

DER MARKTPREIS IST NICHT IMMER DER RICHTIGE PREIS

Die unerwünschten Folgen der Markteffizienzthese

VON MICHAEL KEPPLER, NEW YORK

Am 17.10.1987 fiel der Dow Jones Index für Industriewerte von seinem Stand von 2.246,74 am Freitag zuvor auf 1.738,74. Dieser Kurseinbruch von 22,6% ist bis heute der größte Tagesverlust in der amerikanischen Börsengeschichte. Der zweitgrößte Tagesverlust von 12,8% vom 29.10.1929 – ebenfalls ein Montag –, als der Dow Jones von 298,97 auf 260,64 Indexpunkte fiel, nimmt sich dagegen bescheiden aus.



Keine Panik: Langfristiges Denken hält den Kopf klar und füllt das Portemonnaie

Allerdings folgte dem „Schwarzen Montag“ von 1929 am Tag darauf noch ein „Schwarzer Dienstag“ mit einem weiteren Kurseinbruch von 11,7%. Vertreter der Markteffizienzthese mussten sich an solchen

Tagen fragen: Sind denn so katastrophale neue Wirtschaftsdaten bekannt geworden, dass alle börsennotierten Unternehmen in den USA von einem Tag auf den anderen um 10 oder 20% weniger Wert sind? Objektiv muss dies sowohl für den 29. und 30.10.1929 als auch für den 19.10.1987 verneint werden.

William Sharpe, daraufhin befragt, ließ höchstens kleine Einschränkungen gelten. Ich halte eine kritischere Aufarbeitung für angebracht. Wenn nach der Effizienzmarkttheorie ein Aktien-Crash nicht hätte passieren dürfen, wieso kommt so ein Crash dann mehrmals im Jahrhundert vor? Man kann nicht so tun, als gäbe es keine Kurseinbrüche. Die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem Aktien-Crash kommt, ist zwar sehr gering – vermutlich nur 1 bis 3% – aber eben nicht Null!

Noch vor der Nobelpreisverleihung im Herbst 1990 bin ich von dem damaligen Chefredakteur der Fachzeitschrift „Die Bank“, Hans-Dieter Steguweit, gebeten worden, einen Kommentar zur Modernen Portfolio-Theorie zu verfassen. Es blieb dann aber nicht bei dem ersten Aufsatz „Risiko ist nicht gleich Volatilität“ vom November 1990, es folgten noch zwei weitere Aufsätze: „Portfolio-Theorie: Zweifelhafte Annahmen, suboptimale Ergebnisse“ im Juli 1991 und „Beta-Faktoren und CAPM – ein Nachruf“ im Mai 1992. In den drei Aufsätzen warnte ich davor, dass diese Theorie als Folge der Nobelpreisverleihung möglicherweise verstärkt Einfluss auf das Portfolio-Management gewinnen könnte. Der mittlerweile angerichtete Schaden ging jedoch weit über die von mir damals befürchteten Konsequenzen hinaus.

Auch die jüngste Finanzkrise war letztendlich das Ergebnis des Irrglaubens der Mehrheit der Marktteilnehmer, dass die Marktpreise immer den ökonomischen Wert der Immobilien widerspiegeln. Anstatt sich von der Jahrtausende alten Erfahrung leiten zu lassen, dass Preis und Wert erheblich voneinander abweichen können und nur im langfristigen Durchschnitt übereinstimmen, vergaben Banken immer höhere Hypothekenkredite auf Basis der gestiegenen Immobilienpreise, in der irrigen Annahme, dass diese mit dem Wert der Immobilien gleichzusetzen seien.

Wir sollten uns fragen, warum es die Effizienzmarktthese eigentlich nur im Finanzbereich gibt? Was wäre von einem Lehrer zu halten, der zu seinen Schülern sagt: Ihr seid alle durchschnittlich. Es zahlt sich nicht aus, in der Schule fleißig zu sein und sich anzustrengen. Bäcker backen nur durchschnittliche Brötchen und Metzger stellen nur durchschnittliche Wurst her. Die Welt würde anders aussehen, wenn alle glaubten, es gäbe keine Leistungsunterschiede.



William Sharpe

Welche Konsequenzen hat nun die Annahme, dass der Marktpreis immer der richtige Preis ist? Das „Mark-to-Market“-Prinzip lässt kaum noch Möglichkeiten offen, stille Reserven zu bilden. Vor kurzem wurde mir von dem Finanzvorstand einer deutschen Lebensversicherung bestätigt, dass seine Möglichkeiten, stille Reserven zu bilden, äußerst beschränkt sind, und dass aufgrund dessen sein Risikokapital, das für den Kauf von Aktien herangezogen werden kann, nur ca. 5 bis 10% seines Investitionskapitals ausmache. Er könne jedoch in Derivate investieren, die allerdings so konstruiert sein müssten, dass sein Maximalverlust auf ein paar wenige Prozentpunkte beschränkt wird. Klar, solche Produkte gibt es. Jede Investmentbank, die auf sich hält, bastelt auf Wunsch so eine Strategie zusammen. Aus der zu erwartenden Ertragsverteilung bestimmt man zunächst den „Worst Case“, also den möglichen Maximalverlust. Dieser wird dann auf ein für die Lebensversicherung akzeptables Niveau reduziert, das sich aus der jeweiligen „Risikotragfähigkeit“ ableitet. Je weniger die Versicherung verlieren darf, um so mehr wird aber auch die rechte Seite der Ertragsverteilung reduziert. Damit wird die Lebensversicherung gezwungen, sich für Risiken wie z.B. das kurzfristige Kursschwankungsrisiko von Aktien, abzusichern, die für einen langfristigen Anleger – bei objektiver Betrachtung – eigentlich gar keine Risiken sind. Für einen Anleger mit einem 10-, 20- oder gar 30-jährigen Investitionshorizont ist es unwesentlich, ob die Aktien an einem Tag um 0,7% oder um 1% schwanken. Das bedeutet, dass hier für nicht erforderliche Absicherungen volkswirtschaftliche Kosten entstehen, die man sich sparen könnte.

Würde man den Lebensversicherungen erlauben, stille Reserven zu bilden, anstatt sie zu zwingen, jeden Tageswertzuwachs ihres Finanzvermögens auszuweisen, und ihnen ein Bewertungswahlrecht zwischen dem jeweils niedrigeren Tageswert oder dem Einstandskurs einzuräumen, könnten sie das Vermögen ihrer Kunden rentabler und zugleich auch kostengünstiger anlegen. Als Investoren mit einem langen durchschnittlichen Anlagehorizont sollten Lebensversicherungen eigentlich geradezu prädestiniert sein, in Aktien zu investieren. Stattdessen beraubt man sie weitgehend dieser Option aufgrund der Akzeptanz und Anwendung einer Kapitalmarkttheorie, die eigentlich bereits am 19.10.1987 zu Grabe getragen wurde.

Im Glauben, falsch verstandene Risiken kontrollieren zu müssen, geht der Blick auf wesentliche Zusammenhänge verloren, die man aus der Kapitalmarkthistorie empirisch ableiten kann. Dabei geht es um systemimmanente Zusammenhänge, die für marktwirtschaftlich orientierte Wirtschaftssysteme mit einer gesellschaftlichen Grundordnung, die die Eigentümerrechte sicherstellen, eine gewisse Allgemeingültigkeit haben. Diese sind sowohl einfach wie auch einleuchtend: Der Unternehmer, sprich

der Aktionär, der, um seine wirtschaftlichen Ideen umzusetzen, neben seinem Eigenkapital auch Fremdkapital einsetzt, wird dazu nur dann bereit sein, wenn er für sich selbst noch einen Mehrwert erzielen kann. Unterstellt man, dass Aktienrenditen als Unternehmerlohn zu interpretieren sind, kann der Kreditgeber im langfristigen Durchschnitt nur Renditen erwarten, die unter dem Unternehmerlohn, sprich unter den Aktienrenditen, liegen müssen. Da nicht erfolgreiche Unternehmer auf Dauer aus dem Wirtschaftsprozess ausscheiden, muss langfristig der Zusammenhang gelten: Unternehmer- bzw. Aktienrenditen schlagen die Renditen festverzinslicher Wertpapiere. Analog müssen die Renditen festverzinslicher Wertpapiere die Renditen von kurzfristigen Sparguthaben oder Festgeld schlagen, weil die langfristigen Zinsen auf Dauer höher sein müssen als die kurzfristigen Zinsen.

Stellvertretend für die oben beschriebenen Wirtschaftssysteme verweise ich auf die Kapitalmarkthistorie der USA, wo uns ab 1926 sehr verlässliche Daten vorliegen. Stellvertretend deshalb, weil diese Zusammenhänge auch für die meisten anderen vergleichbaren Länder wie Großbritannien, Deutschland oder Australien gelten, um nur einige zu nennen. So lagen die jährlichen arithmetischen Aktiengesamtrenditen (*Kursveränderungen von US-Standardaktien unter Berücksichtigung von Dividendenzahlungen*) in dem 81 Jahre umfassenden Zeitraum von 1926 bis 2006 bei 12,3%. Staatsanleihen mit einer durchschnittlichen Restlaufzeit von 5 Jahren rentierten mit 5,4% p.a. weniger als die Hälfte. Und kurzfristige US-Treasury Bills, vergleichbar mit Bundesschatzbriefen, lieferten nur 3,8% Ertrag p.a. und damit um nur 0,8% über der Inflationsrate, die im gleichen Zeitraum bei 3% p.a. lag. Allerdings muss man auch erwähnen, dass die Aktienrenditen im gleichen Zeitraum eine jährliche Schwankungsbreite (*Standardabweichung*) von 20,1% aufwiesen, etwa das 3½-fache der Schwankungsbreite von 5,7% bei US-Staatsanleihen. Aktien sind also zumindest kurzfristig sehr volatil und spekulativ. Mit zunehmender Haltedauer reduzieren sich die Schwankungen jedoch und nähern sich immer mehr dem langfristigen Durchschnittsertrag an, der eben bei Aktien deutlich höher ist als bei festverzinslichen Wertpapieren oder kurzfristigen Geldmarktanlagen.

>>

DER MARKTPREIS IST NICHT IMMER DER RICHTIGE PREIS

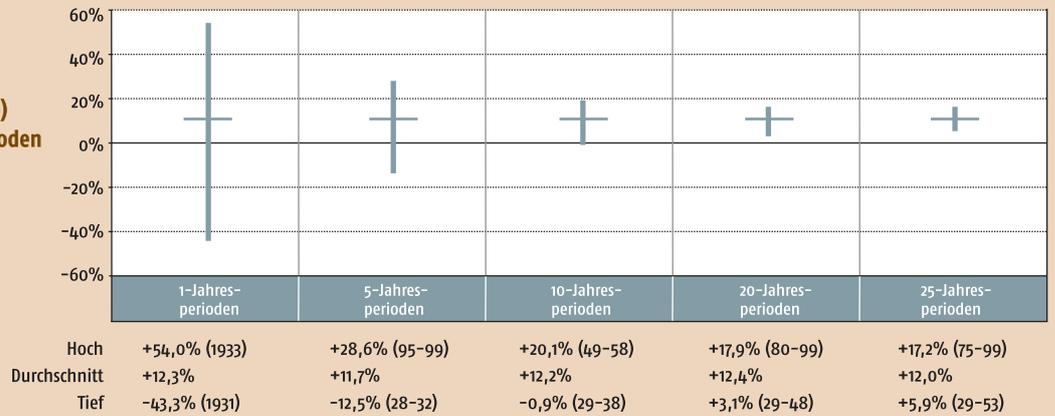
(FORTSETZUNG)

So nicht:
Wer erfolgreich ist,
verschließt nie die Augen
vor der Realität



Bandbreite der Erträge von US-Aktien (Standardwerte) für unterschiedliche Halteperioden 1926 – 2006

Quelle: Keppler Asset Management Inc.



Welche Konsequenzen ergeben sich nun hieraus auf die optimale Aufteilung Ihres Finanzvermögens? Aufs Sparbuch oder in Bundesschatzbriefe gehört nur der sog. „Notgroschen“, das heißt eine gewisse Reserve für unerwartete Ausgaben. In festverzinsliche Wertpapiere sollte nur der Teil Ihres Vermögens investiert werden, der in etwa drei bis fünf Jahren gebraucht wird, z.B. der Ansparbetrag für einen geplanten Hauskauf. Erst Vermögen, das nach bestem Wissen und Gewissen tatsächlich langfristig zur Verfügung steht, kommt als Investitionskapital für Aktien in Frage.



Depression 1929

Angesichts der steigenden Lebenserwartung stellt sich die Frage, ob die alte Faustregel, dass der prozentuale Aktienanteil des Finanzvermögens 100 abzüglich des Lebensalters betragen soll, noch gilt. Als in den USA Anfang der 30er Jahre das Sozialversicherungssystem eingeführt wurde, lag die Lebenserwartung bei 62 Jahren. Der Durchschnittsamerikaner kam also nicht mehr in den Genuss seiner Pension. Heute liegt die durchschnittliche Lebenserwartung bei 77 Jahren. Das bedeutet, der Durchschnittsamerikaner bezieht noch 13 Jahre lang Rente. 1950 entfielen auf einen Rentner 15 Berufstätige. Heute entfallen 3,3 Berufstätige auf einen Rentner, und im Jahr 2030 werden es nur noch 2 Berufstätige sein. Jeder Einzelne ist deshalb mehr als je zuvor auf seine individuelle Altersvorsorge angewiesen. Dies gilt grundsätzlich für alle Industrieländer, da deren Bevölkerungsstrukturkurven sehr ähnlich sind. Da Aktien über lange Zeitperioden bessere Anlageergebnisse als festverzinsliche Wertpapiere und Barvermögen erwarten lassen, sollte der Aktienanteil Ihres Finanzvermögens einen höheren Stellenwert einnehmen als in der Vergangenheit.

Lassen Sie sich also nicht vom institutionellen Imperativ anstecken. Der Marktpreis ist nicht immer der richtige Preis! Wenn Sie Ihr Ziel der langfristigen Vermögensmaximierung stets im Auge haben, ist es erstaunlicherweise gar nicht so wichtig, ob Sie Ihre Aktien einen Tag vor dem Crash oder einen Tag danach gekauft haben. Hier nochmals die Zahlen:

Dow Jones am 16.10.1987:	2.246,74
Dow Jones am 19.10.1987:	1.738,74
Dow Jones am 04.08.2008:	11.615,77

Der Pechvogel, der am 16.10.1987 –also einen Tag vor dem Crash – gekauft hatte, erzielte bis heute einen jährlichen Wertzuwachs von 8,9% plus 2% durchschnittliche jährliche Dividendenrendite, also eine Gesamtrendite von etwa 10,9% p.a. (vor Kosten). Der Glückspilz, der einen Tag später, also am Montag, den 19.10. zum Börsenschluss gekauft hatte, erzielte in den vergangenen 20 Jahren und rund 6 Monaten 10,2% plus ebenfalls 2% durchschnittliche Dividendenrendite, also eine Gesamtrendite von etwa 12,2% vor Kosten p.a. Dabei wird deutlich, dass Crash hin oder her, es eigentlich nur wichtig ist, überhaupt in Aktien investiert gewesen zu sein. Denn die Renditen, die Sie mit Cash oder mit Bonds im gleichen Zeitraum hätten erzielen können, wären vergleichsweise sehr bescheiden ausgefallen.

Lassen Sie sich also auch in Zukunft nicht von der Aktie als langfristiger Kapitalanlage abbringen. Das kurzfristige Kursrisiko wird generell weit überschätzt: „Time“ ist wichtiger als „Timing“. ◀



MICHAEL KEPPLER

ist Berater der beiden global anlegenden Aktienfonds Keppler-Emerging Markets-LBB-INVEST und des Keppler-Global Value-LBB-INVEST.