufen der Realität eher hinterher und sind im aktuellen Fall zu niedrig.

THORSTEN HENS

sind, gibt der Forward Rate Bias wichtige Hinweise auf die Erwartungsbildung auf dem Kapitalmarkt. Gemäss dem Forward Rate Bias hinken die Erwartungen der Realität hinterher. Es liegt deshalb nahe zu vermuten, dass auch die Inflationserwartungen des Kapitalmarktes eher der Realität hinterherlaufen und im aktuellen Fall zu niedrig sind.

Ein anderes Beispiel aus dem Bereich des Kapitalmarktes ist der Zinsaufschlag auf Staatsanleihen von Ländern mit unsolider relativ zu solchen mit solider Haushaltspolitik. Da gilt folgende Rechenregel: Im Vergleich zu einem Land mit ausgeglichenem Budget muss ein Staat pro Prozentsatz Neuverschuldung 0,25 Prozentpunkte (Pp) mehr Zinsen zahlen. Zudem muss ein Staat, dessen Gesamtverschuldung mehr als 40% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) beträgt, für je 10% Schulden, die darüber hinausgehen, 0,4 Prozentpunkte mehr an Zinsen zahlen.

Nehmen wir Griechenland, so ergibt sich mit 125% Gesamtverschuldung des BIP und einer Neuverschuldung von 14% ein Zinsaufschlag von fast 7% Pp. Anders ausgedrückt: Falls der Zins, den ein solider Staat zahlen muss, 2% ist, so ist die Ausfallwahrscheinlichkeit, die der Kapitalmarkt für eine fünfjährige Anleihe mit 7% Zinsaufschlag annimmt, ungefähr 30%.

Der wissende Anleger kann diese Zahl mit seinen eigenen Erwartungen vergleichen und sich relativ zum Markt positionieren. Zudem zeigen Staatsbankrotte seit Jahrhunderten, dass die Zinsaufschläge, die der Kapitalmarkt bankrottgefährdeten Staaten aufbürdet, tendenziell zu hoch sind, sodass sich zumindest für einen nicht sonderlich risikoaversen Investor daraus Renditechancen ergeben.

Statt vor der Effizienzmarkthypothese zu kapitulieren, kann der wissende Anleger das dreistufige Vorgehen auch auf die Börse anwenden. So kann man aus den für die nächsten Jahre gebildeten Analystengewinnsschätzungen abdiskontiert auf die Gegenwart die vom Markt erwartete Überrendite auf Aktien über risikolose Staatsobligationen berechnen. Im Normalfall ist sie zwischen 2 und 4%. In Europa betrug sie Ende 1999 jedoch nur 1% und Anfang 2009 sogar 7%.

Wiederum kann der wissende Investor dann seine eigene Meinung – etwa mit

Jahresausblicken – bilden und sich dementsprechend relativ zum Markt positionieren. Falls dies zu schwierig ist, kann er auf die systematischen Biases des Aktienmarktes setzen. In diesem Fall stellt sich systematisch heraus, dass die vom Markt erwartete Überrendite auf Aktien ein Spiegel seiner Risikoaversion ist (Implied Equity Risk Premium).

Wie am Konsummarkt

Die Risikoaversion des Marktes ist aber nicht vorausschauend, sondern eher durch die jüngste Vergangenheit geprägt. Nach einem Jahr wie 2008 ist sie wegen der hohen erlittenen Verluste zu hoch, sodass eine Implied Equity Risk Premium von 7% ein klares Kaufsignal ist, während sie nach einer langen Phase von steigenden Märkten, wie in den Neunzigerjahren, mit 1% eher ein Verkaufssignal war.

Die meisten Anleger wenden das beschriebene dreistufige Vorgehen am Konsummarkt sehr wohl an. Kauft man einen Wein für einen bestimmten Anlass, so findet man relativ schnell heraus, welcher Jahrgang, welche Region und welche Traubensorte wie viel kostet. Ebenso sind wir gewohnt, die Meinung von Experten – etwa anhand von Weinlexika – heranzuziehen, und wir haben auch eigene Vorstellungen. Zudem kennt man die Biases im Weinmarkt – zum Beispiel welche neureichen Nationen sich auf welche Weine stürzen. Die Effizienzmarktüberlegung «was teuer ist, ist auch gut» kommt nur den unwissenden Weintrinkern in den Sinn. In vino veritas – in pecunia fides?

Prof. Thorsten Hens, Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.