

Das problematische Herden-Verhalten der Investoren am Aktienmarkt

Wenig fundierte Spekulationen über einen Börsencrash und die Vernachlässigung der Wirkung dynamischer Anlagestrategien

Von Erwin W. Heri*

Der Kurssturz der vergangenen Woche an den Börsen sorgt für Spekulationen über die Dauer der Kurskorrektur. Gemäss dem Autor dieses Texts begehen Anleger immer dieselben Fehler und agieren als Herde. Auch Versicherungen und Pensionskassen sind dagegen keineswegs gefeit, neue Rechnungslegungsvorschriften provozieren solches Fehlverhalten gar. (Red.)

Die Wirtschaft läuft wie geschmiert. Viele Aktienmärkte befinden sich nach einem über vierjährigen Aufschwung auf Rekordniveaus. Niemanden interessiert es heute noch, dass es im Frühjahr 2003 – nach einer rund 50%igen Korrektur der Börsenkapitalisierung – allenthalben hiess, die weltweiten Börsennotierungen würden vielleicht Jahrzehnte brauchen, um die alten Kurs-Stände zu erreichen, und die Anleger müssten sich in der Zukunft mit mageren Renditen begnügen. Einige Jahre und mehr als 100% später sind solche Sprüche vergessen. Immerhin melden sich die alten Crash-Propheten wieder. Bullen und Bären haben ihre Positionen bezogen: Den einen geht der Börsenboom zu lange, und die anderen betonen die noch immer nicht übertriebenen Bewertungen. Es ist jedes Mal das gleiche Spiel – als ob die Länge des Börsenaufschwungs per se irgendeine Relevanz beanspruchen könnte, ganz abgesehen von den regelmässigen Kurzfrist-Korrekturen, die ja ebenfalls schwer einzuordnen sind. Hinzu kommt, dass die Bewertungen selber ausgesprochen volatil sind und letztlich nur vom Konjunktur- und damit vom Gewinn-Zyklus abhängen.

Selbsternannte Börsengurus

Wer das Privileg hat, ähnliche Zyklen früher miterlebt und studiert zu haben, wundert sich über das immergleiche Spektakel. Man wundert sich darüber, dass selbsternannte Gurus mit Titeln wie «... warum der nächste Crash bestimmt kommt» immer noch Umsätze erzielen. Natürlich kommt der nächste Abschwung. Zyklen haben das so an sich. Und dass sich die Aktienmärkte zyklisch verhalten, wissen wir auch nicht erst seit der Korrektur in den ersten drei Jahren dieses Jahrhunderts. Dass sich die entsprechenden Protagonisten in der Regel nicht dazu äussern, wann genau dieser Abschwung denn beginne, wie lange er denn wohl dauere und wie gross die Korrektur sein werde, zeigt die Trivialität ihrer Äusserungen. Die Aussagen der Leute wären sonst ja einfach zu falsifizieren. Das Leben der Crash-Propheten ist an sich einfach. Sie müssen ihre Hypothese einfach lange genug vertreten, bekommen dann fast definitionsgemäss recht und werden als jemand zitiert, der «schon den letzten Crash vorausgesehen hat». Dass Anleger, die ihrem Rat folgen, kaum je investiert sind und damit vom langfristigen Aufwärtstrend der Aktiennotierungen nicht profitieren, steht auf einem anderen Blatt.

Nun liegt es aber im Wesen insbesondere der kürzerfristigen Anlagertätigkeit, dass nicht nur rationale Elemente herangezogen werden, wenn man sich eine Meinung über mögliche Veranlagungen macht. Langfristigkeit mag zwar bei der Kapitalanlage eine Tugend sein, aber wir haben in den vergangenen Jahren gelernt, dass alle möglichen Formen emotionaler Verwerfungen das kurzfristige Handeln an den Finanzmärkten mitbestimmen. Der Forschungsbereich der «Behavioral Finance» analysiert solche Zusammenhänge seit längerer Zeit und hat eine Reihe interessanter Folgerungen daraus gezogen. Daneben gilt das Faktum, dass Kurzfristigkeit in der heutigen Welt zu einem grossen Geschäft geworden ist. Dieses beginnt bei den Analytikern, geht über die Broker und die Medien bis hin zu den Revisionsgesellschaften.

Immer wieder auftretende «Korrekturen»

Die abgebildete Grafik gibt einen Einblick in die oben erwähnten Zyklen der Aktiennotierungen der vergangenen 80 Jahre. Sie enthält die jeweiligen «Bullen- und Bärenmärkte» für den Schweizer Aktienindex von 1925 bis 2006 (Zahlenreihe der Banque Pictet & Cie.). Dabei fallen zwei Punkte auf: Zum Ersten ist dies die mehr oder weniger systematische Aufwärtstendenz des Total-Return-Indexes (nominale Kursveränderungen plus Dividenden) seit Beginn der Messung. Zum Zweiten sind es die immer wieder auftretenden «Korrekturen» – allerdings in unterschiedlichster Ausprägung. Diese verlaufen in den vergangenen Jahren auch nicht wesentlich anders als in früheren Jahrzehnten. Offensichtlich hat sich der Prozess der Kurs-Entstehung an den Aktienmärkten in den vergangenen 80 Jahren kaum verändert. Diese Feststellung bestätigt sich, wenn man andere Aktienmärkte studiert.

Solche Darstellungen machen deutlich, warum Investoren mit einem längerfristigen Anlagehorizont üblicherweise empfohlen wird, ihre Anlage-Allokation verstärkt in Aktien zu halten. Während ein wie oben berechneter Aktienindex

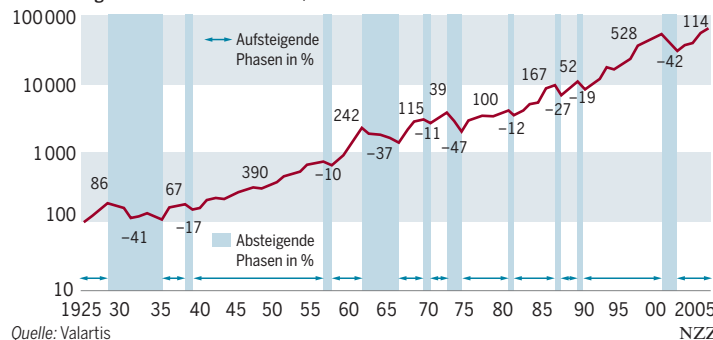
(Total Return) über die abgebildete Periode von 100 auf über 65 000 Punkte angestiegen ist, liegt ein Obligationenindex nach der gleichen Zeit-Periode gerade einmal bei 3500 Zählern. Aktienengagements kommen auf eine jährliche Durchschnittsrendite von rund 8%, Anlagen in Obligationen auf rund 4,5%. Der Performance-Treiber für die langfristigen Aktienrenditen liegt auf der Hand: Es ist die Gewinnentwicklung im Unternehmensbereich. Innovationskraft und Effizienzsteigerungen führen zu trendmässig steigenden Unternehmensgewinnen, die sich langfristig in den Börsennotierungen niederschlagen. Die Zyklen der Wirtschaftsaktivität sorgen dabei dafür, dass sich diese nicht einfach linear entwickeln und entsprechend die Aktiennotierungen einem Zyklus um den langfristigen Trend unterliegen.

Herden-Verhalten der Investoren

Mit der zunehmenden Kurzfristigkeit im Anlageverhalten und den immer kürzerfristigen Berichts-Anforderungen sind heutzutage für viele Leute aber vor allem die Treiber der kurzfristigen Volatilität um den langfristigen Trend von Interesse. Einer der Erklärungsansätze, die beispielsweise von der oben bereits erwähnten «Behavioral Finance» kommen, sind verschiedene Formen von Herden-Verhalten, die die Investoren immer wieder an den Tag legen. Dabei braucht man keineswegs nur Privatinvestoren vor Augen zu

Baissen am Schweizer Aktienmarkt

Entwicklung des Pictet-Aktien-Indexes, Jahresendwerte von 1925 bis 2006



haben, die am Ende einer Hausse einsteigen. Einige der zuletzt erfolgten Korrekturen haben gezeigt, dass dieses Phänomen aus dem institutionellen Bereich kommt.

Eine einmal einsetzende Korrektur kann auf sehr unterschiedliche Art und Weise zu einem sich selbst verstärkenden Prozess werden. Auslöser brauchen dabei nicht nur Hedge-Funds oder private Anleger zu sein, die sich im Sinne von «Rette sich, wer kann» so früh wie möglich aus korrigierenden Märkten verabschieden, weil sie eine «Absolute-Return-Strategie» verfolgen. Der Crash im Jahr 1987 zeigte als eine der ersten Korrekturen, dass auch ausgeklügelte «Portfolio-Insurance-Strategien» in dieselbe Richtung wirken können. Damals war es eine unglückliche Kombination von «Portfolio Insurance» und Programmhandel, die die Märkte letzten Endes in die Knie zwang.

Den Pensionskassen droht dieselbe Falle wie den Versicherern

Die oben genannten dynamischen Strategien werden durch einige der in den vergangenen Jahren eingeführten Rechnungslegungsvorschriften geradezu provoziert. So agieren institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen gemäss diesem Muster. Eine einmal definierte Anlagestrategie eines Lebensversicherers, der beispielsweise 10% in den Aktienmarkt investiert, wird in steigenden Aktienmärkten automatisch das Eigenkapital und damit die Risikofähigkeit der Unternehmung erhöhen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Anlagen auf der Aktivseite der Bilanz zu Marktpreisen bilanziert werden, während die Renten- und sonstigen Rückstellungen auf der Passivseite durch den Kursanstieg der Aktienengagements nicht tangiert werden. Die gestiegene Risikofähigkeit des Versicherers wird dazu führen, dass er entweder das versicherungstechnische oder das Anlagerisiko erhöht. Wenn er sich für das Zweite entscheidet, hat dies die gleiche Wirkung wie die oben geschilderte dynamische «Portfolio-Insurance» – ein prozyklischer Aufbau bei starken Märkten und ein Abbau bei einsetzenden Marktkorrekturen.

Versicherungen stiegen gleichzeitig aus

Die Konsequenzen solcher Strategien waren während der Börsen-Korrektur in den Jahren 2000 bis 2002 zu beobachten. Damals hat ein Grossteil der europäischen Versicherungen praktisch gleichzeitig versucht, seine Aktienbestände zu liquidieren. Nur drei Jahre später werden ähnliche Strategie

interessanterweise für die Pensionskassen empfohlen, denen man teilweise vorwirft, sie investierten zu wenig in die Aktienmärkte. Dabei wird nicht beachtet, dass wiederum Rechnungslegungsvorschriften – in diesem Fall die Einführung von Swiss Gap FER26 – bereits entsprechende Anlagestrategien provozieren. Wie bei den Versicherungsgesellschaften um die Jahrhundertwende verlangt FER26, dass die Aktivseite der Pensionskassen-Bilanz zu Marktpreisen bilanziert wird, während bei der Berechnung der Verpflichtungen ein stabiler versicherungstechnischer Zins verwendet wird. Mögliche Konsequenzen zeigt ein einfaches Beispiel.

Steigende Zinsen, wie wir sie seit einigen Monaten sehen, führen zu sinkenden Obligationennotierungen. Da eine Schweizer Pensionskasse typischerweise einen Grossteil ihrer Anlagen in festverzinsliche Instrumente investiert, wird eine solche Zinserhöhung zu einer Verkürzung der Aktivseite der Pensionskassen-Bilanz führen. Obwohl die Passivseite aus Verpflichtungen besteht, die in ähnlicher Art und Weise wie die Aktivseite von den Marktzinsen abhängig ist, wird hier von einer Marktwert-Betrachtung Abstand genommen. Stattdessen wird mit dem technischen Zins der Kasse diskontiert. Die Konsequenz ist, dass die Zinssteigerungen den Deckungsgrad unserer Pensionskasse und damit die Risikofähigkeit reduzieren. Bei reduzierter Risikofähigkeit werden aus Asset-Liability-Überlegungen vernünftigerweise die riskanten Anlagen reduziert – das heisst, Aktien werden ver-

Dynamische «Portfolio-Insurance-Strategien» beruhen auf der Überlegung, dass in steigenden Märkten Positionen im Aktienmarkt aufgebaut und diese in sinkenden Märkten so lange wieder abgebaut werden, bis eine im Voraus definierte Vermögens-Untergrenze erreicht ist. Dadurch wird eine Kapitalgarantie definiert, die unabhängig vom weiteren Verlauf der Börsenentwicklung ein einmal definiertes Vermögens-Niveau stabilisiert. So wird also die Vermögens-Untergrenze definiert, die auch bei schlechtester Börsen-Performance nicht unterschritten wird. Solche Strategien werden unter verschiedenen Bezeichnungen seit Jahren sowohl im institutionellen als auch im privaten Asset-Management angeboten. Sie erfreuen sich je nach Börsensituation einmal grösserer und dann wieder geringerer Beliebtheit. Zweifellos haben sie grossen analytischen Charme, sind aber nicht problemlos in ihrer Umsetzung und haben im Auf und Ab der letzten Jahre resultatmässig enttäuscht.

Die Eigendynamik der Strategien

Dies ist nicht unbedingt verwunderlich. Letztlich bilden sie ja eine Aktien-Aussetzung mit Versicherungscharakter ab, die schon rein theoretisch nicht umsonst zu haben ist. Wichtiger ist in diesem Kontext aber, dass die Umsetzung solcher Strategien wiederum Elemente enthält, die eine Eigendynamik provozieren können. So waren sie, wie bereits angetönt, im Jahr 1987 mitverantwortlich für einen Teil der Kursstürze – besonders an den Aktienmärkten in den USA, weil sie durch ihre Verkaufsdynamik ein Herden-Verhalten auslösten, das während einer gewissen Zeit die Märkte zu einem ungebremsten Fall führte.

Da die beschriebenen Zinssteigerungen alle Pensionskassen in ähnlicher Art und Weise treffen, werden die meisten Pensionskassen auch in ähnlicher Art und Weise auf die neue Situation reagieren. Sie werden alle gemeinsam Aktien verkaufen. Damit nimmt die Spirale ihren Anfang.

Anleger lernen kaum aus der Geschichte

Sind wir mit den Zinssteigerungen der vergangenen Monate schon auf dem Weg zu dieser Spirale, und muss die Geschichte in der beschriebenen Art und Weise ablaufen? Im Prinzip nicht, denn an sich dürfen die Pensionskassen eine Unterdeckung aufweisen, und im Prinzip ist auch eher der wirtschaftliche und nicht der buchhalterische Deckungsgrad relevant. Nach den Erfahrungen mit Verschlechterungen der buchhalterischen Deckungsgrade in den Jahren 2000 bis 2003 werden sich aber die Stiftungsräte der Pensionskassen bei den nächsten Korrekturen sehr gut überlegen, wie sie auf Bilanz-Verschlechterungen reagieren. Entsprechend sollte man sich nicht wundern, wenn eine völlig inadäquate Rechnungslegung in Kombination mit dem Zwang zu kurzfristigem Denken – trotz langfristigen Verpflichtungen – zu einer Aktienmarkt-Korrektur führt, die dann ähnlich wie der «Versicherungs-Crash» der Jahre 2000 bis 2002 ausschauen könnte. Vielleicht ist es kein Zufall, dass der Nobelpreisträger Kahnemann – ein Protagonist im Bereich der «Behavioral Finance» – sich kürzlich verwundert darüber zeigte, wie wenig Anleger im Allgemeinen aus der Geschichte lernen.



Bulle und Bär symbolisieren das Auf und Ab der Börsenkurse.

* Prof. Heri ist Chairman der Valartis Group und Dozent für Finanztheorie an den Universitäten Basel und Genf.