

SIGLO Timeout Nr. 35

And the 2013 Nobel Price goes to...

Abstract

...was?!? An Fama und Shiller gleichzeitig? Weniger Finanzmarkt-affine Leser mögen sich ob unserer sonderbaren Einleitung ins Timeout wundern. Unseren mit den Finanzmarkttheorien vertraueren Lesern könnte es aber genau so ergangen sein als sie die diesjährige Verleihung der höchsten Auszeichnung im Bereich der Wirtschaftswissenschaften mitverfolgten. Weshalb die Verwunderung so gross war, worin die Motivation dafür liegen könnte und welche Schlüsse wir daraus ziehen, möchten wir auf den folgenden zwei Seiten kurz erläutern.

Einleitung

Als Alfred Nobel in seinem Testament 1895 festlegte, dass seine Stiftung einen Preis an diejenigen Forscher ausrichten sollte, die der Menschheit jeweils den grössten Nutzen brachten, listete er fünf Gebiete auf; Physik, Chemie, Medizin, Literatur und Frieden. Die Sozialwissenschaften wie z.B. Wirtschaft waren nicht dabei. Wir möchten mit unserer eigenen Ausbildung nicht zynischer ins Gericht gehen als nötig, können uns aber durchaus einige Gründe ausmalen, weshalb sich das damals so zugetragen hatte. Anlass für unsere Diskussion im Timeout lieferte vor kurzem aber die Verleihung des "Pseudo-Nobel-Preis" 2013 an die Herren Eugene Fama, Lars Peter Hansen und Robert Shiller.

So widersprüchlich können nur die Wirtschaftswissenschaften sein...

Interessant an der Vergabe ist besonders, dass sich die Thesen des erst- und letztgenannten Wissenschaftlers fast diametral widersprechen. Während sich Fama vor allem für seine Effizienz-Markt-Hypothese (EMH) einen Namen machte, wurde Shiller für seine beobachteten "irrationalen Übertreibungen" in Bezug auf Aktienkurse und deren Schwankungen an Märkten bekannt. Aber genau diese irrationale Übertreibung sollte es gemäss der EMH gar nie geben, da sie postuliert, dass neue Information am Markt von den Anlegern per sofort "rational" ausgewertet wird. Shiller kritisierte aber die EMH aufgrund seiner Beobachtung, wonach Marktpreis-Schwankungen zu heftig seien und diese neuen verfügbaren Informationen am Markt (von Shiller über Aktiendividenden approximiert), gar kein so aktives Verhalten von den Teilnehmern rechtfertigen würde.

In den Naturwissenschaften wäre es unvorstellbar, dass ein Forscher für eine These geehrt würde, die ein anderer, ebenfalls gleichzeitig geehrter Forscher Jahre später widerlegt oder zumindest kritisch und glaubwürdig anzweifelt. Und in den anderen zwei Bereichen Literatur und Frieden könnte man sich bestimmt Ewigkeiten streiten, wer nun besonders herausragende Leistungen erbrachte aber solch direkte Konflikte wirken auf uns auch dort eher unwahrscheinlich.

...oder doch nicht

Zweifelsfrei haben uns aber die Geehrten zu unzähligen mehr oder weniger vielschichtigen Gedanken angeregt, was den Preis per se sicher nicht unverdient erscheinen lässt. Effektiv wurde er ja auch für die Verdienste bei der "Erforschung" von Aktienpreisen vergeben und nicht für "die Lösung" selbst. Im Gegensatz zu Naturwissenschaften wirkt es aus unserer Sicht auch unrealistisch, endgültige Lösungen zu erwarten, da der Untersuchungsgegenstand der Finanzmärkte und ihrer Preisbildung wesentlich komplexer und dynamischer ist als viele Objekte der Natur. Entsprechend wirkt der berühmte Physiker-Neid vieler quantitativ gläubiger Ökonomen nicht nur mit Blick auf echte Nobelpreise, sondern auch in der Praxis etwas hilflos.

Zeitlicher Ablauf

Erwähnenswert scheint zudem der zeitliche Ablauf. Fama publizierte seine EMH These 1970 während Shiller seine Kritik daran 1981 äusserte. Also ein Jahr nachdem Grossman und Stiglitz (der übrigens 2001 für andere Ideen gewann) ihre ebenfalls brillante, aber leider viel zu selten zitierte Kritik an der EMH

übten. Wäre die EMH heute unbestritten und empirisch bestätigt, würde man kaum den Erfinder zusammen mit seinem scharfen Kritiker auszeichnen. Offenbar ist hier Kritik berechtigt und der Weisheit letzter Schluss noch nicht entdeckt. Shiller liefert zwar keine neue Theorie aber zahlreiche Ansatzpunkte für weitere Einflüsse, die in die Aktienpreisbildung einfließen könnten. Damit legte er einen der Grundsteine für die Behavioral Finance, die ihrerseits 2002 durch die Auszeichnungen von Kahneman und Smith ihre Akzeptanz und Wertschätzung erfuhr.

Anstatt uns nun in eine kaum zu gewinnende Diskussion darüber verstricken, wer der verdientere Gewinner sei, konzentrieren wir uns auf denkbare Interpretationen dieser Wahl. Auch erscheint es anmassend zu glauben, in einer solch schwierigen Frage die Wahrheit, zu kennen. Dies gelang nämlich weder der Schwedischen Akademie noch anderen Forschern, die in den letzten 30 Jahren keine überzeugendere Synthese vorlegen konnten. Die Wahl zeigt uns also, dass es noch jede Menge spannender Ideen zu erforschen gilt.

Denn DIE wissenschaftliche Meinung zu Anlagestrategien an Finanzmärkten...

...gibt es somit offensichtlich nicht. Es gibt eine ganze Reihe davon! Beide Fama und Shiller unterrichten an renommierten Universitäten (Chicago und Yale) und erfreuen sich hoch-intelligenter Zuhörern. Wer sich mehr als 20 Minuten mit den beiden Theorien und Thesen befasst, wird sicher auch in beiden mindestens ein Körnchen Wahrheit finden.

Entsprechend befremdet uns die in der institutionellen Welt oft vorgetragene Meinung, man vertrete mit der EMH die akademische Sicht. Ganz im Gegenteil wirkt für uns die Vorstellung, der Markt (wie auch immer man diesen praktisch überhaupt definiert) sei aus wissenschaftlicher Sicht nicht zu schlagen, woraus zwangsläufig folge, dass die marktkapitalisierten Portfolios "optimal" seien, wie eine Kapitulation vor den hoch interessanten intellektuellen Aufgaben, die unsere Disziplin in der realen Welt von heute bietet. War das vielleicht die Motivation bei der Vergabe?

Optimalität?

Schon nur der Gedanke an Optimalität wirkt bei der Betrachtung der Komplexität sozio-ökonomischer Systeme wie Finanzmärkten absurd. Wie soll es möglich sein, angeblich optimale Lösungen zu finden, wenn wir uns nicht einmal auf die theoretischen Fundamente einigen können, ja sich diese sogar gegenseitig widersprechen und dafür auch noch beide gleichzeitig geehrt werden? Wir können uns zum Schluss die Zusatzfrage nicht verkneifen, was da jeweils "optimiert" wird. Evtl. ist das Ziel der Optimierung gar nicht das Verhältnis von Rendite und Risiko im Portfolio, sondern eher die Minimierung des individuellen Reputationsrisikos oder die maximale Delegation der Verantwortung für die Anlageergebnisse an den Markt. Doch selbst diese Auslegung wird mit Blick auf die Preisvergabe zur Farce, da wir uns gemäss Shiller eben nicht hinter der EMH verstecken sollten, weil Anleger bei der Preisfindung eben zu irrationalen Übertreibungen neigen.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

