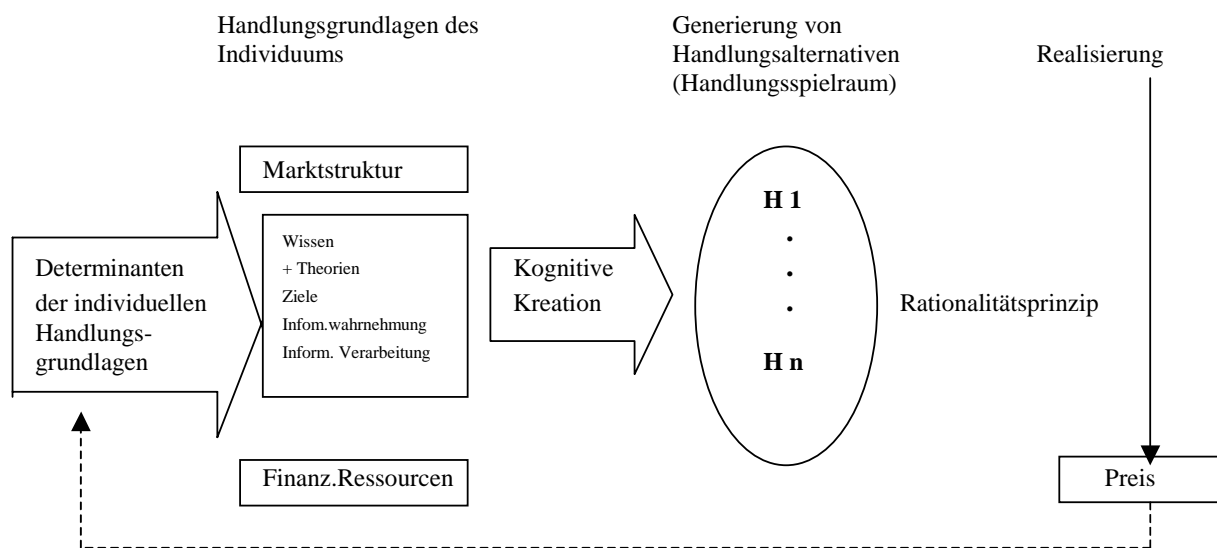


# LITERATURSTUDIE - INVESTMENT RESEARCH: IDENTIFIKATION VON WIRTSCHAFTS- UND FINANZINDIKATOREN FÜR DIE ENTWICKLUNG EINES MAKROÖKONOMISCHEN MODELLS FÜR DAS ASSET MANAGEMENT

Schneider, Dreer, Oktober 2001

Die Erkenntnisse aus diversen Studien zeigen, dass der Finanzmarkt nicht wie „ein Investor“ funktioniert, sondern dass die Konstruktion des Handlungsspielraumes und die Realisierung der Alternativen als einfacher Rückkoppelungsprozess zu verstehen ist (vgl. Abbildung 1).

**Abbildung 1: Darstellung eines Rückkoppelungsprozesses**



Kasperzak kommt zu folgenden Schlüssen bei der Implementierung individueller Verhaltensweisen in die Finanzmarkttheorien:

- Aufgrund der Funktionsweise des menschlichen Wahrnehmungsprozesses sind Handlungen einzelner Individuen grundsätzlich nicht antizipierbar. Die Möglichkeit einer gehaltvollen Erklärung ergibt sich erst unter Einbeziehung der elementaren Randbedingungen, die das Verhalten der Marktakteure „kanalisieren“. Randbedingungen sorgen dafür, dass Preise, die im Wesentlichen auf

Erwartungen beruhen, nicht „plötzlich auf Null fallen“ oder in unsichtbare Höhen klettern können.

- Die intrapersonalen Randbedingungen einzelner Marktakteure sind jedoch nie direkt von einem Außenstehenden beobachtbar. Daher lassen sich hinsichtlich künftiger Handlungsergebnisse nur allgemeine Prognosen oder „Muster-Vorhersagen“ abgeben. Aufgrund der hohen zeitlichen Variabilität – insbesondere der psychischen Einflussfaktoren – ist jedoch eine systematische Übertragung von den in der Vergangenheit beobachteten Erklärungsmustern in die Zukunft nur unter großen Einschränkungen der Prognosequalität denkbar.
- Der Beitrag institutioneller Restriktionen zur Erklärung von Preisbildungsprozessen besteht v.a. darin, den Faktor der Marktliquidität modelltheoretisch zu endogenisieren. Die im Vergleich zu den intrapersonalen Restriktionen geringe zeitliche Variabilität ermöglicht es ferner den Einfluss von Institutionen auf künftige Verhaltensmuster mit einer höheren Prognosequalität zu beschreiben.

Bereits die kurzen Ausführungen zu den dargestellten und bei weitem nicht vollständig erfassten individuellen Anomalien und Heuristiken zeigen, dass sie für die Preisbildung an Märkten Relevanz besitzen. Man sollte beachten, dass menschliche Bedürfnisse und Sorgen sowie die begrenzte Rationalität des menschlichen Handelns nicht einfach an der Türschwelle der Finanzmärkte abgelegt werden (können).

Die Frage nach den Folgewirkungen individueller Anomalien und Heuristiken auf Märkten ist jedoch bei weitem noch nicht ausreichend erforscht. Grundsätzlich lassen sich drei Folgewirkungen unterscheiden: Anomalien verstärken sich, schwächen sich ab oder verschwinden ganz. Unmittelbare Anwendungsmöglichkeiten ergeben sich für die Verbesserung der Anlageberatung. Ein besseres Verständnis der subjektiven Risikowahrnehmung und -bewertung ermöglicht es Finanzdienstleistern, die Risikokommunikation zu verbessern und die Risikodefinitionen der „Erlebniswelt“ der Anleger anzupassen.

Für den Bereich des Asset Managements institutioneller Investoren könnten Optimierungsansätze auf Basis asymmetrischer Risikomaße stärkere Verwendung finden. Allerdings steht dem eine deutlich höhere Komplexität in der Umsetzung gegenüber. Die prinzipielle Berücksichtigung von psychologischen Prozessen der Urteilsbildung im Rahmen der Erstellung von Prognosen ist jedoch für ein aktives Portfoliomanagement beachtenswert.

**FOLGENDE SCHWERPUNKTE WURDEN IN DER STUDIE BEHANDELT:**

- **Einfluss der Makroökonomie auf die Finanzmärkte (theoretische Ausgangssituation – CAPM, APT)**
- **Empirische Studien zu den makroökonomischen Einflussfaktoren**
- **Psychologische Einflussfaktoren auf den Aktienmarkt – Behavioral Finance (Entscheidungen von Individuen an Finanzmärkten, Kontrollillusion, Individuelle Verhaltensanomalien)**
- **Weitere Anomalien am Aktienmarkt (Kennzahlenanomalien, Ereignisanomalien)**
- **Implikationen für das Investment Research**
- **Appendix: Finanzindikatoren für die USA**