

Geldpolitik verändert die Psychologie

Seit einiger Zeit beeinflusst die EZB den europäischen Kapitalmarkt massiv. Aktuelle Daten zeigen, dass dies Spuren im Anlageverhalten und im Denkmuster vermöglicher Privatkunden hinterlässt. **TEODORO D. COCCA**

Anhand der Daten des kürzlich erschienenen LGT Private Banking Report, dem eine Befragung von Private-Banking-Kunden in der Schweiz, Deutschland und Österreich zugrunde liegt, lassen sich zahlreiche Rückschlüsse auf das aktuelle Seelenleben von vermögenden Privatkunden ziehen. Dabei kommt dem Aspekt, inwieweit die massiven Interventionen der Notenbanken die Perzeption von Anlagethemen und die Verankerung von Erwartungshaltungen beeinflussen, eine zentrale Rolle zu.

Einer der Effekte der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) wird in der Umschichtung von Anlagen mit niedrigem Ertrag (Zins) in Anlagen mit höherem Ertrag und damit auch höherem Risiko (z. B. Aktien) gesehen. Die empirischen Daten belegen diese Umschichtung allerdings nur bei einem geringen Anteil der Private-Banking-Kunden. Die Asset Allocation der Schweizer Kunden ist in der Summe in den vergangenen vier Jahren sehr stabil geblieben, wobei der Cash-Anteil konstant hoch gehalten wurde.

Unterzieht man die Daten weiteren Analysen, zeigt sich aber, dass die Asset Allocation der risikofreudigen Kunden im Zeitverlauf sehr konstant ist, während sich das Anlageverhalten der risikoaversen Investoren über die letzten Jahre kontinuierlich verändert hat. Zwischen 2012 und 2014 wurden die risikoaversen Investoren «aus der Deckung gelockt». Risikoaverse haben damals den Cash- und den Anleihenanteil reduziert und dafür den Aktienanteil erhöht, während die Risikofreudigen ihren Cash- und den Aktienanteil relativ stabil gehalten haben. Ein ähnliches Muster zeigt sich nun auch zwischen 2014 und 2016. Wiederum haben vor allem diejenigen, die sich als risikoavers einstufen, den Aktienanteil weiter auf Kosten von Cash- und Anleihenanteil erhöht. Hingegen haben risikofreudige Investoren ihre Aktienanlagen konstant gehalten.

Der Umstand, dass Anleger, die sich als risikoavers einstufen, durch das niedrige Zinsniveau in Aktien gelockt werden, dürfte zwar einerseits gerade die Intention der Notenbanken sein, im Sinn der Stabilität einer Aktienmarktentwicklung andererseits muss dies kritischer bewertet werden. Bei Marktwidrigkeiten ist zumindest zu vermuten, dass diese Anleger eher die «Nerven verlieren» und zur Volatilitätserhöhung beitragen.

Psychologische Renditehürde von 5%

Klar zeigt sich ein stark positiver Zusammenhang zwischen der durchschnittlich erreichten Rendite auf dem Anlageportfolio und der damit verbundenen subjektiven Renditezufriedenheit. Schon in vergangenen Erhebungen (Studie von 2012 wie auch von 2014) wurde festgestellt, dass eine Rendite von 5% eine Art «Hurdle Rate» für die geäusserte Zufriedenheit der befragten Kunden mit der individuell erreichten Rendite zu sein schien. Diese Resultate sprechen dafür, dass für die subjektive

Zufriedenheit privater Investoren mit der erreichten Rendite weniger der Vergleich mit der durchschnittlichen Benchmark oder eine Form von risikoadjustierter Rendite relevant ist, sondern die Orientierung an einer absoluten (positiven) Rendite massgebend ist.

Diese Erkenntnis scheint sich robust über die Zeit zu halten, wobei nicht eine Rendite über null (wie üblicherweise ein absolutes Renditeziel verankert wird), sondern eben über 5% pro Jahr die psychologische Messlatte darstellt. Auch in der aktuellen Studie zeigt sich, dass im Durchschnitt bei einer Rendite von rund 5% die Zufriedenheit stark steigt. Diese Persistenz der subjektiven «Hurdle Rate» ist vor allem vor dem Hintergrund des



«Ein dominantes Narrativ der vergangenen Monate ist die Alternativlosigkeit von Aktien.»

inzwischen deutlich gefallenem Zinsniveau zu bewerten. Würden die Investoren finanztheoretisch denken, müsste die psychologische «Hurdle Rate» im aktuellen Zinsumfeld sinken, das ist aber nicht der Fall.

Finanztheoretisch liesse sich die trotz gesunkenem risikolosen Zins unverändert bei 5% verankerte subjektive «Hurdle Rate» durch ein wahrgenommenes höheres Risiko von Wertpapieren erklären, was die erwartete Rendite von Aktien (bzw. generell von «Risky Assets») trotz niedrigem Zinsniveau erhöhen würde. Dies lässt sich durch die Daten aber nicht belegen. Eher scheint es, dass ein individuell höheres wahrgenommenes Aktienrisiko mit einer niedrigeren «Hurdle Rate» einhergeht und umgekehrt. In gewissem Sinn trotzen die Investoren so der Versuchung, die künstlich geschaffene Niedrigzinswelt mental in ihren Entscheidungsfindungsprozessen als neues Faktum zu akzeptieren.

Abgefragt wurde ferner das Vertrauen der Befragten in Systeme und Institutionen (wie z. B. das politische System, Weltwirtschaft, Banken etc.). Ein Viertel der Befragten vertraut der EZB als Institution überhaupt nicht, lediglich das globale Finanzsystem schneidet mit einem Drittel schlechter ab. Dort, wo das Vertrauen in die EZB angekratzt ist, hängt das vor allem mit der Sorge um das Auseinanderbrechen des Euros, einer zu hohen Bewertung von Aktien und dem Verunsicherung stiftenden Niedrigzinsumfeld zusammen. Nun mag ein solches Befragungsergebnis stets diffus wirken und eine Interpretation aufgrund sehr individueller Begriffsverständnisse nicht stringent erscheinen. Dem ist ent-

gegenzuhalten, dass vor allem Wahrnehmungen die Entscheidungsprozesse von Individuen steuern und nicht Fakten. Somit ist gerade das diffuse wahrgenommene Bild das eigentlich relevante.

Ein dominantes psychologisches Narrativ der vergangenen Monate ist die Alternativlosigkeit von Aktien. Es zeigt sich, dass der Glaube an dieses «Erzählmuster» bei männlichen Kunden etwas verbreiteter ist als bei weiblichen. Zudem sind Kunden von Privatbanken im Vergleich zu solchen von Grossbanken und eher Kunden mit einem grösseren Vermögen von der Alternativlosigkeit überzeugt. Auch zeigt sich ein direkter Zusammenhang mit der Risikoneigung, die positiv mit dem Glauben an die Alternativlosigkeit korreliert. Über das gesamte Sample vertritt rund ein Drittel der Private-Banking-Kunden die These der Alternativlosigkeit. Die Mehrheit teilt dieses Muster also nicht. Die innere Zerrissenheit einiger Anleger zeigt sich zumindest daran, dass der Glaube an eine Überbewertung von Aktien bei den Anhängern der These der Alternativlosigkeit durchaus Verbreitung findet.

Notenbankpolitik wirkt verunsichernd

Diejenigen, die an die Alternativlosigkeit glauben, weisen zudem ein unterdurchschnittliches Wissen über Finanzthemen auf und ordnen sich häufiger den irrationalen Anlegern zu. Eine wenig erbauliche Tatsache. Während die Überbewertung von Aktien keine breit geteilte Sorge ist, erscheint den wohlhabenden Kunden eher die Bewertung von Immobilien problematisch geworden zu sein. Rund 40% der befragten Kunden geben an, dass die niedrigen Zinsen und die Unsicherheit an den Börsen dazu führen, dass sie nicht mehr wissen, wie sie ihr Geld anlegen sollen. Dieser Anteil erhöht sich bei Kunden mit mehr Vermögen sowie bei risikoaversen und weiblichen Kunden.

Das sich aus den Daten gesamthaft ergebende Psychogramm der Private-Banking-Kunden zeigt, dass die Niedrigzinspolitik der EZB Spuren in den Denkschemen der Investoren hinterlässt. Eine gewisse Anfälligkeit für die propagierten Bilder etwa der Alternativlosigkeit ist erkennbar. Schwerwiegender aber erscheint der Umstand, dass die Notenbankpolitik der EZB per se als verunsichernd wahrgenommen wird. Das dürfte alles andere als im Sinne der Notenbank sein. Allerdings ist auch ersichtlich, dass manche Erwartungshaltungen tief verankert sind und selbst eine so lang andauernde Niedrigzinspolitik noch keine breite Veränderung bewirken konnte. So werden etwa weiterhin Aktien als risikotragende und Anleihen als sichere Vermögensbestandteile gesehen.

Teodoro D. Cocca, Professor für Wealth und Asset Management an der Johannes-Kepler-Universität in Linz und Adjunct Professor am Swiss Finance Institute.