



«Das süsse Gift der Gewinne vergiftet mich»

INTERVIEW MIT THORSTEN HENS Der Professor am Institut für Banking und Finance erwartet für das kommende Jahr weniger Aktienperformance als in 2023.



Zur Person

Thorsten Hens, 62, ist seit 1999 Professor in Zürich und seit 2009 im Direktorium des Instituts für Banking und Finance der Universität Zürich (UZH). Er beschäftigt sich mit Verhaltensökonomie, dem Abweichen menschlichen Verhaltens von Standardmodellen, und mit evolutionärer Finanztheorie, der Interaktion von Anlagestrategien am Finanzmarkt. Hens studierte an der Universität Bonn und lehrte an den Universitäten Stanford und Bielefeld. Neben seiner Professur in Zürich ist er ausserordentlicher Professor für Finanzen an der Norwegischen Handelshochschule in Bergen und ständiger Gastprofessor an der Universität Luzern. Er berät die Acrevis Bank, Swiss Life Select sowie den Robo Advisor Findependent. Hens ist Stiftungsratspräsident der Rentenfabrik und Gründungspartner des UZH- und HSG-Start-up Behavioural Finance Solutions GmbH.

Verhaltensökonom testet optische Illusionen: FuW hat Thorsten Hens im Wow-Museum in Zürich fotografiert.



Der heimische Aktienmarkt habe im Jahr 2023 enttäuscht und verfüge nun über Aufholpotenzial zu anderen grossen Indizes, sagt der Finanzprofessor und Botschafter des FuW-Börsenspiels Thorsten Hens im Interview. Gold kaufe er nur in Form von Schmuck für seine Frau. Doch auch er als Verhaltensökonom sei nicht gefeit vor systematischen Fehlern beim Anlegen.

Herr Hens, wie würden Sie das kommende Börsenjahr charakterisieren? Ihr Ausblick für 2023, mit einem «Anstieg der globalen Indizes von 10% mit Extremrisiken», war recht treffsicher.

Anleger werden sich 2024 mit moderaten Kursgewinnen zufriedengeben müssen. Ich wage erneut eine Prognose: Die Kursgewinne werden im kommenden Jahr bei etwa 5% zu liegen kommen.

Im Moment ist die Jahresendrally kräftig unterwegs. Die Notenbanken erhalten die Hoffnung der Marktteilnehmer auf baldige Zinssenkungen aufrecht. Warum sollte 2024 weniger gut ausfallen als 2023?

Das kommende Jahr wird von einer Enttäuschung bei den Zinsen geprägt sein. Im Moment ist die Markterwartung tatsächlich so, dass die Zinsen im nächsten Jahr sinken, da die Inflation ins Zielband zurückkehrt. Das mag auch genau so eintreffen. Allerdings gilt das meiner Meinung nach nur für die Leitzinsen und die kurzen Laufzeiten. Doch bei den Langfristzinsen sehe ich keine Bewegung nach unten vom derzeit erhöhten Niveau.

«Die Anleger werden sich im Jahr 2024 mit moderateren Kursgewinnen zufriedengeben müssen.»

Wenn nur die kurzfristigen Zinsen sinken, dann wird die Zinskurve steiler. Warum vollziehen die Langfristzinsen keine ähnliche Abwärtsbewegung?

Es wird vergessen, dass sich die Staaten

nun zu höheren Zinsen refinanzieren müssen, womit das Volumen der angebotenen Staatsschuld steigt. Die Nachfrage nach diesen Staatsobligationen wird mit den enormen Emissionen nicht Schritt halten. Dies hält die Zinsen weiterhin hoch. Entsprechend fällt das beflügelnde Element der sinkenden Langfristzinsen für die Aktien eher weg.

Sind die Erwartungen an die Geldpolitik überzogen?

Die Geldpolitik ist das mächtigste Instrument, da die Fiskalpolitik «ausgeschlossen» ist. Fast alle Staaten sind schon sehr hoch verschuldet. Die Frage ist dann, ob die Zentralbanken Politik machen. Ich denke, sie sind eher eine Feuerwehr, die nur im Notfall eingreift.

Würden Sie trotzdem zum Aktienkauf raten, und wenn ja, wo am ehesten?

Ja, das würde ich, und tatsächlich ist das Wo eine wichtige Frage. Der heimische Aktienmarkt hat im laufenden Jahr ganz klar enttäuscht. Er hinkt der Entwicklung in den USA, in Japan und sogar in Europa hinterher. Selbst wenn man die Performance um die Wechselkursbewegung bereinigt, sieht das Ergebnis wenig schmeichelhaft aus. Insofern hat der Schweizer Markt Aufholpotenzial und sollte entsprechend übergewichtet werden.

Was ist der Grund für das relativ schlechte Abschneiden des heimischen Marktes?

Das Problem ist, dass der Schweizer Aktienmarkt nicht alle Sektoren gut abdeckt und von Schwergewichten geprägt ist. Wenn Roche, Lonza oder Nestlé nicht gut laufen wie in diesem Jahr, dann leidet der gesamte Index darunter.

«Ich denke, dass hierzulande im Bereich Krypto Grosses entstehen kann, weil die Regulierung liberaler ist als andernorts.»

Welche Sektoren fehlen an der Schweizer Börse besonders?

Der Schweiz fehlen natürlich die glorreichen sieben. Es gibt schon viele Tech-Titel, die aber nicht das Gewicht mitbringen, dass sie den Index stützen könnten.

Allerdings ist der IT-Sektor ständig im Wandel, und ich denke, dass hierzulande im Bereich Krypto Grosses entstehen kann, weil die Regulierung liberaler ist als andernorts. Die Schweiz gehört im Kryptobereich bereits jetzt zu den besten drei der Welt, nach China und den USA, und es gibt hierzulande viele Initiativen und Forschungsprojekte.

Apropos Schweizer Aktien: Ihr Start im FuW-Börsenspiel misslang, Ihr Portfolio hat dann aber stark aufgeholt und unter den besten 20% der Spieler abgeschlossen.

Zunächst dachte ich, es sei ein Fehler, mitzumachen. Auf kurze Sicht sind die Börsen eher ein Glücksspiel, sodass man auch mit viel Sachverstand nicht besser als der Durchschnitt sein kann. Aber ich fand die Idee gut, der breiten Öffentlichkeit das Anlegen näherzubringen. Daher war ich gerne bereit, als Botschafter mitzumachen. Und in der Tat war ich nach der ersten Woche auf Platz 12 000 von anfänglich 14 000 Teilnehmern. Zu Beginn bin ich abgestürzt, weil ich Aktien von Lonza hielt. Dann habe ich aber nicht den üblichen Fehler begangen, abzuwarten bis sich der Titel erholt, sondern habe ihn abgestossen. Gegen Ende habe ich mir dann noch Idorsia ins Portfolio geholt. Das hat natürlich enorm geholfen. Ich muss aber auch gestehen, dass einige meiner Studenten deutlich besser abgeschnitten haben.

Haben Sie als Verhaltensökonom während des Spiels etwas dazugelernt?

Ja, das Spiel hat mir gezeigt, dass man sich beim Anlegen nicht mit anderen vergleichen sollte, sondern man soll sich beharrlich darauf konzentrieren, das Vermögen zu vermehren – ob die anderen nun mehr oder weniger haben, sollte einen nicht aus der Ruhe bringen. Über die Jahre als Lang-



zeitinvestor habe ich zudem herausgefunden, dass ich ein ganz gutes Händchen beim Market Timing habe. Generell ist es auch als Investor wichtig, dass man sein Talent erkennt und nicht überschätzt – und dass in einem Team jeder das tut, worin er besser ist.

Dabei geht Ihnen die Anlagephilosophie des Börsenspiels eigentlich gegen den Strich.

Das stimmt, daher war ich anfangs auch skeptisch. Ich investiere nie in ein paar Einzeltitel und trade auch nicht regelmässig. Ich glaube an die breite Diversifizierung des Portfolios und pflege den sogenannten Core-Satellite-Ansatz: ein breit diversifiziertes Kernportfolio aus Aktien, das mit Titeln zu Spezialthemen, bei denen ich mich auskenne, angereichert wird.

«In Gold lege ich nur physisch an – als Geschenk in Form von Schmuck für meine Frau.»

Investieren Sie ausser in Aktien auch in andere Anlageklassen?

Lange Zeit hatte ich nur Aktien und Cash. Aber nun sind die Zinsen wieder attraktiv, sodass ich durchaus auch in Obligationen investiere. In Gold lege ich nur physisch an – als Geschenk in Form von Schmuck für meine Frau.

Haben Sie als Verhaltensökonom bei sich selbst auch schon einen Bias festgestellt, also ein systematisches Fehlverhalten beim Investieren?

Ja, auch ich bin nicht frei von Biases. Ich kaufe immer mutig nach, wenn es runtergeht, vergesse dann aber oft, zu verkaufen, wenn die Kurse zu stark gestiegen sind. Das süsse Gift der Gewinne vergiftet mich zu oft.

Sollte man sein Portfolio schützen, und falls ja, wie?

Das kommt auf die Risikotoleranz an. Wenn man in der Krise den Mut hat, nach-

zukaufen, braucht man das Portfolio nicht zu schützen. Wenn man aber Krisen nicht gut durchsteht, verhindert man durch eine Absicherung einen der grössten Anlegerfehler: in der Krise zu verkaufen. Es gilt jedenfalls, prozyklisches Anlegen zu vermeiden. Wer schwache Nerven hat, sollte das Portfolio absichern. Sie können beispielsweise einen Tail Hedge dazukaufen, um sich gegen Extremrisiken zu schützen, und dann kann die Aktienquote eben auch höher sein. Mit der höheren Aktienquote können wiederum die Absicherungskosten bezahlt werden. Für Privatanleger sind diese Strategien allerdings schwierig zu implementieren.

«Wenn man auf Einzeltitel spekuliert, sollte man kein Rebalancing machen.»

Kaufen Sie in einer Krise konsequent Aktien nach?

Da muss man wirklich aufpassen. Beim indexierten Anlegen kann man das machen, nachkaufen und die Balance im Portfolio wiederherstellen, also ein Rebalancing machen. Wenn man auf Einzeltitel spekuliert, ist das nicht zu empfehlen. Ein Einzeltitel kann auch einfach einen massiven Wertverlust aufweisen und sich eben nicht mehr auffangen, wie wir das bei Credit Suisse und anderen gesehen haben. Ein Index wie der SMI oder der SPI verschwindet nicht einfach.

Ist es wissenschaftlich erwiesen, dass Frauen weniger Risiko beim Anlegen eingehen?

Ja, Frauen legen eher nicht an der Börse an, und wenn, dann konservativer als Männer. Beim grössten Internet-Broker der Schweiz sind 85% der Kunden männlich. Es würde mich nicht wundern, wenn das im FuW-Börsenspiel auch so war (Anm. d. Red.: Der Registrierungsprozess wurde mit möglichst wenigen Angaben ausgestaltet, daher kann der prozentuale Anteil von Frauen nicht ermittelt werden).

Gibt es gemäss Behavioral-Finance-Studien Menschen, die über eine natürliche Veranlagung und das Talent zum Traden verfügen?

Beim Anlegen gibt es ganz unterschiedliche Fähigkeiten. Wir haben ein umfangreiches Projekt durchgeführt, das primär aus drei Schritten bestand. Zum einen haben wir 220'000 Konten eines grossen Internet-Brokers über fünf Jahre analysiert und jeden Trade untersucht. Das gab Aufschluss über die typischen Fehler beim Anlegen. In einem zweiten Schritt haben wir psychologische Tests mit einer zufälligen Auswahl der Kontoinhaber gemacht. Im letzten Schritt haben wir das Gehirn gescannt, also die biologischen Voraussetzungen untersucht. Dabei hat sich schon herausgestellt, dass die Grösse des Angst- und des Lustzentrums eine Rolle spielt. Die Schmerzempfindlichkeit ist ausschlaggebend. Die Anleger, die bei Verlusten sensitiv waren, hatten ein konservativeres Portfolio und waren auch besser diversifiziert. Bei den Zockern ist das Reward-Zentrum stärker ausgeprägt. Das ist die erste Studie der Welt, die alle drei Forschungsmethoden kombinieren konnte. Die Ergebnisse werden erst noch publiziert.

«Ich habe im Lauf des Lebens gelernt, dass es darauf ankommt, Mensch und Maschine zu kombinieren.»

Sie sind auch Informatiker. Was halten Sie vom Einsatz von künstlicher Intelligenz beim Anlegen?

Ich habe Informatik und Ökonomie studiert und im Laufe des Lebens gelernt, dass es darauf ankommt, Mensch und Maschine zu kombinieren. Die Balance zwischen Mensch und Maschine verschiebt sich aber gerade in Richtung Maschine. Die KI kann beim Anlegen nützlich sein, zum Beispiel, um effizient herauszufinden, was die anderen im Markt schon wissen. Aber der Mensch kann immer noch besser Informationen verknüpfen



und qualitative Entscheidungen treffen.

Was ist der grösste Fehler, den Anleger machen können?

Das ist einfach: nicht anzulegen!

.....
INTERVIEW: SYLVIA WALTER



BILD: IRIS C. RITTER, FINANZ UND WIRTSCHAFT/ WOW-MUSEUM.CH, # WOWMUSEUMZÜRICH

«Der grösste Fehler, den Anleger machen können, ist, nicht zu investieren.»