

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 59, August/September 2009

Die Störtebeker-Theorie

Jetzt ist es offiziell: Schlechte Vermögensberater sind schlimmer als hohe Steuern. Das ergibt sich aus einer Analyse der neuesten Erhebungen zur finanziellen Situation der Amerikaner. Wenig erstaunlich ist, dass es insgesamt erheblich weniger Millionäre (Menschen mit mehr als einer Million Dollar liquidem Vermögen) gibt.

Interessant ist aber, an welchen Orten der Millionärsschwund am größten war. An Orten wie New York oder San Francisco, wo tatsächlich gearbeitet wird und die Steuern relativ hoch sind, ist der Rückgang mit -13,6% bzw. -15,3% relativ gering. Am stärksten ist der Millionärsschwund in Gegenden, wo die Steuern sehr niedrig sind und viele Menschen von ihrem Vermögen leben. In Florida, wo es keine Einkommenssteuer gibt, ist die Zahl der Millionäre zwischen 42% (Miami) und 52% (Tampa) zurückgegangen. Das legt nahe, dass die Fixierung auf den Steuersatz bei der Vermögensanlage die falsche Priorität war.

Der Grund, warum es Millionäre, die sich nicht mehr aktiv ums Geld verdienen kümmern, stärker erwischt hat als andere, liegt wohl darin, dass ihre Berater bei der Verwaltung freie Hand haben und die Geldanlage nach den neuesten wissenschaftlichen Erkenntnissen betreiben können. Das ist aber wenig segensreich, denn der Finanzmarkttheorie geht es nicht gut in diesen Tagen. Genau genommen gleicht sie Klaus Störtebeker in seiner letzten Minute.

Nach seiner Gefangennahme in der Seeschlacht bei Helgoland im Jahr 1401 hatte Störtebeker von den Hamburger Pfeffersäcken zugesichert bekommen, dass alle Gefährten, an denen er nach seiner Enthauptung noch vorbeiläuft, verschont bleiben sollen. An 11 Freibeutern, so die Legende, soll er kopflos vorbeigelaufen sein, bevor ihm schließlich der Henker aus Angst vor Arbeitslosigkeit den Richtblock vor die Füße schob und so zu Fall brachte.

Auch die Finanzmarkttheorie wurde schon vor einiger Zeit enthauptet, findet aber auch als Rumpf nach wie vor weitgehende Akzeptanz in akademischen Zirkeln. Dort tut man so, als sei das Problem lediglich technischer Natur und lasse sich gewiss irgendwie reparieren. Ja, gewiss, die Theorie hat sich als völlig nutzlos erwiesen in den letzten beiden Jahren, wie auch 1998, 2001 und 2002, aber man darf es nicht der Theorie anlasten, wenn die Realität aus so krummem Holz geschnitzt ist!



Dr. Georg Graf von Wallwitz

Das Elend der Effizienten Märkte

Im Kern der modernen Finanzmarkttheorie steht die Hypothese, dass die Märkte effizient und die Marktteilnehmer rational sind, sowie dass die Märkte stets die öffentlich verfügbare Information korrekt wieder spiegeln (*Efficient Market Hypothesis* (EMH)).

Aus diesen offensichtlich albernem Annahmen ergibt sich ein ganzer Rattenschwanz an albernem Schlussfolgerungen. Beispielsweise findet kein Wertpapierhandel statt, da die Kurse immer den fairen Preis widerspiegeln, es aber irrational wäre ein Wertpapier zum fairen Preis zuzüglich Transaktionskosten zu kaufen.

Oder die Theorie sagt vorher, dass Blasen an den Börsen nur etwa einmal alle 40 Jahre entstehen. Tatsächlich hat es seit 1925 etwa alle drei Jahre an einem der relevanten Märkte eine Blase gegeben. Oder die Theorie sagt, dass Investoren wie Warren Buffett oder George Soros (oder viele andere, die nicht so medienwirksam investieren), praktisch nicht vorkommen können, da sie, indem sie bessere Ergebnisse erzielen als der Durchschnitt, nur Glück haben und jedes Glück einmal ein Ende haben muss.

Eine Theorie, die aus weltfremden Annahmen etwas folgert, das nicht der Realität entspricht, hat sich als falsch erwiesen und wäre in jeder anderen Wissenschaft wohl längst zu Grabe getragen worden. Spätestens seit Karl Popper ist es guter akademischer Brauch, solche Theorien durch bessere zu ersetzen. Es gibt zwar einige Versuche, den Markt als organischen Zusammenhang menschlichen Handelns zu begreifen und eine evolutionäre Theorie der Märkte zu etablieren, aber das passt nicht in den Rahmen der nach dem Ideal der Physik organisierten Wirtschaftswissenschaften.

Das Problem der Finanzwissenschaft ist daher, dass sie keine bessere Theorie bei der Hand hat, die an den Rest des wirtschaftswissenschaftlichen Theoriegebäudes angeschlossen werden kann. So kommt es zum Störtebeker-Phänomen, dass die Theorien weiterhin in Gebrauch sind, obwohl jeder weiss, dass sie tot sind.

Die EMH zu ersetzen hätte in der Theorie

sehr große, in der Praxis aber sehr kleine Konsequenzen. Es laufen zwar bei allen Institutionellen Investoren Modelle für die Risikomessung, die auf dem *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) fußen, das sich aus der EMH ergibt. Aber jedem Praktiker sind die engen Grenzen, die diese Modelle haben, bewusst. Insbesondere in Stressphasen, wie nach dem 11. September 2001 oder nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers funktionieren diese Modelle nicht mehr, weil solche Ereignisse - und die Reaktion der Märkte darauf - sich nicht in Gleichungen fassen lassen. Die gängigen und von der Theorie abgeleiteten Risikomanagementsysteme funktionieren also genau in den Phasen, in denen man sie nicht braucht.

Ähnlich verhält es sich mit der Black-Scholes Formel zur Berechnung von Optionspreisen, die ebenfalls auf der Annahme rationaler Erwartungen und effizienter Märkte beruht. Es sollte zwar jeder, der mit Optionen handelt, die Formel kennen. Aber niemand, der sich die Liste der Voraussetzungen durchgelesen hat, verwendet sie guten Gewissens: Die Formel funktioniert, wenn es keine Transaktionskosten gibt, wenn die Kursbewegung der Aktie lognormalverteilt ist und wenn es einen konstanten risikolosen Zinssatz gibt, zu dem jeder Arbitrageur sich jederzeit beliebig viel Geld leihen kann.

Keine der drei Voraussetzungen treten in der Praxis auf. So ist der größte Teil des Volumens an den Optionsmärkten nicht den Anwendern der Black-Scholes-Formel zu danken, sondern Institutionen, die ihre Bestände absichern wollen und dabei die Theorie kennen und ignorieren.

Die Aufgabe großer Teile der modernen Finanzwissenschaft hätte also lediglich für die praxisfernen Geldanleger Floridas große Konsequenzen, nicht aber für die irrationale Praxis der meisten Anleger. Vielleicht regen sich deshalb so wenige der Beteiligten über den Zustand der Theorie auf.

Kategorienfehler der EMH

Ein Kategorienfehler lässt sich mit Keynes als Kern des Problems ausmachen. Keynes ist zwar schon lange Jahre vor der Erfindung von EMH und CAPM gestorben, konnte aber schon seit dem Jahr 1910 die Tendenz der Ökonomie ausmachen, Mathematik und insbesondere Statistik in falscher Weise zu nutzen. Ihn hat insbesondere der Glaube des Statistikers gestört, präzises Wissen und Kontrolle über von Menschen gesteuerte Ereignisse zu haben. Statistik ist eine Beschreibung der Häufigkeit und der Verteilung bestimmter vergangener Ereignisse.

Diese Erkenntnisse über die Vergangenheit werden genutzt, um Aussagen über die Zukunft zu machen. Die Wirtschaftswissenschaften haben sich aber nie Rechenschaft darüber abgelegt, ob und in welchem Maße ein solches induktives Verfahren überhaupt zulässig ist.

Wenn die Voraussagen der Statistik nicht funktionieren, redet man in der Wirtschaftswissenschaft gerne von „Fat Tails“ (Außergewöhnliche Ereignisse, die ungewöhnlich häufig vorkommen) und erspart sich damit das weitere Nachdenken über mögliche grundsätzliche Probleme.

Die Anwendbarkeit eines induktiven Verfahrens, die Normalverteilung der Ereignisse, die Rationalität der Akteure - vor

lauter starken und ungeklärten Annahmen hat die Finanzwissenschaft aus den Augen verloren, dass sie es am Ende mit Menschen zu tun hat, die, wie Immanuel Kant es formulierte, aus krummem Holz geschnitzt sind. Solange sie das nicht akzeptiert, wird sie nie die Anerkennung gewinnen, die sie gerne hätte.

Die Märkte

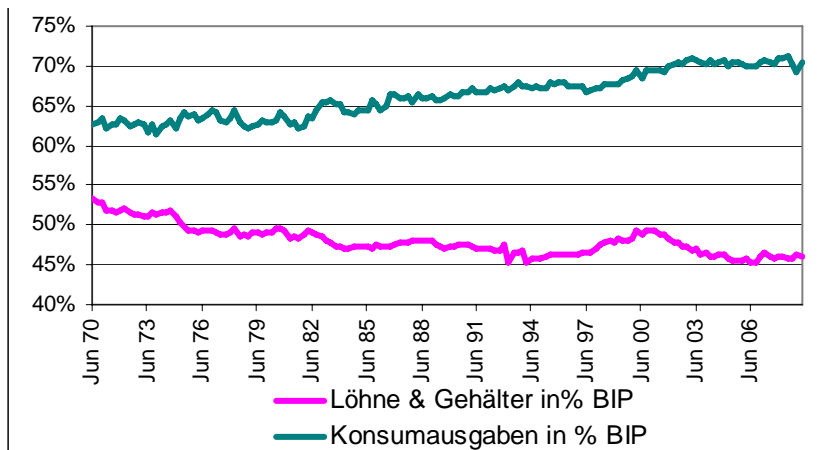
Der Blick auf die Märkte findet daher am besten unbeleckt von aller Theorie statt. Grundsätzlich ist die Bewegung, die wir seit Mitte März an den Börsen sehen, weiterhin intakt: Der Wirtschaft geht es extrem schlecht, aber die Finanzkrise ist durch die staatliche Garantie weiter Teile des Finanz-

systems abgewendet worden. Die Lager werden teilweise wieder gefüllt und in der extrem wichtigen Autoindustrie kann man nach der Zurückhaltung der Käufer um die Jahreswende nun auf

einen erheblichen Nachholeffekt hoffen. Für die USA könnte allein dieser Effekt 0,75% zum Wirtschaftswachstum im dritten Quartal beitragen.

Den Banken geht es einerseits nicht gut, weil sie nach wie vor faule Papiere in erheblichem Umfang auf den Bilanzen haben, aber es geht ihnen andererseits auch nicht schlecht, weil sie sich extrem billig refinanzieren können und unter der expliziten Prämisse arbeiten

Seit 1970 gehen Löhne und Konsumausgaben unterschiedliche Wege



können, dass der Steuerzahler ihre Risiken übernimmt.

Die Aktienmärkte sind's zufrieden und profitieren davon, dass noch immer viele Marktteilnehmer nicht wieder ihre Aktienquoten hochgefahren haben. Dadurch bleibt die Nachfrage groß und sorgt für steigende Kurse. Hinzu kommt, dass die Erwartungen der Analysten von den Unternehmen weit genug nach unten gepflegt worden sind, dass die Schätzungen nun wieder komfortabel geschlagen werden können. Das sorgt für Optimismus bei den leidgeprüften Aktionären.

Das Grundproblem bleibt allerdings bestehen: Der Konsum wird auf absehbare Zeit sehr schwach bleiben. Die Zerstörung von Vermögenswerten in den letzten beiden Jahren war so immens, dass die Konsumenten in den meisten westlichen Ländern kaum so bald wieder auf die Füße kommen werden. Der Chart auf der vorherigen Seite zeigt den Grund des Problems: Die Amerikaner (und mit ihnen die Spanier, Engländer etc.) haben seit den 80er-Jahren immer weniger vom Arbeitseinkommen gelebt und immer mehr vom Einkommen aus Vermögen. Dieser Trend wird sich nun umkehren.

So werden die Märkte wohl noch eine Weile steigen, aber die reale Basis des Anstiegs verbessert sich nur sehr langsam und wird auf absehbare Zeit schwach bleiben.

Dr. Georg von Wallwitz, CFA
Tel.: +49-89-255 466-0