



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
Main Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2012

Wann Monumentum, wann Value?

Hens, Thorsten

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-63457>
Newspaper Article
Published Version

Originally published at:

Hens, Thorsten. Wann Monumentum, wann Value? In: Finanz und Wirtschaft, 53, July 2012, p.16.

Wann Momentum, wann Value?

Serie (Teil 6/Schluss) – Wie es zu Marktanomalien kommt – Beide Strategien je nach Situation erfolgversprechend

THORSTEN HENS

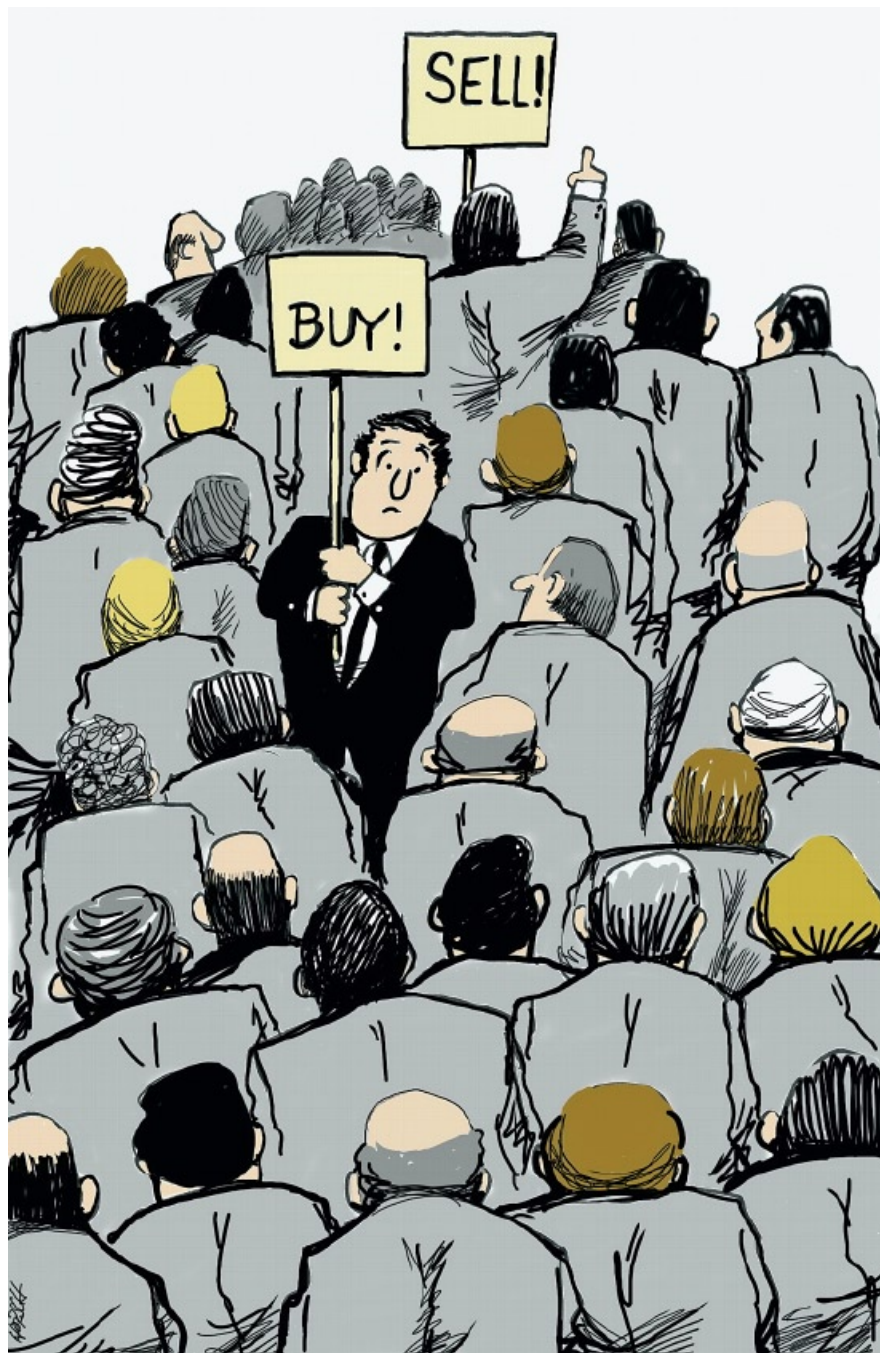
Die Behavioural Finance zeigt, dass das Verhalten von Anlegern auf vielfache Weise vom Idealbild des rationalen Investors abweicht. Doch könnte es sein, dass sich das individuelle Fehlverhalten ausgleicht? Wenn manche Anleger zu optimistisch und andere zu pessimistisch sind, könnte im Mittel der Markt doch immer noch realistisch sein. Und ist es nicht so, dass die Anleger, die Fehler machen, letztlich Geld an rationale Arbitrageure, wie Hedge Funds, verlieren, sodass sie für das Marktgeschehen immer weniger relevant werden?

Die Behavioural Finance stellt trotz dieser an sich plausiblen Einwände eine Reihe von Marktineffizienzen (Markt-anomalien) fest. Es scheint eher zu sein, dass die individuellen Anlagefehler in die gleiche Richtung gehen und auch ziemlich gleichzeitig auftreten. Und es ist nicht klar, ob irrationale Anleger gegen rationale Arbitrageure Geld verlieren. Es kann auch umgekehrt sein. Falls der Aktienmarkt nach fundamentaler Betrachtung zu preiswert ist, sodass rationale Investoren kaufen sollten, kann eine Panik der irrationalen Anleger trotzdem zu weiteren Kursverlusten führen. Keynes beschrieb es schon vor fast hundert Jahren: «Märkte können länger irrational bleiben, als man Geld hat.» Übertriebene Hoffnung, dass sich die rationalen Anleger am Markt schnell durchsetzen, kann sehr gefährlich sein.

Was wäre, wenn?

In den Siebzigerjahren postulierte der Chicagoer Ökonom Eugene Fama, dass Finanzmärkte effizient seien. Er folgerte es aus der Annahme der vollkommenen Rationalität aller Anleger. Da eine Markt-anomalie eine Abweichung von dieser Effizienzmarkthypothese ist, müssen wir zuerst verstehen, was sie genau beinhaltet. Zunächst ist ein Franken dasselbe wie zweimal fünfzig Rappen – es sei denn, man steht an einer dieser Parkuhren, die nur 50-Rp.-Stücke akzeptieren. Aber die gibt es im Finanzmarkt zum Glück nicht.

Das heisst, Wertpapiere mit den gleichen Auszahlungen müssen auch den gleichen Preis haben. In der Finance nennt man dieses Postulat das Law of One Price. So banal das Law of One Price auch klingt, ist es doch die Grundüberlegung zur Bewertung von Obligationen, Aktien und auch allen Derivaten. Schauen wir einmal auf Aktien. Was sollte nach diesem Gesetz eine Aktie wert sein? Nach dem Law of One Price muss es genau so viel sein wie die abdiskontierte Summe der Cashflows



(vor allem Dividenden). Falls die zukünftigen Cashflows sicher sind, muss man sie mit dem Zins von Obligationen gleicher Laufzeit abdiskontieren. In diesem Fall sind 100 Fr. Dividende in Zukunft das Gleiche wie ein Zinscoupon von 100 Fr. Da Dividenden aber ganz und gar unsicher sind, muss man sie mit sogenannten risikogerechten Zinsen abdiskontieren. Diese Zinsen berücksichtigen die Unsicherheit der Cashflows wie auch die Risikoaversion der Anleger. An dieser Stelle macht die Effizienzmarkthypothese zwei

wesentliche Annahmen: Erstens unterstellt sie, dass alle Anleger rationale Erwartungen haben, also die Wahrscheinlichkeit der zukünftigen Dividenden schon kennen, und zweitens, dass ihre Risikoaversion konstant bleibt. Als Folge schwanken die Kurse nur mit den Dividenden. Der Finanzmarkt transformiert die exogene Volatilität der Dividenden eins zu eins in die Volatilität der Kurse – er generiert also keine endogenen Schwankungen, er hat keine Eigenleben.

Ob Finanzmärkte effizient sind, ist keine Glaubensfrage, sondern ist empirisch zu überprüfen. Der US-Ökonom Robert Shiller macht seit zwanzig Jahren auf seiner Webpage folgende einfache Rechnung publik: Er vergleicht den S&P 500 mit dem Wert, den er haben müsste, wenn alle Anleger die zukünftigen Dividenden perfekt voraussehen könnten und eine konstante Risikoaversion hätten (vgl. Grafik). Die Kurse schwanken also substanzial um den rationalen Wert. Es gibt Phasen der Über- und der Unterreaktion. Shiller folgert aus seiner Berechnung, dass Aktienkurse ein gewisses Eigenleben haben. Sie reagieren nicht einfach auf Schwankungen der erwarteten Dividenden.

Selbsterfüllende Erwartung

Das in der Behavioural Finance analysierte Investor Sentiment (Anlageklima) geht dem Eigenleben des Marktes auf die Spur. Da die wenigsten Anleger eine Aktie kaufen und ewig halten wollen, ist für sie interessant, was andere von dem Titel halten. So kann es kommen, dass nicht die fundamental wertvollste Aktie am teuersten ist, sondern diejenigen Titel, die in Mode sind. Wiederum hat Keynes als Erster darauf hingewiesen. Er verglich die Börse mit einem Schönheitswettbewerb. Es siegt nicht immer die oder der Schönste, sondern die Person, von der alle glauben, die anderen hielten sie für die schönste.

George Soros geht sogar noch einen Schritt weiter. In seinem Reflexivitätsprinzip weist er darauf hin, dass die Dividenden selbst davon abhängen, was die Anleger über die Zukunft des Unternehmens denken. Sind sie zuversichtlich, kann sich

das Unternehmen preiswert finanzieren und innovativer sein, womit die Chance auf eine hohe Ausschüttung steigt.

Aktienkurse sind also bis zu einem gewissen Grad willkürlich. Sie hängen essenziell von Erwartungen der Anleger ab, die selbsterfüllend sein können, da sie die Fundamentaldaten beeinflussen. Ist das Investor Sentiment gut, so kann dies Mechanismen aktivieren, die sich selbst verstärken und zu guten Fundamentaldaten führen. Ist das Investor Sentiment schlecht, geht es genau anders herum.

Die Behavioural Finance versucht auf verschiedene Weise, das Investor Sentiment zu messen: Bob Shiller veröffentlicht auf seiner Webpage Umfragen unter Institutionellen und unter Privatanlegern, andere wenden Texterkennungsalgorithmen auf Nachrichten zum Beispiel in Bloomberg an, und wieder andere analysieren Tweets auf Twitter (vgl. FuW Nr. 51 vom 27. Juni). All diese Methoden legen dar, dass man geschickt auf den Wellen des Marktes reiten kann, dass also Momentum-Strategien ertragreich sind. Andererseits ist bekannt, dass die langfristig erfolgreichsten Investoren Value-Anleger sind. Wie passt dies zusammen?

Leitplanken für Investoren

Eine Antwort auf die Frage, wie das Investor Sentiment der Behavioural Finance mit der fundamentalen Bewertung der traditionellen Finance zusammenpasst, liefert die evolutionäre Finanzmarktforschung oder Evolutionary Finance (vgl. Textbox). Sie beginnt mit einer sauberen strukturellen Analyse der Ökonomie: Welcher Marktteilnehmer (Konsumenten, Firmen, Staaten etc.) hat in seiner aktuellen Position (Vermögen, Technologie, Verschuldung) in der Zukunft welche Handlungsmöglichkeiten (Sparen, Investieren, Besteuern usw.)?

Aus der strukturellen Betrachtung ergeben sich dann gewisse Leitplanken (Konsum-Vermögens-Verhältnis, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Staatsverschuldung relativ zum Brutto sozialprodukt etc.), innerhalb deren das Marktergebnis zu erwarten ist. Im nächsten Schritt betrachtet die Evolutionary Finance dann die Interaktion von Strategien auf dem Markt. Als Beispiel hier die Interaktion von Value- und Momentum-Strategien an der Börse.

Value-Investoren (wie Warren Buffett) gehen davon aus, dass es einen Unterschied zwischen dem Wert und dem Preis von Unternehmen gibt. Der Wert eines Unternehmens berechnet sich anhand der Bilanz und der zu erwartenden Cashflows. Der Preis ist durch den Aktienkurs bestimmt. Ist er wesentlich niedriger als der Wert des Unternehmens, so kaufen Value-Investoren, und sie verkaufen, wenn sich die Lücke geschlossen hat.

Wann kaufen und verkaufen?

Momentum-Investoren kümmern sich nicht um ökonomische Bewertungen, sondern versuchen, die Kursentwicklung einer Aktie anhand vergangener Kurse und zum Beispiel von Sentimentindikatoren zu ermitteln. Sie kaufen, wenn der Aktienkurs steigt, und verkaufen, wenn er fällt. Es ist in der Finance-Forschung immer wieder bestätigt worden, dass je nach Anlagehorizont sowohl Value als auch Momentum eine ansehnliche Überrendite gegenüber dem Markt erwirtschaften. In der kurzen Frist ist Momentum erfolgreicher, in der langen Frist Value.

Da die Beobachtung, dass Value- und Momentum-Strategien eine höhere mittlere Rendite als der Markt generieren, nun allgemein bekannt ist, wundert man sich, warum die Überrenditen nicht irgendwann einmal verschwinden. Die Antwort der Evolutionary Finance ist, dass Value und Momentum sich gegenseitig bedingen. Ohne Momentum-Investoren wären die Kurse sehr nahe an den Fundamentalwerten, sodass Value-Anleger keine Renditen erwirtschaften könnten, und ohne Value-Investoren würden die Momentum-Anleger das Finanzsystem zerstören, sodass keiner eine Rendite bekäme.

Nach der Evolutionary Finance wird das Marktgeschehen zwischen gewissen Leitplanken schwanken – und zwar viel mehr, als es gemäss der traditionellen Fi-



Die Serie im Überblick

Würden sich Anleger rein rational verhalten, wären die Finanzmärkte effizient oder zumindest weniger schwankungsanfällig. Doch bei der Preisbildung spielt auch die Psychologie mit. Das haben wohl alle Anleger aus eigener Erfahrung schon erfahren. Aber ihr Einfluss wird oft unterschätzt oder missverstanden. **Die FuW zeigt in einer wöchentlichen Serie, wie die Psychologie das Anlegerverhalten beeinflusst** und wie man die Erkenntnis darüber in der Kapitalanlage nutzen kann. **Autor ist Prof. Thorsten Hens.** Er erforscht das Anlegerverhalten und die Märkte unter evolutionstheoretischen, psychologischen und neurologischen Gesichtspunkten. Im Bereich der **Evolutionary und der Behavioural Finance gehört Hens zu den führenden Wissenschaftlern.**

Die Serie geht mit diesem Beitrag zu Ende. Erschienen sind: Die Psychologie des Investierens (Einführung, Nr. 39 vom 16. Mai), Behavioural Biases – Vorsicht, Falle (41/23. Mai), Der Einfluss der Kultur (43/30. Mai), Welcher Risikotyp bin ich? (3a, Nr. 45/6. Juni), Vom Risikoprofil zum Anlagemix (3b, Nr. 47/13. Juni), Medien und Finanzmarkt (51/27. Juni).

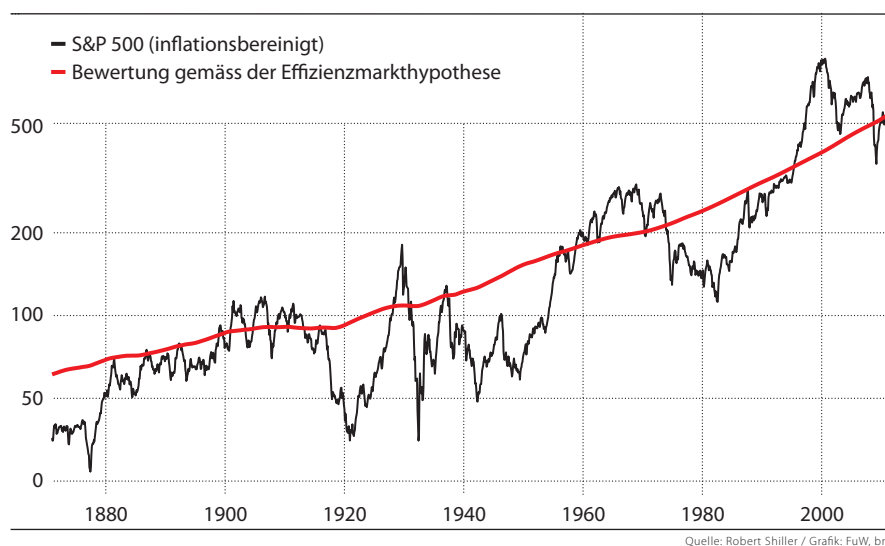
nanzwissenschaft zu erwarten wäre. Die Anlageempfehlung der Evolutionary Finance ist deshalb zunächst, dass man auf diese Extremsituationen achten sollte. Falls das Konsum-Vermögens-Verhältnis sehr niedrig ist, oder das Kurs-Gewinn-Verhältnis sehr hoch, ist das ein Zeichen, dass Wallstreet zu weit von Main Street abgehoben hat und man deshalb besser nicht in Aktien investiert. Analog sollte man investiert sein, wenn diese Kennziffern ins andere Extrem ausschlagen.

Und was macht man zwischen diesen Leitplanken? Die hohe Kunst des Investierens, die manche Hedge Funds beherrschen, ist, dann, kurzfristigen Momentum-Indikatoren zu folgen. Doch einfacher geht es, wenn man konsequent sein Portfolio rebalanciert. Rebalancieren ist eine einfache konazyklische Strategie, bei der man die prozentuale Aufteilung des Vermögens konstant hält. Steigt eine Anlage im Wert, muss man die Anteile verkaufen, sinkt sie, muss man zukaufen. Wie oft man die Proportionen wieder ins Lot rückt, hängt zum einen von den Transaktionskosten ab, zum anderen sollte man auch deshalb nicht zu oft rebalancieren, da es doch einiges Momentum gibt, wie wir noch sehen.

Meine Forschung zur Evolutionary Finance, die ich in den letzten zehn Jahren mit den Kollegen Igor Evstigneev aus Manchester und Klaus-Reiner Schenk-Hoppe aus Leeds gemacht habe, zeigt, dass die beste Strukturierung des Portfolios durch die zu erwartenden relativen Cashflows der Anlageklassen gegeben ist. Auch in diesem Sinne ist die Evolutionary Finance eine Synthese der traditionellen und der Behavioural Finance. Die traditionelle Finance behauptet, dass Kurse nur anhand der zu erwartenden abdiskontierten Cashflows bestimmt sind. Die Behavioural Finance gibt allerhand Begründungen dafür, dass reale Kurse davon abweichen, und die Evolutionary Finance nimmt die traditionelle Bewertung als Anker für Rebalancierungsstrategien, die umso ertragreicher sind, je mehr der Markt – innerhalb plausibler Leitplanken – davon abweicht.

Thorsten Hens ist Swiss-Finance-Institute-Professor, Leiter des Instituts für Banking und Finance an der Universität Zürich und Partner von Behavioural Finance Solutions (BhFS).

Markt-anomalien



Evolutionary Finance

Die evolutionäre Finanzmarktforschung erklärt die **Dynamik von Finanzmärkten durch biologische Modelle der Evolution**. Diese Modelle studieren die Interaktion von Strategien, wobei die natürliche Selektion die Vielfalt der Strategien einschränkt, während die Mutation immer wieder für neue Strategien sorgt.

Die ersten evolutionären Finanzmarktmodelle wurden in den Neunzigerjahren am Santa-Fe-Institut in den USA entwickelt. Sie beruhten auf Computersimulationen.

Fortschritte in der Mathematik der dynamischen Systeme erlauben inzwischen auch viele analytische Aussagen in evolutionärer Finanzmarktforschung.

Wegbereiter der evolutionären Finanzmarktforschung waren Armen Alchian, Milton Friedman und Friedrich Hayek. Am Santa-Fe-Institut forschen Brian Arthur, John Holland und Doyno Farmer zu diesem Thema. In der Schweiz forschen neben mir Dirk Helbing und Didier Sornette an der ETH auf diesem Gebiet. **HE**