

Herdentiere an der Börse

Ein Phänomen bewegt die Börsen: Das Herdenverhalten der Investoren. Alle spekulieren gleichzeitig und blindlings in eine Richtung. So entstehen Spekulationsblasen. Universitätsprofessor Dr. Teodoro D. Cocca erläuterte in einem Vortrag in der Bank für Ärzte und Freie Berufe die Psychologie und ihre Fallen im Anlageverhalten.

Wolfgang Freisleben

Fast scheint es so, als wäre die Finanzmarktkrise ausgestanden. An der New Yorker Wall Street haben der Dow Jones Industrial und der marktweite S&P 500 ihre historischen Höchststände soeben erreicht. Der deutsche Leitindex DAX ist knapp darunter. Doch Universitätsprofessor Teodoro D. Cocca warnt vor voreiliger Euphorie: „Es gibt ihn nicht, diesen einen Zeitpunkt, der das Ende einer Krise an den Finanzmärkten ankündigt. Je komplexer eine Krise ist, desto unvorhersehbarer wird auch deren Auflösung sein.“

Der Dekan der Sozial- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Linz ist weithin bekannt für seine kritische Haltung. Und für seine Untersuchungen der Börsenphänomene. „Der Mensch ist als soziales Wesen ein Herdentier und lässt sich erschreckend leicht vom Verhalten der anderen beeinflussen“, meint er im Gespräch mit dem GELD-Magazin nach einem Vortrag bei der Bank für Ärzte und Freie Berufe in Wien.

Hinter den aktuellen Kursbewegungen sieht er aber auch greifbare Faktoren. Darunter die Liquiditätsflut der Zentralbanken, die ihren Weg auch an die Börsen fand und dort eine optimistische Stimmung erzeugte. Unterstützung kam von der attraktiven Bewertung vieler Aktien und der Konjunkturentwicklung außerhalb Europas – in Asien, den Schwellenländern und den USA. „Die negative reale Verzinsung bei Anleihen und Sparkonten ist aber derzeit wahrscheinlich die wesentlichste Motivation für Aktieninvestments, weil die meisten Investoren erkennen, dass sie bei Zinsanlagen real Geld verlieren und Aktien als Realwertanlage qualifizieren. Das ist im Moment



eine ganz große Stütze für den Aktienmarkt und dürfte auf absehbare Zeit auch noch anhalten“, glaubt der Professor für Asset Management mit Vergangenheit bei der Citibank im Investment und Private Banking.

ERSTE ERHOLUNGSPHASE WEITGEHEND IGNORIERT

„Typischerweise ist die erste Erholungsphase einer Krise dadurch charakterisiert, dass sich einige Fundamentaldaten verbessern, dies aber von der breiten Öffentlichkeit weitgehend ignoriert wird. Aus der psychologischen Forschung ist dieses Phänomen unter dem Begriff selektive Wahrnehmung bekannt“, erklärt der einstige Forscher an der Stern School of Business in New York und Lehrer am Swiss Banking Institute der Universität Zürich. Eine vorherrschend negative Stimmung führe dazu, dass positive Nachrichten unterbewertet und negative überbewertet würden. Und dabei zeige sich das Phänomen, dass neue Informationen, die im Einklang mit der eigenen Meinung stehen, unbewusst stärker wahrgenommen würden. Diese kognitive

Verzerrung wird durch Medien verstärkt, die als Stimmungsverstärker innerhalb der Herde betrachtet werden können und selber natürlich auch Opfer des Herdentriebs sind.

Auch gewisse volkswirtschaftliche Kennzahlen haben eine enorme Symbolkraft, wie zum Beispiel die (Jugend-)Arbeitslosigkeit, die in politischen Kreisen breite Beachtung finden. Und da zeigt Teodoro Cocca den Widersinn auf: „Für die Prognosefähigkeit sind gerade solche Indikatoren wenig nützlich, da sie als nachlaufende Indikatoren gelten und somit sehr spät auf eine Verbesserung der Lage reagieren. Die sich verbessernden Fundamentaldaten spiegeln sich nämlich in steigenden Marktpreisen, denen zu Beginn stets mit viel Skepsis begegnet wird. Die Korrektur der eigenen Meinung erfolgt nur zögerlich, da die neuen Fakten eine psychologisch schmerzhaft Dissonanz zum bis dahin geltenden Weltbild erzeugen. Kollektiv werden wir also eher zu spät als zu früh die Krisenerholung als neue Tatsache akzeptieren.“

JEDER BEURTEILT INFORMATIONEN AUS ANDERER SICHT

Grundsätzlich erklärt der Banken- und Finanzmarktexperte die Börse und das Verhalten der Anleger weniger mit fundamentalen Daten, als vielmehr mit der Psychologie. „Nicht einzelne Ereignisse oder veröffentlichte Einzeldaten sind ausschlaggebend, sondern vielmehr eine Fülle von Zahlen und Ereignissen, die einen bestimmten Gesamteindruck vermitteln. Dabei ist die Beurteilung von neuen Informationen abhängig vom Auge des Betrachters. Ob das Glas halb voll oder halb leer ist, hängt somit wesentlich von der Stimmungslage des Beobachters ab. Doch der allein ist nicht ausschlaggebend. Die Stimmung des Einzelnen wird vielmehr maßgeblich von der wahrgenommenen kollektiven Stimmung beeinflusst.“

Die Folge: Der Finanzmarkt verliert, wenn er in eine Richtung geht, rasch die Fähigkeit, kritisch mit neuen Informationen, einer neuen Situation umzugehen. Er interpretiert vielmehr: Wenn die Kurse gestern gestiegen sind, müssen sie auch heute weiter steigen. Uni-Dekan Cocca sieht das illusionslos nüchtern: „Kritisches Hinterfragen und die differenzierte Haltung der Investoren verlieren umso mehr an Bedeutung, je weiter die Märkte steigen. Die Leute werden risikofreudiger. Und das ist der klassische Mechanismus, der dann zu Übertreibungen führt.“ So entstanden die Spekulationsblasen mit Technologie- und Biotech-Aktien zu Beginn des Jahrtausends sowie die Immobilienblase in den USA, die 2007/08 platzte und die Banken- und Finanzmarktkrise auslöste.

INVESTOREN ÜBERSCHÄTZEN SICH GERN SELBER

Ob sich die Investoren in derartigen Situationen selber überschätzen? Das steht für Cocca außer Frage: „Der zunächst erzielte Gewinn wird als Bestätigung dafür gesehen, dass man selber Fähigkeiten in der

Aktienveranlagung hat, obwohl es ja in einem Aufwärtmarkt Zufall ist, dass ich einen Gewinn mache, weil ich ja nur mit dem Trend mitschwimme. Und je mehr die Märkte steigen, umso mehr glaubt er, dass er die Fähigkeiten in der Einschätzung des Marktes hat. Und das verleitet ihn dazu, dass er immer mehr Risiko eingeht. Und diese Wechselwirkung kann fatal enden.“

Den Hinweis auf äußere Einflüsse wie zum Beispiel bei der Technologieblase, als diese Aktien und Fonds von den Banken geradezu euphorisch beworben wurden, will Cocca differenziert sehen: „Natürlich spielt das eine Rolle. Aber die Werbung würde ins Leere laufen, wenn sie nicht ein vorhandenes Gefühl, eine Vision, einen Gedanken aufnehmen würde. Werbung kann nur etwas verstärken, was schon im Markt oder in den Köpfen der Investoren ist. Ich würde die Werbung im Anlagebereich nicht als primären Faktor, sondern als verstärkenden ansehen. Der primäre Faktor ist, wenn sich eine Stimmung und eine Sichtweise, eine Zukunfts- und Wachstumsentwicklung in einer Region wie beispielsweise in den Schwellenländern verbreitete. Das ist so ein Gedanke, der momentan von allen geteilt wird: Wo wächst die Wirtschaft noch? Und das sind nun mal tatsächlich die Schwellenländer. Das ist auch einleuchtend. Aber das macht den Gedanken so gefährlich.“

Taugt das nun als Beweis, dass sich die Anleger doch rational verhalten? „Nein. Tun sie nicht“, korrigiert Cocca und weist auf die wissenschaftlichen Erkenntnisse: „Investoren haben eine starke Neigung, sich von psychologischen Elementen beeinflussen zu lassen. Und das heißt, dass sie sich eher irrational verhalten. Und das ist etwas, das den wenigsten Investoren bewusst ist. Die meisten glauben, dass sie höchst rationale Menschen sind. Weil sie mit Zahlen hantieren, weil sie Charts verfolgen und weil ihr Verhalten dann so erscheint, als würde er auf Faktoren basieren. Aber in Wahrheit beruhen sehr viele Veran-



Univ.-Prof. Dr. Teodoro D. Cocca
Lehrstuhl für Asset Management
Johannes Kepler Universität Linz

lagungsentscheidungen schlussendlich auf Emotionen.“

Cocca räumt auch mit der Illusion auf, dass der Mensch aus der Krise und den Fehlschlägen lernt. „Nein, tut er nicht. Aber es wäre ein großer Fortschritt, würde er es tun. Und ich lade jeden ein, es zu tun. Aber die Vergangenheit zeigt, dass Investoren immer wieder in die gleichen Verhaltensmuster verfallen, die so stark sind, weil sie von Instinkten getrieben sind. Es handelt sich um Grundmechanismen im Hirn, die wir selbst gar nicht so stark beeinflussen können. Das macht es so schwierig, etwas dagegen zu tun und erklärt, warum sich diese Verhaltensweisen immer wiederholen.“

Was sich allerdings vehement verändert habe, sei die enorme Zunahme der Risikoaversion. „Aber die ist eher eine Reaktion und ein Schutzmechanismus – und damit ein zeitliches Phänomen“, glaubt Cocca. „Ob sich durch die negativen Erfahrungen wirklich etwas im Anlegerverhalten verändert, wird sich dann erweisen, wenn sich die Märkte wieder positiv bis euphorisch entwickeln. Dann ist die Frage, wie der einzelne Investor reagiert. Fällt er nicht doch wieder in seine alten Verhaltensmuster zurück und läuft in die alten Fallen hinein?“