

SIGLO Timeout Nr. 76 – Abnehmende Markteffizienz

Einführung

Der Siegeszug passiver Anlagen scheint unaufhaltbar. Zahlreiche Akademiker und Praktiker fühlen sich mehr denn je bestätigt, dass kostengünstige Anlagen in marktkapitalisierte Indexprodukte die bessere Wahl darstellen als teure aktive Fonds. Die Empirie der letzten Jahre ist effektiv schwer zu widerlegen und die durchschnittliche Nettorendite aktiver Lösungen bescheiden. Uns interessiert im Timeout die Frage, welche Konsequenzen aus den Entwicklungen drohen. Die These, wonach Märkte sehr effizient geworden sind, weil sich Anleger so schlau verhalten, überzeugt uns nicht. Uns scheint es wahrscheinlicher, dass aktive Strategien tendenziell versagen, weil die Markteffizienz sank.

Angebot und Nachfrage

Wenn die Nachfrage nach einem Gut das Angebot übersteigt (unterschreitet), wird der Preis steigen (sinken). Diese Idee funktioniert sowohl bei Äpfeln und Birnen als auch bei Aktien und anderen Anlagen. Auf kompetitiven Märkten können Anbieter und Kunden die gehandelten Güter und deren Preise jederzeit vergleichen. Das Angebot und die Nachfrage werden somit nicht autark festgelegt, sondern im Wettbewerb mit anderen Gütern laufend ermittelt. Jedes Angebot und jede Nachfrage stellt dabei eine wichtige Information dar, weil Marktteilnehmer ihre eigene Meinung äussern und zugleich auch mehr über Präferenzen der anderen Teilnehmer erfahren und so den "fairen" Wert eines Gutes besser einschätzen können. Wir bezeichnen das als funktionierenden Preisfindungsprozess.

Man dürfte erwarten, dass dieses simple Modell auch an den Finanzmärkten herrscht. Zu teure Aktien sollten gegenüber zu günstigen Aktien im Wert fallen und umgekehrt. In der Theorie ist es tatsächlich auch immer so. Wir erlauben uns aber die Frage, ob es in Anbetracht der anhaltenden Passivierung noch lange so bleibt.

Voraussetzungen für Markteffizienz

Eine zentrale Annahme hinter Fama's Effizienzmarkthypothese (EMH) besteht darin, dass unzählige aktive Marktteilnehmer laufend Transaktionen auf Einzeltiteln tätigen, welche im Erwartungswert kleine bzw. kostendeckende Gewinne abwerfen. Er nennt sie Arbitrageure und erklärt, dass dank deren Tun die Preise aller Aktien permanent die gesamten verfügbaren Informationen über alle handelbaren Titel reflektieren. Dank den Arbitrageuren investiert der passive Indexinvestor eigentlich laufend zu den "fairen" oder eben effizienten Preisen.

Grossman und Stiglitz verwiesen bereits 1980 darauf, dass Preise für Einzeltitel nur effizient sein können, wenn Arbitrageure auch wirklich

aktiv sind und mit ihrer Aktivität nach Kosten Geld verdienen. Es sind also die Arbitrageure, welche für den Preisfindungsprozess und damit für die laufende Annäherung an effiziente oder faire Aktienkurse verantwortlich sind.

In der Migros oder im Coop verhalten wir uns als private Konsumenten ein wenig wie Arbitrageure, weil wir die Preise einzelner Güter prüfen, von Aktionen profitieren und überbeteuerte Produkte im Regal stehen lassen. Passive Indexierer gehen anders vor. Sie kaufen im Prinzip den gesamten Warenkorb und verlassen sich darauf, dass die einzelnen Preise der Güter stimmen. Sie sparen sich den Aufwand, Schnäppchen zu suchen oder sich über neue Produkte zu informieren. Stattdessen konsumieren sie einfach das, was alle anderen Konsumenten im Schnitt auch kaufen und zwar zu den gleichen Preisen und gleichen Mengen. Daran ist noch nichts verkehrt, solange die Preisfindung funktioniert.

Limiten der Arbitrage

Andrei Shleifer erklärt 1997 in seinem Klassiker, dass Arbitrage-Geschäfte nicht risikolos sind. Er formalisierte dabei Keynes' berühmtes Zitat, wonach der Markt länger irrational bleiben kann als aktive Anleger solvent. Wir sparen uns die Herleitung und kommen direkt zum relevanten Punkt: Wenn sich die Preise einer Aktie nicht in die erwartete (effiziente) Richtung bewegen, verliert der Arbitrageur mit seiner Position über dieser Zeit. Dies kann z.B. passieren, wenn die Nachfrage nach einem Titel kurzfristig steigt und weit über dem Angebot liegt, obwohl der Titel bereits schon sehr teuer bewertet ist.

Als Arbitrageur muss man mit dem Risiko umgehen können, dass sich Preise für Einzeltitel nicht sofort dem effizienten oder fairen Preis nähern, sondern evtl. kurz- bis mittelfristig sogar noch weiter davon abweichen. Wer in solchen Situationen nicht über die nötige Geduld oder Solvenz verfügt, wird womöglich gezwungen,

seine Position mit Verlust glattzustellen, bevor der Preis in die erhoffte Richtung geht. Mit der Kapitulation des Arbitrageurs entfernt sich der Preis der Aktie aber noch weiter weg vom fairen Wert. Die Preisfindung leidet in dieser Situation, weil der Arbitrageur ja eigentlich eine andere Einschätzung des Titels teilte aber nicht in der Lage war, die Preisschwankungen zu verdauen.

Das Problem akzentuiert sich erheblich, wenn die Investoren eines Arbitrageurs möglichst bald Erfolge sehen wollen oder sonst ihr Geld wieder abziehen. Es ist als Arbitrageur unmöglich, kurzfristig immer auf der richtigen Handelsseite zu stehen. Wenn aber die Geduld der Investoren fehlt, wird es ausserordentlich schwierig, das Risiko der Arbitrage zu ertragen, selbst wenn sich erstklassige Anlageopportunitäten eröffnen. Darin liegen Shleifer's Limiten der Arbitrage und aus unserer Sicht die Erklärung für die massiven Preisverwerfungen in den letzten Krisen. Jeder Leser, der 2008 an den Finanzmärkten aktiv war, weiss genau wovon wir sprechen.

Was tun die Passiven?

Wie der Name vermuten lässt, leisten passive Investoren keinen Beitrag zur Preisfindung und auch keinen zur Markteffizienz. Sie verlassen sich auf die Arbeit der Arbitrageure und kaufen lediglich den Gesamtmarkt. Damit akzeptieren sie sämtliche relativen Preise der Aktien untereinander und auch sämtliche aktuellen Kennzahlen wie z.B. das P/E von Amazon von 200+.

In unserem Supermarktbeispiel kaufen sie den durchschnittlichen Warenkorb, ohne die Preise der einzelnen Güter zu hinterfragen oder mit aktiver Marktteilnahme zu beeinflussen. Wenn darin Äpfel zehnmal teurer sind als Birnen merkt der passive Konsument nichts davon.

Direkte Konsequenzen

Wenn sich nun die Arbitrageure mit einem Titel bzw. einer Position nicht mehr wohl fühlen, drohen aus unserer Sicht Konsequenzen:

Entweder halten die Arbitrageure diesen Titel nur in sehr geringem Umfang, weil das Risiko zu hoch ist. Der Preis des Titels wird sich damit gegenüber allen anderen Titeln kaum verändern und sich wohl synchron zum Markt bewegen. Die Liquidität in diesem Titel dürfte eher gering sein. Mit anderen Worten ist die Preisfindung für den Titel eingeschränkt, weil zuwenig Angebote und Nachfragen am Markt ausgedrückt werden. Über die Zeit kann so eine signifikante Fehlbewertung auftreten, wenn sich die Firma

z.B. viel besser (schlechter) entwickelt als ihre Konkurrenz am Markt. Falls die Arbitrageure hingegen den Titel immer noch halten, ihn aber bald verkaufen möchten, wird es noch heikler. In solch einer Situation könnte der Titel innert kurzer Zeit massiv an Wert verlieren, obwohl der faire Wert der Firma unverändert bleibt. Ein teuflischer Kreislauf kann so in Gang gebracht werden, bei dem die Marktbewertung nichts mehr mit dem fairen Wert zu tun hat und die Preisfindung kurzfristig nicht mehr funktioniert.

Unter dem Strich leiden Preisfindungsprozesse wenn nicht genügend aktive Präferenzen ausgedrückt werden. Das wird sich langfristig auch negativ auf die Indexinvestoren auswirken. Aber eben nur langfristig. Kurzfristig lohnen sich die geringen Kosten bzw. der geringe Aufwand für Passivität, weil die relative Bewertung der Titel nicht ändert und die Arbitrage nicht klappt.

Wer steht auf der anderen Seite?

Arbitrageure leben davon, dass auf der anderen Seite ihrer Transaktion entweder weniger gut informierte Leute stehen oder aber andere Arbitrageure mit einer anderen Vorstellung vom fairen Preis der gehandelten Titel. Im Gegensatz zu den Alltagsgütern im Supermarkt gestaltet sich die Bewertung von Aktien komplexer, weil die Erwartungen der Marktteilnehmer häufig heterogener sind. Der faire Wert für einen Apfel oder eine Birne schwankt in der Schweiz wohl weniger stark als die Erwartungen an künftige Erträge und Cashflows von Unternehmen. Daher gelingt es uns als Konsumenten eher, Schnäppchen im Denner zu finden und auszunutzen als solche am Aktienmarkt.

Die Balance macht es aus

Je mehr Investoren bzw. je mehr Kapital passiv investiert wird, desto weniger Gegenparteien kommen für die Arbitrage in Frage. Damit steigt für die Arbitrageure auch das Risiko bzw. die Limiten der Arbitrage, weshalb sie sich etwas weniger stark engagieren. Gleichzeitig reduziert sich damit die Qualität und Funktionalität der Preisfindung, womit die relative Bewertung der einzelnen Titel weniger effizient wird.

Solange dieser Prozess stetig weitergeht, bleibt die Passivität gegenüber dem Durchschnitt der teureren aktiven Lösungen wohl überlegen. Der Grund liegt darin, dass sich die relativen Preise der Titel nicht mehr so rasch dem fairen Wert der Firma annähern und damit die möglichen Gewinne der Arbitrageure verzögert eintreten bzw. die Investoren wohl früher oder später die

Geduld verlieren. Wer will sich heute in der institutionellen Welt schon mit hohen Kosten für aktives Management aus dem Fenster lehnen, während andere Kollegen mit ihren passiven Lösungen nicht nur Rendite- und kostenmässig besser aussehen, sondern sich auch noch geringeren Reputationsrisiken aussetzen.

Dass die Priester der passiven Lösungen und die Jünger der ETFs in dieser Situation weiterhin feiern und sich schelmisch über die Rückzüge von Kundengeldern bei aktiven Konkurrenten freuen, dürfte nicht überraschen. Allerdings bereiten uns die möglichen und für uns heute leider noch ungewissen Konsequenzen Sorge.

Möglichen indirekte Konsequenzen

Wir wissen nicht genau, bei welcher Konstellation von aktiven und passiven Marktteilnehmern die Balance noch funktioniert bzw. zu bröckeln beginnt. Empirische Studien dazu gibt es logischerweise keine, weil es noch keine Periode mit einem höheren Anteil an Passiven Anlegern gab. Theoretische Schätzungen gibt es sicher viele aber was sie taugen, erscheint uns heute noch unklar. Fest steht allerdings, dass uns die nach wie vor ansteigende Popularität passiver Anlagen immer näher an die Grenze bringt.

Dies wird aus unserer Sicht gefährlich, weil der Preis einer Aktie weitreichende Folgen für jede Firma hat. Z.B. hängen Kosten der Finanzierung oder die Entlohnung der Mitarbeiter vom Aktienkurs ab. Je passiver die Anlegerschaft bzw. je geringer die Arbitrage, desto höher in unseren Augen die Gefahr von Fehlallokationen. Es fehlt schlicht an einem Angebot und einer Nachfrage für die Titel, um deren fairen Kurs und damit auch ihre Finanzierungskosten festzulegen.

Aber es geht nicht nur um Aktienpreise, sondern auch um den Dialog mit Firmen und ihren Externalitäten. Wollen wir alle Firmen gleich behandeln und ihnen Geld marktkapitalisierungsgewichtet zur Verfügung stellen? Im Supermarkt schauen wir ja auch ab und zu auf die Etikette, um mehr über die Herkunft oder Verarbeitung eines Produkts zu erfahren. Würden alle nur den passiven Korb kaufen, könnten wir uns die Bio- und Nachhaltigkeitswerbung sparen. Mehr dazu folgt in künftigen Timeouts zu Impact Investing.

Was könnte den Trend stoppen?

Wir wissen es nicht aber stellen eine Idee vor. Solange die Märkte ansteigen und der passive Stil Erfolg hat, ändert wohl nicht viel, weil die Limiten der Arbitrage ansteigen und damit den Trend füttern. Wir können uns aber vorstellen, dass die relativen Bewertungen von Titeln in der nächsten heftigen Krise wieder in den Fokus rücken, wenn sich Firmenkurse häufen und die Passiven jedes Mal davon betroffen sind. Wenn die Passiven quasi die Würmer in den Äpfeln im Warenkorb entdecken und sich dann zweimal überlegen, ob sie wirklich den ganzen Warenkorb wollen. Die wenigen verbleibenden Arbitrageure hätten in solch einem Umfeld die Chance, ihre Verluste zu begrenzen, in dem sie keine Konkursfirmen halten und so Mehrwert generieren und demonstrieren. Evtl. würde ihnen das erlauben, bei der folgenden Erholung mehr Geld von Kunden einzusammeln, welche hohe Marktverluste nicht nochmals erleben wollen.

Die Erfahrung zeigt, dass Übertreibungen länger andauern und höhere Niveaus erreichen können als wir uns vorstellen können. Wann solch eine reinigende Krise kommt, wissen wir natürlich nicht; Aber kommen wird sie vermutlich schon.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

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

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

