

## Die Grenzen des Wissens zu erkennen

**Vermögensverwaltung, oder moderner ausgedrückt Portfolio Management, darf nicht als reine wissenschaftliche Disziplin verstanden werden. Nebst kalkulierbaren, deterministischen Entscheidungskriterien erhält auch das intuitive, künstlerische Element des Investors beziehungsweise des Entscheidungsträgers eine gewisse Bedeutung. Sowohl der wissenschaftliche als auch der künstlerische Ansatz bedürfen aber einer kritischen Betrachtung, insbesondere mit Bezug auf die getroffenen Annahmen und Hypothesen sowie der unterstellten Prognosefähigkeiten. Die Frage nach der adäquaten Vermögensverwaltungsmethode lässt sich erst vor dem Hintergrund einer kritischen Beleuchtung unserer Kenntnisse der Funktionsweise der Finanzmärkte und dem Verhalten der Finanzmarktteilnehmer beantworten. Angesichts unseres eher bescheidenen Verständnisses der Finanzmärkte ist die Vermögensverwaltung primär als Risiko-Management aufzufassen.**

Die hochgradig organisierten Finanzmärkte erlauben ein äusserst rasches Verarbeiten von Informationen. Da weltweit Tausende von Marktteilnehmern stets darauf bedacht sind, Informationen gewinnbringend zu verarbeiten, ist es für einen Anleger schwierig, allgemein verfügbare Informationen in eine längerfristig überdurchschnittliche Performance umzusetzen. Dies würde nämlich voraussetzen, dass er im allgemeinen (bessere) Informationen schneller zur Verfügung hat und/oder die verfügbaren Informationen besser verarbeitet als der Durchschnitt der übrigen Marktteilnehmer. Selbst (oder gerade) der versierte Portfolio Manager wird sich aber kaum von der Annahme leiten lassen, dass er systematisch von den Fehlern anderer profitieren kann. Realistischer – und vor allem weniger kostspielig – ist es, wenn er den Markt als relativ effizient betrachtet. Effizient im Sinne, dass es nur in gewissen, wohl eher seltenen Fällen möglich ist, auf diese Weise einen zusätzlichen Gewinn zu erzielen.

Ein Blick auf das Verhalten der Finanzmarktteilnehmer zeigt jedoch, dass diese Erkenntnis keineswegs akzeptiert wird. So gibt es viele Analysten, die glauben, aus einfachen Kursbildern (Charts) Aussagen über den zukünftigen Kursverlauf einer

Aktie, eines Aktienmarkts, eines Wechselkurses, einer Obligation usw. ableiten zu können. Ganz abgesehen von der Tatsache, dass der Nachweis eines entsprechenden Zusammenhangs kaum erbracht werden kann, müsste doch an sich bereits die Vermutung skeptisch stimmen, dass sich die Zukunft so einfach doch nicht erfassen lässt.

### Selbstüberschätzung der Marktteilnehmer

Auch viele andere Marktteilnehmer scheinen die eigene Prognosefähigkeit zu überschätzen. Aus Experimenten ist bekannt, dass zahlreiche Menschen der Fehleinschätzung unterliegen, selbst konstruierte Zufallsprozesse prognostizieren zu können. Die psychologische Forschung bestätigt zudem, dass Individuen dazu neigen, die Unsicherheit bzw. Unwägbarkeit der Zukunft zu unterschätzen, was sich u.a. in einer Überbewertung der jüngsten Vergangenheit äussert. Dementsprechend resultieren an den Finanzmärkten Überreaktionen auf neue Informationen, wie sie beispielsweise in der Geldmengen-, Handelsbilanz- oder Arbeitslosenzahlmanie zum Ausdruck kommen.

Das menschliche Wesen, selbst des professionellsten Anlegers, tendiert im weiteren dazu, negative Ereignisse beziehungsweise schlechte Entscheidungen zu verdrängen. Dass dabei der eigene Leistungsausweis überschätzt wird, realisieren zur wenige. Kommt hinzu, dass die „richtige“ Beurteilung noch zwischen Glück und Können unterscheiden müsste. Letztlich erklärt bereits diese Schwierigkeit, weshalb es so viele „Börsengurus“ gibt (Frank T. Denton, The Effect of Professional Advice on the Stability of a Speculative Market, Journal of Political Economy, 1985, No 5).

Schlecht diversifizierte Portefeuilles, Klumpenrisiken, häufiges Kaufen und Verkaufen (Trading) einzelner Titel und ganz allgemein die weitverbreitete Konzentration auf die für die längerfristige Performance ohnehin nicht sehr wichtige Aktienauswahl sind direkter Ausfluss dieser zum Teil auch psychologisch begründeten Selbstüberschätzung. Nicht nur amerikanische Studien zeigen zum Beispiel, dass die Verteilung des Vermögens auf Geldmarktanlagen, Obligationen und Aktien (Asset-Allokation) mehr als 90 % der Performanceunterschiede selbst von professionellen Anlegern erklärt.

Das weitverbreitete Streben nach kurzfristiger Performance verstärkt die erwähnten Überreaktionen an den Finanzmärkten noch. Viele, vor allem auch institutionelle Anleger versuchen, wie sich das angeblich für professionelle Portfolio Manager geziemt, die Performance durch kurzfristiges Trading aufzupolieren. Dass dadurch langfristig mehr Schaden als Nutzen resultiert, realisieren nur wenige. Kurzfristige Engagements in Risikopapieren basieren nämlich auf sehr vagen, äusserst unsicheren, vielfach allerdings erst im nachhinein als solche erkannten Kurserwartungen. Diese Spekulationserwartungen können sich schnell und vor allem auch in Abhängigkeit von massenpsychologischen Prozessen ändern. In sehr vielen Fällen sind es selbst kleine Kursveränderungen an der Börse, die dann ein vollständiges Umschlagen der Kurserwartungen und letztlich ein prozyklisches Anlageverhalten bewirken. Die aus sinkenden Kursen resultierende massenpsychotische

Angst bewegt selbst eingefleischte Anlageberater eher zum Verkaufen als zum Kaufen. Wie sollte dies dem einfachen Anleger nicht plausibel erscheinen, wenn doch sogar professionelle Portfolio Manager in den USA mit der modernen Portfolio Insurance eben auch prozyklisch handeln.

### **Professionelle Performance-Hysterie**

Vor diesem massenpsychologischen Hintergrund und der kurzfristigen Performance-Hysterie sind spekulative Blasen und Crashes durchaus normale Erscheinungen. Wer kennt nicht die Marktteilnehmer, die selbst Titel kaufen, die sie als zu teuer erkennen. Solange sie die begründete oder unbegründete Vermutung hegen, dass andere Anleger in der Zukunft sogar zu höheren Kursen bereit sind, die entsprechenden Titel in ihre Portefeuilles aufzunehmen, erscheint eine solche Verhaltensweise sogar als rational. Dies selbst dann, wenn mit einem plötzlichen Platzen der spekulativen Blase gerechnet werden muss (O. J. Blanchard: Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations, Economics Letters, 1979). Von Aktienmarktexperimenten weiss man, dass die entsprechenden Marktinstabilitäten keineswegs nur unter unerfahrenen Marktteilnehmern vorkommen (V.L. Smith et. al.: An Experimental Analysis of Stock Market Bubbles, Finanzmarkt und Portfolio Management, 1988, Nr. 3).

Diese Charakteristika der Finanzmärkte werden unter anderem durch die Untersuchung von E. F. Fama und K. R. French (Permanent and Temporary Components of Stock Prices, Journal of Political Economy, 1988) eher bestätigt als widerlegt. Den Studien gemäss haben die Märkte die Tendenz, auf eine durchschnittliche Gesamttrendite hinzustreben. Demnach steigt die Wahrscheinlichkeit an, dass nach einer längeren Periode unterdurchschnittlicher Performance eine Periode mit überdurchschnittlicher Gesamttrendite folgt.

Ob diese Beobachtung mit der von der Theorie propagierten Informationseffizienz der Finanzmärkte noch konsistent ist, bleibt mehr als fraglich. So stark wie die Finanzmarktteilnehmer die Markteffizienz

unterschätzen, so sehr scheint sie von der etablierten Wissenschaft überschätzt zu werden. Dass Finanzmärkte auf neue Informationen schnell reagieren, ist kaum bestritten; dass sie letztere aber auch „richtig“ verarbeiten, muss schon eher hinterfragt werden. Die überaus starken Reaktionen an den Devisen- und Wertpapiermärkten auf die an sich nicht sehr aussagekräftigen Wirtschaftszahlen illustrieren dies. Auch die verzweifelten Versuche der Finanztheoretiker, den Crash vom Oktober 1987 (1988) nur schon einigermassen plausibel zu erklären, muss in diesem Zusammenhang nachdenklich stimmen.

### **Bescheidene Kenntnisse**

---

Für den Anleger ist an sich unwichtig, ob er die Finanzmarktpreise als theoretisch „richtig“ oder „verzerrt“ betrachtet. Auch aus empirischer Sicht ist nur entscheidend, dass er in beiden Fällen einsieht, wie schwierig überhaupt eine Kursprognose ist. Spätestens seit dem Crash müsste doch auch den meisten Anlageberatern bewusst sein, wie wenig sowohl der Praktiker als auch der Wissenschaftler von den Finanzmärkten versteht. (Dies gilt selbst für die erfolgreichen Crash-Propheten, die praktisch ausnahmslos die nachfolgende Erholung an den Aktienmärkten „verpassten“). Gerade weil die so schwierig zu erfassenden Erwartungen und ihr wenig bekannter Entstehungs- und Revisionsprozess für die Preisbildung an den Finanzmärkten sowohl von praktischer wie von theoretischer Seite als dominante Bestimmungsfaktoren akzeptiert werden, ist jede andere Schlussfolgerung abwegig.

**„Gute Politik besteht zu 85 Prozent darin, Unfug zu verhindern.“**

Erzherzog Otto von Habsburg

Die Erkenntnisse der aus der Physik bekannten nichtlinearen Dynamik, etwas irreführend auch „Chaos-Theorie“ genannt, unterstützen dieses Fazit noch. Hier wird gezeigt, dass selbst rein deterministische, d.h. mathematisch erfassbare Prozesse praktisch unvorhersehbar sein können. Weil es in solch nichtlinearen Sy-

stemen möglich ist, dass kleine Ursachen grosse Wirkungen haben (Crash?) und umgekehrt, oder dass in ähnlichen Situationen ganz andere Reaktionen erfolgen, ist eine Prognose äusserst schwierig bzw. unmöglich. Ob die in der Chaos-Theorie entwickelten Verfahren wenigstens zu einem verbesserten Verständnis der Finanzmärkte beitragen werden, wird sich erst noch weisen müssen. Für den Anleger kann aber nur schon die Schlussfolgerung heilsam sein, dass das Unvorhergesehene nicht einmal einer rationalen Begründung (gemäss unserem linearen Denkschema) bedarf. Weitere Crashes nicht a priori oder aus „fundamentaler“ beziehungsweise „technischer“ Sicht als sehr unwahrscheinlich zu bezeichnen, dürfte bereits eine wenn auch bescheidene Lehre sein.

### **Risiko und Ertrag**

---

Selbst auf „chaotischen“ Finanzmärkten kann es jedoch relative „Konstanten“ geben, die sich langfristig durchsetzen. In diesem Zusammenhang gilt es insbesondere die relativ triviale, aber um so bedeutsamere Beobachtung zu erwähnen, dass ein höherer Ertrag längerfristig nur mit einem höheren Risiko erkaufte werden kann. Umgekehrt gilt die Beziehung allerdings nur beschränkt, denn einzig nicht vermeidbare (nicht diversifizierbare) Risiken werden langfristig durch einen höheren Ertrag entschädigt. Von einem Portefeuille, das übermässig titel-, branchen- und länderspezifische Risiken eingeht, darf man dies nicht erwarten. Bei genügender Diversifikation kommt der Zusammenhang jedoch zum Tragen, und zwar auch in der Schweiz, wie unter anderen eine Studie von D. Wydler (Leistungsvergleich von Aktien und Obligationen, „NZZ“, 17.02.1988) veranschaulicht. Für den Gesamterfolg (Performance) eines Portefeuilles ist demnach entscheidend, welchen Risikograd man im längerfristigen Durchschnitt einzugehen bereit ist. Obwohl sich Entscheide auf Titelebene für die Portefeuille-Performance vor allem kurzfristig lohnen können, ist in einer langfristigen Betrachtungsweise die Vermögensallokation weit bedeutsamer.

Ob es sich dabei um die üblicherweise angewendete Gliederung in Geldmarkt-, Obligationen- und Aktienanlagen oder um verfeinerte Kategorienbildungen handelt, ist nicht entscheidend. Entscheidend ist vielmehr, dass es sich im Grundsatz letztlich immer um die Festlegung des tragbaren Risikos handelt.

Risikofähigkeit und -freudigkeit des Anlegers bzw. der investierenden Institution bilden demzufolge den zentralen Ausgangspunkt der Vermögensverwaltung. Bei risikoscheuen Anlegern (nicht Anlageberatern!) muss die Aktienquote auch unter angeblich noch so guten Börsenaussichten tief angesetzt werden; entsprechend niedriger wird natürlich auch die langfristige Performance sein. Eine überdurchschnittliche Gesamtertragsrendite kann über längere Zeit nur dann erreicht werden, wenn der Anteil der Risikopapiere (insbesondere Aktien) am Portefeuille auf überdurchschnittlich hohem Niveau gehalten wird.

---

\* Erster Teil einer dreiteiligen Artikelserie zum Thema Möglichkeiten und Grenzen der Vermögensverwaltung.