

Aktienkurse sind unberechenbar. Ob sie heute steigen oder morgen fallen, hat meist wenig mit dem wirtschaftlichen Erfolg der Unternehmen zu tun. Denn die Anleger machen Fehler und lassen sich von ihren Gefühlen leiten.

An der Börse ist alles Psychologie

Über mehrere Jahre können sich die Aktienkurse von der Realität entfernen. Irgendwann finden sie aber immer zurück.

VON FRIEDERIKE HAUPT
UND PATRICK BERNAU

„An der Börse ist doch alles Psychologie“ – das sagen viele Anleger, und ihr Gefühl trägt sie nicht. Selbst Wissenschaftler behaupten das inzwischen. So stellten drei Ökonomen in einem Experiment fest: Psychologen verdienen am meisten Geld. „An der Börse passieren viele Fehler“, erklärt das Jörg Oechssler von der Universität Heidelberg, einer der Autoren. Psychologen könnten solche Situationen eben am besten einschätzen (siehe Artikel rechts).

Für Fehler gibt es an der Börse schließlich genug Gelegenheit. Denn was dort gehandelt wird, sind Erwartungen. Malen die Anleger die Aussichten für ein Unternehmen rosiger aus, bezahlen sie viel. Glauben sie an geringe Gewinne, sind die Kurse niedrig. Doch wer weiß schon genau, was ein Unternehmen morgen verdient? Da kann man sich verschätzen. Und

An der Börse passieren viele Fehler. Psychologen können damit gut umgehen.

sogar wer richtig liegt, zieht manchmal die falschen Schlüsse.

Die Börse hat nun eine Besonderheit: Wenn sich viele Leute verschätzen, kann es sich lohnen, mit ihnen zu investieren – obwohl man es eigentlich besser weiß. Schon in den 30er Jahren hat das berühmte Ökonom John Maynard Keynes festgestellt. Es komme gar nicht so sehr darauf an, welche Aktie tatsächlich die beste sei, sondern welche die anderen für gut halten – denn solange sie das tun, kann der Kurs weiter steigen, und für Anleger lohnt es sich, mit zu kaufen.

„Die Blase reiten“ nennen Börsenexperten so eine Strategie heute. Nach vielen Untersuchungen und Experimenten haben sie festgestellt, dass Keynes' Überlegungen auch in der Praxis funktionieren – zumindest über die kurzen Zeiträume, die Keynes gerne betrachtete. Zwei Experten aus Hongkong haben zum Beispiel die Jahresrenditen einzelner Aktien betrachtet und festgestellt: Die Renditen ließen sich nicht mal zu einem Fünftel mit den wirtschaftlichen Daten der Unternehmen erklären.

„Kurzfristig ist an der Börse viel Psychologie im Spiel“, meint auch Martin Weber, Professor für Finanzwirtschaft an der Universität Mannheim. Langfristig aber spiegeln die Kurse die tatsächlichen wirtschaftlichen Entwicklungen wider. Diese Schwankungen kämen daher, dass an der Börse unterschiedliche Anlegertypen handeln: rational denkende und psychologisch leichter beeinflussbare. Beispiel Quartalszahlen: Wenn ein Unternehmen seine Gewinnprognose erhöht, kauft der Spontane schnell dessen Aktien, während der Rationalist noch überlegt und Informationen analysiert. So kann es auch passieren, dass eine Aktie weit über Wert gehandelt wird, wenn viele Bieter sie euphorisiert für den Gewinnbringer des Jahres halten. „Die beobachten dann nur neue Entwicklungen, anstatt ihre Erfahrungen einzubeziehen, reagieren also über“, sagt Weber. Darum kann der Kurs hoch steigen. Oder bei schlechten Nachrichten tief fallen.

Doch irgendwann kommt der Kurs zurück. Dann nämlich, wenn die Käufer mehr wissen, also besser informiert sind – oder wenn einigen Anlegern die Kursentwicklung so schnell vorkommt, dass ihnen unwohl wird und sie lieber nicht weiter mitspekulieren. So landen – über kurz oder lang – die Ak-



Der Einfluss des Wetters

Die Kurse mögen es kalt und sonnig

Was kümmert es den Börsianer, ob die Sonne scheint? Eine ganze Menge, sagen Wissenschaftler. Sie haben einen Zusammenhang zwischen dem Wetter und den Aktienkursen gefunden. David Hirshleifer und Tyler Shumway von der Ohio State University etwa haben beobachtet, dass die Kursgewinne an der New Yorker Börse an trübigen Tagen nicht so hoch sind wie an wolkenlosen.

Scheint die Sonne, so ihre Argumentation, haben die Investoren bessere Laune – andererseits werden die Entscheidungen im wirtschaftlichen Sinn nicht besser. Denn die Börsianer schätzen ihre Möglichkeiten optimistischer ein als sonst und reflektieren weniger. Und sie fällen manchmal irrationale Entscheidungen, die die Kurse

in die Höhe treiben, auch wenn die Nachrichten dazu gar keinen Anlass liefern.

Doch nicht nur dem Sonnenschein, auch der Temperatur schreiben Wissenschaftler einen Einfluss auf die Börse zu. Die kanadischen Ökonomen Melanie Cao und Jason Wei analysierten Wetter und Handel in acht Städten weltweit, darunter auch in Frankfurt. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die Temperatur am Börsenstandort den entsprechenden Aktienindex beeinflusst: Je kühler es ist, desto höher steigen die Kurse, die Makler gehen größere Risiken ein. Bei großer Hitze seien die Börsianer eher zurückhaltend und apathisch, berichten die Forscher. Dagegen helfe auch keine Klimaanlage. *fbau.*

Der Einfluss des Berufs

Die Psychologen zocken am besten

Viele Fehlkäufe und viel Psychologie stecken in den Börsenkursen. Das zeigten drei Forscher mit einem Experiment. Das überraschende Ergebnis: Die Psychologen verdienten am meisten. Über das Internet konnten die Teilnehmer bei den Forschern nacheinander eines von zwei gedachten Wertpapieren kaufen. Sie wussten: Nur eines wird am Ende Geld bringen. Welches das sein wird, darüber erhielten sie einen Tipp. Aber sicher war dieser Tipp nicht.

Die Forscher machten es ihren Teilnehmern leicht. Der Computer berechnete die Preise für beide Wertpapiere aus den Entscheidungen der vorangegangenen Teilnehmer. Und zwar so, dass jeder Anleger nur seinem Tipp folgen musste, um die besten Gewinnchancen zu haben – vorausgesetzt, die Teilnehmer vorher hatten sich auch an ihren Tipp gehalten.

Es zeigte sich: Ein Drittel der Käufe war gegen den Tipp und deshalb falsch. Das trieb die Preise für die Wertpapiere manchmal sehr weit nach oben oder nach unten. Darum lohnte es sich manchmal bei extremen Preisen, den eigenen Tipp zu ignorieren und ein-

Psychologischer Vorteil

Wer im Börsenexperiment den größten Gewinn macht (Nach Studienfach, Skala von -10 bis +10)



Quelle: M. Dreihann, J. Oechssler und A. Roeder / F.A.Z.-Grafik swa.

fach gegen den Trend zu kaufen. Psychologen erkannten diese Situationen offenbar am besten – Physiker und Volkswirte versagten. „Die können sich gar nicht vorstellen, dass andere so viele Fehler machen“, sagt Studienautor Jörg Oechssler.

Auch an der Börse gibt es Anleger, die gegen den Trend kaufen – wie die Psychologen in Oechsslers Börsenexperiment. Sie können einerseits von den Übertreibungen der anderen profitieren, glaubt der Wissenschaftler – andererseits sorgen sie gleichzeitig dafür, dass Übertreibungen ausgeglichen werden. *bern.*

Der Einfluss der Wirtschaftsdaten

Unternehmenszahlen wirken kaum

Auf Jahressicht haben die Renditen von Aktien nicht viel mit dem wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens zu tun. Das haben zumindest Peter Chen und Guochang Zhang festgestellt.

An der Universität Hongkong untersuchten die beiden Forscher die Jahresrenditen eines Aktienkorbs darauf, wie sie von wichtigen wirtschaftlichen Daten abhängen: von der Rendite der jeweiligen Unternehmen, von Investitionen und von den Einschätzungen der Analysten – ja sogar von der Änderung der Zinsen.

Chen und Zhang konnten anhand einer amerikanischen Daten-

bank berechnen, dass die Unternehmenszahlen tatsächlich einen signifikanten Einfluss auf die Aktienrenditen hatten. Diese Daten hatten die Auswirkungen, mit denen Finanzexperten auch in der Praxis rechnen. Doch mit den untersuchten Zahlen konnten die Wissenschaftler Chen und Zhang nur einen kleinen Teil der Rendite dieser Wertpapiere erklären: rund 17 Prozent. Offenbar gibt es also noch wichtige andere Einflüsse auf die Börsenkurse als die fünf wesentlichen wirtschaftlichen Daten – zumindest, wenn Anlagezeiträume von einem Jahr betrachtet werden. *bern.*

tien wieder beim wirtschaftlichen Wert des Unternehmens.

Die Blase zu reiten ist deshalb riskant: Das geht nur so lange gut, wie genügend Leute mitmachen. Das haben viele Anleger um die Jahrtausendwende bemerkt. Beflügelt von der Faszination der „New Economy“, lösten sich die Börsenkurse von der Gewinnentwicklung der Unternehmen. Die Blase baute sich über vier Jahre auf (siehe Grafik), dann platzte sie plötzlich, und die Kurse kehrten auf ein – mittelfristig – sinnvollerer Maß zurück.

Woran erkennen Anleger, ob sich in einer Situation eine Blase gebildet hat oder ob steigende Firmengewinne in Zukunft die höheren Kurse rechtfertigen werden? Wann wird die Blase platzen? Darauf gibt es noch keine Antwort. Ökonomen wissen inzwischen nur, dass Anleger aus alten Fehlern lernen können. Das haben zum Beispiel Martin Dufwenberg von der

Universität in Tucson und zwei andere Forscher aus den Vereinigten Staaten und Schweden in einem Experiment herausgefunden. Sie ließen Studenten auf einer simulierten Börse mit einer Aktie handeln – und stellten fest: Schon wenn nur ein Drittel der Händler Erfahrungen mit einer Blase hat, bilden sich neue Blasen viel schwerer.

Praktisch zeigt dies auch die Entwicklung deutscher Aktien in den vergangenen Jahren. Börsenguru André Kostolany würde es vermutlich anders sagen: In solchen Fällen wird die Hundeleine enger gezogen. Er verglich das Verhältnis zwischen Börsenkursen und wirtschaftlichen Daten gerne mit dem Hund und seinem Herrchen: Der Hund läuft mal voraus, mal bleibt er zurück, aber die Hundeleine hindert ihn immer daran, allzu weit wegzulaufen von seinem Herrchen.

Studien und Experimente unter <http://www.faz.net/fas/psychologie>

Die große Übertreibung

Dax und Unternehmensgewinne im Vergleich



1) 2007: Gewinne geschätzt. Quellen: LBBW, Thomson Financial Datastream / F.A.Z.-Grafik Walter