



Printout

Page URL: <http://bw.ubs.com/page/0/93/0,1080,717-101693-2-8345,00.shtml>

News Artikel : Freitag, 12. Juli 2002 - 15:00

Angewandte Psychologie an der Börse



Thorsten Hens

Der wirtschaftswissenschaftliche Ansatz der «Behavioural Finance», der das häufig irrationale Verhalten der Anleger in den Mittelpunkt stellt, stösst in der Wirtschaftswelt auf immer grösseres Interesse. Thorsten Hens, ordentlicher Professor am Institut für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich, erklärt die Gründe.

Gemäss der klassischen Finanztheorie spiegeln die Aktienkurse die New Fundamentalwerte wieder, ein Lehrsatz, an dem aufgrund der Erfahrungen mit der Spekulationsblase in der New Economy heftige Zweifel aufgekommen sind. Thorsten Hens, Professor am Institut für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich, hält nicht viel von diesem Grundsatz.

Hens ist Anhänger der [Behavioural Finance \(in Englisch\)](#). Diese Theorie besagt, dass sich die Marktteilnehmer irrational verhalten und neben den Spekulationsblasen auch andere Marktanomalien zu beobachten sind, wie beispielsweise zu starke Kursschwankungen, zu hohe Handelsvolumen oder der sogenannte «Januar-Effekt». In solchen Fällen verlieren die Aktienkurse jegliche Verbindung zu den Fundamentalwerten.

Herr Professor Hens, Wirtschaftsstudenten lernen auch heute noch, dass der Markt effizient ist und die Kurse somit sämtliche verfügbaren Informationen widerspiegeln. Wann wurde dieser Lehrsatz zum ersten Mal in Zweifel gezogen?

Meiner Auffassung nach im Jahr 1981, mit der Veröffentlichung eines Artikels von Schiller in der American Economic Review zum Thema Behavioural Finance. Darin wurde erstmals bemerkt, dass die Hypothese der effizienten Märkte in der Anlagepraxis nicht haltbar ist.

Was hat Sie von der Stichhaltigkeit der Behavioural Finance überzeugt?

Die Ereignisse Ende der Neunzigerjahre, als die Spekulationsblase im Bereich der New Economy zerplatzte. Ich habe zunächst Informatik und dann Wirtschaft studiert. Viele meiner ehemaligen Kommilitoninnen und Kommilitonen haben Internet-Firmen gegründet, wobei einige dabei reich und andere arm geworden sind. Ein Assistent von mir nahm beispielsweise ein Darlehen in Höhe von 200 000 Mark auf und sieht sich heute mit einem Schuldenberg konfrontiert. Mit dem Zerplatzen der Spekulationsblase war der Nachweis für die Stichhaltigkeit der Aussagen der Behavioural Finance zur Genüge erbracht.

Worin besteht Ihrer Meinung nach der grösste Irrtum der traditionellen Finanzmarkttheorie?

Die klassische Theorie geht in Bezug auf die Finanzmärkte - wie auch im Hinblick auf die anderen Wirtschaftsbereiche - von einem rationalen Verhalten der Akteure aus. Diese Sichtweise entspricht nicht den Tatsachen. Sowohl im Investmentbereich als auch in punkto Lohnverhandlungen oder Verbraucherverhalten wird deutlich, dass häufig auch irrationale Kriterien eine Rolle spielen.

Womit renommierte Nobelpreisträger wie Paul Samuelson, die nicht müde wurden, die Rationalität und Effizienz der Märkte herauszustreichen, im Irrtum wären...

In der Wissenschaft liegt das Hauptaugenmerk auf der Methodik. Der Nobelpreis wird Wissenschaftlern verliehen, die erfolgreich neue Methoden entwickeln. Häufig werden somit die Methoden und nicht die Inhalte ausgezeichnet.

Sind Sie der Meinung, dass sich auch professionelle Anleger irrational verhalten?

Davon bin ich überzeugt. Ende der Neunzigerjahre waren die Börsengänge von Unternehmen, die nur wenig Substanz besaßen, häufig deutlich überzeichnet. Ohne die professionellen Anleger hätten wir eine derartige Spekulationsblase nie erlebt.

Musste es also erst zur Spekulationsblase in der New Economy kommen, um Klarheit über die Irrationalität der Anleger zu erhalten?

Nein, in der Wissenschaft war dieser Umstand bekannt. Es lagen verschiedene Studien und Laboruntersuchungen vor, die das irrationale Verhalten der Anleger belegten. Ob jedoch ein wissenschaftlicher Ansatz in der Wirtschaft auf Interesse stösst, hängt von der jeweiligen konkreten Situation ab. So wie Keynes ohne die große Depression kein Gehör gefunden hätte, wäre auch der Behavioural Finance ohne die Spekulationsblase in der New Economy die Popularität versagt geblieben.

Wie populär sind die Aussagen der Behavioural Finance?

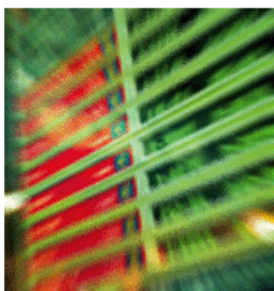
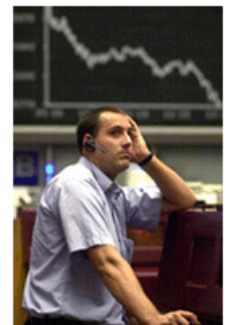
Sehr populär. Das Thema steht bei den wichtigsten Universitäten auf der Tagesordnung, und die Tatsache, dass ich von Investmentbanken Einladungen erhalte, spiegelt das breite Interesse wider. Nach der Konferenz bei UBS werde ich auch noch bei Merrill Lynch einen Vortrag halten. Zudem finden auch Kongresse statt, die diesen Forschungsansatz zum Gegenstand haben.

Sind Sie der Meinung, dass die Fundamentalwerte als Grundlage von sinnvollen Anlageentscheidungen ungeeignet sind?

Sie eignen sich meiner Meinung nach als Grundlage für langfristige, nicht aber für kurzfristige Entscheidungen.

Wie sollten die Anleger vorgehen?

Institutionelle Anleger müssen langfristig denken und ihre Entscheidungen auf der Grundlage von Fundamentalwerten fällen. Privatanleger hingegen sollten ihr Hauptaugenmerk auf die aktuellen Entwicklungen richten.



Wie sieht für den Portfoliomanager die praktische Umsetzung der Behavioural Finance aus?

Er sollte nicht nur eine Fundamentalanalyse durchführen, sondern das Verhalten der Marktteilnehmer untersuchen. Zudem wäre er gut beraten - entgegen den Empfehlungen der klassischen Finanztheorie - eine Chartanalyse durchzuführen und die Fundamentalwerte der Entwicklung der jeweiligen Aktienkurse gegenüberzustellen. Dabei sollte vor allem die Marktatmosphäre analysiert und herausgefunden werden, welche Strategie von den Anlegern bevorzugt wird. So kann man beispielsweise feststellen, dass die Aktienkursentwicklung seit März 2000 rückläufig ist, während sich die Performance einiger Hedge-Funds auf hohem Niveau behaupten konnte, da letztere durch Shortstrategien (Leerverkäufe) von sinkenden Kursen profitiert haben.

Welchen Nutzen kann man konkret aus der Behavioural Finance ziehen?

Sofern es gelingt, Marktanomalien zu ermitteln und schlüssige Erklärungen dafür zu finden, kann der Nutzen sehr konkret sein. Einige mir bekannte Investoren fanden heraus, dass die Kursbewegungen an den Derivatmärkten jene an den Aktienmärkten vorwegnehmen, worauf sie ein Programm schrieben, mit dem dieser Zusammenhang ausgenutzt werden konnte. Sie erzielten dadurch verblüffende Gewinne.

Welche Hoffnungen setzen Sie in die weitere Entwicklung der Behavioural Finance?

Ich hoffe, dass dem Modell der Behavioural Finance allgemeine Anerkennung zuteil wird. Als Volkswirtschaftler kann ich mir nur wünschen, dass der Markt seiner Funktion, nämlich der Informationsverbreitung, gerecht wird. Die Aufgabe der Finanzmärkte besteht darin, die Erwartungen in Bezug auf die künftige Ertragskraft der Unternehmen widerzuspiegeln, damit Anlegergelder vernünftig investiert werden können. Aus volkswirtschaftlicher Sicht schadet die Tatsache, dass einige Anleger reich und andere arm werden, der Wirtschaft nicht, da unter dem Strich die Rechnung aufgeht. Problematischer ist vielmehr, dass Beträge in Milliardenhöhe in unrentable Unternehmen fließen.

Wenn sich die Rationalität an den Märkten nun doch gänzlich durchsetzen sollte, würde sich dann niemand mehr für das Thema Behavioural Finance interessieren...

Sollte sich das rationale Verhalten an den Märkten tatsächlich völlig durchsetzen, hiesse dies, dass die Behavioural Finance dabei eine wichtige Rolle gespielt hat.

Linda Mazziotta, [Group Editorial Office](#)

