

Wie ein Frosch im Wasser

An den Finanzmärkten kommt es laufend zu Über- und Unterreaktionen. Daraus zieht Profit, wer zwischen Megaschocks und Megatrends unterscheiden kann. **THORSTEN HENS**

Nach den verheerenden Katastrophen in Japan mit Erdbeben, Tsunami und dem Reaktorunfall von Fukushima ist im März der japanische Aktienindex in wenigen Tagen 30% eingebrochen. Und: Seit 1945 hat sich der Dollar von 4.30 Fr. langsam, aber stetig auf unter 90 Rp. abgeschwächt. Was, werden Sie fragen, haben diese Ereignisse gemeinsam? Die verhaltenswissenschaftliche Finanzmarktforschung zeigt, dass sie zwei Seiten derselben Münze sind: Über- und Unterreaktion von Finanzmärkten.

Die britischen Ökonomen Dimson, Marsh und Staunton zeigen in ihrem Buch «Der Triumph der Optimisten» eindrücklich auf, dass Aktienmärkte langfristig betrachtet die Entwicklung des Bruttosozialprodukts nachzeichnen. Jedoch sind Aktienmärkte sehr viel volatil als das Bruttosozialprodukt. Hierauf hat der US-Ökonom Bob Shiller aus Yale immer wieder hingewiesen. Um die überschüssige Volatilität publik zu machen, stellt er seit Jahren auf seiner Webpage den S&P-500-Index in Relation zum ökonomischen Fundamentalwert dieses Aktienindikators. Fazit auch da: Es kommt an den Börsen häufig zu Über- und Unterreaktionen.

Gegensätzliche Theorien

Aus Sicht der traditionellen Finanzmarkttheorie sind Über- und Unterreaktionen unvermeidbare Abweichungen, die rein zufällig sind. Man kann sie nicht vorhersehen oder angemessen darauf reagieren. Die psychologische Finanzmarktforschung oder Behavioural Finance versucht jedoch, diesem Phänomen auf den Grund zu gehen.

Der Stanforder Psychologe Amos Tversky, dessen Arbeiten mit Daniel Kahneman 2002 mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet wurden, hat eine einfache Erklärung: Menschen reagieren zu stark auf kleine Wahrscheinlichkeiten und zu stark auf grosse Verluste. Ein Verlust von 3%, der mit 10% Wahrscheinlichkeit eintritt, wiegt weniger schwer als ein Verlust von 30%, der mit 1% Wahrscheinlichkeit eintritt, obwohl, rein rechnerisch, beide Ereignisse den gleichen Erwartungswert haben.

Beispiele wie die Terroranschläge vom 11. September 2001 in den USA, die Explosion der Ölplattform Deepwater Horizon und die Katastrophenserie in Japan sind unvorhersehbare und unwahrscheinliche Ereignisse mit verheerenden Schäden. Der Zerfall des Dollars dagegen ist langsam und schleichend, da er durch eine Serie von relativ wahrscheinlichen Ereignissen mit kleinen Verlusten verursacht wird. Aus Sicht der Behavioural Finance muss man also zwischen Megaschocks und Megatrends unterscheiden.

Megaschocks sind unwahrscheinliche Vorkommnisse mit grossen Verlusten, während Megatrends aus einer Serie von verhältnismässig wahrscheinlichen Ereignissen mit kleinen Verlusten bestehen. Überträgt man nun die Beobachtungen von Amos Tversky auf Marktrenditen, so sollte man erwarten, dass der Markt auf Megaschocks überreagiert, während er auf Megatrends unterreagiert. Das heisst für den wissenden Investor, dass er nach Vorfällen wie 9/11, Deepwater Horizon oder Fukushima mutig nachkaufen sollte.



Für den Unterschied zwischen Megaschocks und Megatrends gibt es neurologische Erklärungen.

THORSTEN HENS

In der Tat gab es in den Wochen nach diesen Ereignissen eine beachtliche Kurs-erholung. Es kommt durch den Schock zu einer vorübergehenden Überreaktion mit kurzfristigem Rebound. Wer nach dem Schock sofort verkauft, hat die Verluste getragen, ohne die Renditen der Erholung einzufahren. In der Summe von Einbruch und Erholung ist die Marktreaktion rational. Es kommt also darauf an, die Gunst der Stunde zu nutzen.

Auf der anderen Seite sollte man bei negativen Megatrends vorsichtig sein, etwa beim Dollar oder bei Papieren von Staaten, die in vielen kleinen Schritten langsam, aber sicher auf den Staatsbankrott zugehen. Der Markt reagiert zu wenig auf kleine Ereignisse, bis sie sich so weit kumulieren, dass sie in der Summe gleichwohl zum Thema werden. Das gebietet nicht nur zur Vorsicht wie im aktuellen Beispiel vom Dollar, sondern eröffnet auch Chancen. Auf Megatrends wie die Überalterung der Bevölkerung oder die Knappheit von natürlichen Ressourcen wird der Markt ebenfalls zu wenig reagieren.

Für den Unterschied zwischen Megaschocks und Megatrends gibt es neurologische Erklärungen. Setzt man einen Frosch in warmes Wasser, so springt er heraus. Seine Nerven reagieren direkt auf den Temperaturschock. Setzt man ihn aber in kaltes Wasser und heizt es ganz langsam auf, bleibt der Frosch im Wasser sitzen, bis es zu spät ist.

Trotz des enormen Aufwands, den Analysten, Investoren und Spekulanten jeden Tag betreiben, um optimal im Markt zu agieren, erscheint es so, als ob die Reaktion von Finanzmärkten doch sehr ähnlich ist wie die des Frosches – wobei des Frosches Tod, hier etwa der Bankrott eines

Staates, dann wiederum ein Megaschock ist, was das Investieren nicht leicht macht, da aus Megatrends mit Unterreaktion plötzlich Megaschocks mit Überreaktion werden können.

Diese und andere Beobachtungen haben die sogenannte Neurofinance beflügelt – eine interdisziplinäre Forschungsrichtung, die Neurowissenschaften mit Finance verbindet. Trotz aller Ratio sind wir bei unseren Entscheidungen aus Sicht der Neurofinance doch auf ein Organ angewiesen, das von der Evolution für ganz andere Situationen als Interaktionen auf

Finanzmärkten geprägt wurde. So manches, das uns durch den Kopf geht, führt automatisch zu falschen und vorhersagbaren Reaktionen, wie eben Über- und Unterreaktionen am Finanzmarkt.

Risikoneigung ist vorgegeben

Das Wissen um die neurologischen Grundlagen unseres Verhaltens, um Fehler zu vermeiden und Marktanomalien zu verstehen, ist eine reichhaltige Quelle, wie der Mitherausgeber der «Journal of Behavioural Finance», Richard L. Peterson, in seinem Buch «Inside the Investor's Brain» eindrücklich aufzeigt.

Die Neurofinance ist aber nicht nur reichhaltig, um das Markt- und Anlegerverhalten zu verstehen. Sie gibt auch wichtige Hinweise auf die biologischen Grundlagen der Akteure, zum Beispiel der individuellen Risikoneigung. Die Höhe der persönlichen Risikoscheu wird durch die Aktivität der Inselrinde und des Mandelkerns im Gehirn bestimmt. Finanzberater können noch so überzeugende Argumente für das Eingehen von Risiko haben und dem Kunden vorlegen. Sie fruchten letztlich nicht, wenn die biologischen Voraussetzungen im Gehirn eher auf Risikoscheu hindeuten. Interessant ist, dass die Teile des Hirns, die wesentlich für die Risikoneigung sind, nicht in denjenigen Hirnregionen liegen, die uns von primitiven Lebewesen unterscheiden. Sie sind tief im Gehirn verankert und wiederum auch beim Frosch vorhanden.

Prof. Thorsten Hens, Institut für Banking und Finance, Universität Zürich.

Buchtipps: «Inside the Investor's Brain: The Power of Mind over Money», von Richard L. Peterson, Wiley-Verlag.