



Behavioral Finance

Die neue Verführung zu aktivem
Investieren?

Prof. Dr. Thorsten Hens
Zürich, 27. September 2005

Gliederung

1. Argumente gegen aktives Investieren
2. Argumente gegen passives Investieren
3. Ein Behavioral Finance Experiment
4. Argumente für eine differenzierte Betrachtung
5. Schlussfolgerung



Gliederung

1. Argumente gegen aktives Investieren
2. Argumente gegen passives Investieren
3. Ein Behavioral Finance Experiment
4. Argumente für eine differenzierte Betrachtung
5. Schlussfolgerung



Aktives Investieren 1720

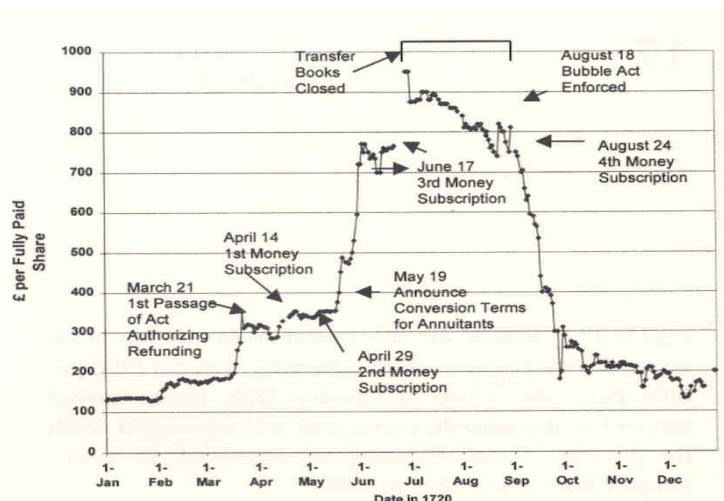
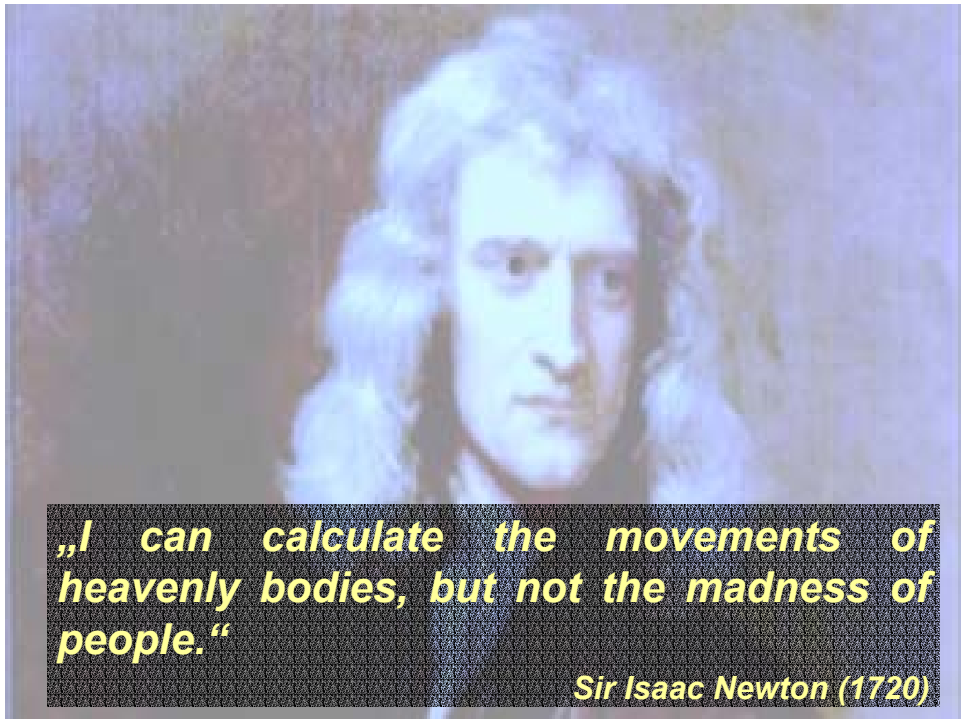


Figure 17.1
Daily South Sea Share Prices, 1720. Data courtesy of Larry Neal.





Aktives Investieren 2005



Aktives Investieren zerstört Ihr Vermögen

Barber Odean Studie für den Zeitraum 1991-1996:

- Basierend auf 66`465 US-Haushalten eines grossen Discount Brokers
- Befund:

Annual Turnover ist 75% des Vermögens!

„Je aktiver investiert wird, desto **geringer** die erzielten Renditen“.

Barber, B. M. and T. Odean (2000). "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors." *Journal of Finance* 55(2): 773-806.

Benjamin Graham: „The investor`s chief problem and even his worst enemy is likely to be himself.“



Aktives Investieren macht k.o.



Gliederung

1. Argumente gegen aktives Investieren
2. Argumente gegen passives Investieren
3. Ein Behavioral Finance Experiment
4. Argumente für eine differenzierte Betrachtung
5. Schlussfolgerung



Was genau ist passives Investieren?

- Der **Markt** bewertet zu jedem Zeitpunkt alle handelbaren Anlagen
- Ein passiver Investor glaubt nicht, dass er eine bessere Bewertung treffen kann und hält ein diversifiziertes Portfolio, das sogenannte **Marktportfolio**, in welchem alle handelbaren Anlagen nach ihrer Marktkapitalisierung gewichtet sind.
- **Struktur** des Marktportfolios:
 - Aktien und Obligationen sind gleich gewichtet
 - Regionale Gewichtung von Aktien: CH 3%, US 54%, UK 10%, D 7%
 - Regionale Gewichtung von Bonds: US 44.26%, CH 0.13%, D 9.17%
 - Housingaktien 10% an allen Aktien
 - HFs 5% an allen Aktienanlagen

→ Sind Sie zur Zeit passiv investiert?

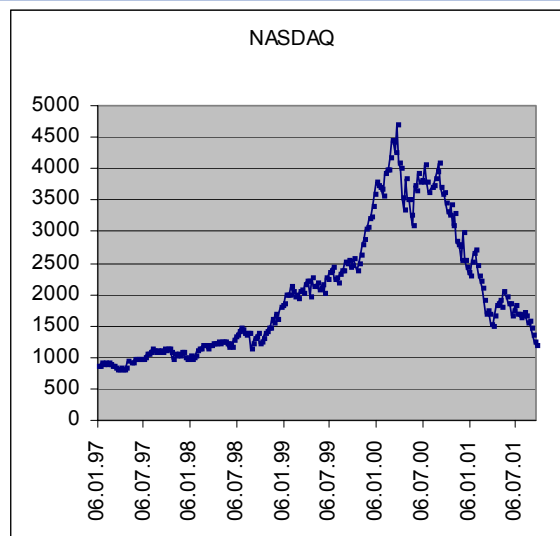


Verhalten eines passiven Investors

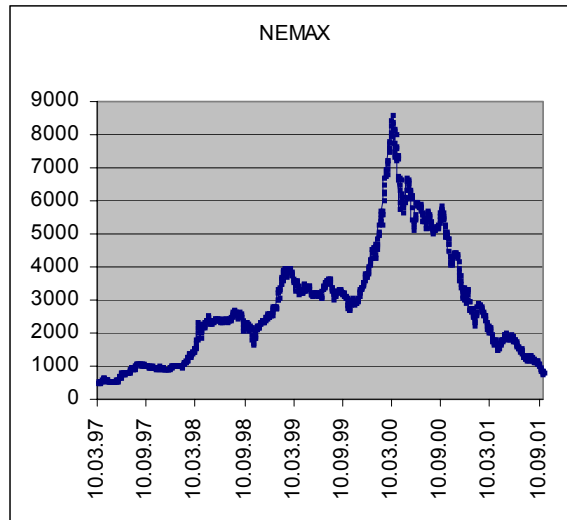
- Ein passiver Investor macht jede Bewegung des Marktes mit:
- Man war mein Internet-Bubble und Crash voll dabei.
- Man ist zur Zeit beim Energy Bubble voll dabei.
- Man ist zur Zeit beim Housing Bubble in UK voll dabei.
- Etc.



Internet Bubble



Internet Bubble

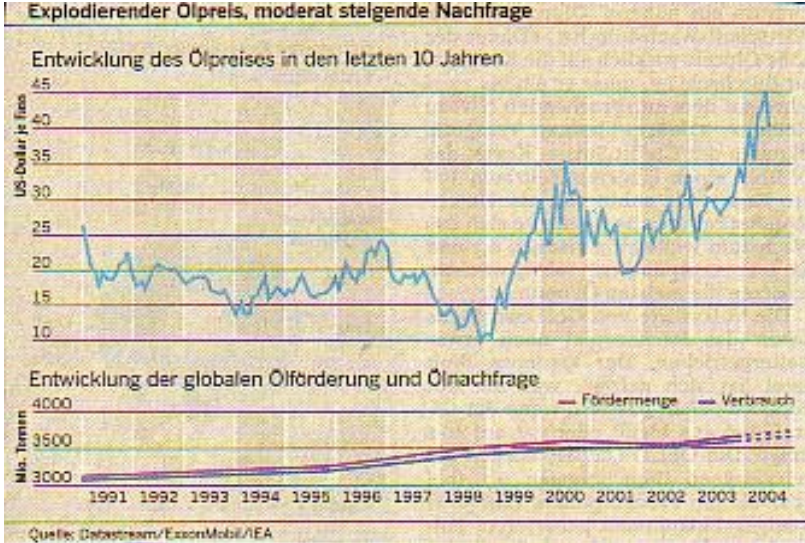


Aktien Bubbles gibt es immer wieder

- Dutch Tulpimania (1630s)
- South Sea Bubble (1710-1720)
- Mississippi Bubble (1717-1720)
- British Railway Boom (1845-1846)
- U.S. Railway Boom (1873)
- U.S. Stock Market Boom (1920s)
- Conglomerate Mergers in U.S. (1960s)
- Internet-Bubble (1990s)



NZZ in 2004 zum Ölpreis



Spekulative Blasen auf dem Real-Estate Markt

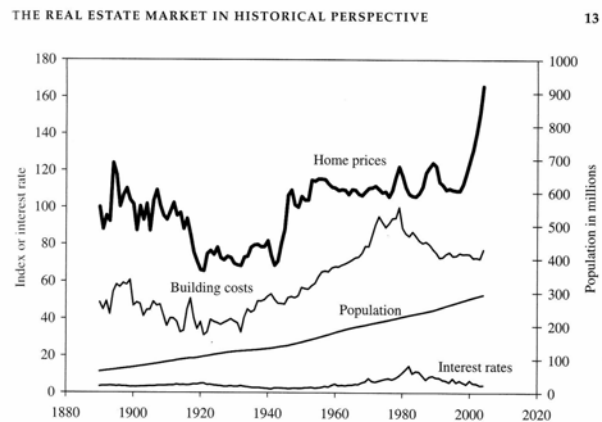


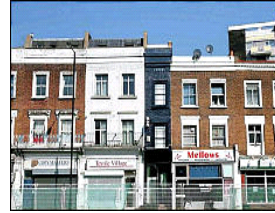
Figure 2.1

Shiller (2005) "Irrational Exuberance"



Spekulative Blasen auf dem Real-Estate Markt

- **1,2 Millionen Franken für 2,98-Meter-Haus**
- **My home is my castle: Im Londoner Stadtteil Shepherd's Bush steht derzeit eines der schmalsten Häuser der Welt zum Verkauf.**
- Eines der schmalsten Häuser der Welt (schwarz) steht in London zum Verkauf. (Bild: EPA). Das mehrstöckige Gebäude misst an seiner breitesten Stelle 2,98 Meter. In manchen Zimmern kann man mit seitlich ausgestreckten Armen beide Mauern berühren.



Eines der schmalsten Häuser der Welt (schwarz) steht in London zum Verkauf. (Bild: EPA)

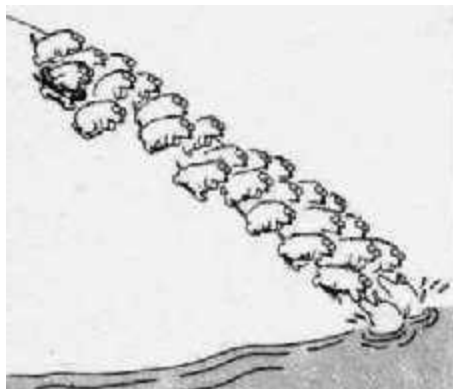
Der Immobilienmakler preist das Haus als «absolut fantastisch» an. Das Bijou mit drei Schlafzimmern, zwei Nasszonen, einer Küche, Dachterrasse und Garten hat seinen Preis: Rund 1,2 Mio. Fr.

Shiller (2005) "Irrational Exuberance"



Passives Investieren kann gefährlich sein

- Ein passiver Investor folgt der Herde ins Verderben:



Zwischenresumee

„Wie man es auch macht, macht man es verkehrt?“

- Passives investieren basiert auf der Annahme, dass der Markt nicht vorhersagbar ist.
- Aktives investieren basiert auf der Annahme, dass der Markt Fehlbewertungen macht und somit vorhersagbar wird.

→ Welche Annahme trifft eher zu?



Gliederung

1. Argumente gegen aktives Investieren
2. Argumente gegen passives Investieren
3. Ein Behavioral Finance Experiment
4. Argumente für eine differenzierte Betrachtung
5. Schlussfolgerung



Nobelpreis 2002 für Behavioral Finance



Daniel Kahnemann

"für die Integration von Erkenntnissen der **Psychologie** in die Ökonomie, vor allem im Bereich menschlichen Verhaltens unter Unsicherheit"

• 1/2 of the prize



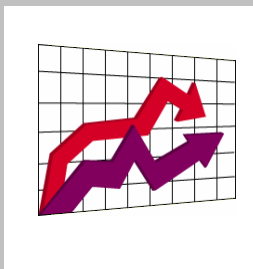
Vernon L. Smith

"für die Etablierung von **Laborexperimenten** als eine Methode der Ökonomie, insbesondere zum Studium von Marktmechanismen"

• 1/2 of the prize



Experiment: Wer schlägt den Markt? - Spiel



Teilnehmer: Zuhörer dieses Vortrages.

Spielregel: Jeder nennt eine Zahl zwischen 0 und 100.

Gewinner: Derjenige, am nächsten an $\frac{2}{3}$ des Durchschnitts, bekommt die höchste Auszahlung.

Beispiel:

- 5 Zuhörer.
- Gewählte Zahlen: 10, 20, 30, 40, 50.
- Durchschnittliche Zahl 30.

Höchste Auszahlung für den Spieler, der 20 gewählt hat.

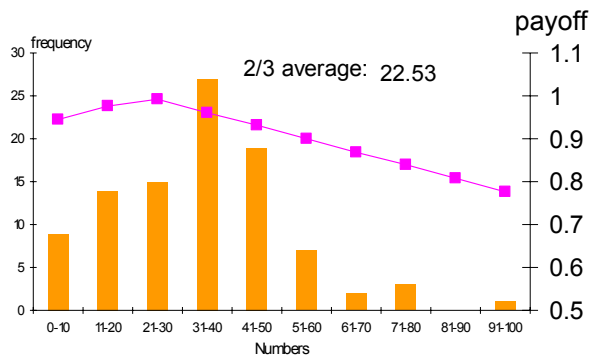


Name: _____

Meine Zahl (zwischen 0 und 100):



Typisches Ergebnis



Aktiv oder Passiv?



- Typische Gewinnzahl: 20-25.
- **Rationale Lösung des Spiels:** Jeder wählt die 0.
- Kurzfristig gewinnt derjenige, der die durchschnittliche Irrationalität der anderen am Besten einschätzen kann.



Relevanz des Spiels

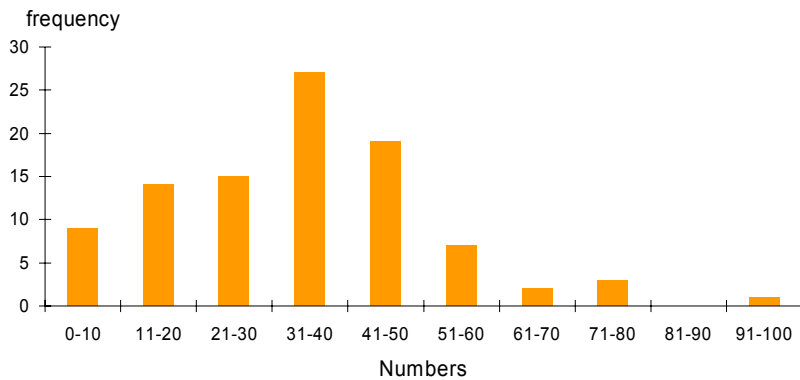


- Getippte Zahl entspricht der erwarteten Anzahl Tage, die ein Trend noch anhält.
- Durchschnittlich getippte Zahl bestimmt die tatsächliche Dauer des Trends.
- $\frac{2}{3}$ des Durchschnitts, weil es immer schlau ist etwas früher als die anderen auszusteigen.



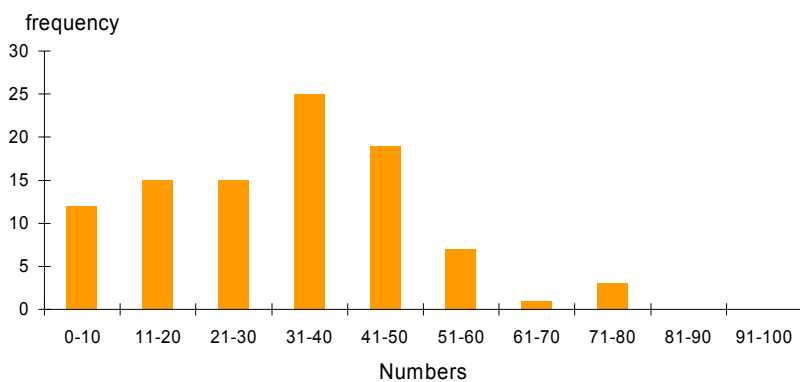
Resultat bei Bank Sarasin

2/3 average: 22.53

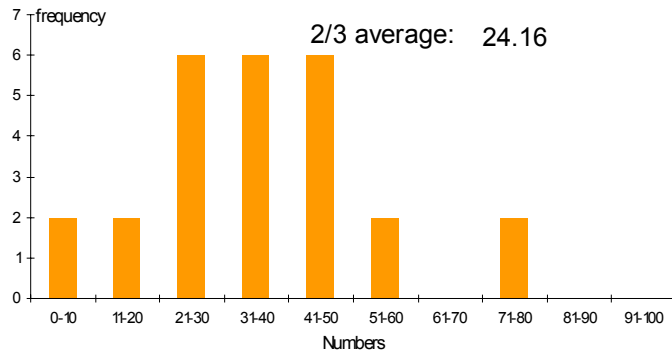


Resultat bei der BHF-Bank

2/3 average: 21.10



Resultat bei den Business Economists

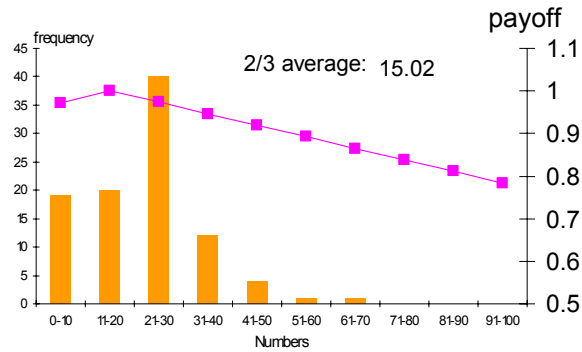


Zwischenresumee des Spiels

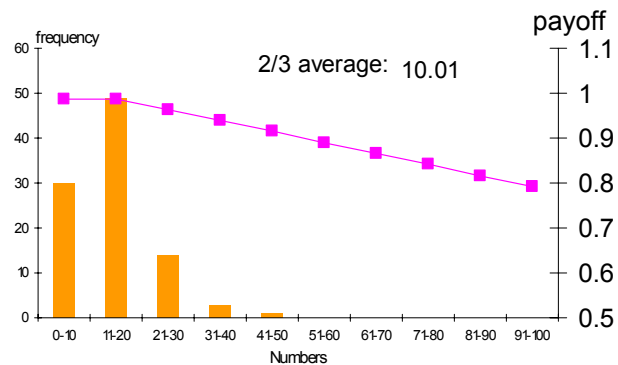
- Das durchschnittliche Verhalten ist vorhersagbar.
- Es gewinnt derjenige der das durchschnittliche Verhalten am besten einschätzen kann
- Was aber passiert, wenn man das Spiel wiederholt?



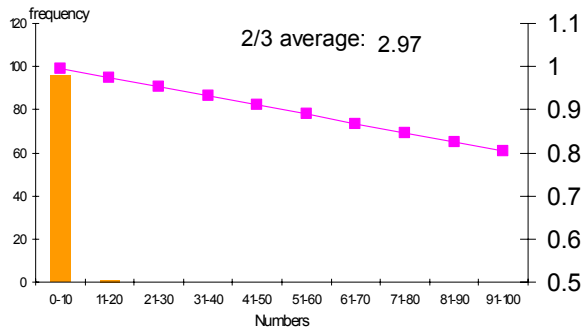
Das zweimal wiederholte Spiel



Das fünfmal wiederholte Spiel



Das zehnmal wiederholte Spiel



**Langfristig tendiert das Spiel zur rationalen Lösung.
Man kann das Ergebnis vorhersagen, aber nichts mehr gewinnen!**



Gliederung

1. Argumente gegen aktives Investieren
2. Argumente gegen passives Investieren
3. Ein Behavioral Finance Experiment
4. Argumente für eine differenzierte Betrachtung
5. Schlussfolgerung



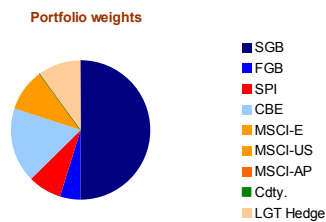
Argumente für eine differenzierte Betrachtung

- Top Down statt Bottom Up Investieren
- Das magische Viereck des Markets
- Das magische Dreieck des Investors
- Die Bedeutung des Anlagehorizontes
- Ein Behavioural Finance Asset Allocation Tool



Top Down statt Bottom Up Investieren

- Der Bottom Up Ansatz
 - Man sammelt Einzelanlagen, so wie sie einem gerade attraktiv vorkommen.
- Der Top Down Ansatz
 - Man bestimmt die Asset Allokation und sucht dann die passende Ausgestaltung der Anlageklassen.



Das magische Viereck des Markets (1)

Asset Allokation	Anlageklassen	SGB	FGB	SPI	CBE	MSCI-E	MSCI-US	MSCI-AP	Cdty.	Hedge	Performance	
Investoren	rel Vermögen	2%	4%	10%	6%	7%	10%	-7%	30%	-4%	Summe	Investoren
PK1	5.59%	25.00%	15.00%	16.25%	5.00%	20.00%	6.25%	1.25%	5.00%	6.25%	100%	6.2%
PK2	8.38%	33.71%	3.37%	17.98%	3.37%	13.48%	6.74%	10.11%	2.25%	8.99%	100%	4.0%
PK3	11.17%	21.13%	8.45%	21.13%	2.82%	15.49%	22.54%	4.23%	2.82%	1.41%	100%	6.9%
PK4	5.59%	23.47%	1.41%	23.47%	1.41%	11.27%	28.17%	8.92%	0.94%	0.94%	100%	6.2%
Vers 1	2.79%	23.04%	3.25%	28.73%	0.00%	8.95%	12.01%	12.01%	0.00%	12.01%	100%	4.0%
Vers 2	8.38%	20.35%	8.72%	32.56%	1.74%	5.23%	8.72%	14.53%	2.33%	5.81%	100%	4.8%
Vers 3	13.97%	15.75%	13.75%	33.80%	3.44%	0.86%	3.19%	16.04%	4.01%	9.17%	100%	4.5%
Vers 4	5.59%	9.57%	15.79%	29.67%	4.31%	2.87%	7.63%	14.84%	4.79%	10.53%	100%	5.0%
Familie1	2.79%	1.79%	6.03%	9.33%	1.72%	1.94%	20.44%	4.88%	1.87%	52.01%	100%	1.6%
Familie2	2.79%	0.42%	4.31%	5.74%	1.27%	1.77%	13.43%	3.12%	1.35%	68.58%	100%	-0.3%
Familie3	8.38%	0.14%	3.37%	3.99%	1.01%	1.60%	9.87%	2.25%	1.07%	76.69%	100%	-1.2%
Familie4	13.97%	0.61%	4.19%	4.49%	1.28%	2.19%	11.66%	2.61%	1.34%	71.64%	100%	-0.6%
Familie5	5.59%	0.39%	1.73%	1.70%	0.53%	0.96%	4.61%	1.02%	0.55%	88.51%	100%	-2.6%
Herr x	2.79%	2.03%	7.06%	6.49%	2.19%	4.14%	18.26%	3.98%	51.14%	4.71%	100%	18.1%
Herr y	1.40%	1.60%	4.72%	4.08%	1.47%	2.88%	11.87%	2.56%	67.68%	3.15%	100%	22.1%
Frau x	0.56%	1.35%	3.55%	2.91%	1.12%	2.23%	8.73%	1.86%	75.86%	2.37%	100%	24.1%
Frau y	0.28%	6.18%	14.83%	11.58%	4.68%	9.56%	35.72%	7.55%	0.00%	9.89%	100%	5.5%
Summe	100.00%	13.26%	7.34%	17.76%	2.30%	6.37%	11.43%	7.52%	5.05%	28.96%	100%	3.891899%
		M	A	R	K	T	P	O	R	T	F	



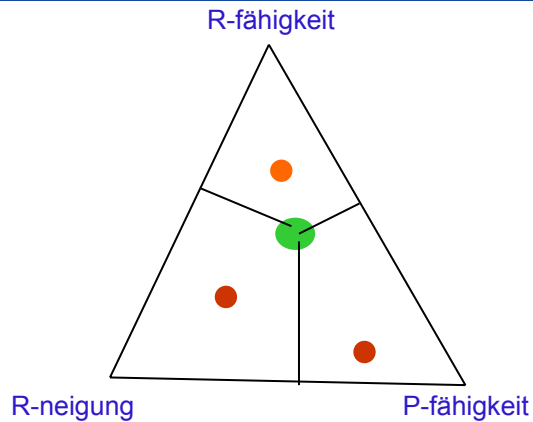
Das magische Viereck des Markets (2)

- Wer passiv investiert und somit das Marktportfolio hält, erhält die **durchschnittliche** Performance aller Investoren.
- Da jeder Anleger seine Asset Allokation gemäss seiner Erwartungen bestimmt, schliesst sich der passive Investor der **durchschnittlichen** Erwartung an.
- **Achtung:** Die Durchschnitte werden jeweils anhand des relativen Vermögens aber nicht anhand der relativen Wissens berechnet.



Das Magische Dreieck des Anlegers

1. Riskofähigkeit
→ PALM
2. Risikoneigung
→ Verlustaversion
3. Prognosefähigkeit
→ Marktexpertise



Alle 3 Eigenschaften werden auf den **Anlagehorizont** bezogen



Die Bedeutung des Anlagehorizontes

- **Frage:** Was ist besser?
 - Gewinne laufen lassen und Verluste begrenzen?
 - Gewinne mitnehmen und Verluste durchhalten?
- **Antwort:** Kommt darauf an, ob der Markt eher Momentum oder Reversal hat. Dies wiederum hängt vom Anlagehorizont ab:
 - Kurzfristig gibt es eher Momentum.
 - Langfristig gibt es eher Reversal.

J.M. Keynes: "Markets can remain irrational longer than you can remain solvent!"



Ein Behavioural Finance Asset Allocation Tool



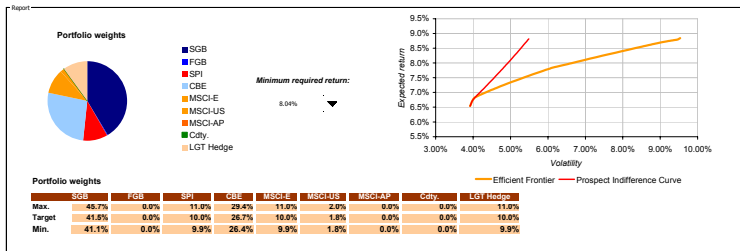
Mean Variance Efficient Frontier with Prospect Utility Indifference Curves

Behavioral Finance Solutions Ltd.

Parameters

Portfolio restrictions										Alpha	0.88	
	SGB	FGB	SPI	CBE	MSCI-E	MSCI-US	MSCI-AP	City	Hedge Funds		Lambda+	1
Min. Weight	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	10.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		Lambda-	1
Max. Weight	50.00%	50.00%	10.00%	50.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%		Reference point	0.00%

Asset class returns (annual)									
	SGB	FGB	SPI	CBE	MSCI-E	MSCI-US	MSCI-AP	City	Hedge Funds
Mean Expert Opinion	6.00%	5.10%	12.93%	6.34%	10.68%	11.41%	3.79%	4.05%	12.04%
Mean historical	6.28%	5.10%	12.93%	6.34%	10.68%	11.41%	3.79%	4.05%	12.04%
SD Expert Opinion	2.73%	2.69%	17.91%	5.71%	18.67%	19.91%	24.13%	15.30%	7.19%
SD historical	2.73%	2.69%	17.91%	5.71%	18.67%	19.91%	24.13%	15.30%	7.19%




Gliederung

1. Argumente gegen aktives Investieren
2. Argumente gegen passives Investieren
3. Ein Behavioral Finance Experiment
4. Argumente für eine differenzierte Betrachtung
5. **Schlussfolgerung**



6. Schlussfolgerung

Markt \ Stil	rational	irrational
aktiv		alpha
passiv	beta	