

Volatilität und das Verhalten beim Investieren



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

Anleger werden zunehmend mit Informationen überflutet: Sei es in den Tageszeitungen, Fernsehsendungen oder im Radio bei den täglichen Nachrichten – ja sogar auf dem Smartphone gehören Push-Nachrichten zum Wirtschaftsgeschehen immer mehr zum Alltag. Dies kann den Anleger dazu verleiten, ständig die Kurse und neuesten Meldungen seiner Anlagen zu verfolgen, was oft zu Überreaktionen führt. Daraus resultieren Anlageentscheide, die dem Anlageerfolg Schaden zufügen können.

Anlagen lassen sich durch eine erwartete Rendite und die Schwankung dieser Rendite (Volatilität) im Zeitablauf charak-



und Stephan Rügger
Prokurist
Private Banking
Bank Linth LLB AG

terisieren. Bei der täglichen Beobachtung von Börsenkursen wird jedoch primär die Volatilität der Anlagen wahrgenommen. Die Rendite tritt aufgrund der stark beachteten Schwankungen in den Hintergrund. Dabei wird eines oft vergessen: Die Wahrscheinlichkeit, dass der Kurs einer Anlage innerhalb eines Tages steigt, ist praktisch gleich gross wie die Wahrscheinlichkeit, dass er sinkt. Erst bei grösseren Zeiträumen rückt die Volatilität gegenüber der Rendite in den Hintergrund. Die nebenstehende Grafik zeigt diese Eigenschaft anhand eines realen Beispiels eines Zeitausschnitts des Schweizer Aktienindex SPI.

Diesen Sachverhalt zeigt Nassim Taleb deutlich mit einem Beispiel in seinem Bestseller «Fooled by Randomness»¹⁾. Als Basis dient eine Anlage mit einer erwarteten jährlichen Rendite von 15% und einer Volatilität von 10%. Auf ein Jahr betrachtet liegt die Wahrscheinlichkeit für eine positive Rendite bei ca. 93%. Wählt man den Betrachtungszeitraum kürzer, sinkt die Wahrscheinlichkeit stetig, bis sie bei ca. 50% liegt (vgl. Tabelle).

Überträgt man dieses Beispiel auf das (emotionale) Befinden eines Anlegers, so bedeutet dies, dass wenn er jede Minute den Kurs der Anlage beobachtet, er pro Tag etwa gleich viele positive wie negative Kursveränderungen erlebt. Betrachtet er die Kursentwicklung jedoch nur jedes Quartal, sind dies durchschnittlich drei Viertel positive Erlebnisse auf einen Viertel negative Erlebnisse pro Jahr.

Dem Betrachtungszeitraum kommt in der Praxis eine hohe Bedeutung zu. Sie ist unter anderem in der Verhaltensökonomie (Behavioral Finance) auch als «Auswahl-falle» (engl. «Framing Bias») bekannt²⁾. Es kann vereinfacht festgehalten werden:

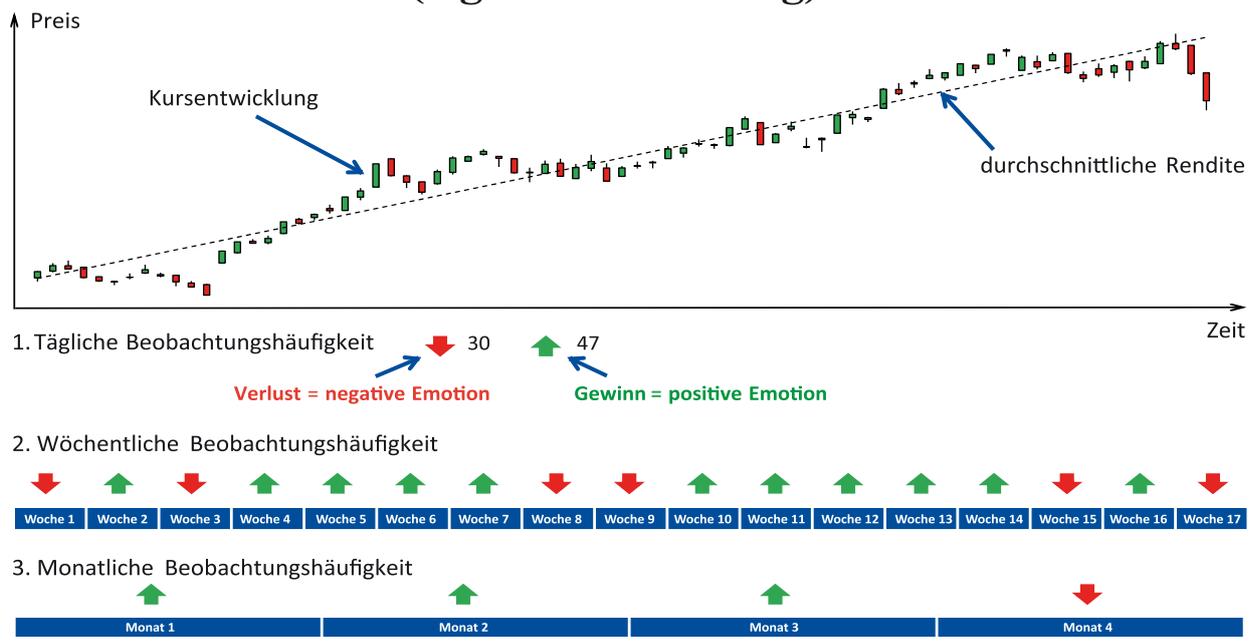
• *Je häufiger man seine Finanzanlagen beobachtet, desto stärker überwiegt relativ gesehen die Chance von negativen Überraschungen.*

Diese Beobachtung wird durch einen zweiten, wenig bekannten Effekt weiter verstärkt. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass Verluste stärker gewichtet werden als Gewinne. Diese Beobachtung ist unter dem Begriff «Verlustaversion» (engl. «loss aversion») bekannt. Dabei stellt die sogenannte Verlustaversionrate das Verhältnis zwischen dem Gewicht des Verlustes und dem Gewicht des Gewinnes dar. Die Experimente von Daniel Kahneman zeigten, dass dieser Wert bei ca. 1.5 bis 2.5 liegt³⁾. Konkret bedeutet dies, dass bei einer Wahrscheinlichkeit von 50/50 einem möglichen Verlust von 100 Franken ein möglicher Gewinn von 150 bis 250 Franken gegenüberstehen muss, damit man eine solche Investition tätigt.

Wahrscheinlichkeit einer positiven Rendite der Beispielanlage in Abhängigkeit des Betrachtungszeitraums

Betrachtungszeitraum	Wahrscheinlichkeit positive Rendite
1 Jahr	93%
1 Quartal	77%
1 Monat	67%
1 Tag	54%
1 Stunde	51.30%
1 Minute	50.17%
1 Sekunde	50.02%

Kursverlauf des SPI (eigene Darstellung)



Eine Studie von Thorsten Hens, in welcher die Verlustaversionsrate mit einem unterschiedlichen Ansatz ermittelt wurde, zeigt zudem eine weitere interessante Eigenschaft der Verlustaversionsrate auf⁴⁾. Sie ist von Land zu Land unterschiedlich. So ist sie z.B. in Australien, Neuseeland und Malaysia mit 1.5 bis 1.6 relativ tief. Hingegen in Hongkong, Polen und Thailand wurden Werte von über 4 ermittelt. Die Schweiz befindet sich mit einer Verlustaversionsrate von rund 2.9 im internationalen Mittelfeld. Als zweites Fazit kann festgehalten werden:

• *Je grösser die Verlustaversionsrate eines Anlegers ist, desto stärker reagiert er auf negative Überraschungen. Dies führt dazu, dass ihn die Volatilität emotional stärker beeinflusst.*

In Kombination mit der zunehmenden Informationsüberflutung führt die Verlustaversion dazu, dass eine «Verlustmeldung» mit entsprechend vielen «Gewinnmeldungen» kompensiert werden muss. Ansonsten besteht die Gefahr, dass der Anleger emotional «über»reagiert und schlechte Investitionsentscheide tätigt. In der Grafik oben gibt es bei einer täglichen Beobachtung des Kurses 30 negative Tagesabschlüsse. Für einen Schweizer Investor würde es somit rund 87 (2.9 mal 30) positive Tagesabschlüsse brauchen, damit er die Investition emotional nicht negativ beurteilt. Das Beispiel zeigt aber

«nur» 47 positive Tagesabschlüsse. Die Folge ist, dass ein Schweizer Investor im Durchschnitt ein schlechtes Gefühl bezüglich der SPI-Anlage hat. Daraus leitet sich ab, dass er mit grosser Wahrscheinlichkeit nicht investiert bzw. sich von der Investition trennen würde. Dies obwohl über den gesamten Zeitraum klar eine positive Rendite resultiert. Wird hingegen der Kursverlauf nur monatlich betrachtet, ergibt sich in diesem Beispiel ein negativer Beobachtungswert, dem drei positive gegenüberstehen. Dies führt bei der genannten Verlustaversionsrate im Durchschnitt zu einer emotional positiven Beurteilung. Das bedeutet wiederum, dass ein Anleger weiterhin im SPI investiert bleibt bzw. ein Neuengagement tätigt.

In der Praxis drängt sich die Frage auf, was man als Anleger tun soll, damit solche Überreaktionen minimiert werden können und keine emotional gesteuerten Anlageentscheide gefällt werden. Keine Investitionen mehr zu tätigen und das Vermögen nur in Liquidität zu halten, bildet keine gute Alternative. Es ist dann nur ungenügend gegen Inflation geschützt und zudem unzureichend diversifiziert.

Als einfache Lösung bietet es sich an, seine Anlagen in weniger kurzen Abständen zu betrachten resp. zu beurteilen und sich auf die Anlagestrategie zu konzentrieren. Dies wird durch die Erkenntnis aus verschiedenen Studien unterstützt, dass über 90% des Anlageerfolges auf die Einhaltung der definierten Anlagestrate-

gie zurückgeführt werden kann⁵⁾. Daraus kann ein drittes Fazit gezogen werden:

• *Um den (langfristigen) Anlageerfolg sicherzustellen, ist es am wichtigsten, eine geeignete Anlagestrategie zu definieren und diese konsequent zu verfolgen.*

Ein weitergehender Lösungsansatz beinhaltet die Delegation der Verwaltung seiner Anlagen an ein geeignetes Institut oder an eine Fachperson. Dadurch baut man eine Trennung zwischen dem emotionalen Empfinden des Anlegers und den Handlungen (Anlageentscheide) ein. Dies kann z.B. in Form eines Strategiefonds, welcher die gewünschte Anlagestrategie abdeckt, oder mittels eines Vermögensverwaltungsmandates an eine Bank geschehen. Somit stellt der Anleger sicher, dass die definierte Anlagestrategie eingehalten wird und nicht durch «emotionales Verhalten» Schiffbruch erleidet.

- 1) Nassim Taleb «Fooled by Randomness», 2004
- 2) Luc Schuurmans und Andrea Heutschi-Rhomberg «Psychologische Fallen beim Investieren», PRIVATE 6/2012
- 3) Daniel Kahneman «Schnelles Denken, langsames Denken», 2012
- 4) Thorsten Hens «Behavioural Finance and Mutual Fund Flows: An International Study», August 2013
- 5) Zum Beispiel: G. Brinson et al. «Determinants of Portfolio Performance», 1986.

luc.schuurmans@banklinth.ch
stephan.ruegger@banklinth.ch
www.banklinth.ch