

Behavioral Finance in Aktion

Überliste Dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können

von Prof. Shlomo Benartzi

Allianz 
Global Investors

Entscheidende
Einblicke für
vorausschauende
Anlagestrategien



Überliste Dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können

Die Finanzkrise, die Ende 2008 ausbrach, hatte tiefgreifende psychologische Folgen. Wie es häufig unter solchen Umständen passiert, trat überall eine „Lähmung“ der Anleger ein. Rekordhohe Liquidität liegt auf der hohen Kante. Viele Anleger sind wie gelähmt. Im Folgenden wird untersucht, wie sie sich daraus mit den Erkenntnissen der Behavioral Finance befreien können.

Viele Anleger schwanken zwischen der Furcht, dass der Bärenmarkt noch nicht überwunden ist, und der möglichen Schande, dass sie einen neuen Bullenmarkt verpassen könnten.



Prof. Shlomo Benartzi

Der Verhaltensökonom ist Mitbegründer des „Behavioral Finance Forums“, einer Gemeinschaft von 80 prominenten Wissenschaftlern und Finanzinstituten, und ist zugleich Chief Behavioral Economist des Allianz Global Investors Center for Behavioral Finance.

Die Behavioral Finance-Theorie

Die Theorie des Behavioral Finance setzt sich mit irrationalem menschlichen Verhalten auf den Finanzmärkten auseinander.

Das beobachtete Verhalten auf den Börsen weltweit widerspricht in der Regel den Vorhersagen klassischer ökonomischer Modelle, weshalb die Theorie des Behavioral Finance eine Erklärung für dieses irrationale Verhalten sucht. Solches Verhalten kann quer über alle finanzwirtschaftliche Entscheidungen beobachtet werden, weshalb sich eine breite, theoretische und empirische Literatur gebildet hat.¹

Das „Allianz Global Investors Center for Behavioral Finance“ in San Diego, Kalifornien, stellt Erkenntnisse der Verhaltensforschung zur Verfügung, damit Anleger mit diesen Werkzeugen bessere Finanzentscheidungen treffen können. Weitere Informationen finden Sie unter <http://befi.allianzgi.com>.

Wie kann diese „Lähmung behoben“ werden? Richard Thaler, Behavioral Economist an der University of Chicago, verschreibt folgende Therapie: „Entwickeln Sie einen Plan, den Sie tatsächlich umsetzen können – auch, wenn die unvermeidlichen Ablenkungen und Versuchungen eintreten.“

Nun lautet die Frage natürlich: „Wie sollte ein solcher Plan aussehen?“ Wir bieten eine Lösung an, die auf dem Erfolg des Save More Tomorrow™ („SMarT“ – „Spare morgen mehr!“)-Programms aufbaut. SMarT ist ein Plan zur Erhöhung der Ersparnis konkret bei der betrieblichen Altersversorgung, der sich auf Erkenntnisse zu den psychologischen Hindernissen stützt, mit denen die Menschen konfrontiert sind, wenn sie mehr Geld sparen wollen. Einige der zentralen psychologischen Hürden sind auch der Grund dafür, dass die Anleger noch nicht wieder an den Markt gehen. Wir schlagen daher ein relativ einfaches Konzept vor, das sich auf die Prinzipien von SMarT stützt. Wir nennen es „Invest More Tomorrow“ – Investiere morgen mehr.

An dieser Stelle wollen wir SMarT kurz beschreiben, um darzustellen, welche psychologischen Faktoren eine Rolle spielen. Danach stellen wir die Strategie „Invest More Tomorrow“ vor und zeigen, mit welchen Maßnahmen Finanzberater sie umsetzen können.

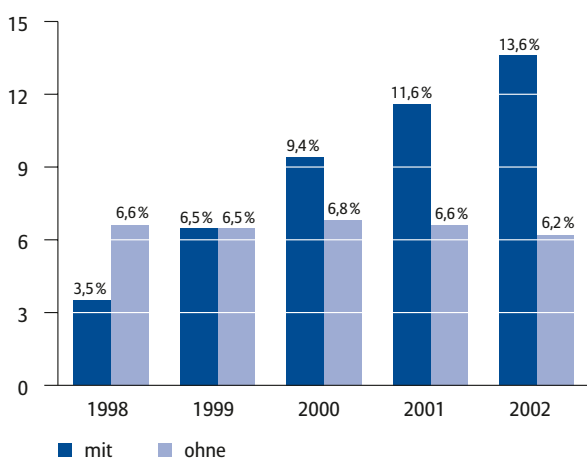
¹ Vgl. Barberis, Thaler (2003)

Save More Tomorrow – Spare morgen mehr

Das SMarT-Programm wurde entwickelt, um Menschen dabei zu unterstützen, ihre ausgesprochenen Ziele – in diesem Fall für das Alter anzusparen – auch tatsächlich zu erreichen, indem die psychologischen Faktoren (kursiv gedruckt) umgangen werden, die sie daran hindern (Thaler und Benartzi, 2004). Das Programm besteht aus vier Komponenten:

1. Die Mitarbeiter, die z. B. Anspruch auf eine bAV haben, werden aufgefordert, sich im Voraus auf eine Erhöhung der Ersparnis in der Zukunft festzulegen. Weil sie gern **verschieben**, fällt es den meisten Menschen leichter, gute Vorsätze für einen in der Zukunft liegenden Zeitpunkt zu fassen – ähnlich, wie man sich an Silvester vornimmt, im nächsten Jahr mehr Sport zu treiben und Diät zu halten.
2. Wenn die Mitarbeiter sich für eine Teilnahme entscheiden, fällt die erste Anhebung der Ersparnis mit einer Lohnerhöhung zusammen, so dass der Nettolohn nicht sinkt. So wird vermieden, dass die außergewöhnlich heftige Reaktion auf Verluste (**Verlustaversion**) ausgelöst wird.
3. Der Beitragssatz erhöht sich weiter automatisch mit jeder Lohnerhöhung, bis eine zuvor vereinbarte Obergrenze erreicht wird. Damit arbeitet die **Trägheit** im Interesse der Teilnehmer; sie stellt sicher, dass die Mitarbeiter weiter am Plan teilnehmen und dass sich der Beitragssatz erhöht.
4. Die Mitarbeiter können jederzeit aus dem Plan aussteigen, tun es jedoch erfahrungsgemäß nur selten. Diese Regelung macht es ihnen leichter, sich zunächst einmal dafür zu entscheiden.

Sparquoten mit und ohne Save More Tomorrow



Quelle: Thaler, Benartzi (2004)

SMarT war ein beeindruckender Erfolg; der durchschnittliche Beitragssatz vervierfachte sich in den drei Jahren nach der ersten Einführung im Jahr 1998 nahezu (von 3,5 auf 13,6 Prozent des Gehalts). Dies zeigt, dass die richtige und umsichtige Anwendung psychologischer Faktoren bei finanziellen Fragen die Ergebnisse beträchtlich verbessern kann.²

Invest More Tomorrow – Investiere morgen mehr

Das Zögern, wieder zu investieren, und der Unwille, angemessene Beiträge für die Altersvorsorge zurück zu legen, sind in wichtigen Punkten ähnliche Probleme, dass eine ähnliche Lösung möglich ist. Die Strategie „Invest More Tomorrow – Investiere morgen mehr“ besteht aus zwei Komponenten: Erstens muss die Furcht überwunden werden, den Wert des Portfolios sinken zu sehen (Stichwort Verlustaversion); zweitens muss die Neigung dazu überwunden werden, auf morgen zu verschieben, was man heute tun sollte (Stichwort Verschieben).

Die Verlustaversion ist bei weitem der wichtigste psychologische Faktor, wenn die Anleger gelähmt bleiben. Wenn die Anleger den Wert ihres Portfolios sinken sehen, reagiert ihr intuitiver Verstand negativ, und sie empfinden seelische Schmerzen. Und, so Thaler: „Die Menschen reagieren mit noch größerer Aversion auf künftig mögliche Verluste, wenn sie vor kurzem Verluste erlitten haben, wie es bei den meisten in der Finanzkrise 2008 der Fall war.“³ Unter diesen Umständen gehen die Menschen sehr viel weniger gern als sonst Risiken ein. Anders ausgedrückt: Die Lähmung der Anleger tritt ein.

Wie kann dies überwunden werden? Durch etwas, was wir als „vage mentale Buchführung“ bezeichnen könnten. Die „Prospekttheorie“ zeigt auf, wie stark die Verlustaversion wirkt, und hat nachgewiesen, dass die Menschen bei der Beurteilung von Gewinnen und Verlusten außerordentlich sensibel auf den sogenannten „Referenzpunkt“ reagieren (Kahneman und Tversky, 1979). Wenn ein Anleger all seine Liquidität am Markt in eine einzige Transaktion investieren müsste, wäre dieser Geldbetrag der Referenzpunkt. Jede Marktbewegung, die den Wert der Investition über den Referenzpunkt steigen oder darunter fallen ließe, ließe sich dann sehr leicht berechnen. Und der intuitive Verstand würde äußerst negativ auf Verluste reagieren.

Wenn ein Anleger jedoch einen bestimmten Anteil seines Portfolios, z. B. 25 Prozent, in regelmäßigen Abständen,

² Vgl. unsere Studie „Überliste Dich selbst: Vom intuitiven und vom reflexivem Verstand“ www.allianzgi.de/kapitalmarkanalyse

³ Thaler und Johnson, 1990.

„Invest More Tomorrow ist eine einfache Strategie, die ein Rahmenwerk für Maßnahmen bereitstellt, das den Stress für Anleger verringert, indem die psychologischen Faktoren angegangen werden, die Ursache für eine Lähmung der Anleger sind.“

Prof. John Payne

z. B. alle drei Monate, investieren würde, gibt es keinen offensichtlichen Referenzpunkt. Es gibt keine Zahl, der gegenüber die Wertentwicklung gemessen werden kann. In diesem Fall ist es sehr viel weniger wahrscheinlich, dass die Verlustaversion zum Tragen kommt. Nehmen wir an, dass die Investitionen, die beim ersten Markteintritt im Rahmen dieser Strategie getätigt werden, zunächst Verluste einfahren. Dann sagt der Anleger wahrscheinlich: „Ach, ich habe nur einen kleinen Teil meines Geldes investiert, und jetzt habe ich die Chance, beim nächsten Mal zu günstigen Kursen zu kaufen.“ Der intuitive Verstand wird nicht verschreckt, und der reflexive Verstand kann benutzt werden, um eine potenziell aversive Situation als Chance umzudeuten.

Diese Anlagestrategie ist als Durchschnittskosteneffekt bekannt. Die Anleger haben jedoch inzwischen gemerkt, dass das Durchschnittspreisverfahren nicht gegen Verluste schützen kann, wenn der gesamte Markt über längere Zeit nach unten geht, wie z. B. als Folge der Schuldenkrise. In der Vergangenheit waren sie vielleicht eher bereit auf den Durchschnittskosteneffekt zu setzen, aber jetzt haben sie Angst. Möglicherweise ziehen sie es jedoch in Zukunft wieder in Erwägung. Und damit kommen wir zur Neigung etwas zu verschieben – das zweite Hindernis, das einer Überwindung der Lähmung der Anleger entgegensteht.

Selbstüberlistung bei der Neigung etwas zu verschieben

Bei SMarT wurde die Neigung zum Verschieben dadurch überwunden, indem die Mitarbeiter dazu aufgefordert wurden, die Erhöhung ihrer Beitragssätze für die betriebliche Altersversorgung viele Monate im Voraus festzuschreiben. Eine Vorabbindung ist wichtig, weil sie psychologisch

gesehen gut verdaulich ist und dazu führt, dass die gewünschte Handlung tatsächlich stattfindet und nicht nur vage versprochen wird.

Ebenso kann sich ein Anleger zur Selbstüberlistung fragen zu welchem späteren Zeitpunkt und zu welchem Marktniveau er wieder bereit wäre in den Markt einzusteigen. Bei einer bejahenden Antwort lautet die nächste Frage die er sich stellen sollte: „Wie müssten die Marktbedingungen für die Investition sein?“ Damit wird die zeitliche Umsetzung der Strategie dem Anleger überlassen. Der Anleger behält die Kontrolle, und bindet sich an die Strategie. Je nach Bedarf, könnte der Anleger z. B. auch einen Finanzberater mit dazu nehmen und mit dieser Strategie und Selbstverpflichtung festlegen.

Die Vorabfestlegung, zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft mit dem Investieren zu beginnen, ist hier das wichtigste psychologische Element, weil es keine Aversion des intuitiven Verstands dagegen auslöst, bereits heute richtig zu handeln. Die Neigung zum Verschieben wird überwunden, und das gestaffelte Anlageprogramm beginnt.

Obwohl die Strategie in ihrer jetzigen Form nicht so automatisch verläuft wie SMarT (die vorab vereinbarten Käufe müssen noch getätigt werden), nutzt die Vorabfestlegung die Vorteile der Trägheit: Es geht nicht mehr darum, ob zum besagten Zeitpunkt Wertpapiere gekauft werden, sondern nur noch darum, welche. Die Strategie Invest More Tomorrow kann relativ einfach auf die bestehenden Anlagepläne aufgesetzt werden, die Finanzberater mit ihren Anlegern erarbeitet haben. Sie zielt darauf ab, die Lähmung der Anleger zu überwinden, damit diese Pläne auch umgesetzt werden und nicht nur schöne Pläne bleiben.

Professor John Payne von der Duke University Business School erläutert: „Invest More Tomorrow ist eine einfache Strategie, die ein Rahmenwerk für Maßnahmen bereitstellt, das den Stress für Anleger verringert, indem die psychologischen Faktoren angegangen werden, die Ursache für eine Lähmung der Anleger sind.“

Entscheidende Einblicke

1. Sich vorab auf den Beginn von Investitionen zu einem spezifischen, künftigen Zeitpunkt festlegen, und ein Datum dafür bestimmen;
2. Umfang und Häufigkeit regelmäßiger Investitionen definieren;
3. im Voraus die Art der zu kaufenden Vermögenswerte bestimmen.

Literatur

- Barberis, N.C. und R. H. Thaler (2003): „A Survey of Behavioral Finance“. In: G. M. Constantinides, M. Harris, R.M. Stulz (Hrsg.): „Handbook of the Economics of Finance: Volume B, Financial Markets and Asset Pricing“. Elsevier North-Holland. S. 1053–1128.
- D. Kahneman und A. Tversky (1979): „Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk“, *Econometrica*, Bd. 47(2), S. 263–291.
- R. Thaler und E. Johnson (1990): „Gambling with the House Money and Trying to Break Even“, *Management Science*, Bd. 36(6), S. 643–660.
- R. Thaler und S. Benartzi (2004): „Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving“, *Journal of Political Economy*, Bd. 112(1), S. 164–87.

Kennen Sie schon?

- Überliste Dich Selbst
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- Aktives Management

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:
<http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse>

Verpassen Sie auch nicht
unsere Podcasts:
www.allianzgi.de/podcast



Kapitalmarktanalyse – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf www.allianzglobalinvestors.de.

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als Mp3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter www.allianzgi.de/podcast direkt erhältlich und können z. B. über iTunes als PodCast abonniert werden.

Hans-Jörg Naumer

Leiter Kapitalmarktanalyse, Allianz Global Investors

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Mainzer Landstraße 11 – 13
60329 Frankfurt am Main

Kapitalmarktanalyse
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Dlugosch (dd),
Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft. Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unseren bestmöglichen Beurteilungen zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung. Hierbei handelt es sich um eine Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.

[www.allianzglobalinvestors.de/
kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Allianz Global Investors Europe GmbH
Mainzer Landstraße 11 – 13
60329 Frankfurt am Main

April 2012

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.