

# Nobles Investieren für jedermann

Der Wirtschaftsnobelpreis 2013 ging an drei Finanzmarktforscher. Ihre Studien zeigen, dass die Kapitalmärkte nicht immer recht haben, aber Anleger deswegen noch keinen falschen Ehrgeiz entwickeln sollten.

Lukas Sustala

Es ist ein Luxusproblem. Eugene Fama und Robert Shiller müssen sich überlegen, was sie mit je 400.000 Dollar anstellen sollen. Die beiden US-Ökonomen teilen sich zusammen mit Lars Hansen den Wirtschaftsnobelpreis, den sie am Montag für ihre Forschung zu Vermögenspreisen erhalten haben. Doch wie würden Ökonomen wie Shiller und Fama das Geld am Aktienmarkt anlegen? Was können Investoren von den US-Forschern lernen?

Fama und Shiller geben auf Geldfragen unterschiedliche Antworten. Eugene Fama ist ein Vertreter der Effizienzmarkttheorie und Professor an der Universität von Chicago. Robert Shiller ist als Professor an der Yale University ein populärer Vertreter der Verhaltenspsychologie in der Ökonomie. Er ist mit der Warnung vor der Internetblase Ende der 1990er- und der Immobilienblase in den 2000er-Jahren berühmt geworden. Statt effizienter Märkte hat er stets den psychologischen Hang zur Irrationalität im Blick.

## Die Herde und die Aktie

Tatsächlich ließe sich beobachten, dass die Finanzmärkte immer wieder verzerrt sind, betonen Investmentprofis im STANDARD-Gespräch. „Shillers Analyse des Herdenverhaltens spielt eine wichtige Rolle für die Anlageentscheidung“, betont Christian Fegg, Research-Leiter in der Schoellerbank. „Für Fama als Effizienztheoretiker wäre es eine Anmaßung, dass Millionen von Investoren falschliegen, aber wir beobachten immer wieder, dass es Übertreibungen an den Märkten gibt.“

Wären die Märkte vollständig effizient, so Fegg, würden Anleger wie der

jahrzehntlang erfolgreiche Investor Warren Buffett nicht existieren. „Die Preise von Aktien können sich immer wieder vom inneren Wert entfernen, davon kann man profitieren“, betont der Analyst.

Tatsächlich haben Anhänger der Markteffizienz in der aktuellen Krise einen schweren Stand. Investmenthäuser stellen die Vorstellung der Effizienz als naiv dar. Ein viel zitierter Witz: Was macht ein Anhänger der Effizienzmarkttheorie, wenn er auf der Straße einen 500-Euro-Schein



Robert Shiller fokussiert den Herdentrieb.

Foto: AP

Mannheim. „Es nützt einem Anleger nichts, zu wissen, dass der Markt irrational sein kann. Das macht das Anlegen auch nicht leichter.“ Denn wären die Aktienmärkte so ineffizient, müsste die Suche nach der besten Aktie – dem Geldschein auf der Straße – leicht sein. Doch dabei liegen Anlegern einem falschen Ehrgeiz auf, sagt Weber.

So hat Fama in einer 2010 veröffentlichten Studie untersucht, ob aktive Fondsmanager besonders fähige Investoren am Aktienmarkt sind. Die Antwort ist ernüchternd: Zusammen mit seinem Kollegen Kenneth French wies er nach, dass Anleger in Fonds immer hinter dem Markt zurückbleiben – um die Gebühren, die sie für die Fonds berappen. „Nur wenige Fondsmanager verfügen über genug Geschick, um ihre Gebühren zu rechtfertigen“, schrieben Fama und French damals.

Weber fasst die Lehre von Famas Forschungen für private Anleger so zusammen: „Passives Investieren funktioniert.“ Anstatt das Geld der Fondsindustrie anzuvertrauen, die mit Mehrrendite und Star-Fondsmanagern wirbt, sollten Anleger einfach gestrickte Index-



Stark schwankende Aktienkurse verleiten Anleger oft zu übermäßiger Aktivität. Foto: EPA

produkte kaufen, empfiehlt Weber. Dabei nehmen Investoren eins zu eins die Entwicklung des breiten Aktienmarktes mit, gemessen an einem Index wie dem US-Dow-Jones, dem deutschen Dax oder dem österreichischen ATX. Für die passive Abbildung der Märkte zahlen sie dafür auch kaum Gebühren an die Fondsgesellschaft. „Für Anleger ohne klaren Investmentprozess oder ohne professionelle Vermögensverwaltung sind passive Produkte keine schlechte Strategie“, sagt Nikolaus Görg von der Bank Gutmann.

## Geduld bringt Geld

Aber für Görg macht sich Geduld an den Märkten bezahlt. „In den Aktienkursen stecken kurzfristig viele Störgeräusche, aber langfristig lässt sich sagen, ob die Märkte attraktiv sind oder nicht.“ Wenn sich die Aktienmärkte weit weg von ihrem „inneren Wert“ ent-

wickeln, also von den Gewinnen der Unternehmen,

lässt sich damit Geld verdienen. Der 67-jährige Ökonom Shiller hat dafür eine eigene Kennzahl populär gemacht, die „Shiller PE“. PE steht für Price-Earnings, zu

Deutsch das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Es gibt an, ob Anleger für einen Euro Gewinn am Aktienmarkt viel oder wenig zahlen müssen. Hohe KGVs zeigen, dass Aktien teuer sind. Das Besondere an Shillers Kennzahl ist, dass er die Gewinne, die in die Berechnung des KGV einfließen, bereinigt. Kurze Episoden mit besonders hohen Gewinnen fallen damit weniger stark ins Gewicht und verzerren das Bild nicht.

Doch auch Shiller traut sich nur einzuschätzen, wie sich Aktienmärkte über fünf oder mehr Jahre entwickeln. Görg schließt aus Shillers Zurückhaltung, dass Anleger eine Demut beim Investieren an den Tag legen soll-

ten. „Die Unsicherheit bei der Prognose von Aktienkursen ist gerade auf kurze Sicht hoch.“ Kurzfristige Wetten auf Wertpapiere machen kaum Sinn, denn nur über längere Zeiträume ließen sich handfeste Aussagen treffen.

„Fama hat bewiesen, dass die Finanzmärkte neue Informationen sehr rasch verarbeiten“, betont Josef Zechner, Professor für Finance an der WU Wien und Mitglied der wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest. Langfristig

bilden einzelne Faktoren aber einen guten Anker. So hat auch Fama gezeigt, dass auf lange Sicht günstig bewertete Aktien mehr Rendite bringen oder auch die Aktien kleiner Unternehmen.

## Weniger ist mehr

Eine Faustregel lässt sich von Shiller und Fama lernen: Weniger ist mehr. Nicht nur, dass niedrig bewertete Aktien zu bevorzugen sind. Für Investmentprodukte sollten Anleger nicht zu hohe Gebühren zahlen, weil die Märkte effizienter sind, als es die Hochglanzbroschüren des Finanzmarketings suggerieren. Zudem sollten Anleger ihren Ehrgeiz im Zaum halten: Der Drang, alle anderen Anleger mit cleveren Wetten hinter sich zu lassen, hält öfter Enttäuschungen parat als ein gestreutes Portfolio.



Eugene Fama erforschte effiziente Märkte.

Foto: AP

## INHALT

Fonds I Warum Investoren Europa schätzen. Seite 16

Vorsorge Verteidigung der Lebensversicherung. S. 19

Lukratives Sammeln Geschenke zum Weltspartag. S. 20