

DIE VERRÜCKTHEITEN DER MENSCHEN

Investoren sind keine Rechenmaschinen: Auch sie lassen sich von Euphorie, Angst und Gier leiten. Thorsten Hens, Professor für Finanzmarktökonomie, weist nach, wie Gefühle die Börsenkurse beeinflussen. Von Paula Lanfranconi

Vor Professor Hens' Bürofenster baumelt ein Putzkran, der Mann im blauen Overall stellt die klare Sicht wieder her. Ähnlichen Durchblick versprach bis vor etwa zwanzig Jahren auch die traditionelle Finanzmarkttheorie: Sie sah den Investor als Wesen, das seine Entscheide rein rational, also unbeeinflusst von früheren Erfolgen oder Misserfolgen, fällt. Spätestens seit der Börsenblase der 1990er-Jahre musste indes diese These der Behavioral Finance weichen und damit dem Blick auf höchst menschliche Faktoren wie Gier und Euphorie, Panik und Angst. Im IT-Bubble hatten die Investoren zwei, drei Jahre hintereinander tolle Gewinne eingefahren – kurze Sequenzen, die rein statistisch zufällig sein konnten. «Doch diese Erfolgserlebnisse», sagt Thorsten Hens, «machten sie übermütig, Investoren glaubten, die grundlegenden Gesetze der Ökonomie seien überwunden und ein neues Zeitalter angebrochen.» Der irrationale Überschwang löste einen selbstverstärkenden Mechanismus aus – bis eine natürliche Obergrenze der Kurse überschritten war und die Aktienpreise abstürzten und mit ihnen viele Investoren – wie eine Herde Lemminge.

Im Labor weisen Thorsten Hens und sein Team mit statistischen Methoden nach, dass Kursprozesse nicht rein zufällig ablaufen und dass es typische Muster gibt. «Aktienkurse», sagt Hens, «sind in dem Sinne vorhersagbar, dass ein Portfolio aus Gewinneraktien kurzfristig – drei bis neun Monate – eine höhere Rendite bringt als eines aus Verliereraktien. Und dass sich dieser Trend langfristig – über drei bis vier Jahre – genau umkehrt.» Die Börsenpsychologie zeigt klar, dass Anleger keineswegs rational handeln. «Sie überschätzen sehr kleine Wahrscheinlichkeiten», sagt Hens, «und unterschätzen sehr grosse.» Ob jedoch ein Ereignis 100 Prozent oder

nur 99 Prozent sicher ist, sei rechnerisch gesehen unwichtig, psychologisch mache es aber einen Riesenunterschied.

NEWTONS VERZWEIFLUNG

Ein anderes Phänomen ist die Selbstüberschätzung: Drei Viertel der Anleger, ganz besonders die Unerfahrenen, glauben, sie könnten den Markt schlagen, seien also besser als der Durchschnitt aller Anleger. Profis wie George Soros oder Paine Webber hingegen sind schon zufrieden, wenn sie langfristig drei Prozent besser abschneiden als der Markt. Studien zeigen zudem: Besonders Kleinanleger erliegen einem so genannten Home Bias – deutsche Investoren zum Beispiel legen 88 Prozent ihrer Aktien in heimischen Titeln an, in der Schweiz ist es nicht anders. Diese Voreingenommenheit ist einfach zu erklären: Kleinanleger betrachten ausländische Aktien als Lotterie mit ungewisserem Ausgang als inländische Papiere. In der Realität hingegen rentieren gut diversifizierte Portfolios besser und sind weniger risikobehaftet als solche mit Home Bias.

«Behavioral Finance», schmunzelt Hens, «hat etwas geschafft, woran Isaac Newton scheiterte – nämlich die «Verrücktheiten» der Menschen zu berechnen.» Newton hatte 1720 im berühmten South Sea Bubble, sein ganzes Vermögen verloren, weil die Aktienkurse zusammenbrachen, als die Direktoren der South Sea Company ihre Anteile zu verkaufen begannen. Newtons Kommentar: «I can calculate the movements of heavenly bodies, but not the madness of people.»

Die Forschung indes hat Behavioral Finance bereits hinter sich gelassen: Sie greift zu kurz. «Die Finanzmärkte», sagt Thorsten Hens, «sind ein lebendes System mit einer grossen Vielfalt von Strategien. Wir fragen uns: Wie interagieren



Alles andere als vernünftig: Börsenkurse werden von



den Emotionen der Anleger beeinflusst.

diese Strategien? Wie gross ist ihre Selektionskraft?» Die FinanzmarktökonomInnen nehmen sich nun die Biologen zum Vorbild: Evolutionary Finance heisst ihr aktuelles Forschungsmodell. Es basiert nicht mehr auf den schwer beobachtbaren Erwartungen der Investoren, sondern auf der Beobachtung ihrer Handlungen, also auf Fakten. Und da zeigt sich: Wenn eine bestimmte Strategie im letzten Jahr erfolgreich war, wird sie im nächsten Jahr mehr Vermögen anziehen. Vorteil: Mit diesem handlungs-basierten Modell lassen sich auch mittelfristige Prognosen erstellen.

FITTER FÜR DEN WETTBEWERB

Hens' Forschung, vor allem der Wissenstransfer in die Praxis, ist für den Finanzplatz Schweiz wichtig. In den letzten zwei Jahrzehnten fehlte es in Zürich an universitär ausgebildeten Finanzmarktspezialisten. So wanderten grosse Dienstleistungsbereiche der Banken ins Ausland ab. Als Thorsten Hens 1999 nach Zürich kam, hatte man hier den Zwischenschritt von der Traditional zur Behavioral Finance noch nicht gemacht. «Jetzt», sagt Hens lachend, «darf ich den Schweizer Bankern auch von Evolutionary Finance erzählen.» Und sie damit fitter machen für den globalen Wettbewerb.

Wie legt der junge Professor sein eigenes Geld an? «Ich kaufe Fonds von der Deutschen Bank. Ich bin auch nicht frei von Home Bias», meint er lachend. Natürlich handelt er damit aktiv. Er überlegt sich: Ist der Markt im Moment übertrieben oder untertrieben? Und setzt dann sein Wissen ein. Fünf Prozent Gewinn hat er in den letzten acht Jahren jeweils gemacht, auch in schlechten Zeiten. Doch er rät selten jemandem, wie er sein Geld anlegen soll: «Das ist eine sehr undankbare Aufgabe.»

KONTAKT Prof. Thorsten Hens, Institut für Empirische Wirtschaftsforschung, Universität Zürich thens@iew.unizh.ch

ZUSAMMENARBEIT Stanford University, University of California, Ohio State University, Universitäten Paris IX und VI, Universität Lausanne, Universität Genf

FINANZIERUNG Schweizerischer Nationalfonds, Universität Zürich, NCCR Financial Valuation and Risk Management