

Buffett and Soros aren't interested in psychology

Gerald Braunberger

Frankfurter Allgemeine Zeitung für Deutschland

March 18, 2011

# Frankfurter Allgemeine

ZEITUNG FÜR DEUTSCHLAND

Freitag, 18. März 2011 · Nr. 65/11 D1

HERAUSGEGEBEN VON WERNER D'INKA, BERTHOLD KOHLER, GÜNTHER NONNENMACHER, FRANK SCHIRRMACHER, HOLGER STELTZNER

2,00 € D 2954 A F.A.Z. im Internet: faz.net

Befragt: Roman Frydman, Professor für Ökonomie an der New York University

## „Buffett und Soros interessieren sich nicht für Psychologie“

Die gängigen Modelle der Finanzmarktökonomien taugen nichts, um große Kursveränderungen zu erklären. Gefragt ist ein Ansatz mit einem realistischeren Bild von Menschen und Märkten.

*Professor Frydman, wir erleben seit vielen Jahren – und in diesen Tagen wieder –, dass Kurse an den Finanzmärkten sehr stark ausschlagen können. Was ist der Grund dafür?*

Die Anleger orientieren sich überwiegend an fundamentalen Wirtschaftsdaten. Das zeigen regelmäßige Befragungen der Nachrichtenagentur Bloomberg, die ich untersucht habe. Oder fragen Sie Investoren wie Warren Buffett und George Soros. Diese Männer haben ihr Leben lang Wirtschaftsdaten analysiert und auf der Basis dieser Analysen ihre Anlageentscheidungen getroffen. Gleichwohl kann sich die Bewertung an den Finanzmärkten unter dem Einfluss psychologischer Einflüsse von der Bewertung durch eine fundamentale Analyse unterscheiden. Auf diese Weise kommen die manchmal sehr großen Kursausschläge zustande.

*Die Kombination aus fundamentaler Analyse und psychologischen Erwägungen*

*gen ist aber nicht Bestandteil der herrschenden Finanzmarkttheorie.*

Nein. Ein Problem der herrschenden Schule ist, dass sie kein sehr realistisches Menschenbild besitzt. Die seit mehreren Jahrzehnten dominierende Hypothese effizienter Finanzmärkte, wie sie zum Beispiel Gene Fama (Universität Chicago) vertritt, kennt nur streng rational handelnde Menschen, die zudem verstehen, wie ein Markt funktioniert. Für die Anhänger dieser Schule spiegeln sehr starke Kursausschläge, zum Beispiel erst ein Boom und dann eine Baisse, ausschließlich die fundamentale Lage an einem Markt korrekt. Fama betont, dass er den Begriff einer Spekulationsblase (Bubble) überhaupt nicht versteht. In diesem Modell kann ein Anleger nur aus Glück besser abschneiden als der Markt insgesamt, da alle Anleger gleich gut informiert sind. Daraus leitet sich die Anlageempfehlung ab, lediglich passiv gemanagte Indexfonds zu kaufen.

*Was stört Sie an dieser Auffassung?*

In diesen Modellen verhalten sich die Menschen wie Computer. Es wird ihnen ein Wissen über Märkte unterstellt, das sie unmöglich haben können. Spontane Entwicklungen, die Märkte wesentlich verändern können, sind in diesen Modellen zudem ausgeschlossen. Diese Modelle sehen so aus, als hätte sie ein sozialistischer Planwirtschaftler entworfen.

*„Nun existiert seit längerer Zeit eine konkurrierende Schule, die man als verhaltensorientierte Finanzforschung („Behavioral Finance“) bezeichnet. Zu ihren bekanntesten Vertretern zählt der Yale-Ökonom Robert Schiller. Diese Schule postuliert, dass die Menschen sich nicht immer rational verhalten.“*

Das ist richtig. Nehmen wir als Beispiel den Boom der Hauspreise am amerikanischen „Subprime-Markt“. Für die Behavioral-Finance-Leute handelte es sich um eine Spekulationsblase als Folge irrationalen Verhaltens von Menschen. Sie stellen auf eine psychologische Erklärung von Marktphänomenen ab und haben viele Schwächen der Vorstellung stets rationaler Anleger an den Tag gebracht.

*Das müsste Ihnen doch gefallen.*

Behavioral Finance überzeugt mich nicht, weil diese Schule den Menschen zu häufig ein irrationales Verhalten nachsagt. Sie fällt gegenüber der These effizienter Märkte mit ihren extrem rationalen Menschen in das andere Extrem. Buffett und Soros interessieren sich nicht für Psychologie.

*Sie gehen mit einer eigenen Theorie, den „Imperfect Knowledge Economics“ (Ökonomie unvollständigen Wissens), einen anderen Weg. Wie sieht er aus?*

Ich verbinde Elemente aus den Lehren zweier großer Ökonomen der Vergangenheit: John Maynard Keynes und Friedrich von Hayek ...

*...die von vielen Nachfolgern als Antipoden geschildert werden.*

Das ist bedauerlich, denn die beiden Männer hat vieles verbunden, darunter ihre Vorstellung von dem Funktionieren von Märkten.

*Was bedeutet das für die Analyse der Vorgänge an den Finanzmärkten?*

Wir benötigen ein realistisches Bild von Menschen und Märkten. Dazu zählt, die Annahme aufzugeben, dass Menschen alles über die Märkte wissen, an denen sie handeln. Hier können wir auf von Hayeks Bild vom Markt als einer Institution zurückgreifen, auf der dezentral vorhandenes Wissen zusammentrifft. Von Hayek hat in seiner Nobelpreisrede gesagt: „Ich gestehe, dass ich wahres, aber unvollständiges Wissen dem Anschein

exakten Wissens bevorzuge, das sich als falsch herausstellt.“ Das Wissen der Menschen ist unvollständig; Marktpreise ergeben sich aus individuellen und unabhängigen Entscheidungen der Teilnehmer.



Roman Frydman

Foto Florian Manz

*Und was machen wir daraus?*

An dieser Stelle kommt Keynes ins Spiel, in dessen Analysen von Finanzmärkten die Anleger schon deshalb nicht alles wissen, weil die Zukunft unsicher und unkalkulierbar ist. Keynes folgert daraus, dass sich Anleger kurzfristig nicht immer rational verhalten, sondern dass gelegentlich psychologische Einflüsse unser Handeln unter Unsicherheit bestimmen.

*Deshalb betrachten ihn ja die Anhänger der „Behavioral Finance“ als Vorläufer.*

Ja, aber zu Unrecht. Keynes sah die Märkte langfristig durch die Orientierung vieler Anleger an fundamentalen Daten geprägt, auch wenn kurzfristig irrationale Übertreibungen möglich sind. Er schrieb: „Wir sollten nicht den Schluss ziehen, dass alles von Wellen irrationaler Psychologie abhängt. Wir erinnern lediglich daran, dass wir als rationale Wesen so gut wie möglich zwischen verschiedenen Handlungsalternativen unterscheiden. Wir berechnen, so gut wir können, aber

oft entsteht unser Handeln auch unter dem Eindruck von Launen oder Gefühlen.“ Die Menschen verhalten sich weder ständig rational noch ständig irrational.

*Nennen Sie ein Beispiel aus der Praxis?*

Nehmen Sie die Hausse am amerikanischen Aktienmarkt in den neunziger Jahren (siehe Grafik). Sie stellt ein typisches Beispiel für einen langfristigen Trend dar. Viele Beobachter sehen in dieser Hausse ein Musterbeispiel für einen irrationalen Aufschwung. Natürlich gab es damals einen ausgeprägten Optimismus bei den Anlegern und Euphorie für viele Internet-Aktien. Im Oktober 1999 wiesen die sechs größten amerikanischen Technologieunternehmen einen Börsenwert von 1650 Milliarden Dollar auf. Das entsprach fast 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Das waren Übertreibungen, keine Frage.

*Seinerzeit warnte Alan Greenspan sogar vor „irrationalen Überschlag“.*

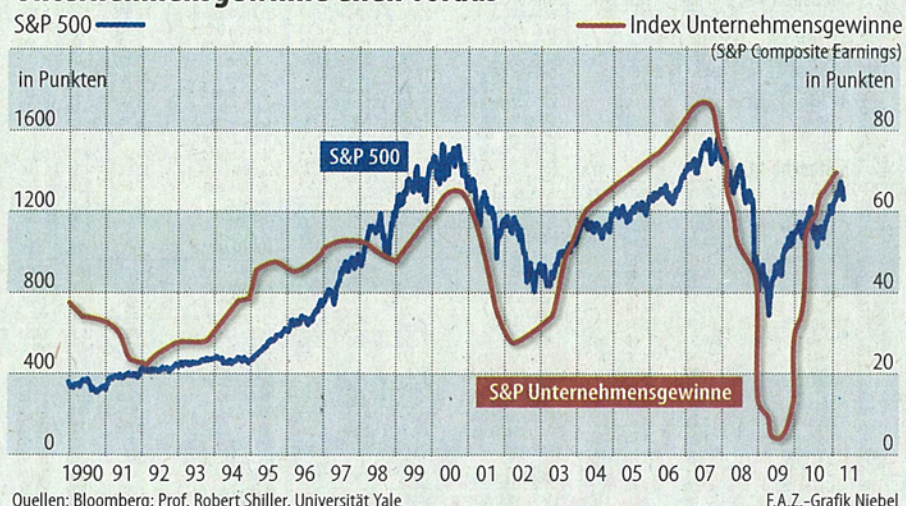
Aber dennoch existieren keine langfristigen Bewegungen, die alleine durch Psychologie oder Charttechnik erklärbar wären. Betrachten Sie die Grafik: Während der neunziger Jahre sind die Unternehmensgewinne deutlich gestiegen; es war eine wirtschaftlich gute Zeit in den Vereinigten Staaten. Die Kurse, hier gemessen am Standard & Poor's-500-Index, liefen lange parallel mit dem Wachstum der Unternehmensgewinne, auch wenn es Ende der neunziger Jahre eine Übertreibung bei den Kursen gab. Seit dem Jahr 2000 sind die Aktienkurse und die Unternehmensgewinne abwechselnd parallel gesunken und gestiegen. Langfristig zählen auch in bewegten Zeiten die fundamentalen Daten.

*Und wie erklären Sie das Ende einer kräftigen Hausse?*

Durch ein anderes Verständnis von Risiko als in der traditionellen Theorie. Dort wird Risiko gemessen anhand des Ausmaßes von Kursschwankungen über einen Monat oder über ein Vierteljahr. Nach meiner Ansicht kalkuliert der Anleger viel langfristiger. Er erkennt im Verlauf einer starken Hausse, dass die Bewertung deutlich höher liegt als in früheren Zyklen und sieht hierin ein steigendes Risiko. Irgendwann wird das Risiko zu groß.

Das Gespräch führte Gerald Braunerger.

### Unternehmensgewinne eilen voraus



Frankfurter Allgemeine  
Zeitung für Deutschland  
Friday, March 18, 2011

Interview with Roman Frydman, Professor of Economics, New York University

### **“Buffet and Soros aren’t interested in psychology”**

The established models of financial market economists are no use when explaining large price changes. What’s required is an approach with a more realistic picture of both people and markets.

#### ***Professor Frydman, for many years now – and once again at the moment – very large price spikes occur in the financial markets. What is the reason for this?***

Investors largely orientate themselves on fundamental economic data. Regularly conducted surveys by the news agency Bloomberg which Michael Goldberg and I have analyzed show this. Or ask investors like Warren Buffet and George Soros. These men have been analyzing economic data all their lives and have made their investment decisions on that basis. Nonetheless the validations in the financial markets which occur under the influence of psychological factors can differ from valuations through a fundamental analysis. This is what brings about price spikes, which can be very large at times.

#### ***The combination of fundamental analysis and psychological considerations is not however part of the predominant financial market theory.***

No. One problem of the predominant school is that it doesn’t have a very realistic idea of humans. The hypothesis of efficient financial markets which has been dominant for many decades and of which for instance Gene Fama (University of Chicago) is a representative only knows people who act strictly rationally and who on top of that also understand how a market functions. For the adherents of this school, very large price spikes – such as first a boom and then a bust – exclusively and correctly reflect the fundamental situation in a market. Fama has emphasized that he simply doesn’t understand the term “bubble.” According to this model, an investor can beat the market only out of sheer luck because all investors are equally well-informed. This has given rise to the investment recommendation to buy only passively managed index funds.

#### ***What bothers you about this view?***

In these models, people act like computers. They presuppose that the participants have a knowledge of markets which they simply cannot possess. Spontaneous developments which can change markets significantly are also excluded in these models. These models look as if they had been designed by a socialist planner in a planned economy.

#### ***Now there has been a competing school for some time called Behavioral Finance. One of its best-known proponents is the Yale economist Robert Schiller. This school postulates that people don’t always act rationally.***

That is correct. Let’s take as an example the house-price boom in the American “sub-prime market.” The Behavioral Finance people view this as a bubble resulting from people’s irrational behavior. They are geared towards a psychological explanation of market phenomena and have laid open many of the weaknesses of the notion of investors who are always rational.

#### ***This should appeal to you then.***

Behavioral Finance doesn’t convince me because this school too often views human behavior as irrational. It goes from one extreme, the efficient market theory with its extremely rational people, to the other. Buffet and Soros aren’t interested in psychology.

#### ***You’re going in a different direction with your own theory of “Imperfect Knowledge Economics”. How would you describe it?***

I'm combining elements from the teaching of two great economists of the past: John Maynard Keynes and Friedrich von Hayek...

***...who are portrayed as exact opposites by many of their successors.***

That is regrettable because both men had much in common, including their idea of how markets function.

***What does that mean for the analysis of what goes on in the financial markets?***

We need a realistic picture of people and markets. This includes abandoning the assumption that people know everything about the markets in which they are trading. Here, we can draw on von Hayek's image of the market as an institution where decentrally available knowledge converges. Von Hayek said in his Nobel prize acceptance speech: "I concede that I prefer real but incomplete knowledge to the pretense of exact knowledge which proves to be wrong." People's knowledge is incomplete; market prices result from individual and independent decisions of the participants.

***And what are we to make of this?***

This is where Keynes comes into the picture, in whose analyses of the financial markets investors don't know everything, for the reason alone that the future is uncertain and incalculable. Keynes concludes from this that investors in the short term don't always act rationally but that every now and again psychological influences determine our actions in situations of uncertainty.

***This is the reason then why the advocates of Behavioral Finance see him as a predecessor.***

Yes, but wrongly. Keynes believed that in the long term, markets are informed by many investors' orientation on fundamental data, even though irrational exaggerations are possible in the short term. He wrote: "We shouldn't draw the conclusion that everything is dependent on waves of irrational psychology. We simply point out that as rational beings we differentiate as well as possible between different alternative actions. We calculate to the best of our ability, but often our actions are also informed by whims or emotions." People act neither always rationally nor always irrationally.

***Can you give us a practical example?***

Take the boom in the American stock market in the 1990's (see graph). It's a typical example for a long-term trend. Many observers see this boom as a prime example for an irrational upturn. Of course at the time there was distinct optimism amongst investors and euphoria about many Internet stocks. In October 1999, the six largest American technology companies had stock market valuations taken together of almost 29 percent of GDP. That was exaggerated, no question about it.

***Alan Greenspan even warned about "irrational exuberance" at the time.***

But still there are no long-term movements which can be explained by psychology or charting alone. Have a look at the graph: during the 1990's, corporate earnings increased substantially; it was a very good time economically for the United States. The stock prices, measured here against the Standard & Poor's 500 Index, for a long time ran parallel to corporate earnings, even though there was a price exaggeration towards the end of the 1990's. Since 2000, stock prices and corporate earnings have in turn fallen and risen in unison. In the long term the fundamentals count, even in eventful times.

***And how do you explain the end of a strong boom?***

By a different understanding of risk than in the traditional theory. There, risk is measured by means of the extent of price fluctuations over the course of a month or quarter. In my view, investors calculate much more long-term. They realize in the course of a strong boom that valuations are significantly higher than in previous cycles and sees that as an increase in risk. At some stage then, that risk gets too big.

Interviewer: **Gerald Braunberger**

S&P 500	Corporate earnings are running ahead	Corporate earnings index (S&P Composite Earnings)
in points	<p><b>Unternehmensgewinne eilen voraus</b></p> <p>in Punkten</p> <p>1600</p> <p>1200</p> <p>800</p> <p>400</p> <p>0</p> <p>1990 91 92 93 94 95 96 97 98 99 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11</p> <p>Quellen: Bloomberg; Prof. Robert Shiller, Universität Yale</p> <p>F.A.Z.-Grafik Niebel</p>	in points
	Sources: Bloomberg; Prof. Robert Shiller, Yale University	F.A.Z.-Grafik Niebel