

Rationalität und Psychologie beim Investieren



Von Luc Schuurmans
Mitglied der Geschäftsleitung
Private Banking, Bank Linth LLB AG

In den Anfängen der Nationalökonomie bestand eine enge Verzahnung zwischen der Wirtschaftstheorie und der Psychologie. Bei Adam Smith wurden z.B. die psychologischen Prinzipien des individuellen Verhaltens im Werk «Die Theorie moralischer Gefühle» aufgeführt. Seit der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts begann sich die Psychologie von der Wirtschaftslehre zu entfernen. Im Bestreben, die Nationalökonomie als eine Naturwissenschaft zu etablieren, wurde das Konzept des Homo oeconomicus entwickelt, welches dem rationalen Handeln des wirtschaftlich tätigen Menschen einen hohen Stellenwert beimisst.

Ab Mitte des 20. Jahrhunderts kam die Gegenbewegung. Die Psychologie und die Ökonomie wurden wieder vermehrt zusammen betrachtet. Dies erfuhr durch die Verbreitung der kognitiven Psychologie in den 60er Jahren eine starke Förderung. Es entwickelte sich im Bereich von Entscheidungsfindungsprozessen unter Unsicherheit und Risiko eine neue wirtschaftswis-



und Raphaël Kleindienst
Vizedirektor
Private Banking, Bank Linth LLB AG

senschaftliche Disziplin, die sog. Verhaltensökonomie (Behavioral Economics bzw. im Finanzumfeld Behavioral Finance genannt). In ihrem berühmten Artikel «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk» legten Kahneman und Tversky die Basis, um Anomalien bei Entscheidungsfindungen zu erklären. Damit ergänzten sie das bis anhin geltende Modell des strikt rational handelnden Marktteilnehmers durch den Faktor von kognitiven Verzerrungen (den sog. Biases). Speziell kommen diese in Situationen der Unsicherheit zum Tragen, was in der Praxis die Regel ist. Als Beispiele hierfür werden Marktverzerrungen angeführt, welche in mehr oder weniger regelmässigen Abständen in den Finanzmärkten auftreten. Dies widerspricht den bis anhin geltenden (neoklassischen) Theorien, denn es zeigt, dass Menschen nicht nur rational, sondern teilweise auch willkürlich (heuristisch) handeln.

In der Anlageberatung stellt sich entsprechend die Frage, inwiefern die Persön-

lichkeitseigenschaften des Anlegers mit den klassischen Theorien (moderne Portfoliotheorie, Value-at-Risk-Ansatz etc.) oder den neueren Behavioral-Finance-Theorien (z.B. Prospekttheorie) zusammenpassen. Dabei wäre eine Anlegerkategorisierung in vielen Fällen zielführend, damit das Beratungsgespräch bzw. die Informationselemente optimal auf den jeweiligen Anlegertyp ausgerichtet werden könnten.

Starke Beachtung erfuhren die Arbeiten von C.G. Jung Anfang der 20er Jahre des letzten Jahrhunderts. In seinem einfachen Modell unterscheidet er extrovertierte und introvertierte Typen. Er ergänzte diese zwei Einstellungstypen mit Bewusstseinsfunktionen (denken, fühlen, empfinden und intuitieren) zu einem Modell mit acht Typen (z.B. introvertierter, denkender Typ). Versucht man die verschiedenen Ansätze auf zwei Dimensionen zu reduzieren, so zeigt sich, dass ganz grundsätzlich eine Unterscheidung zwischen eher *rational* (Verunftsebene) und eher *emotional* (Gefühlssebene) handelnden Menschen gemacht werden kann. Natürlich gibt es hier ein Sowohl-als-auch.

Wie steht es aber um die Bereitstellung von Marktinformationen? Geht sie auf diese beiden «Grundtypen» ein? Betrachtet man die finanzielle Berichterstattung in den Printmedien, so sieht man eine starke Ausrichtung auf den *rationalen* Anlegertyp. Die *klassische Fundamental-Analyse* ist äusserst präsent: Bilanz- und Erfolgsrechnungen und die davon abgeleiteten Kennziffern wie Eigenkapitalrendite, Verschuldungsgrad etc. stehen im Vordergrund. Um den Anleger bei seinen Investitionsentscheidungen zu unterstützen, wird anhand betriebswirtschaftlicher (fundamentaler) Daten der innere Wert eines Unternehmens bestimmt und mit der Marktbewertung verglichen. Ist der berechnete innere Wert höher als der Marktpreis, so spricht dies für einen positiven Investitionsentscheid.

Im Folgenden soll der Frage nachgegangen werden, wie *emotional* agierende Investoren mit Marktinformationen bedient werden. Es fällt auf, dass die elektronischen Medien auf diesen Anlegertyp einen starken Einfluss ausüben. Bei Börsen-Sendungen werden vorwiegend Kursentwicklungen rückwirkend kommentiert und Prognosen gewagt. Da drängt sich die Frage auf,

Abb. 1: Technische Analyse: steigende und fallende Trendlinie

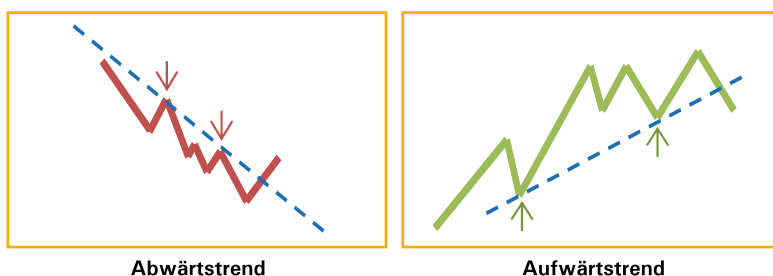
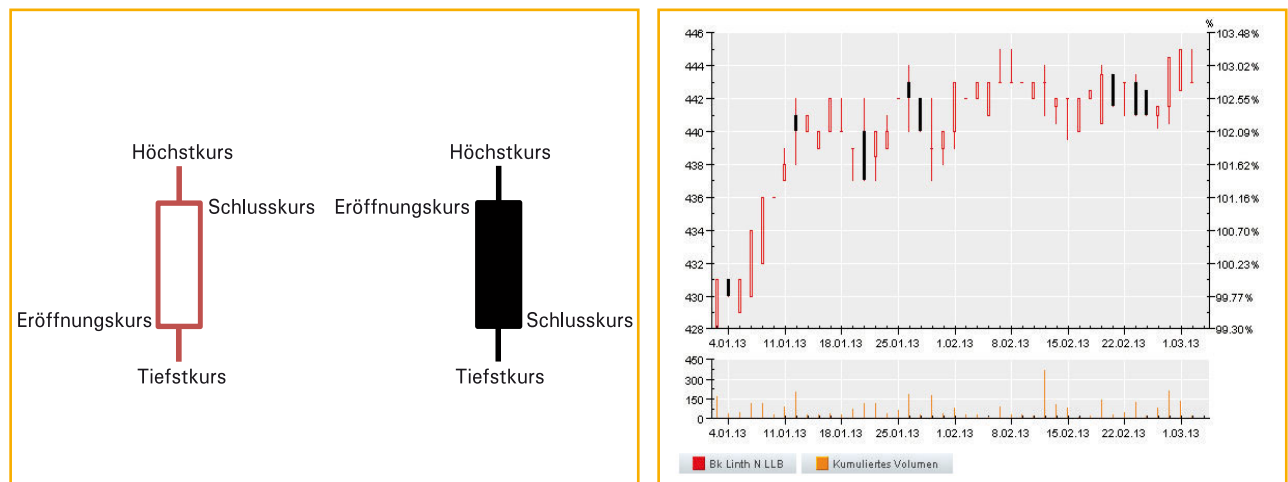


Abb. 2: Konzept des Candlesticks und Kurs der Aktie Bank Linth LLB AG

ob es nicht in Analogie zur Fundamental-Analyse auch einen Ansatz gibt, welcher die emotionale Komponente darstellt und analysiert. Ein solcher Ansatz bietet sich in Form der sog. *technischen Analyse* an. Diese ermöglicht es, die Psychologie der Marktteilnehmer grafisch zu veranschaulichen und Kursinformationen entsprechend zu interpretieren. Die technische Analyse beruht auf folgenden Schlüsselannahmen:

- Es wird davon ausgegangen, dass im aktuellen Marktpreis sämtliche verfügbaren Informationen des jeweiligen Unternehmens enthalten sind. So gesehen berücksichtigt die technische Analyse auch alle Fundamental-Daten.
- Kurse bewegen sich in Trends: in Aufwärtstrends-, Seitwärtstrends- oder Abwärtstrends. Wenn sich ein Trend etabliert hat, ist es ratsam, ihm bis zur Trendumkehr zu folgen.
- Chartformationen aus der Vergangenheit werden auch zukünftig auftreten. Da es eine Vielzahl von Marktteilnehmern gibt, welche die technische Analyse beachten und somit Formationen erkennen, stellen sich diese auch ein, da man sich in deren Antizipation entsprechend verhält.

Zentrales Element bei allen Analysen ist die Trendlinie, wobei zwischen einem Aufwärtstrend (Verbinden von mindestens zwei ansteigenden Tiefpunkten) und einem Abwärtstrend (Verbinden von mindestens zwei abnehmenden Höchstpunkten) unterschieden wird. Je mehr Punkte mit einer einzigen Linie verbunden werden können, desto repräsentativer und wichtiger ist eine Trendlinie (s. Abb. 1).

Um Trends noch detaillierter zu beurteilen, werden *technische Indikatoren* zu

Hilfe genommen. In der Praxis werden insbesondere drei Indikatoren (und viele Subindikatoren) verwendet. Der *Momentum*-Indikator zeigt die Geschwindigkeitsveränderung eines Trends an. Es handelt sich daher um einen *vorauselenden* Indikator. Die Indikatoren, die unter den Begriff «gleitende Durchschnitte» fallen, helfen, bereits erfolgte Trendänderungen zu erkennen. Im Gegensatz zum Momentum sprechen wir hier daher von *trendfolgenden* Indikatoren. Als dritter und sehr wichtiger Indikator wird zudem das (Handels-)Volumen betrachtet. Wenn das Volumen mit einem sich etablierenden Trend tendenziell zunimmt, so kann man daraus schliessen, dass der Trend eine gewisse Substanz aufweist.

Da der Kursverlauf zentral für die technische Analyse ist, wurden die klassischen Liniendiagramme weiterentwickelt, um möglichst viele zusätzliche Informationen abzubilden. Bekannt und weit verbreitet ist die Kursdarstellung in Form von «Kerzen». Die sog. «Candlestick»-Darstellung bildet pro Zeiteinheit (meist pro Tag) in einer

Kerze den Eröffnungskurs, den Tiefstkurs, den Höchstkurs und den Schlusskurs ab. Ist die Kerze weiss, so ist der Marktpreis an jenem Tag gestiegen, der Schlusskurs ist also höher als der Eröffnungskurs. Umgekehrtes ist der Fall bei einer schwarzen Kerze (s. Abb. 2). Der Mehrwert von Kerzencharts gegenüber Liniencharts oder Balkencharts besteht im Wesentlichen darin, in Kombinationen und Abfolgen von verschiedenen Kerzenformationen einen zusätzlichen Indikator für Trendänderungen zu erhalten.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich die fundamentale und die technische Analyse nicht ausschliessen, sondern komplementär sind. Die fundamentale Analyse spricht eher den rationalen Investortyp an und hilft, das Ziel-Investment (Aktie X bzw. Aktie Y) zu definieren, während die technische Analyse die psychologischen Aspekte der Marktteilnehmer berücksichtigt und beim Timing des Handelns unterstützt (vgl. Tabelle unten).

luc.schuermans@banklinth.ch
raphael.kleindienst@banklinth.ch

Fundamental-Analyse	Technische Analyse
Anlegertyp: rationaler Investor	Anlegertyp: emotionaler Investor
Basis: Bilanz und Erfolgsrechnung	Basis: Preis- und Volumenentwicklung
Periodizität: i.d.R. jährliche Berichterstattung	Periodizität: laufend (täglich, stündlich usw.)
Basisannahme: Objektiver Unternehmenswert bestimmt den Marktpreis (Aktienkurs)	Basisannahme: Marktteilnehmer bestimmen (auch) den Marktpreis (Aktienkurs) eines Unternehmens.
Ausprägung: Gebrauch von Kennziffern wie Gewinnwachstum, Eigenkapitalrendite, Verschuldungsgrad usw.	Ausprägung: Erkennen von Trends, Mustern und technischen Indikatoren wie Bollinger Bändern, Fibonacci-Ratios usw.
Anwendung: Hilft Anlegern bei der Auswahl, welches Unternehmen fundamental ein attraktives Investment sein kann.	Anwendung: Hilft Anlegern beim Entscheid, wann in ein Unternehmen investiert werden soll.
Aufwand: hoch	Aufwand: tief