

BEHAVIOURAL FINANCE UND RATIONALES VERHALTEN

Von Peter De Coensel, CEO DPAM



In der vergangenen Woche haben wir einen Anstieg der kognitiven Dissonanz beobachtet. Kognitive Dissonanz tritt auf, wenn zwei oder mehr erkennbare Elemente - das kann eine Meinung oder eine neue Information sein - im Widerspruch zueinanderstehen. Inflationswerte, Inflationserwartungen und Leitzinsschätzungen oder Lohninflation und Arbeitslosigkeit sind typische Beispiele, bei denen in den Augen des Betrachters Dissonanz auftreten kann. Wir alle sind bestrebt, kognitive Dissonanzen zu verringern, da wir die Auswirkungen und das Leid eines schlechten Selbstverständnisses vermeiden wollen. Menschen neigen dazu, Informationen zu minimieren oder abzulehnen, die ihre falschen Überzeugungen oder ihren falschen Investitionsstandpunkt offenlegen. **Wir haben einen Punkt im Investitionszyklus erreicht, an dem widersprüchliche Botschaften die Konsenserwartungen auf Basis des Konservatismus überwiegen könnten.** Der Konservatismus, definiert als das Phänomen, dass Anleger ihre Ansichten - sei es bei der Vermögensallokation oder der Portfoliokonstruktion - nur schrittweise an neue Informationen anpassen, könnte oder sollte abnehmen.

Die Veröffentlichung der Verbraucherpreisinflationszahlen in den USA war ein Paradebeispiel und erfordert einige Reflexionen. Überraschenderweise werden wir jedoch nicht diskutieren, ob die jüngsten Inflationszahlen einen Wendepunkt darstellen. Es kann diskutiert werden, ob sich die Inflation in den USA bis November 2023 bei 2,9 % einpendeln wird, die durch einen 1-Jahres-Inflationsswap mit Nullkupon berechnet werden, oder bei 2,48 %, die durch die 1-Jahres-Inflations-Break-even-Rate berechnet werden, oder bei 5,1 %, wie sie in der 1-Jahres-Inflationsprognose der Universität Michigan veröffentlicht werden. **Ich möchte die kognitive Dissonanz auf der Makroebene ansprechen: Ich beschreibe dies als die Wahl zwischen einer rationalen Investitionshaltung und den Ergebnissen, die die Prospect-Theorie liefern könnte oder nicht.**

Bei einem rationalen Ansatz will ein Anleger seinen erwarteten Nutzen maximieren, indem er die gewichtete Summe der möglichen Ergebnisse nimmt, wobei jedes Gewicht die Wahrscheinlichkeit darstellt, dass das entsprechende Ergebnis erreicht wird. Nur wenige realisieren, dass ein solcher rationaler Investitionsansatz nur am Nutzen des Endergebnisses oder Endzustands interessiert ist. Man sollte sich keine Gedanken darüber machen, wie dieses Endstadium erreicht wird.

Die Anwendung eines solchen Investitionsansatzes hat zum jetzigen Zeitpunkt, nach einer Rücksetzung der Bewertungen im Jahr 2022 mit einer historisch hohen Schwankungsbreite, gewisse Vorteile. In der Tat haben sich die erwarteten Renditen über die jeweiligen Anlagehorizonte in den verschiedenen Anleihe-sektoren zwischen 3,25 % (für EU-Staatsanleihen) und 7,25 % (für EUR HY

einschließlich Ausfallwahrscheinlichkeiten) eingependelt. Dazwischen liegen die erwarteten Renditen von USD-Staatsanleihen bei rund 4 %, EUR IG-Anleihen bei rund 4,75 %, USD IG-Anleihen bei 6,5 % oder Schwellenländer-Staatsanleihen in Landeswährung, die je nach Risikoprofil zwischen 7,5 % und 8 % liegen. Die Anlageklasse der Aktien verzeichnete aufgrund eines aggressiven Anstiegs der Diskontsätze bei gleichzeitigem Rückgang der Schätzungen für künftige Gewinne eine Neubewertung. Ein rationaler Anleger wähgt die Wahrscheinlichkeiten ab, z. B. die Höhe und den Zeitpunkt des Erreichens der eingepreisten Leitzinsen, wie sie von den Märkten bewertet werden. Zudem liefern die Wahrscheinlichkeiten für künftige Inflationsentwicklungen auf der Grundlage verschiedener Marktschätzungen und Umfragen (siehe oben) ein klares Signal, das auf eine neutrale Haltung in Bezug auf die Zinssätze hindeutet. Die aktuellen Ausfallwahrscheinlichkeiten und Gewinnsschätzungen deuten auf eine relativ faire Preisgestaltung bei Anleihen und Aktien hin. Natürlich müssen wir berücksichtigen, dass die verschiedenen Anlegertypen eine unterschiedliche Definition von neutral haben.

Ob der US-FED-Leitzins final bei 4,75 %, 5,00 % oder sogar 5,25 % erreicht wird, ist in gewisser Weise weniger relevant geworden, da alle diese Werte in den letzten drei Monaten bereits eingepreist wurden. Die Inflation mag weniger eindeutig sein, doch deuten die aktuellen markt- und umfragebasierten Inflationsschätzungen, die Basiseffekte, die Verschärfung der finanziellen Bedingungen, das rückläufige Wachstum der Anlageinvestitionen und der geringere Arbeitskräftemangel (mit zunehmenden Entlassungsrunden) allesamt auf deflationäre Bedingungen hin. Dennoch, Rationalität anzuerkennen in der Annahme, dass "alles im Preis enthalten ist", ist bei einer so großen Zahl von Unsicherheitsfaktoren wie heute schwer umzusetzen. Darüber hinaus hat die Risikobereitschaft der Anleger Schaden genommen, da die jüngste Wertentwicklung stark gegen eine Umstellung von untergewichteten auf neutrale Positionen spricht. Potenzielle "Verluste" wirken sich doppelt so stark auf die Risikoneigung aus wie potenzielle Gewinne...., und damit sind wir bei den Erkenntnissen der Verhaltensökonomie angelangt.

Die Prospect-Theorie ist ein Verhaltensmodell, das zeigt, wie Menschen zwischen Alternativen entscheiden, die mit Risiken und Unsicherheiten verbunden sind (Wahrscheinlichkeit von Gewinnen oder Verlusten). Sie zeigt, dass Menschen in Bezug auf den erwarteten Nutzen relativ zu einem Referenzpunkt und nicht in Bezug auf absolute Ergebnisse denken. Aus der Perspektive der Vermögensallokation entscheiden die Anleger in Bezug auf Verluste oder Gewinne im Verhältnis zu einer Benchmark. Während einer solchen Bearbeitungsphase wenden die Anleger Faustregeln oder Heuristiken an. Als Nächstes nehmen die Anleger eine Bewertung verschiedener Ergebnisse (Verluste und Gewinne) vor und entscheiden sich für eine Allokation mit dem anscheinend höchsten Wert. Wir befinden uns in einem Zeitpunkt, in dem unsere Überzeugungen (oder die Art und Weise, wie wir Informationen nutzen) zu sehr von Vorurteilen und Heuristiken geprägt sind und nicht von (historischen) rationalen Erwartungen.

Die kognitive Dissonanz ist allgegenwärtig: Ab 2022 wurde die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien positiv. Dennoch werden neue Informationen über die Inflation vernachlässigt, um an der aktuellen Anlagestrategie festzuhalten. Die Anleger fangen an, Informationen zu filtern und richten sich meist nach der Herde. Das Herdenverhalten ermöglicht den Abbau der kognitiven Dissonanz erheblich.

Außerdem wird eine einzige neue Information nicht zu einer Veränderung führen. Hier ist Konservatismus im Spiel. Man kann davon ausgehen, dass der Rückgang der Inflationszahlen am vergangenen Donnerstag nicht zu einer Wende bei den Anleihen oder zu einer Konsolidierung bei den Aktienbewertungen geführt hat. Hierfür sind weitere Beweise erforderlich. Die Faustregel

besagt, dass es 3 bis 5 überraschende Veröffentlichungen oder Beobachtungen braucht, bis sich die eigene Meinung und Anlagestrategie ändert. Konservatismus verzögert sowohl Änderungen in der Vermögensallokation als auch in der Portfoliokonstruktion.

Eine weitere Möglichkeit, wie die Prospect-Theorie die Rationalität verzögern könnte, liegt in der eigennützigen Voreingenommenheit und der voreingenommenen Selbstzuschreibung. Die Tendenz zum Eigennutz veranlasst uns, neue Informationen so zu interpretieren, dass sie für uns am günstigsten sind, und Fakten, die zu anderen Schlussfolgerungen als den von uns vertretenen führen würden, zu minimieren. Häufig neigen Anleger auch dazu, Misserfolge anderen in die Schuhe zu schieben und Erfolge ihren eigenen Fähigkeiten zuzuschreiben, was als verzerrte Selbstzuschreibung bekannt ist. **Darüber hinaus veranlasst uns die Verfügbarkeitsheuristik dazu, die Häufigkeit oder Wahrscheinlichkeit eines Ereignisses zu schätzen.** Da die gegenwärtigen Bedingungen zu Leistungsschwierigkeiten geführt haben, gehen wir mit hoher subjektiver Wahrscheinlichkeit davon aus, dass dies auch in Zukunft der Fall sein wird.

Die oben genannten Verzerrungen und Heuristiken führen zu Momenten der Über- oder Unterreaktion, je nachdem, ob es sich um gute oder schlechte Marktnachrichten handelt. Die Marktreaktionen zwischen Donnerstag, dem 10. November, und Freitag, dem 11. November, passen perfekt in dieses Bild! **Dies führt in den meisten Fällen auch zu exzessivem Handel.** Die Anleger interpretieren die Signale unterschiedlich und wenden unterschiedliche Wahrscheinlichkeiten auf die Verteilung der Renditen risikofreier und risikoreicher Vermögenswerte an. **Am Ende versuchen die Anleger, den optimalen Weg einzuschlagen, sind aber mit Konservatismus und kognitiven Verzerrungen konfrontiert, die die Reise erschweren. Die Kenntnis der kognitiven Dissonanz auf Makro- und Mikroebene könnte die Anleger in die Lage versetzen, sich besser auf relativ lange oder kurze Episoden von Panik oder Hype vorzubereiten.**

Die Panikphase begann im Januar 2022. Die Frontloading-Taktik der Zentralbanken bei der Anhebung der Leitzinsen deutet auf eine relativ kurze Schmerzphase hin. **Neben dem Inflationssignal der letzten Woche haben wir weitere Signale erhalten (verschärftete Finanzbedingungen, schwaches Vertrauen der CEOs, schwaches Investitionswachstum ...), die uns darauf hinweisen, dass Panik Platz machen sollte für eine Phase, in der sich eine rationale Investitionshaltung in den nächsten drei bis fünf Jahren auszahlen könnte. Konzentrieren Sie sich auf den Endzustand, denn es wird nicht einfach sein, in den nächsten Quartalen den optimalen Weg zu finden.**

Die Theorie der rationalen Erwartungen deutet auf eine neutrale Haltung bei der Vermögensallokation hin. Verhaltensbeschränkungen und Heuristiken könnten dazu führen, dass Anleger zu lange an der Seitenlinie oder in einem defensiven, aber bequemen Allokationsrahmen bleiben.