

## Wie die Psyche die Märkte beeinflusst

### «Behavioural Finance» prägt Anlagestrategien

Neben rationalen Überlegungen werden Investitionsentscheide häufig von Intuition, Gefühl und Stimmung mitbestimmt. Die Forschung im Bereich der Behavioural Finance zeigt, wie die Psychologie die Märkte beeinflusst und wie irrationales Marktverhalten und Anomalien bewusst genutzt werden können.

*sev.* Wer Geld anlegt, verhält sich nicht immer rational. Statt auf rationale Anlageregeln wie eine ausgewogene Verteilung der Engagements zu setzen, regieren bei der Auswahl von Aktien, Obligationen oder Anlagefonds häufig Intuition und Gefühl. Diese Vorgehensweise kann zwar zu schlechteren Resultaten führen; zwingend ist dies aber nicht. Die finanzwissenschaftliche Richtung «Behavioural Finance» macht das menschliche Verhalten und dessen Auswirkungen auf Investitionsentscheide zu ihrem Forschungsgegenstand. Sie fragt danach, welche psychologischen Faktoren das Verhalten der Anleger bestimmen. Im Gegensatz zur klassischen Finanzmarkttheorie zeigt sie damit nicht primär auf, wie ein Anleger optimalerweise investieren *sollte*, sondern beschreibt in erster Linie das *beobachtete Verhalten*. Erst in einem zweiten Schritt werden Anlagekonzepte konstruiert, die sich gerade das unlogische Verhalten zunutze machen. Welche Faktoren dabei zu berücksichtigen sind, wurde unlängst an einem Seminar des Konferenz-Veranstalters IIR in London diskutiert.

#### Ineffizienz und Anomalien

Die *Behavioural Finance* grast an den Rändern der klassischen Finanztheorie und setzt dort ein, wo jene an ihre Grenzen stösst. Sie hinterfragt die Hypothese der effizienten Märkte, die besagt, dass sich alle öffentlich verfügbaren Informationen an den Finanzmärkten sofort und vollständig in Preisveränderungen widerspiegeln. Untersuchungen zeigen, dass der Anleger eine Spezies ist, die sich selbst überschätzt, eine übertriebene *Furcht vor Verlusten* zeigt und Risiken nicht richtig einschätzen kann. Weisen gewisse Aktien, Branchen oder auch Anlagestile überdurchschnittliche Renditen auf, setzt ein *Herdentrieb* ein. Immer mehr Menschen versuchen, an den Erfolg der bereits Erfolgreichen anzuknüpfen, und kopieren ihre Konzepte. Dabei gehen sie davon aus, dass sich der bisherige Trend ungebrochen fortsetzt, und messen der Wahrscheinlichkeit einer Trendumkehr zu wenig Gewicht bei.

Vertreter der Behavioural Finance empfehlen den Anlegern, sich die menschliche *Tendenz zur Selbstüberschätzung* bewusst zu machen. Viele Anleger neigen dazu, ihre Fähigkeiten bei der Auswahl von Aktien zu optimistisch zu beurteilen. Mit einer selektiven Titelauswahl ist aber in der Praxis wenigen Anlegern das Glück beschieden, über einen Zeitraum von mehreren Jahren den Gesamtmarkt zu schlagen. Diese Erkenntnis hat jedoch inzwischen so viele Anhänger gefunden, dass passive Fonds, die lediglich einen Index kopieren, wahrscheinlich auch nicht mehr so attraktiv sind wie früher. Schliesslich entstehen gerade durch das passive Investieren *neue Markt-Ineffizienzen*, da weniger Investoren damit beschäftigt sind, Aktien mit einem überdurchschnittlichen Potenzial aufzuspüren.

Viele Anleger scheuen zudem davor zurück, Aktien mit Kursverlusten aus ihrem Portfolio zu entfernen. Schwache Aktien werden in der zuweilen trügerischen Hoffnung auf eine baldige Erholung behalten. Weiter lässt sich beobachten, dass die Marktteilnehmer auf prägnante Informationen häufig *zu heftig reagieren*. So übersteigen beispielsweise nach Sturmschäden die Kursverluste von Rückversicherern die zu erwartende Schadenssumme. Umgekehrt braucht es bei langsam wirksamen Basisinformationen wie etwa veränderten Inflationserwartungen eine *längere Anpassungszeit*, bis die Informationen in den Kursen enthalten sind.

#### Des Kaisers neue Kleider

Ein ebenfalls häufig beobachtetes Phänomen wird von der Wissenschaft als «Labeling» oder als *Image-Effekt* bezeichnet. Hat ein Produkt – beispielsweise aus dem Luxusgüterbereich – ein gutes Image, werden häufig auch dem Management überdurchschnittliche Fähigkeiten zugeschrieben. Manchmal kann allein der Name eines Unternehmens den Kursverlauf beeinflussen. So war in den achtziger Jahren die Begeisterung für alles Elektronische besonders gross. Der amerikanische Schuhsohlen-Produzent «Shoelaces»

wusste diesen Trend zu nutzen und nannte sich neu «Electronics + Silicon». Obwohl das Unternehmen weiterhin Schuhsohlen fabrizierte, signalisierte allein der Name Modernität und Fortschrittlichkeit. Andererseits kann ein schlechtes Image abschreckend wirken. Obligationen mit niedriger Bonität wurden noch vor einigen Jahren «Junk Bonds» genannt. Heute werden sie unter dem schmeichelhafteren Begriff «High Yield Bonds» (Bonds mit hoher Rendite) vermarktet.

### Erkenntnisse nutzbar machen

Wie lassen sich nun die Erkenntnisse der Behavioural Finance nutzen? Alle *aktiven Anlagestrategien* weichen im Grunde von der Hypothese der effizienten Märkte ab, da sie versuchen, von (kurz- und mittelfristigen) Ineffizienzen zu profitieren. In diese Kategorie fallen beispielsweise «Value»- und «Growth»-Strategien, die auf unterbewertete bzw. besonders wachstumsträchtige Aktien setzen, aber auch die technische Analyse, die mit Hilfe von Charts nach sich wiederholenden Mustern in den Kursverläufen sucht. Die Finanzbranche versucht mit einigen *Produkten*, den teilweise unlogischen Präferenzen der Anleger entgegenzukommen. Sogenannt «garantierte Produkte» verfügen über einen Kapitalchutz, der den maximalen Verlust auf einen be-

stimmten Prozentsatz limitiert. Die in den Niederlanden verbreiteten Click Funds bauen Verlustsperren ein, die sicherstellen, dass einmal erzielte Gewinne nicht wieder zerrinnen. Zudem haben mehrere Banken Produkte entwickelt, die direkt auf den Erkenntnissen der verhaltensorientierten Finanztheorie fussen. So hat beispielsweise die niederländische Bank ABN Amro Behavioural Finance Funds lanciert, die den Image-Effekt, überschüssende Reaktionen, längere Anpassungszeiten und überschätztes Selbstvertrauen in einem Investitionsmodell zusammenführen. Doch während der Europa-Aktien-Fonds 1999 und 2000 den Markt deutlich schlagen konnte, waren die Verluste in diesem Jahr grösser als diejenigen des Gesamtmarktes. – Die Verwertung der psychologischen Erkenntnisse ist somit weniger ein Ersatz als vielmehr eine Ergänzung zur traditionellen Fundamentalanalyse. Einfach ist es jedenfalls nicht, rational von der Irrationalität an den Finanzmärkten zu profitieren. Immer wieder sind es andere Faktoren, die den Markt treiben. Genau aus diesem Grund ist es auch so schwierig, genau *den Moment* zu prognostizieren, indem eine Blase an den Finanzmärkten nicht weiterwächst, sondern platzt.