

## SIGLO Timeout Nr. 66

### Behavioral Finance bei Zentralbankern

#### Thema

Behavioral Finance verbindet Erkenntnisse aus der Psychologie mit wirtschaftlichen Modellen. Teilbereiche sind Overconfidence und Illusion of Control. Die Forschung konzentrierte sich bisher vor allem auf menschliches Anlageverhalten an Finanzmärkten sowie Implikationen für die Preisfindung bzw. Preisentwicklung. Heute stehen mit den Zentralbankern aber zusätzliche Markt-Akteure im Rampenlicht, deren Verhalten ebenfalls interessiert. Leider wirken sich deren Verhaltensmuster nicht nur auf das private, sondern auch auf unser volkswirtschaftliches Vermögen aus.

#### Einführung

Aus der Psychologie wissen wir seit Jahren, dass sich Menschen nicht so rational verhalten wie fast alle Finanzmarkt-Modelle unterstellen. Menschen zeigen zahlreiche Verhaltensmuster (sogenannte "Biases"), welche systematisch zu anderen Entscheidungen führen als man bei unmittelbarer und korrekter Auswertung aller verfügbarer Informationen erwarten lässt. Die Liste an Beispielen sprengt unseren Timeoutraahmen und Literatur dazu gibt es ebenfalls genug (z.B. auch unsere SIGLO Timeouts Nr. 23, 25 oder 35), weshalb wir die Biases nur kurz einführen und dann direkt die Problematik der heutigen Lage und die Rolle der Zentralbanken angehen.

Overconfidence lässt Menschen ihr Wissen und ihre Fähigkeiten überschätzen. Man bildet sich ein, Fakten genauer zu kennen als man effektiv tut, bessere Prognosen abzugeben und sicherer Auto zu fahren als die meisten anderen Leute. Die praktische Konsequenz von Overconfidence führt unter anderem dazu, (Anlage-) Risiken zu unterschätzen und gleichzeitig die Stabilität von Finanzmärkten zu überschätzen.

Illusion of Control lässt uns glauben, man könne die Ergebnisse von Situationen und Prozessen aber auch von menschlichen Interaktionen beeinflussen und vielleicht sogar aktiv steuern, obwohl diese in Wahrheit von anderen externen Faktoren getrieben werden. Entsprechend bildet man sich ein, man könne bestimmte Resultate oder Verhalten produzieren, obwohl der Effekt der eigenen Handlung gar nicht derart wirkt.

#### Das heutige Umfeld

Das heutige Anlageumfeld zeichnet sich durch eine Reihe ungewöhnlicher und für die meisten Anleger völlig neuer Umstände aus. Auch hier verzichten wir auf vollständige Aufzählungen und nennen nur eine Reihe zentraler Fakten: Die Weltwirtschaft und ihre führenden Länder sind

aussergewöhnlich hoch verschuldet und fahren mit ihrer Politik weiter. Ihre Schulden relativ zum BIP liegen im Schnitt über 100%. Rechnet man Vorsorgeverpflichtungen dazu, liegen wir global um 300%. Gleichzeitig sind Zinsen so tief wie nie. Rund ein Drittel aller ausstehenden Anleihen wies anfangs Sept. 2016 negative Renditen auf. Henkel oder Sanofi emitieren Zero-Bonds über par, die vor allem die EZB kauft. Trotz dieser enormen Geldschwemme will die offizielle Inflation (CPI) nicht steigen und die Weltwirtschaft seit der Krise '08 nicht richtig wachsen.

#### Ein Schuldenberg aus Versprechungen

Citigroup schätzt die globalen Verpflichtungen aus der Vorsorge auf rund USD 78'000 Mrd. oder knapp 200% des BIPs der Weltwirtschaft. Ein fast unvorstellbar hoher Betrag, den die arbeitende Bevölkerung den Rentnern nie und nimmer bezahlen kann. Erst recht nicht bei negativen Zinsen, weil der Beitrag der Kapitalmarktanlagen nur sehr gering ausfallen dürfte.

**Globale Vorsorgeverpflichtungen betragen gemäss Citigroup rund USD 78'000 Mrd., was 200% des globalen BIPs entspricht.**

Die Vorsorge in der Schweiz ist glücklicherweise wesentlich besser aufgestellt als in den meisten anderen Ländern in der Citi-Studie. Über die Hälfte des globalen Defizits kommt aus den USA. Deren Diskontsätze liegen immer noch bei rund 7%, was uns ehrlich gesagt schockiert. In der Schweiz befinden wir uns gemäss Complemeta Checkup '16 im Schnitt bei einem PK-Deckungsgrad von 100% bei einem Diskontsatz von rund 2.5-3%. Auch das ist im heutigen Umfeld bereits ein sehr ambitioniertes Ziel aber wenigstens nicht völlig unerreichbar, sofern wir mit überhöhten Versprechen aufhören. Ganz triviale Rechnungen dazu haben wir bereits in den SIGLO Timeouts Nr. 18 und 57 mit unseren simplen Milchbüchlirechnungen vorgestellt.

## Verharmlosung der Probleme

Es ist nicht Aufgabe der SNB oder der anderen Zentralbanken Vorsorgewecke zu unterstützen. In der Schweiz heisst das einzige und verbindliche Ziel Preisstabilität. Das ist auch gut so! Dass Notenbanker aber öffentlich betonen, der Ertragsdruck auf PKs stamme von Langlebigkeit und nicht von ihrer Geldpolitik, wirkt zynisch, weil die SNB ohne Gesetzesänderung kostenlose PK-Konti einführen könnte, um den Druck zu lindern. Selbstverständlich ist die eigentlich erfreuliche hohe Lebenserwartung eine grosse Herausforderung. Doch so tiefe Zinsen für PKs verschärfen das Problem. Entsprechend verwirrt es uns, wenn die SNB den schwarzen Peter einfach zurückschiebt anstatt ihre Beiträge zur Lösung zu überdenken. Ebenso wenig teilen wir die Hoffnung, dass steigende Aktienkurse dank weiteren zusätzlichen QE-Programmen die Finanzierung der Verpflichtungen schon früher oder später irgendwie sicherstellen würden.

In den USA verfolgt das Fed es ein duales Ziel, weil die Vollbeschäftigung dazu kommt. Wie es für die EZB definiert ist, wissen wir nicht genau, da Herr Draghi evtl. andere Ziele verfolgt als seine deutschen Kollegen und Gerichte laufend damit beschäftigt sind, neue Massnahmen zu legalisieren. Fest steht jedoch für alle, dass kein Ziel zur Unterstützung einzelner Wirtschaftssektoren (Export) mit Währungspolitik vorliegt. Ebenso wenig kann das Ziel in einem Währungskrieg oder in protektionistischen Massnahmen stecken. Und übrigens gehört auch Wirtschaftsförderung wie z.B. der Kauf von Unternehmensanleihen oder die Stützung der Aktienmärkte nicht zu den Kerngeschäften einer Zentralbank.

## Schulterklopfen im Elfenbeinturm

Man dürfte erwarten, dass sich Zentralbanker bei all diesen Problemherden ernsthaft sorgen und sich aktiv bemühen, ihre Lösungsideen und Massnahmen auf das wirtschaftliche Wohl ihrer Länder bzw. Bürger auszurichten. Man würde offene, innovative und intensive Diskussionen über zahlreiche denkbare Ansätze mit allen Vor- und Nachteilen erwarten. Die perfekte Lösung gibt es zwar nicht, aber dafür sind konstruktive und kritische Debatten notwendiger denn je.

Wenn wir die Medien lesen, gewinnen wir leider einen anderen Eindruck. In Jackson Hole trafen sich Zentralbanker und Theoretiker, um sich gegenseitig zu bestätigen, dass superexpansive Geldpolitik, gepaart mit negativen Zinsen und evtl. gleich auch der Abschaffung von Bargeld der richtige Weg sei. (In der Behavioral Finance

sprechen wir von Self-Confirmation-Bias. Leute tendieren dazu, nur zu lesen, was ihrer Meinung entspricht und nicht was dagegen vorgebracht wird.) Ken Rogoff schlägt Zinsen um minus 6% vor, Stan Fisher rühmt die Erfolge des Feds bei der Aktienkurs-Stützung und Paul Krugman's Jünger schreien nach weiteren Geldspritzen. Ob diesen Leuten klar ist, was sie Sparmern, aktiven Beitragszahlern und damit den PKs zumuten?

Ob die Finanzkrise 2008 ohne die stützenden Massnahmen der grossen Zentralbanken noch schlimmer ausgefallen wäre, wissen wir nicht. Aber es erscheint zumindest plausibel. Ob die Wirtschaft aber in den letzten Jahren tatsächlich dank der weiter ausufernden und grenzenlos anmutenden "Hilfe" der Zentralbanken besser lief, bleibt offen. Wir klammern hier bewusst steigende Aktienkurse als Erholung aus, denn diese sind für uns leider nicht nur das Ergebnis erfolgreicher Realwirtschaft, sondern wohl auch von expansiver Geldpolitik getrieben (Stichwort Asset Price Inflation!) Zuverlässige Hinweise für den durchschlagenden Erfolg der Tiefzinspolitik auf die Realwirtschaft sind also schwierig zu erkennen. Wir beobachten zwar positive Effekte in den von expansiver Geldpolitik begünstigten Sektoren wie z.B. Export. Aber für andere Sektoren wie Versicherungen oder PKs schafft die gewählte Politik der SNB oder auch der EZB und des Fed fast unlösbare Herausforderungen.

## Wollen Zentralbanker Stärke demonstrieren?

Die Geschichte zeigt, dass Anführer in allen Kulturen selten durch Bescheidenheit glänzten. Wer sich durchsetzt und um jeden Preis Macht ausüben will, benötigt eine ordentliche Portion Selbstvertrauen. Zögern und andere Meinungen einbeziehen steht für Schwäche und Scheitern. Wer klaren Kurs vorgibt und Einfluss nimmt, zeigt Stärke und wird eher als Führer akzeptiert. Aufgrund ihrer erstklassigen Ausbildung wäre es denkbar, dass sich die Zentralbanker über alle ihre Behavioral Biases durchaus im Klaren sind. Anstatt ihre gefühlten und auch nachvollziehbaren Zweifel zuzugeben, demonstrieren sie nach aussen Stärke und Kontrolle, um Anlegern die Unsicherheit zu nehmen und ihr Vertrauen (zurück) zu gewinnen. So lässt sich auch ihr fast gebetsmühlenartig vorgetragenes Vertrauen in ihre Analysen und Einschätzungen erklären.

Der Psychologie-Professor Ilhan Yaniv betont in seinen leider viel zu selten zitierten Papers, dass Menschen Antworten auf ihre Fragen wollen. Egal, ob diese nun von Overconfidence geprägt sind oder nicht. Menschen fragen Ärzte nach

Krankheiten, Meteorologen nach dem Wetter in zwei Wochen und Bankangestellte, wo sie ihr Geld investieren sollen. "Ich weiss es nicht", ist keine Antwort wenn man Kunden gewinnen will. Eine klare und staatsmännisch vorgetragene Vision mit einer heissen Story dahinter hingegen schon. Ob diese faktisch stimmt und effektiv so eintrifft oder nicht, spielt bei der Akquisen von Mandaten und Präsidentschaftswahlen offenbar keine Rolle. Es scheint als hätten sich Zentralbanker hier ausnahmsweise von der realen Welt inspirieren lassen. Doch scheinen sich Anleger nicht so leicht überzeugen zu lassen, denn sie haben teilweise bemerkt, dass wir uns heute in neuem, unerforschtem Territorium bewegen.

### Verunsicherung als eine Konsequenz

Was jede Wirtschaft lähmt, sind Unsicherheiten. Anlage- und Investitionsentscheide werden nur ungern gefällt, wenn berechtigte Zweifel über zukünftige Rahmenbedingungen vorherrschen. Natürlich bleiben Finanzmärkte immer riskant und unsicher, weil es sonst auch keine Risikoprämie zu verdienen gäbe. Aber heute scheinen viele Akteure zu Recht mehr als verunsichert. Die Illusion of Control der Zentralbanker äussert sich aus unserer Sicht darin, dass sie die Verunsicherung mit starken Worten adressieren und mit tiefen Zinsen unsichtbar machen wollen. Doch das ist leider nur noch Symptomtherapie.

In unserem Bekanntenkreis gibt es niemanden, der für 0.5% ein nettes Haus mit einer Hypothek finanzieren würde aber bei 1% davon absieht. Es gibt wohl auch nur wenige CEOs, welche die Durchführung von Projekten vorwiegend von den anfallenden Zinskosten abhängig machen. Der Effekt der letzten Zinssenkungen auf sehr tiefem Niveau verpuffte praktisch wirkungslos.

### Erschwerte Preisfindung als Nebeneffekt

Die enormen Geldspritzen der Zentralbanken in die Finanzmärkte erschwert eine fundamental gerechtfertigte Preisfindung nachhaltig. Die EZB stellt bald wohl die gesamte Nachfrage nach gewissen Bonds. Die BoJ macht das schon seit Jahren. Wir kennen das Kreditrisiko von Henkel und Sanofi nicht im Detail. Doch egal wie hoch es ist, negative Zinsen dafür sind bestimmt zu optimistisch. Wo genau sollen für eine Bank oder Investoren die Anreize liegen, diese Titel zu kaufen? Wir sprechen nur seit Jahrzehnten von der frühzeitigen Erkennung von Preisblasen und die EZB finanziert während dessen einzelne Firmen zu negativen Zinsen, um die grösste Blase aller Zeiten noch weiter aufzupusten?!?

Zudem führt diese Politik zu "Crowding Out" auf Seiten der Kreditgeber. Beides mit negativen Effekten für Banken und die Realwirtschaft. Es ist wirklich schwierig, als Stiftungsrat einer PK seine Sorgfaltspflicht sinnvoll zu interpretieren, angesichts dieser schwierigen Lage heute.

### Fazit

Selbstdiagnosen in Overconfidence und Illusion of Control sind schwierig und Kurswechsel bei Anführern oft unbeliebt. Zudem stellt sich die praktische Frage, wie die Zentralbanken ihre aufgeblasenen Bilanzen überhaupt je reduzieren wollen. So deutet wenig auf einen Kurswechsel bei den Zentralbanken hin. Stellen wir uns also weiterhin auf unsichere, volatile und schwer nachvollziehbare Zeiten ein. Ein Mittel dagegen besteht in einer breiten, kausalen Diversifikation. Aus der im Timeout Nr. 64 diskutierten Banken-Disintermediation entstehen wenigstens neue Risikoprämien und Renditequellen, die Beiträge zur Erreichung von Anlagezielen liefern können.

#### **SIGLO Capital Advisors AG**

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,*

*berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,*

*unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,*

*erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

