

# Paradigmenwechsel in der Finanzmarkttheorie



**Von Dr. Magne Orkland (rechts)**  
Geschäftsführender Teilhaber  
Wegelin & Co. Privatbankiers  
St. Gallen

**und Daniel Leveau (links)**  
Mitglied der Direktion  
Wegelin & Co. Privatbankiers  
St. Gallen

Die moderne Finanzmarkttheorie führte seinerzeit das Portfolio-Management einen grossen Schritt nach vorne. Konzepte wie globale Diversifikation, Portfolio-Optimierung und Indexieren sind heute nicht mehr wegzudenken. Mit der Zeit wurden jedoch immer mehr Anomalien entdeckt, die nicht mit der modernen Finanzmarkttheorie vereinbar sind. Phänomene wie die historisch sehr hohe Risikoprämie von Aktien, die hohe Volatilität an den Aktienmärkten oder Value- und Momentumeffekte können nicht mit der Theorie der Markteffizienz erklärt werden.

Die Behavioral Finance bietet im besten Fall partielle Erklärungsansätze. Unseres Erachtens stehen wir heute vor einem Paradigmenwechsel in der Finanzmarkttheorie. Wie seinerzeit die Theorien von Einstein die Physik revolutioniert haben, hat die Theorie der «Rational Beliefs» von Professor Mordecai Kurz von der Universität Stanford das Potential, die moderne Finanzmarkttheorie von Grund auf zu verändern.

## Die Theorie der Markteffizienz kann die Realität nicht erklären

Die Theorie der Markteffizienz («Efficient Market Theory») wurde in den 1980er Jahren verbreitet und wird heute an jeder Wirtschaftsuniversität unterrichtet. Die Theorie basiert auf einigen wichtigen Annahmen: Investoren sind rational und maximieren ihre risikoadjustierte Rendite, Informationen sind kostenlos und für alle Marktteilnehmer gleichzeitig verfügbar, die Aktienkurse reflektieren effizient alle verfügbaren Informationen, und Veränderungen der Aktienkurse werden durch neue Informationen über die Fundamentaldaten verursacht. Auf den ersten Blick scheinen diese Annahmen vernünftig zu sein.

Grundsätzlich ist jede Theorie ein vereinfachtes Bild oder Modell eines Ausschnitts der Realität. Dieser Ausschnitt soll dann mit dem Modell beschrieben und erklärt werden. Auf dieser Grundlage können dann Prognosen

gemacht werden. Theorien sind meist mit dem Anspruch verknüpft, sie durch Beobachtungen der Realität prüfen zu können. Was macht jedoch eine gute Theorie aus? Albert Einstein soll hierzu folgendes gesagt haben: «A good theory is good, because it works better.» Mit anderen Worten, eine gute Theorie erlaubt Prognosen, die mit Beobachtungen der Realität besser übereinstimmen.

Wie gut sind die Prognosen der Theorie der Markteffizienz? Gemäss dieser Theorie sollte die Risikoprämie von Aktien gegenüber einer risikofreien Anlage sehr tief sein. In der Realität war sie aber sehr hoch (etwa 6%). Die Marktvolatilität sollte tief sein (um 4%); in der Realität ist sie hoch (langfristig bei etwa 18%). Der Kursverlauf sollte zudem einem «Random Walk» (Zufallsprozess) entsprechen, in der Realität gab es jedoch langjährige Bullen- und Bärenmärkte. Letztlich sollte das prognostizierte Kurs-/Gewinn-Verhältnis des Aktienmarktes etwa 14 betragen; in der Realität gab es enorme Schwankungen von 5,5 bis 30.

So gesehen, ist die Theorie der Markteffizienz keine gute Theorie, weil sie die Realität nur unzureichend erklären kann. Neue Theorien wie die Behavioral Finance, die davon ausgehen, dass Investoren irrational sind, bieten aber im besten Fall auch nur partielle Erklärungsansätze.

## Neue Theorie der «Rational Beliefs» von Mordecai Kurz

Wenn eine wissenschaftliche Theorie unbefriedigende Ergebnisse liefert, kommt es früher oder später zu einem Paradigmenwechsel. Eine neue Theorie wird entwickelt, die konzeptionell und mathematisch eine Generalisierung der alten Theorie darstellt. Die alte Theorie erscheint als Spezialfall der neuen Theorie, wenn einige vereinfachende Annahmen getroffen werden.

Die Gravitationstheorie von Newton ist ein solcher Spezialfall der Relativitätstheorie von Einstein. An der Universität Stanford hat Professor Mordecai Kurz eine neue Theorie der «Rational Beliefs» entwickelt, die eine Generalisierung der alten Theorie der Markteffizienz darstellt.

Wie unterscheidet sich die neue von der alten Theorie? Wie der Theorie der Markteffizienz liegt der neuen Theorie die Annahme zugrunde, dass Investoren ihre erwartete, risikoadjustierte Rendite maximieren. Die Investoren sind weiterhin rational im Sinne ihrer Handlungen. Der grosse Unterschied liegt bei der Prognosefähigkeit der Investoren. Gemäss der alten Theorie haben alle Investoren dieselben fixen und richtigen «Beliefs», d.h., sie prognostizieren alle dieselbe Rendite («perfekte bedingte Voraussicht»). Mit anderen Worten, nachdem die Investoren am Morgen die Zeitung gelesen haben, wissen sie alle genau den korrekten Indexstand für den Aktienmarkt. Basierend auf den im jeweiligen Zeitpunkt verfügbaren Informationen können die Investoren keine Prognosefehler begehen – gemäss der alten Theorie. Schon rein intuitiv ist dies aber eine zu starke Vereinfachung der Realität.

Gemäss der neuen Theorie der «Rational Beliefs» können die Investoren durchaus Prognosefehler begehen. Investoren haben unterschiedliche und im Zeitablauf variierende «Beliefs», die unterschiedliche Grade von Optimismus und Pessimismus bezüglich der zukünftigen Renditen widerspiegeln. Professor Mordecai Kurz ist es gelungen, diese «Belief»-Struktur des Marktes mathematisch abzubilden. Gemäss seiner Theorie kann sich sowohl der Anteil von Optimisten und Pessimisten wie auch die Intensität von Optimismus und Pessimismus ändern. Die «Beliefs» der Investoren sind auch korreliert, d.h., einzelne Investoren lassen sich von anderen Investoren beeinflussen. Obwohl sich die Investoren zu einem bestimmten Zeitpunkt bezüglich der zukünftigen Renditen irren können, müssen sie im mehrjährigen Durchschnitt die langfristige «korrekte» Aktienrendite erwarten.

## Bullen- und Bärenmärkte werden durch Veränderungen des KGV verursacht

	S&P 500 Rendite p.a.	Gewinn- wachstum p.a.	Veränderung des KGV p.a.	KGV zu Beginn	KGV am Ende
1950er	13,6%	3,9%	9,7%	7,2	17,7
1960er	5,1%	5,5%	-0,4%	17,7	15,9
1970er	1,6%	9,9%	-8,3%	15,9	7,3
1980er	12,6%	4,4%	8,2%	7,3	15,4
1990er	15,3%	7,7%	7,6%	15,4	30,5
2000–2005	-2,7%	6,0%	-8,7%	30,5	18,3

Quellen: Barron's, Wegelin & Co.

### Neue Theorie stimmt gut mit der Realität überein

Mit der neuen Theorie der «Rational Beliefs» können zum Beispiel langfristige Bullen- und Bärenmärkte erklärt werden. In einem Bullenmarkt steigt der Anteil der Optimisten sowie die Intensität des Optimismus. Dieser Prozess wird durch die Korrelation der «Beliefs» verstärkt. Die Investoren informieren sich zum grossen Teil über die gleichen Medien und lassen sich somit voneinander beeinflussen. Dieser Prozess führt zu einem Anstieg der Bewertung (Kurs-/Gewinn-Verhältnis) des Aktienmarktes. Beispielsweise lieferte der US-Aktienmarkt in den 1990er Jahren eine Rendite von 15,3% pro Jahr. Das Gewinnwachstum der Unternehmen betrug aber nur 7,7% pro Jahr. Wie kam die restliche Rendite von 7,6% pro Jahr zustande? Das KGV des Aktienmarktes stieg von 15,4 auf 30,5 (s. Tabelle). Umgekehrt lieferte der US-Aktienmarkt von 2000 bis 2005 eine negative Rendite von -2,7% pro Jahr, obwohl das Gewinnwachstum 6,0% pro Jahr betrug. Die Reduktion des KGV von 30,5 auf 18,3 lieferte einen negativen Beitrag von -8,7% pro Jahr.

Unter den Wall-Street-Strategen ist es populär geworden, u.a. die Änderungen des KGV mit den Zinsen zu erklären. Leider gibt es keine theoretische Grundlage für einen solchen Zusammenhang einer nominellen Anlage (Obligation) und einer realen Anlage (Aktie). Empirisch lässt sich auch kein Zusammenhang feststellen.

Auch die hohe Volatilität an den Aktienmärkten kann mit der neuen

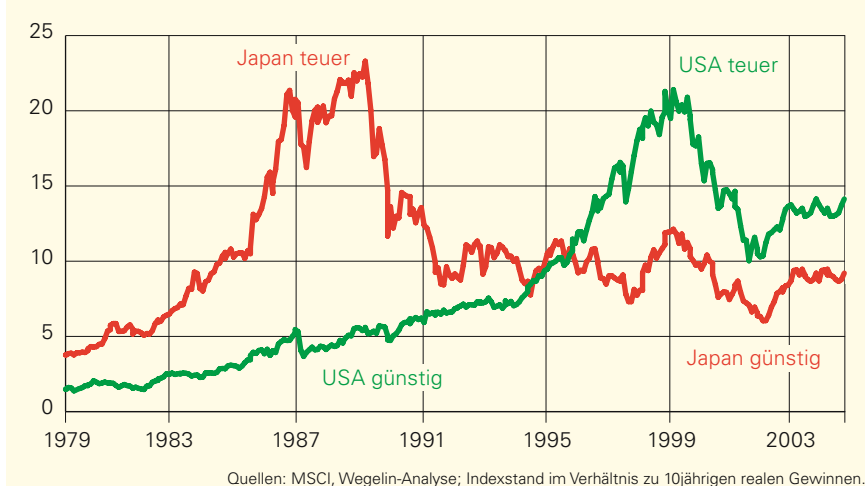
Theorie gut erklärt werden. Nur etwa 25% der Volatilität wird durch neue Informationen über die Fundamentaldaten verursacht. Ganze 75% der Volatilität kommt durch korrelierte Prognosefehler der Investoren zustande. Wenn viele Investoren sich ähnlich positioniert haben und gleichzeitig herausfinden, dass ihre Prognose falsch war, kann es zu heftigen Bewegungen kommen.

### Implikationen für Investoren

Gemäss der neuen Theorie wird die langfristige Risikoprämie von Aktien hoch bleiben (6%). Aktien sind risikant, weil es langjährige Bärenmärkte geben kann. Dieses Risiko muss entschädigt werden. Die Marktvolatilität wird auch hoch bleiben, da es immer wieder korrelierte Prognosefehler der Investoren gibt. Schliesslich wird die Bewertung des Aktienmarktes mit einem erwarteten Kurs-/Gewinn-Verhältnis zwischen 9 und 18 weiterhin stark schwanken.

Wie kann ein Investor von diesen Erkenntnissen profitieren? Falls die Bullen- und Bärenmärkte der einzelnen Aktienmärkte weltweit nicht synchron verlaufen, was historisch auch der Fall war, dann ist es möglich, durch die Anlage in Bullen- und durch die Vermeidung von Bärenmärkten signifikant besser abzuschneiden als mit einer Anlage in den Weltaktienmarkt. Aufgrund der Unterschiede im Konjunkturzyklus sowie des «Home Bias» der Investoren ist davon auszugehen, dass Bullen- und Bärenmärkte weltweit weiterhin nicht synchron verlaufen werden. Beispielsweise erlebte

**Bullen- und Bärenmärkte verlaufen nicht synchron**



Japan in den 1990er Jahren einen Bärenmarkt, die USA einen Bullenmarkt (s. Grafik).

Empirische Untersuchungen von Wegelin & Co. Privatbankiers haben bestätigt, dass die Bewertung eines Aktienmarktes einen guten Indikator für die Position im Bullen/Bärenzyklus liefert und somit einen guten Indikator für die zukünftige Rendite eines Aktienmarktes darstellt. Bei günstig bewerteten Märkten ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass bald ein Bullenmarkt anfangen wird. Umgekehrt ist die Gefahr eines Bärenmarktes gross, wenn zuviel Optimismus die Bewertungen bereits in die Höhe getrieben hat. Das Risiko-/Rendite-Verhältnis aus Sicht des Investors ist somit bei günstig bewerteten Aktienmärkten deutlich attraktiver.

**Praktische Umsetzung mit der Wegelin Active Indexing®-Strategie**

Um die Erkenntnisse der neuen Theorie der «Rational Beliefs» in die Praxis umzusetzen, haben Wegelin & Co. Privatbankiers eine neuartige Anlagestrategie, «Active Indexing®», entwickelt. Sie wird «Active» genannt, weil das Portfolio bei Bedarf regelmässig aktiv umgeschichtet wird. «Indexing» wird sie genannt, weil die Umsetzung durch breit diversifizierte, kostengünstige Aktieninstrumente erfolgt. Das Anlageuniversum der Active Indexing®-Strategie besteht aus den gleichen Märkten wie dasjenige des MSCI World Indexes.

Das Active Indexing®-Portfolio wird mit Hilfe eines quantitativen, fak-

tenbasierten Modells verwaltet. In diesem Modell werden die 16 grössten und liquidesten Aktienmärkte der Welt sowie die 10 globalen Branchen gemäss dem MSCI World Index analysiert. Mehr als 1900 einzelne Aktien fließen in das umfassende Bewertungsmodell ein und erlauben eine systematische Identifikation der unterbewerteten Aktienmärkte und Branchen. Mit der Active Indexing®-Strategie wird dann gezielt in die 6 bis 8 weltweit günstigsten, entwickelten Aktienmärkte und Branchen investiert. Die Strategie strebt somit an, in unterbewertete Bullenmärkte zu investieren, während hoch bewertete, potentielle Bärenmärkte vermieden werden. Ein weiterer Vorteil des Active Indexing®-Ansatzes ist die breite Diversifikation auf Titelebene. Ein Active Indexing®-Portfolio enthält in der Regel über Indexinstrumente indirekt mehr als 700 einzelne Aktien.

Die Active Indexing®-Strategie wird seit fast fünf Jahren umgesetzt und hat seither sehr gute Ergebnisse erzielt. Die Wegelin Active Indexing®-Strategie konnte den MSCI World Index in Franken um rund 10% pro Jahr schlagen. Das ergibt eine kumulierte Überrendite in Franken von 70% seit Lancierung der Strategie am 1. Dezember 2001.

**Wegelin Equity Active Indexing®: Schweizer Anlagefonds**

Die Active Indexing®-Strategie wurde zuerst ausschliesslich bei grossen institutionellen Mandaten eingesetzt. Der Anlagefonds Wegelin Equity Active Indexing® wurde am 28. Januar 2004 lanciert, mit dem Ziel, diese erfolgreiche Anlagestrategie auch für Privatanleger zugänglich zu machen. Inzwischen wurden auch Fonds für institutionelle Anleger aufgelegt.

Der Wegelin Equity Active Indexing®-Fonds war seither in den Fondsranglisten immer ganz vorne dabei. Seit der Lancierung bis Ende Oktober 2006 hat der Fonds in Franken eine Nettorendite von 58,7% erzielt. Der Weltaktienindex MSCI World hat in der gleichen Periode 32,8% zugelegt (s. Grafik). Die Anleger konnten von einer Überrendite in Höhe von 25,9% profitieren. Bemerkenswert ist auch, dass diese Überrendite nicht mit einem höheren Risiko erkaufte wurde, ganz im Gegenteil. Die Volatilität, d.h. das Ausmass der Wertschwankungen des Fonds, lag bei 13,1%. Diejenige des Vergleichsindex MSCI World betrug 14,7%. ●

**Nettorendite Wegelin Equity Active Indexing®**

