

Hin und Her macht die Taschen leer

■ Prof. Dr. Thorsten Hens, Swiss Banking Institute, Universität Zürich

Das A und O beim Investieren ist, systematisch vorzugehen. Wer dies unterlässt, tappt schnell in eine psychologische Falle und muss die Konsequenzen tragen. Deshalb verlassen sich viele Anleger bei der Suche nach der richtigen Strategie auf den Rat von Vermögensverwaltern. Jedoch beraten heute noch immer einige von ihnen auf Basis von Konzepten aus den fünfziger Jahren. Interessante und nützliche Erkenntnisse der Behavioural Finance sollten vermehrt berücksichtigt werden.

Viele Anleger meinen, investieren sei eine sehr anspruchsvolle Aufgabe und schieben diese immer wieder hinaus – bis ihnen bewusst wird, dass ihnen ein Grossteil der möglichen Rendite entgangen ist, weil sie sich nie die Zeit genommen haben, sich mit Anlageentscheidungen zu befassen.

Die wichtigsten Anlagefallen in Kürze

Anleger, die investiert sind, verhalten

sich meist sehr kurzfristig. Sie überschätzen ihre Risikotoleranz, wenn sich die Aktien über ein paar Jahre hinweg gut entwickelt haben. Dies weil sie vergessen, welche Nerven es braucht, um auch in schlechten Aktienjahren investiert zu bleiben. Sowieso ist das Studium der Kurse von Anlagen zwar sehr faszinierend, aber nicht besonders gewinnbringend. Zahlreiche wissenschaftliche Studien haben nachgewiesen, dass die Kurs-

bewegungen alleine keine verwertbaren Informationen enthalten. Wer aufmerksam die Entwicklung der Kurse beobachtet, lässt sich vielmehr dazu verleiten, vorschnell an Trends zu glauben oder zu früh aus profitablen Anlagen auszusteigen, weil er glaubt, «das Ende» sei nah.

Was ich nicht weiss, macht mich nicht heiss

Die psychologische Forschung zeigt auch: Je häufiger man sich über die Entwicklung einer risikobehafteten Anlage informiert, desto weniger ist man geneigt, in sie zu investieren. Denn eine risikobehaftete Anlage bewegt sich nicht nur aufwärts. Da Verluste psychologisch mehr schmerzen als Gewinne einen freuen, verkraften diejenigen, die zu häufig auf die Kurse schauen, die unabdingbaren Schwankungen nicht. Sie übersehen, dass die Wahrscheinlichkeit, auf den Finanzmärkten einen Verlust zu erleiden mit

(Suite de la page 28)

ille «momentum», dans une phase de surperformance exubérante, présente les signes d'un renversement de tendance.

- Le régime «momentum + cash» est enclenché par un modèle multifacteurs, qui détecte des phases de recul prolongé des marchés ou un risque de recul à venir. Le mécanisme s'active en vendant les titres en configuration technique négative. Le produit des ventes est alors investi en liquidités. En théorie, la partie cash peut s'élever à 100 pour cent; dans les backtestings et dans la pratique, elle n'a jamais dépassé les 80 pour cent. Ce régime est activé pour réduire la volatilité dans les phases de turbulences, agissant comme une protection à la baisse.
- Le régime «contrariant accéléré»

identifie les sous-performers sur une fenêtre de temps réduite, les valeurs offrant un potentiel de rattrapage significatif. Ce régime est particulièrement opportun en cas d'absence de tendance marquée du marché ou lorsque celui-ci présente un potentiel élevé de rebond après une correction brutale. C'est le régime le plus complexe à décrypter, mais il permet de réinvestir les liquidités et de repartir sur un mode d'investissement dynamique.

Ces quatre portefeuilles virtuels construits, un mécanisme de sélection a été élaboré pour déterminer dans lequel investir (Tableau Quelle technique de gestion choisir?).

Et concrètement

Les paramètres du modèle ont été optimisés sur une période dite «in-

sample». Afin de valider leur robustesse, ils ont été confrontés à 20 ans d'historique corrigés du biais de survivance, à savoir en tenant compte de la composition dynamique de l'indice, sur différentes typologies de marchés: Suisse, Europe, États-Unis, Japon et reste du monde. La mécanique financière a permis de valider la robustesse du modèle et de ses paramètres à travers les diverses phases du marché (Graphique Performance: backtesting et performance effective (1994–2007)).

En définitive, pour dynamiser la gestion du portefeuille, ce modèle à quatre régimes permet de lisser la performance tout en minimisant le risque. À l'aide de produits quantitatifs, l'investisseur peut ainsi participer à la croissance économique globale et viser une surperformance à moyen et à long terme. Quantitativement prouvé.

dem Anlagehorizont abnimmt. Deswegen entgeht ihnen ein Grossteil der langfristigen Rendite.

Eine alte Weisheit ist, dass sich eine breite Diversifikation auszahlt. Da es enorm schwierig ist, zu erahnen, welche Aktien oder Anlagefonds künftig gut und welche schlecht abschneiden werden, ist es vernünftig, die Risiken zu streuen. Studien zeigen jedoch, dass Privatanleger viel zu wenig diversifiziert sind. Sie misstrauen zudem Anlagen aus anderen Ländern und beschränken sich zu stark auf den Heimmarkt – womit sie auf einen Grossteil der Renditechancen verzichten. Schliesslich sind manche Anleger

der Überzeugung, sie könnten den Anlageprozess selbst steuern. Dies führt jedoch oft dazu, dass sich Anleger ohne klare Strategie wie eine Fahne im Wind hin und her bewegen. Sie schieben ihr Portfolio zu oft um, wobei beim Kauf und Verkauf von Wertpapieren meist Gebühren anfallen. Diese können zwar gut sein für die Bank – aber nicht für die Anleger, denn nicht umsonst heisst es: «Hin und Her macht die Taschen leer».

Ist es also so, wie Benjamin Graham schon in den zwanziger Jahren des vorherigen Jahrhunderts sagte: «The investor's chief problem and even his worst enemy is likely to be

himself»? Nicht nur! Denn zu den psychologischen Fallen kommt noch hinzu, dass die typische Anlageberatung darauf aufgebaut ist, die für den Anleger falschen Risiken zu kontrollieren.

Die Schwächen der traditionellen Finance

Das seit Harry Markowitz im Jahre 1952 gebräuchliche Risikomass, die Volatilität, ist für viele Anleger ziemlich ungeeignet. Die Volatilität misst die mittlere quadratische Abweichung einer Zufallsvariablen um ihren Mittelwert. Sie eignet sich nur dann als Risikomass, wenn alle Anlageformen Renditen erzielen, die dem statistischen Modell der Normalverteilung folgen. Diese Annahme ist für die meisten Anlageklassen wie Obligationen und Aktien nur eine schlechte Annäherung. Für alternative Anlagen wie Commodities, Hedge Funds und Real Estate ist sie sogar völlig falsch.

Eine Auswirkung dieser schlechten Annäherung ist, dass die auf der Basis der Volatilität bestimmte Allokation von alternativen Anlagen für die meisten Anleger zu hoch ist, da die zu tragenden Extremrisiken unterschätzt werden. Auch ist die Volatilität völlig ungeeignet, falls in die Anlageempfehlung wie heute üblich, strukturierte Produkte mit aufgenommen werden. Eine wichtige Eigenschaft von strukturierten Produkten ist Kapitalschutz. Dieser wird jedoch von der Volatilität als Risikomass bestraft. Denn die Aussicht auf Gewinne geht mit volatilen Anlageergebnissen einher.

Gewinn ja, aber bitte mit Kapitalschutz

Welche Alternative zur Volatilität hat die psychologische Risikoforschung entwickelt? Die psychologische Risikoforschung ist, – was wohl kaum jemand vermutet –, durch die wirtschaftliche Nutzung der Atomenergie

Anzeige



Universität Zürich
Institut für schweizerisches Bankwesen

BEHAVIORAL FINANCE UND PRIVATE BANKING

Prof. Dr. Thorsten Hens
Seminar in Zürich, 10. – 12. September 2008

Das dreitägige Seminar richtet sich an unabhängige Vermögensverwalter und Privatkundenbetreuer. Ziel des Seminars ist die Verbesserung der Beratungskompetenz der Teilnehmer durch die Vermittlung praxisrelevanter Erkenntnisse der Behavioral Finance.

- Überblick über die theoretischen Grundlagen von rationalen und irrationalen Entscheidungen im Private Banking
- Methoden der Erfassung von Kundenrisikoprofilen und die Ableitung einer massgeschneiderten Asset Allocation
- Integration von Behavioral Finance entlang eines strukturierten Anlageentscheidungsprozesses
- Theoretisch fundierte Ideen zur Produktentwicklung

Weitere Informationen und Anmeldung unter:
www.isb.uzh.ch/weiterbildung

PMX

Die komplette Software-Lösung für
Portfolio-Management und
Administration:

- Effizientes Portfolio-Management
- exakte Performance-Messung
- Schnittstellen zu Banken
- Elektronisches Archiv
- Transaktionsüberwachung
- Compliance
- Risikoklassifizierung

Ein verlässlicher Partner ...



XONOS AG
INFORMATIKLÖSUNGEN

Gotthardstrasse 10a · 8800 Thalwil
T: 044 721 37 37 · www.xonos.ch

Anzeige

entstanden. In den siebziger Jahren haben sich nationale Regierungen durch Physiker vom günstigen Ertrags-Risiko-Verhältnis der Atomenergie überzeugen lassen. Sie wunderten sich, dass überwiegende Teile ihrer Bevölkerung ganz anderer Meinung waren. Die amerikanische Regierung beauftragte Wissenschaftler der Universität in Carnegie Mellon, diese Diskrepanz zu untersuchen. Sie fanden heraus, dass eine grosse Diskrepanz zwischen der Art wie Physiker Risikomassen und den Risikoeinschätzungen der Bevölkerung bestand. Nach Ansicht der Physiker wurde eine atomare Katastrophe als «akzeptierbar» gewertet, wenn sie nur unwahrscheinlich genug gewesen wäre. Die Bevölkerung konnte dem Wahrscheinlichkeitsargument nicht folgen und malte sich eher aus, was in solch einem Fall konkret passieren würde. Diese Überzeichnung von kleinen Wahrscheinlichkeiten wurde schliesslich einer der Bausteine der psychologischen Risikoforschung, der Prospekttheorie von Daniel Kahneman und Amos Tversky, die 2002 mit dem Nobelpreis der Wirtschaftswissenschaften ausgezeichnet wurde.

Eine weitere wichtige Aussage der Theorie ist, dass Anleger mit ihrem Portfolio meist ein konkretes Anlageziel verfolgen. Wird dieses Ziel verfehlt, empfinden sie es als Verlust. Jede Rendite über diesem Ziel ist ein Gewinn. Im Gegensatz zur Volatilität empfinden Anleger Gewinne und Verluste aber nicht symmetrisch. Die

meisten Anleger reagieren mehr als doppelt so stark auf Verluste wie auf Gewinne. Ein Verlust von 100 000 Schweizer Franken zum Beispiel ist psychologisch erst dann wieder kompensiert, wenn mindestens 200 000 Franken gewonnen wurden. Das heisst, dass die meisten Anleger für den Schutz ihres Kapitals einiges auszugeben bereit sind. Auf dieser Beobachtung basieren die heute weit verbreiteten strukturierten Produkte mit Kapitalschutz, wie zum Beispiel das rote Produkt in der Abbildung unten.

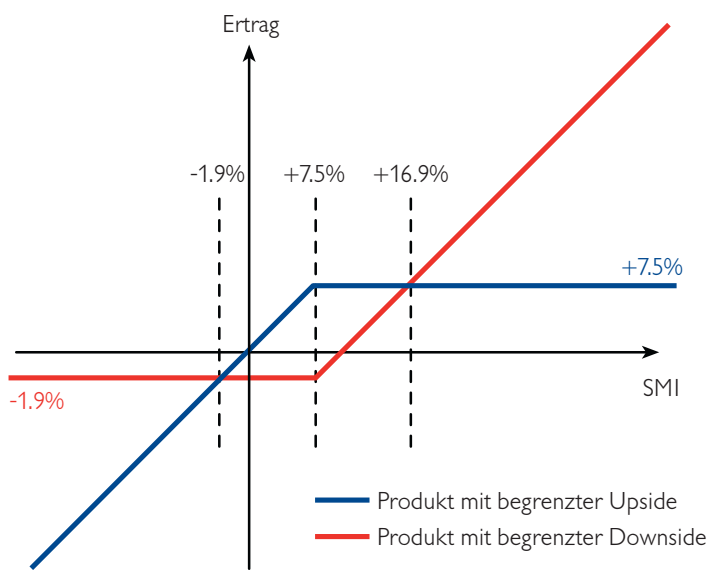
Die Verlustaversion dominiert das Verhalten der Anleger

Aus psychologischer Sicht ist somit die Verlustaversion wichtiger als die Risikoaversion. Kahneman und Tversky sagen sogar, dass Anleger im Verlustbereich teilweise risikofreudig sein können. Bevor Investoren sich damit begnügen, einen sicheren Verlust zu erleiden, erhöhen sie das Risiko in der Hoffnung, doch noch aus

der Verlustzone herauszukommen.

All diese Aspekte der psychologischen Risikoforschung können in einen strukturierten Anlageprozess eingebaut werden. Eine wichtige Eigenschaft der Risikoforschung ist dabei, dass sie die traditionelle Analyse von Markowitz als Spezialfall unter der Bedingung enthält, dass ein Anleger nicht verlustavers ist und kleine Ausfallwahrscheinlichkeiten nicht überbewertet. Im Beratungsprozess könnte man zum Beispiel mit der traditionellen Lösung beginnen und dann schrittweise die Aspekte der psychologischen Risikoforschung hinzufügen, die für den Kunden relevant sind. Die so erarbeiteten Strategieempfehlungen werden genau auf die Bedürfnisse der Kunden zugeschnitten und es wird sicher gestellt, dass die Kunden ihre Strategie auch in schwierigen Zeiten durchhalten und langfristig für den Vermögensverwalter gewonnen werden können.

Verluste schrecken ab



Quelle: Eigene Darstellung, ISB Universität Zürich

Zwei strukturierte Produkte haben eine mittlere Rendite von 7.5 Prozent und eine Volatilität von 12 Prozent. Mit der gleichen Rendite und Volatilität sind die Produkte nach dem Mean-Variance-Kriterium von Markowitz nicht unterscheidbar. Dennoch ziehen die meisten Investoren das rote dem blauen Produkt vor. Dies weil sie Verluste mehr scheuen, als Gewinne sie freuen (das blaue Produkt hat eine begrenzte Upside, das rote eine begrenzte Downside).

Prof. Dr. Thorsten Hens ist Direktor des Instituts für Schweizerisches Bankenwesen und Partner der Firma Behavioural Finance Solutions. Wie Sie Schritt für Schritt zur psychologisch fundierten Anlageberatung gelangen, erfahren Sie unter www.bhfs.ch.