

Und ewig lockt die Gier...



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel
und am Swiss Finance Institute
in Zürich

In den letzten Wochen mehren sich die Analysen und Meinungsäusserungen, welche darauf aufmerksam machen, dass Investoren langsam wieder an die Märkte zurückfinden. Der Risikoappetit sei am Steigen, hört man allenthalben, und man dürfe mit Investoren auch langsam wieder über die Aktienmärkte sprechen, sagt uns der Anlageberater.

Und also entsteht der nächste Zyklus. Er wird aus zögerlicher Hoffnung geboren, setzt sich über leisen Optimismus fort, produziert irgendeinmal Erregung und gipfelt in neuen historischen Höchstkursen und schon bald in der Euphorie der Sicherheit. Auf diesem Pfad wird vielen Investoren irgendwann klar, dass man Aktien haben muss, «weil Aktien als Langfristanlage eh alles andere in den Schatten stellen». Und wenn dann alle diesen Nektar der Weisheit à la Professor Jeremy Siegel getrunken haben, sich gegenseitig bestätigen, dass Aktien gar nicht teuer sind, weil wir ja (wieder einmal) in einer Neuen Zeit leben, dann kommt der kleine Windstoss, der die Pyramide zum Wackeln bringt. Oft nicht heftig. Ein vorübergehender Rückschlag. Luft-

holen quasi, «reculer pour mieux sauter». Wir sind ja langfristige Investoren. Bis die ersten Artikel erscheinen, die darauf hinweisen, dass Grossanleger bereits daran seien, dass «sinkende Schiff zu verlassen». Besorgnis, Furcht, Panik. Die Erkenntnis, dass andere Bewertungs-Gurus wie Professor Robert Shiller schon immer gesagt haben, dass Aktien überbewertet seien und die immerwährenden Katastrophen-Propheten sowieso. Auf diesem Pfad – diesmal nach unten – wird vielen Investoren irgendwann klar, dass man keine Aktien haben sollte, weil «Aktien in erster Linie riskant sind». Kapitulation. Verzweiflung. Die Hoffnung ist, dass die oben genannten Investoren ihre Aktien noch zu höheren Kursen verkaufen können als ihre Einstandswerte.

Wir wissen, dass diese Hoffnung meistens falsch ist. Denn erstens werden viele Käufe in der Hausse erst bei entstehender Euphorie getätigt, und zweitens stirbt auch bei der Korrektur nach unten die Hoffnung zuletzt. Aber meistens stirbt sie.

Und wenn alles am Boden liegt, Aktieninvestoren ihre Wunden lecken und sicher sind, dass der Aktienmarkt definitiv «nichts für sie sei», die Medienberichterstattung nur noch schwarz sieht und die immer gleichen Katastrophen-Gurus wieder einmal in den Himmel lobt, weil ... «die es ja schon immer gesagt haben»; spätestens dann interessiert sich niemand mehr für fundamentale Fragestellungen.

Die Konsequenz? Dramatisch gestiegene Dividendenrenditen und Unternehmenskennzahlen, die rein fundamental orientierten Investoren das Wasser im Munde zergehen lassen. Mit anderen Worten, ein Investorenumfeld, das unglaublich interessant ist, aber niemanden interessiert. Was jetzt gesucht ist, sind Produkte mit Kapitalgarantie und Anlagestrategien, die «nach oben dabei sind» und nach unten Sicherheit ausstrahlen. Versicherungen eben. Natürlich sind das die Zeiten, in welchen Versicherungen viel mehr kos-

ten als wenn es «normal» zu und her geht. Und natürlich sind die Prämien dann so hoch, dass man mit dem nächsten Aufschwung – sollte er denn irgendeinmal wieder kommen – sicher wiederum nichts verdient.

Und der fundamental orientierte Investor? Den interessiert der tägliche oder stündliche oder quartalsorientierte Börsen-Hype nicht. Er weiss, dass nach dem Medien- und Analysten-Gebell des nicht verstandenen Quartalsergebnisses der Firma XYZ die Karawane schon bald weiterzieht und eine neue Schlagzeile sucht. Er war und ist langfristig orientiert und kauft vielleicht in der niedergeschlagen-depressiven Stimmung der Situation billig erscheinende Titel und Märkte hinzu, um sie wiederum langfristig zu halten. Er weiss aus Erfahrung, dass das nächste Hoch kommt und dass die Märkte dannzumal höher notieren werden als beim letzten Hoch. Genau gleich wie die Börsennotierungen im Tief höher notieren als bei der letzten Baisse. Augen zu und durch. Der geneigte Leser mag selber urteilen, welcher der beiden oben beschriebenen Investoren besser schläft und mit seinen Anlagen besser verdient.

Muss dieser Zyklus mit langfristig leicht positivem Trend und kurzfristigen Schwankungen immer so ablaufen? Ja er muss.

Die langfristigen Trends, die wir beobachten seit wir Aktienbörsen kennen, sind das Resultat tendenziell steigender Unternehmensgewinne. Die kurzfristigen Verwerfungen entstammen zu einem nicht unwesentlichen Teil der Psychologie der Marktdynamik, die immer wieder dazu führt, dass Investoren auf der Suche nach dem «Quick Buck» ein prozyklisches Verhalten an den Tag legen, das sie am Schluss viel Geld kostet. Ist es nur Gier? Nicht nur. Es ist ein ganzer Strauss von Faktoren, die im Rahmen von verhaltenstheoretischen Arbeiten auf diesem Gebiet in den letzten Jahren intensiv erforscht wurden. Wir werden in folgenden Kolumnen auf einige dieser Arbeiten eingehen.

www.erwinheri.ch