

# BÖRSENBLATT

## FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 118, Oktober/November 2016

### Der rationale Investor

Eines der großen Rätsel dieser Tage lautet: **Warum kaufen scheinbar vernünftige Menschen Staatsanleihen mit negativer Verzinsung?** Auch mäßig beleumdete Emittenten von Schuldtiteln können, wenn sie nur den Segen ihrer Zentralbank haben, Geld verlangen für das Privileg, sich zu verschulden. Wie ist das möglich?

Gewiss, die gängigen Erklärungen haben ihre Berechtigung. Wir leben in einer stagnierenden Welt, in welcher die Wallonen den Takt der Handelspolitik bestimmen. Da ist auch wenig Platz für Inflation, gewiss, denn in der Wallonie ist seit dem großen Eisenboom in den 1860er-Jahren nicht mehr viel vorwärts gegangen. Allenfalls noch bei der Ausbeutung des Kongos entwickelten die Wallonen etwas dunkle Phantasie, aber das ist ein anderes Thema.

Auch ist klar, dass es viele Käufer von Staatsanleihen gibt, die keine Wahl haben. Zentralbanken, Versicherungsmanager und Banken haben oft andere Prioritäten als die Rendite. Vielleicht ist es auch intelligent, auf immer niedrigere Zinsen und damit immer höhere Kurse bei den Staatsanleihen zu spekulieren.

Aber reicht das als Erklärung? Hält es denn wirklich niemand mehr für möglich, dass eine Inflation kommt? Unser Lieblings-Inflationsbarometer für die USA (der „Cleveland Fed Median CPI“) jedenfalls ist über die letzten Mona-

te kontinuierlich von 2% auf 2,5% gestiegen. Können Energiepreise wirklich nur fallen? Können die Lebenshaltungskosten wirklich nur sinken, obwohl die Löhne spürbar steigen ([in Deutschland immerhin um 2,3%](#))? Ist es wirklich auszuschließen, dass die Zentralbanken ihr Inflationsziel von 2% erreichen? Noch interessiert das niemanden, aber rationale Investoren könnten schon ins Grübeln kommen, ob es wirklich auf Jahre hinaus keine Preissteigerungen geben wird. Sollten diese kommen, dann sehen unverzinst und lang laufende Anleihen plötzlich nicht mehr aus wie eine intelligente Investition.

An dieser Stelle kommen wir um die grundsätzliche Frage nicht herum: Was ist eigentlich ein rationaler Investor?

Der Begriff der Rationalität hat seit den Tagen der alten Griechen erhebliche Wandlungen erfahren. Er wurde gedehnt, geteilt, aufgeblasen, verdammt und verabsolutiert. Und er wurde Gegenstand der *Behavioral Finance* genannten Teildisziplin der Verhaltensökonomie, die sich mit dem närrischen Treiben an den Börsen

Die Erfindung der Rationalität verdanken wir **Xenophanes aus Kolophon**. Er war der „Sturmvogel der griechischen Aufklärung“, der erste rationale Denker unter den Philosophen, die vor ihm eher Dichter und Seher waren. Er hielt die Götter des Olymp für ein Konstrukt menschlicher Phantasie („Wenn die Pferde Götter hätten, sähen sie wie Pferde aus“), er vertrat eine empiristische Erkenntnistheorie im Sinne von Karl Popper („Nicht von Anfang an haben die Götter den Sterblichen alles Verborgene gezeigt, sondern allmählich finden sie suchend das Bessere“) in welcher das Sammeln von Fakten wichtiger ist als das blinde raisonieren. Vor allem aber wußte er, dass Theorien nicht zu trauen war.

Für Geld interessierte er sich nicht. Er war derart verarmt, dass er für die Begräbniskosten seiner Kinder nicht aufbringen konnte und diese mit eigener Hand bestatten musste.

auseinandersetzt.

Eine besonders beliebte Beobachtung der Behavioral Finance ist die den Griechen längst bekannte, nun aber auch experimentell bestätigte Tendenz des Menschen, in seinen Vorurteilen zu verharren und sich dort wohlfühlen.

Die Wissenschaft hat dies in dem so genannten Linda-Versuch festgestellt. Dabei lasen die Professoren einer Gruppe von Probanden folgenden Text vor: „Linda ist 31 Jahre alt, alleinstehend, selbstbewusst und intelligent. Sie hat Philosophie studiert. Als Studentin hat sie über den Themenbereich soziale Gerechtigkeit und Diskriminierung gearbeitet und an Anti-Atomkraft-Demonstrationen teilgenommen.“ Dann wurden die Probanden gefragt, was wahrscheinlicher war: (A) Linda ist eine Bankangestellte; oder (B) Linda ist eine Bankangestellte und Feministin. 85% der Befragten wählten fälschlicherweise die Option (B) (Die feministischen Bankangestellten sind eine Teilmenge der Bankangestellten insgesamt).

Jede Krankheit braucht einen Namen und diese wurde „Fehlschluss der Verbindung“ (*conjunction fallacy*) genannt. Wir haben die Tendenz, alternative Erklärungen zu ignorieren und neigen zu schnellen Schlüssen, die in unser Weltbild passen. Kurz: Der Mensch ist furchtbar irrational.

So weit so gut. Die Frage, die sich nun aber aufdrängt lautet: Sind die 85% dumm?

Um dieses Problem anzugehen, haben weitere Professoren bei ihren Probanden erst den Intelligenzquotienten gemessen und dann eine Linda-Frage gestellt. Dabei haben sie festgestellt, dass die Korrelation zwischen Rationalität (d.h. der Zugehörigkeit zu den vernünftigen 15%) und Intelligenz sehr schwach ist. Wenn es überhaupt einen Zusammenhang gab, dann diesen: **Menschen mit hohem IQ waren anfälliger für den Fehlschluss als die weniger Begabten.**

Die Behavioral Finance hat bislang keine einfache Erklärung für diesen Befund. Das mag damit zusammenhängen, dass sich in der Branche alle für besonders intelligent halten. Aber es erklärt vielleicht so manches Phänomen, welches wir derzeit beobachten: Es mag intelligent sein, Deutsche Bundesanleihen mit negativer Verzinsung zu kaufen (damit hat man bislang immer Geld verdient), aber ist es rational (d.h. wie sicher kann man sich sein,

dass man damit nicht eines Tages doch unter die Räder kommt)? Es mag intelligent sein, auf der Basis des Versprechens der Europäischen Zentralbank italienische Staatsanleihen zu kaufen, aber ist es rational? Oder: Es mag (in gewissen effizienten Märkten) intelligent sein, in ETFs zu investieren, aber rational ist die Umschlaghäufigkeit von 859% p.a. (also eine durchschnittliche Haltedauer von 30 Handelstagen) sicher nicht.<sup>1</sup> **Die Liste der Beispiele von irrationalen Investitionen, die von intelligenten Leuten getätigt werden, ist ermüdend lang.**

An den Finanzmärkten tun zu viele Menschen zu viele Dinge, die im Grunde nicht vernünftig sind. Rationalität hat etwas mit Erfahrung zu tun - anders als Intelligenz, die zu einem guten Teil gottgegeben ist oder in einer Rechenmaschine steckt. Durch Erfahrung kann man lernen, bestimmte Fehler oder Fehlschlüsse zu vermeiden. Man lernt (oft schmerzhaft) den richtigen Umgang mit Kontexten, die Einordnung der kleinen Ereignisse in die größeren Zeitläufte. Diesen Lerneffekt bestätigen übrigens auch die Psychologen: Wer dreimal in die Linda-Falle getappt ist, hat eine bessere Chance, beim vierten Mal zu den rationalen 15% zu gehören.

**Was also tut der rationale Investor im Unterschied zum intelligenten Investor?** Er versucht nicht nur aus den eigenen, sondern auch aus den Fehlern der anderen zu lernen. Er hält sich fern von europäischen Staatsanleihen, auch wenn viele bedeutende Investoren auf der Käuferseite sind. Er ist vorsichtig bei den Aktien aus den USA, denn er hält ein Anhalten der Wachstumsschwäche für möglich. Und er traut sich etwas, das viele für bescheuert halten: Er kauft nachrangig besicherte Anleihen bestimmter europäischer Banken. Und er kauft mit einem Zeithorizont von Jahren, nicht von Tagen. So nah das Jahresende auch schon sein mag.

Dr. Georg von Wallwitz, CFA

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.

<sup>1</sup> Vgl. dazu Joanne Hill, *The Evolution and Success of Index Strategies in ETFs*. In: *Financial Analysts Journal* 72,5, S. 11.