

# Das Rationale und das Irrationale



Foto: Teodoro D. Cocca

Mit Univ.-Prof. Dr. Teodoro D. Cocca, Leiter der Abteilung für Asset Management des Instituts für betriebliche Finanzwirtschaft der Johannes Kepler Universität Linz, sprach Mag. Gertrud Zoklits über Börse, Marktpsychologie und Private Banking.

*In einem Interview in der Rundschau vom 27.1.08 sagten Sie, dass die Unternehmensgewinne immer noch sehr hoch sind, aber die Wirtschaftsabkühlung vorhanden ist, die Folgen wir erst in sechs bis zwölf Monaten sehen werden – die Korrektur ist daher allgemein gesehen rational, die Börse sieht im Prinzip die Zahlen von 2009 an. Verstärkt nun die Börse die Abkühlung, bekommt diese eine Eigendynamik ereignet sich eine Art Self-Fulfilling Prophecy?*

Nicht am Beginn. Die erste 20%ige Korrektur, die wir jetzt im Schnitt an den internationalen Märkten erlebt haben und die im Grunde ein kleiner ist, – diese ersten 20% wirken sich auf die Realwirtschaft nicht aus. Erst wenn die Börse, wie wir es 2002 gesehen haben, um 30, 40 oder 50% fällt, wirken sich die Verluste effektiv auf die Investoren und Kunden aus, indem die realen Vermögenswerte abnehmen und dadurch das Ausgabe- und Konsumverhalten extrem gedämpft wird. Dort sind wir heute noch nicht – heute ist der Börsenmarkt aus meiner Sicht ein Frühindikator für jene Meinung, die darüber herrscht, wie sich die Realwirtschaft in den nächsten sechs bis zwölf Monaten entwickeln wird. Oft täuscht sich die Börse auch. Es gibt viele Beispiele, wo die Börse eine Rezession annimmt, die Kurse um 10 oder 15% fallen, diese dann ausbleibt und die Börse sich erholt – eigentlich liegt die Börse häufiger falsch als richtig, sie hat viel mehr Rezessionen vorhergesehen als eingetroffen sind. Nur reagiert sie sehr sensibel, sobald diese Gefahr im Raum steht. Das ist im Grunde sehr rational, denn es ist klar, dass die Zukunftserwartungen angepasst werden müssen und die Kurse dann fallen. In einer ersten Phase hat eine Börsenkorrektur keine negativen Folgen für die Realwirtschaft, aber in einer zweiten oder dritten kann es tatsächlich sein, dass sie eine Rückkoppelung in der Realwirtschaft hat und die Krise verstärkt. Heute, da weite Kreise direkt oder indirekt in den Aktienmarkt investieren, ist diese Rückkoppelung wahrscheinlich stärker als vielleicht noch vor zwanzig Jahren. Die Gefahr, dass sich das

System negativ aufschauelt ist tatsächlich groß – nur – es hat sich ja auch im Positiven aufgeschauelt. Die letzten drei Jahre wiederum haben dazu geführt, dass die stark steigenden Börsenkurse dem durchschnittlichen Konsumenten und Anleger das Gefühl gegeben haben, sein Vermögen steige, er sei reicher geworden und so hat die Konsumfreude zugenommen.

*Reagiert die Börse irrational auf die Bankenkrise und wie wird letztere die Bankenlandschaft verändern?*

Die Börse ist prinzipiell von professionellen Anlegern gesteuert und die analysieren die Märkte sehr genau und das ergibt sehr rationale Bewegungen – nicht jede große Kursbewegung ist irrational. Im Gegenteil – es ist ein Wunder, dass die Aktienmärkte nicht noch mehr reagieren, denn was im Raum steht, ist gewaltig – eine Bankenkrise in dem Ausmaß wie sie heute bereits eingetreten ist und die sich vielleicht noch weiter ausbreitet, ist mehr als eine Rezession. Weltweit herrscht große Unsicherheit darüber, welche Bank über genügend Liquidität verfügt, noch kreditwürdig ist. Es wundert mich fast schon, dass die Aktienmärkte im Prinzip noch so resistent sind, was eigentlich zeigt, auf welch solidem Fundament diese Börsenwelt konstruiert ist. Die Kapitalspritzen für die angeschlagenen Banken sind auch ein Warnzeichen. Man versucht zwar positiv zu verkünden, wie toll das ist, wenn man einen neuen Besitzer mit ins Boot nimmt – nur, dies macht eine Bank niemals freiwillig. Die Tatsache, dass alle großen amerikanischen Investmentbanken enorme Probleme haben, wird aus meiner Sicht fast schon etwas unter den Teppich gekehrt. Denn Abschreibungen in diesen Größenordnungen – und das bei den weltweit größten Banken – ist wirklich gewaltig. Es ist anzunehmen, dass sich das Gefüge in der Bankenwelt jetzt schon verändern wird. Die angeschlagenen Amerikaner, sieht man es langfristig, werden wahrscheinlich ihren Schwung verlieren und man wird aus dem asiatischen Raum einen Aufschwung im Bankenbereich erleben. Betrachtet man die Markt- ▶





kapitalisierung befinden sich langsam jetzt schon hier die größten Banken. Ich glaube, der New Yorker Finanzplatz wird ganz klar als Verlierer aus der Krise hervorgehen, weil dort die meisten Abschreiber – und inzwischen auch Bankenopfer – stattgefunden haben. London ist bis jetzt glimpflich davongekommen und sollte das so bleiben, ist das die Stabsübergabe an London, das endgültig der globale Finanzplatz sein wird.

*Rationalität und Irrationalität verweisen auf die Psychologie. Sie erklären, dass ein Investor in Märkten, die in hohem Maße von psychologischen Elementen beeinflusst werden, zwei Möglichkeiten hat – sie zu nutzen oder sich dagegen zu immunisieren. Welche Märkte wären dies?*

Es gibt in der Wissenschaft eine These: Bei einer sehr liquiden Aktie, bei der die Preisfindung sehr effizient funktioniert, wird weniger Psychologie mitspielen als bei einer eher illiquiden Aktie, mit der nicht professionelle, sondern kleinere Anleger handeln und bei der die Preisfindung nicht so effizient ist. Das sagt die Theorie. In der Praxis weiß ich nicht, ob man das so behaupten kann. Beobachtet man die Märkte – Aktienmärkte, Rohstoffmärkte, Derivatmärkte – bin ich mir nicht sicher, ob der eine Markt für Psychologie anfälliger ist als der andere. Die Märkte sind heute sehr miteinander verwoben und jeder Markt „schaut“, was im anderen passiert. Eine psychologische Übertreibung in die eine oder andere Richtung in einem der Märkte würde sich sofort auf die anderen auswirken. Wenn ich als Analyst nun feststelle, dass die Märkte psychologisch getrieben sind, ist das Entscheidende, was ich daraus für meine Anlagestrategie ableiten kann – also man nutzt dies entweder aus oder immunisiert sich dagegen durch beispielsweise computergesteuerte Anlagestrategien oder eine (altmodisch aber bewährt) langfristige Buy-and-Hold Strategie.

*Wen und/oder was in der Welt der Börse macht die Psychologie transparent beziehungsweise erklärbar und welche Konsequenzen sind daraus zu ziehen?*

Man hat die Erkenntnisse aus der Psychologie in die Börsenwelt hinüberschoben, allerdings kann die Wissenschaft nur punktuell die Phänomene beschreiben. Ein umfassendes Theoriekonstrukt, das erklärt, welche Ereignisse die Börse zu bestimmten Reaktionen treiben, weil gewisse psychologische Phänomene eine Rolle spielen, existiert noch nicht. Aus der heutigen Theorie der Marktpsychologie etwas Konkretes für einen Börsenanleger abzuleiten, das ist die schwierige Herausforderung und genau das versuchen wir an unserem Institut: Aus den Erkenntnissen die Bedeutung für die Anlagestrategie herauszufiltern, Empfehlungen abzugeben oder Strategien zu formulieren, die zu einem überdurchschnittlichen Erfolg führen. Anzusehen ist entweder das Individuum oder der Gesamtmarkt. Was wir jedoch beobachten ist immer nur das, was am Gesamtmarkt geschieht, und was in den Medien landet, sind entweder die sehr euphorischen oder sehr pessimistischen Phasen. Die Marktpsychologie beschäftigt sich jedoch mit viel differenzierteren Elementen auf Seiten des Individuums – es geht darum, wie ich mich als Anleger in bestimmten Situationen verhalte, aber auch, wie ich Informationen verarbeite. Das menschliche Gehirn bedient sich hierbei bestimmter Muster, die im Grunde die Informationsverarbeitung einschränken. Dies zu wissen ist von Vorteil, da Informationen die Grundlage jedes Anlageentscheids bilden. Wenn es also schon hier Verzerrungen gibt, ist es offensichtlich, dass jeder weitere Schritt im Anlageprozess auch verzerrt sein muss – nur, was wir sehen, ist immer erst der Schlusseffekt – die Angst, Panik oder Euphorie. Es beginnt jedoch schon viel weiter vorne, damit, wie wir uns täglich mit Informationen auseinandersetzen, unsere Meinung bilden, entscheiden und diese Entscheide umsetzen. Hier ist der Verbindungspunkt zu Private Banking, der Grund, warum ich mich damit beschäftige. Im gesamten Anlageprozess der Bank, wenn „sie“ einen Kunden berät, wäre es heute sehr sinnvoll sich zu überlegen, wo überall die Marktpsychologie sowohl den Kunden als auch – und das ist viel wichtiger – den Anlage- bzw. Kundenberater tangiert, denn dieser unterliegt selbstverständlich auch all diesen Effekten, jedoch wird das immer vergessen. Man geht vom intelligenten und weisen Kundenberater und vom „dummen“ Kunden aus – aber in Sachen Psychologie sind wir alle etwas „dumm“. Einige Banken, mit denen ich zusammenarbeite, versuchen nun Lehren daraus zu ziehen und in der Gestaltung des Beratungsprozesses die Marktpsychologie mitzubedenken.

*Private Banking beginnt beim gut verdienenden Mittelstand. Neben Westeuropa entsteht in Osteuropa und Russland, China und Indien ein entsprechender Markt. Bei uns beginnt sich die Einkommensschere zu öffnen, dort beginnt sich ein Mittelstand zu etablieren, wird er sich halten können oder wird es nur ein kurzes Intermezzo sein – mit welchen Zielgruppen muss Private Banking mittel- und dann längerfristig rechnen?*

Ich orte im Moment generell eine geopolitisch stabile Situation, weltweit ein sehr hohes Wachstum der Vermögen (zumindest bis vor Kurzem) und das sind beste Voraussetzungen für Private Banking, denn in Private Banking geht es um Vermögensverwaltung: Dort, wo Vermögen generiert wird, gibt es etwas zu verwalten und damit wächst das Geschäft. Das ist eigentlich ein



## Teodoro D. Cocca

Familienstand: verheiratet

In der Schweiz geboren, mit Italienischen Wurzeln

Kinder: eine kleine Tochter

Sport: Tennis, Jogging/Wandern im schönen Österreich, Fußball (Prognose für die EM: Italien wird Europameister)

Hobbies bzw. Interessen: Familie, Kochen, Wein, Geld u. Geist

Reisen: ehemals sehr viel privat, jetzt beruflich

Kraft- bzw. Energiequelle (Stressbewältigung): Familie, Wellness, Yoga

*Was ist Ihnen ganz persönlich in Ihrem Leben wichtig?*

Das zu tun, was mir Spaß macht und in Harmonie mit meinem unmittelbaren Umfeld zu leben.

Auswahl beruflicher Stationen:

Investment und Private Banking – Citibank, Zürich

Forschung – Stern School of Business, New York

Lehrauftrag – Universität Zürich und Fribourg

Das Institut ist Teil des Sub-Schwerpunktes „Financial Information Management“ der Sozial- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Johannes Kepler Universität Linz, lehrt und forscht in den Bereichen Corporate Finance und Asset Management.

Zahl der Studierenden: WS 06/07: 1.059; SS 07: 1.147



ganz banaler Zusammenhang, aber so ist es wirklich. Das starke und stabile Wachstum des asiatischen Raumes und Osteuropas – bei Lateinamerika bin ich mir noch nicht ganz sicher – sehe ich als Megatrend. Es wird Rückschläge geben, auch Krisen, aber ich glaube, diese Entwicklung ist nicht mehr aufzuhalten. Die Dynamik von Indien und China ist sehr groß, sehr viel Vermögen wird dort akkumuliert werden – für Private Banking sind das wahnsinnig attraktive Märkte.

Bezeichnend für diese Länder ist die wirklich sehr hohe Disparität der Vermögensverteilung. Private Banking all jener Banken, die diese Märkte jetzt anpeilen, richtet sich im Moment vor allem an die Reichen und Superreichen, der Mittelstand ist nicht das primäre Ziel der Strategie beispielsweise einer UBS oder CS in Asien. Man erkennt jedoch, dass dieser in fünf oder zehn Jahren auch ein sehr attraktiver Markt sein wird – und hat man erst bei den Superreichen Fuß gefasst, wird dies wohl auch in den unteren Segmenten des Marktes gelingen. Natürlich profitieren in diesen Ländern im ersten Moment nur bestimmte Kreise der Gesellschaft – die Unternehmer –, aber ich glaube, dass das, was generiert wird, nachhaltig ist, und wenn dem so

ist, dann muss es einen Mittelstand nachziehen. Es ist ja im Interesse aller, auch der Superreichen und der Unternehmer, dass dieser entsteht – er ist die angepeilte Konsumentenschicht. Ich sehe, dass die Banken sehr langfristig überlegen und in diese Märkte hineingehen, weil sie das Potential erkennen. Es gelingt den Banken jedoch zur Zeit kaum, diesen riesigen Markt richtig zu fassen, denn ausgebildete Kundenberater findet man im jeweiligen Land kaum und genauso schwierig ist es, Trainings anzubieten und selbst auszubilden.

### *Und wie steht es um die Ausbildung in Österreich?*

Hier fehlt es an geeigneten Ausbildungsmöglichkeiten für Senior Private Banker und Manager auf Führungsebene. Für die langfristige Entwicklung und Professionalisierung des Geschäftsfeldes des Private Bankings wäre es aber äußerst wichtig, dass diese Lücke durch eine gemeinsame Initiative der Banken geschlossen wird. Die immer komplexere Finanzwelt verlangt heute nach einer regelmäßigen und kontinuierlichen Ausbildung der Banker – das ist die Basis einer nachhaltigen Finanzplatzstrategie. |



**Das Besondere an Victor ist die Mischung aus Standortanalyse und Kundenbefragung. Wie sieht die Bank sich intern und wie sieht der Kunde die Bank von außen. Diesen Abgleich zu ermöglichen und daraus abzuleiten, welche Strategien notwendig sind und welche Aufgaben das Management, die Mitarbeiter haben, ist der große Vorteil und Kernnutzen von Victor.**

*Dir. Günther Ritzberger MBA – Raiffeisenbank Region Ried i. I. (A),  
Sieger in der Kategorie Kunde 2006*