

## **Keiner schlägt den Markt**

Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber, Universität Mannheim

*Börsianer glauben, durch geschicktes Kaufen und Verkaufen könnten Sie eine Überrendite erzielen. Sie irren. Psychologische Faktoren durchkreuzen immer wieder das rationale Verhalten der Anleger.*

Das Börsenjahr 2009 startete mit einem verhaltenen Optimismus: das Schlimmste schien nach den sehr starken Kursverlusten in 2008 hinter uns zu sein. Die Kurse hatten sich in den beiden letzten Monaten des Jahres 2008 stabilisiert. Umso dramatischer war der Kurseinbruch in den ersten beiden Monaten dieses Jahres: in dieser Zeit verlor zum Beispiel der deutsche Leitindex Dax rund 25 Prozent.

Doch seither steigen die Kurse wieder. Bis Mitte Dezember gewann der Dax seit Jahresbeginn fast 30 Prozent, bezogen auf den Tiefstkurs Ende Februar sogar mehr als 50 Prozent. Besonders dramatisch war der Anstieg der Emerging Markets: Hier legten die Kurse in Dollar notiert bis Mitte Dezember um 75 Prozent zu. Auch der iBoxx Euro Sovereign als ein Maß für die Rentenmärkte und verschiedene Rohstoffindizes entwickelten sich positiv.

### **Börsenkurse folgen einem Zufallsprozess**

Angesichts der noch unsicheren konjunkturellen Situation haben sich viele über diesen starken Trend gewundert. Manche eherne Börsenregel schien in diesem Jahr nicht zu gelten. Angesichts dieser Unsicherheiten versuchen nun einige, die Märkte mit einem verhaltenstheoretisch fundierten Ansatz zu erklären und mit dieser sogenannten Behavioral Finance die Marktentwicklung vorherzusagen.

Zur Entwicklung der Börsenkurse können Forscher leider wenig sagen: Sie folgen einem Zufallsprozess mit einer positiven Drift und sind nicht vorhersagbar. Es gibt noch keine modernen Kapitalmarktmodelle, die auf erweiterten verhaltenswissenschaftlichen Annahmen basieren, breit akzeptiert sind und erfolgreich getestet wurden. Die Forschung steckt hier erst in den Kinderschuhen.

Relativ viel aber wissen wir über das Anlegerverhalten und auch darüber, wie dieses systematisch vom optimalen Verhalten abweicht. Im Folgenden wird dazu ein typischer individueller und ein typischer institutioneller Anleger betrachtet und dessen Verhalten im Börsenjahr 2009 unter Behavioral-Finance-Gesichtspunkten analysiert.

Es sei zunächst daran erinnert, wie sich ein Anleger verhalten sollte. Weltweit lehren wir praktisch an allen Hochschulen, dass man in eine Kombination aus einer sicheren und einer optimal diversifizierten riskanten Anlage investieren sollte. Bei letzterer ist besonders darauf zu achten, dass darin die wesentlichen Asset-Klassen enthalten sind. Zu nennen sind zumindest Aktien, Renten und Rohstoffe und – je nach Geschmack – auch Immobilien.

Die Aufteilung des Gesamtportfolios wird durch die Risikoeinstellung und die Risikotragfähigkeit des Anlegers bestimmt. Beides sind Begriffe, die spätestens seit der Umsetzung der MiFID-Richtlinie (Markets in Financial Instrument Directive) in deutsches Recht in die alltägliche Anlageberatung eingegangen sein müssten. Die Risikoeinstellung definiert, welches Gesamtrisiko das Portfolio eines Anlegers haben sollte.

Hat der Anleger sein optimales Portfolio definiert, muss noch untersucht werden, ob er das Risiko überhaupt tragen kann. Ein Rentner, der 100 000 Euro investiert und davon im nächsten Jahr ins Altersheim ziehen möchte, wird sicherlich eine geringe Risikotragfähigkeit besitzen und sollte unabhängig von seiner Risikoeinstellung schwerpunktmäßig in die sichere Anlage investieren.

Nach der Bildung des optimalen Portfolios sollten Kauf und Verkauf ausschließlich aus ökonomischen Gründen wie Liquiditätsbedarf, Portfolio-Rebalancing, Änderung der Risikoeinstellung bzw. Risikotragfähigkeit und Ähnlichem erfolgen. Damit kommt das Anlegen einer Buy-and-Hold-Strategie nahe und sollte vor dem Hintergrund dreier einfacher Weisheiten durchgeführt werden: „Man kann den Markt nicht schlagen“, „Mehr Rendite nur durch mehr Risiko“ und „Hin und her, Taschen leer“.

Es ist schon faszinierend, in welchem Ausmaß viele Anleger im Jahr 2009 von dieser rationalen Strategie abgewichen sind. Es gab in diesem Jahr zumindest ein großes Thema, das die Anleger beschäftigte und zu einer unterdurchschnittlichen Performance beigetragen haben könnte: der Glaube an Market Timing.

Zuvor muss jedoch ein kurzer Hinweis auf einen Klassiker der Fehler erlaubt sein – den Home-Bias. Dieser besagt, dass Anleger zu viel in den Markt des Heimatlandes investieren, das heißt, sie strukturieren den riskanten Teil ihres Portfolios suboptimal. Deutsche Anleger denken an den Dax, glauben, nur den deutschen oder vielleicht den europäischen Markt beurteilen zu können und bezahlen dafür mit einer mangelnden Diversifikation und in diesem Jahr mit einer Nichtteilnahme an der Hausse der Emerging Markets.

Kommen wir zum Hauptpunkt: dem Market Timing. Darunter wird verstanden, dass ein Anleger durch wiederholtes Wechseln der Asset-Klassen gegenüber einer Buy-and-Hold-Strategie eine Überrendite erzielen möchte, ohne mehr Risiko in Kauf zu nehmen. Werden nur die beiden Anlageklassen risikofreie Anlage und riskantes Portfolio betrachtet und letzteres (falsch) vereinfachend durch ein Aktienportfolio abgebildet, so ist die Frage nach dem Market Timing gleich der Frage, wann ein Anleger im Aktienmarkt ein- und aussteigen sollte. Dabei spielt die Risikoeinstellung, die die Aufteilung eigentlich bestimmen sollte, keine entscheidende Rolle.

Das Jahr 2009 war dadurch gekennzeichnet, dass die Anleger zu Beginn über relativ viel liquides Vermögen verfügten. So wurden beispielsweise 2008 in Deutschland über 30 Milliarden Euro aus Publikumsfonds abgezogen, und das, obwohl die Einführung der Abgeltungsteuer zum Jahresbeginn 2009 eine starke Investition in Fonds nahegelegt hätte. Auch die ersten drei Monate des Jahres waren durch starke Abflüsse aus Aktien- und Mischfonds gekennzeichnet, was auf den Versuch von Market Timing hinweist. Viele Gespräche von Anlegern drehten sich angesichts des außerordentlich geringen Zinsniveaus für sichere Anlagen um die Frage, wann der Zeitpunkt zum Wiedereinstieg in die Börse gekommen sei.

### **Nur Wahrsager kennen die Zukunft**

Die wissenschaftliche Literatur zum Market Timing ist ziemlich eindeutig: Es hat keinen Sinn. Die Marktentwicklung ist nicht vorhersehbar, und das Modell, dass Aktienkurse einem Zufallsprozess mit einer positiven Drift – das heißt einer positiven erwarteten Rendite – folgen, ist das vorherrschende Modell. Vielleicht existiert hier und da mal eine Strategie, die ein kleine Überrendite zumindest temporär erzielt, aber als erste Annäherung gilt: Man kann den Markt durch Market Timing nicht schlagen.

Ein einfaches theoretisches Argument belegt zudem, dass es auch keine Strategie zur sicheren Erzielung von Überrenditen geben kann. Wüssten wir mit Sicherheit, dass der Dax in einem Jahr 2000 Punkte zulegen würde, würde doch kein Anleger zu heutigen Kursen verkaufen, und der Dax würde die neue Information „Kursanstieg um 2000 Punkte“ sofort widerspiegeln.

Damit wollen wir Forscher den Anleger nicht enttäuschen: wir würden ja selbst gerne die Zukunft voraussagen und ohne Arbeit reich werden, aber wir haben es (noch) nicht

herausgefunden. Am besten geht er davon aus, dass nur Wahrsager die Zukunft kennen, aber kein Bank- oder Anlageberater.

Das Zentrum für europäische Wirtschaftsforschung in Mannheim befragt regelmäßig Finanzexperten nach Jahresprognosen für relevante Börsenmärkte. Für das Jahr 2009 sahen 37 Prozent der Befragten den Dax am Jahresende unter 5100, 35 Prozent zwischen 5100 und 6000 und 29 Prozent über 6000 Punkten – bei der breiten Streuung muss am Ende diesen Jahres zwangsläufig jemand Recht haben.

Was könnte nun die Psychologie hinter dem Market Timing sein? Im Lichte der Buy-and-Hold Strategie ist das Leben einfach: der Anleger braucht sich keine Gedanken über die Marktentwicklung zu machen. Denkt er trotzdem darüber nach, sollte er die Drift-Komponente des Zufallsprozesses Börse als erwartete Rendite ins Kalkül ziehen. Historisch sind das jährlich zwischen sechs und acht Prozent. Umso erstaunlicher ist es, dass praktisch jeder eine Meinung zur Börsenentwicklung hat und – noch schlimmer – auch danach handelt. Anleger, die als Architekten wunderschöne Häuser bauen, die fantastische Ärzte sind, die in der Jurisprudenz brillieren – sie alle wissen auch, wie sich die Börse entwickeln wird.

Wir befragten Kunden einer Bank in London nach ihren Erwartungen bezüglich der Entwicklung des FTSE-100 für die jeweils nächsten drei Monate. Selbst die durchschnittlichen Erwartungen variierten im Zeitablauf stark, und die Streuung ist enorm. Die Prognosen betragen im Einzelnen: +1,9 Prozent (September 2008), +3,35 Prozent (Dezember 2008), +5,42 Prozent (März 2009) und 4,25 Prozent (Juni 2009) – bei einer rationalen Antwort von 1,5 bis zwei Prozent.

### **Menschen hassen die Unsicherheit**

Drei verschiedene Aspekte können zur Erklärung dieses Verhaltens beitragen. Erstens hassen Menschen in aller Regel Unsicherheit. Wir versuchen, sie zu vermeiden oder zu negieren, anstatt sie anzunehmen. Wir möchten keinen Wetterbericht, der uns mit 30 Prozent Wahrscheinlichkeit voraussagt, dass es regnet – wir wollen wissen, ob es regnet oder nicht. Stellen Sie sich den Anlageberater vor, der Ihnen wahrheitsgemäß erzählt, die Kursentwicklung sei zufällig.

Eine als sehr hoch empfundene Unsicherheit bezüglich der Entwicklung des Aktienmarktes muss zwangsläufig zu Market Timing führen: Die Anleger werden zu wenig in den

Aktienmarkt investieren. Der Volatilitätsindex des Dax, der ein Maß für die erwartete Unsicherheit darstellt, spiegelt die sehr hohe Unsicherheit wider: von einem außerordentlich hohen Niveau im Oktober 2008 ging er nur sehr langsam bis Ende dieses Jahres auf das Niveau der Vergangenheit zurück.

Der zweite wichtige Aspekt ist die sogenannte Overconfidence. Menschen gehen in aller Regel davon aus, dass sie besser als der Durchschnitt einer vergleichbaren Gruppe sind und dass ihre Einschätzungen zutreffender sind, als es tatsächlich der Fall ist. Ein Anleger mag zwar noch akzeptieren, dass sich Märkte „im Prinzip“ zufällig entwickeln, er selbst aber kann den Markt durch geschicktes Handeln doch schlagen. So glaubten die in der oben erwähnten Studie befragten Bankkunden, dass ihr eigenes Portfolio sich im Durchschnitt pro Quartal 2,5 Prozent besser entwickeln würde als der FTSE -100 – und ignorieren dabei, dass es an der Börse jede Menge Gegenspieler gibt, die auch nicht schlechter sind als man selbst.

### **Psychologische Fallen vermeiden**

Doch warum lernen die Anleger nicht stärker und werden so zu rationaleren Anlegern? Auch hier bietet die psychologische Forschung eine Erklärung: den Hindsight Bias. Dieser dritte Aspekt beschreibt den Glauben von Menschen, es im Nachhinein immer schon gewusst zu haben. Wir können uns gar nicht korrekt in unsere Gedankenwelt am Anfang des Jahres 2009 zurückversetzen, nachdem wir gesehen haben, wie sich die Börse in diesem Jahr entwickelt hatte: „Es war doch klar, dass die Börse nach den schweren Kursverlusten 2008 sich 2009 wieder erholen musste.“

Hindsight Bias führt dazu, dass wir aus Erfahrungen nicht oder nur wenig lernen. In einer Studie konnten wir Anleger eines Discount Brokers nach der Schätzung der Dreijahresrendite ihres Portfolios fragen. Diese eigene Schätzung stand in überhaupt keinem Zusammenhang zu der tatsächlich erzielten Rendite des Portfolios – wie soll man da lernen?

Für 2010 ist die Botschaft ganz einfach: Erkennen Sie die psychologischen Fallen und versuchen Sie, diese zu vermeiden. Führen Sie zum Beispiel ein Anlagetagebuch, in dem Sie ihre Einschätzungen aufschreiben. Diese Aktennotiz hilft Ihnen, den Hindsight Bias zu vermeiden. Akzeptieren Sie, dass Ihr Berater auch nicht die Zukunft vorhersagen kann und zwingen Sie ihn nicht zu entsprechenden Aussagen, etwa durch die Frage: „Wie sehen Sie den Markt 2010?“ Freuen Sie sich, dass man den Markt nicht timen kann, denn dann können es andere auch nicht. Und dann können Sie dem Börsenjahr 2010 in Ruhe entgegensehen.