

markt:aktuell

Kapitalmarktausblick KW 52

20. Dezember 2019

Über das Herdenverhalten der Anleger

Das Herdenverhalten von Anlegern an den Finanzmärkten hängt vermutlich sehr eng damit zusammen, wie Menschen lernen. Menschen lernen einerseits mithilfe der Versuchs-und-Irrtums-Methode und andererseits indem sie erfolgreiches Verhalten der Mitmenschen kopieren. Installiert beispielsweise der Nachbar eine Solaranlage auf dem Dach und verringert damit seine Strom- und Heizkosten signifikant, werden die anderen Nachbarn sich bei ihm erkundigen und unter Umständen auch eine Solaranlage installieren. Ein ähnliches Phänomen ist auch an den Finanzmärkten zu beobachten, wo Anleger oft die in jüngster Vergangenheit und auch derzeit noch erfolgreichen Anlagestrategien anderer Investoren nachahmen. In der realen Welt funktioniert diese Lernmethode meistens sehr gut, während sie an den Finanzmärkten oft zu Herdenverhalten und zu enttäuschenden Ergebnissen führt.

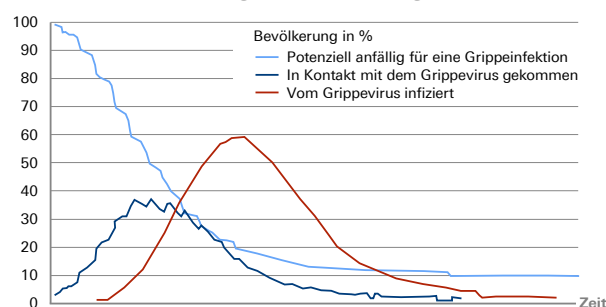
Dabei dürfte der Preis eine entscheidende Rolle spielen. So bleibt der Preis einer Solaranlage in der Regel unverändert, auch wenn die Nachbarn mit einer Installation nachziehen, sodass sich die Erfolgsrechnung des ersten Nachbarn wiederholen lässt. Sollte jedoch der Preis der Solaranlage aufgrund einer großen Nachfrage steigen, dürften die meisten Haushalte in der Lage sein, im Rahmen einer Kosten-Nutzen-Analyse den maximal akzeptablen Preis auszurechnen, weil sich die Kosten und Erträge mit hinreichend guter Voraussicht berechnen lassen. Bei Finanzanlagen spielt der Preis dagegen eine doppelte Rolle – einerseits als Kostenfaktor einer Neuinvestition und andererseits als Basis der Performance schon bestehender Anlagen. Bei einem Kursanstieg fühlen sich die investierten Anleger in ihrer Entscheidung bestätigt, während Neuanleger dann zwischen den gestiegenen Kosten einerseits und der Teilnahme am offensichtlichen Erfolg der Anlage andererseits abwägen müssen. Das große Problem dabei ist, dass sich ein maximal akzeptabler Kurs nicht einfach ausrechnen lässt. Die Erfahrung der vergangenen 20 Jahre zeigt, dass wenn es um die Zukunft geht, der Fantasie keine Grenzen gesetzt sind und sich mehr oder weniger jeder Kurs mit den geeigneten Annahmen rechtfertigen lässt.

Je weiter sich eine Anlage(grippe)welle bereits ausgebreitet hat, desto mehr Vorsicht ist geboten

Dabei ist zu beobachten, dass sich das Herdenverhalten oft wie eine Grippewelle ausbreitet. Am Anfang ist nur

eine sehr kleine Gruppe in einer Finanzanlage investiert (in Kontakt mit dem Virus). Mit zunehmendem Erfolg der Finanzanlage kommen immer mehr Bevölkerungsgruppen in Kontakt mit der Anlageidee, von der sich ein bestimmter Prozentsatz dann anstecken lässt und auch investiert. Wenn schon fast die gesamte Bevölkerung in Kontakt mit dem Virus gekommen ist, liegt die Infektionsrate am höchsten. Da der Virus dann kaum noch gesunde Personen findet, die er anstecken könnte, ebbt die Grippewelle wieder ab.

Finanzmarktblasen entwickeln sich wie Grippewellen Schematische Darstellung der „Theorie des größeren Narren“



Quelle: Metzler

Damit erklärt sich sehr anschaulich, warum es an den Finanzmärkten immer wieder zu Trends kommt, die oft in einer Übertreibung enden. Und es lässt sich begründen, warum viele Anleger oft uneinsichtig sind und sich nicht von Gegenargumenten überzeugen lassen. Schon seit frühester Kindheit erleben die Menschen die Methode des Kopierens als sehr erfolgreich und übertragen sie daher automatisch auf alle Lebenslagen. Wichtig ist es daher, aufmerksam zu bleiben: Wenn alle über eine bestimmte Finanzanlage sprechen, wie derzeit zum Beispiel über Private Equity, könnten die Anlage(grippe)welle und die Kurse schon ihren Hochpunkt erreicht haben. Darüber hinaus ist es wichtig, sich immer selbst kritisch zu fragen, warum man bestimmte Anlagen derzeit präferiert und warum andere Anlage unattraktiv erscheinen.

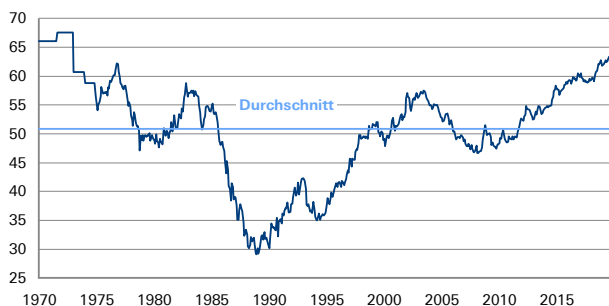
MSCI Welt: Dominanz der US-Aktien auf historischem Hoch

Eine weitere Auffälligkeit in diesem Zusammenhang ist die Dominanz der US-Aktien in den vergangenen Jahren. Historisch scheint das Gewicht von US-Aktien im

MSCI Welt um einen Wert von etwa 50 % zu schwanken. Einen Tiefpunkt erreichten die US-Aktien 1989 mit einem Anteil von unter 30 %, während sie derzeit mit einem Anteil von 63,4 % nahe historischer Höchststände gehandelt werden. Das ist das Ergebnis einer außergewöhnlich hohen Outperformance von US-Aktien gegenüber ihren Pendanten in den anderen entwickelten Volkswirtschaften seit 2010.

Massive Outperformance von US-Aktien seit 2010

Marktkapitalisierung des MSCI USA in USD in % des MSCI Welt

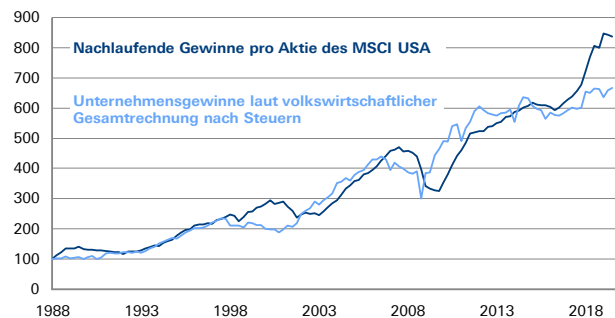


Quelle: <https://www.policyuncertainty.com>; Stand: 30. September 2019

Werden die US-Technologieunternehmen die Welt erobern und den Unternehmen in Europa, Japan, Kanada etc. die Gewinne noch weiter wegnehmen können? In diesem Fall könnten US-Aktien noch weiter outperformen. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass schon alle guten Nachrichten für US-Aktien in den Kursen eingepreist und damit die Risiken für zukünftige Enttäuschungen gestiegen sind. Damit könnte der Anteil von US-Aktien in absehbarer Zeit wieder in Richtung 50 % sinken – umso mehr, als der Gewinnausweis von US-Aktienunternehmen Unstimmigkeiten enthält. So zeigte Bloomberg in einer Analyse der nachlaufenden Unternehmensgewinne der S&P-500-Unternehmen unter Einsatz des sogenannten Benford-Gesetzes, das oft beim Aufdecken von Bilanzmanipulationen genutzt wird, unstimmige Zahlenverteilungen im Gewinnausweis. Die Unternehmensgewinne in allen anderen Regionen folgen dagegen dem Benford-Gesetz. Ein ähnliches Muster zeigt sich, wenn man die Entwicklung der nachlaufenden Gewinne pro Aktie der MSCI-USA-Unternehmen mit den Unternehmensgewinnen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung vergleicht. Schon in den Übertreibungsphasen 1999/2000 und 2006/2007 war eine Abkoppelung beider Größen zu beobachten. Damals nutzten die US-Unternehmen in der Spätphase des Booms also alle bilanztechnischen Möglichkeiten, um hohe Gewinne auszuweisen.

Fragezeichen bei den ausgewiesenen Gewinnen von US-Aktienunternehmen

Indexiert; 31. März 1988 = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 15. August 2019

Großbritannien nach der Wahl: Konjunkturprognosen könnten sich als zu pessimistisch erweisen

Das Wahlergebnis spricht dafür, dass sich das Wirtschaftswachstum in Großbritannien beleben wird. So wurde die Gefahr einer sozialistischen Politik alter Schule mit der Abwahl der Labour-Partei gebannt; zudem besteht endlich weitgehende Klarheit über den Brexit-Fahrplan bis Ende 2020. Dementsprechend könnten viele Unternehmen nun ihre lange Zurückhaltung aufgeben und wieder zu investieren beginnen. Auch plant die neue Regierung, die Staatsausgaben merklich zu erhöhen, was das Wirtschaftswachstum im Jahr 2020 um etwa 0,5 %-Punkte in die Höhe treiben könnte. Die Konsensusprognose, wonach sich das Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr von 1,3 % auf 1,0 % abschwächen wird, dürfte sich damit als viel zu pessimistisch erweisen. Wahrscheinlich dürfte sich das Wirtschaftswachstum ganz im Gegenteil sogar bis auf über 1,5 % beschleunigen.

Schon in den ersten Tagen nach seinem Wahlerfolg hat Boris Johnson deutlich gemacht, dass die neue britische Regierung die Handelsbeziehungen mit der EU bis Ende 2020 geklärt haben will. Dabei ist es Großbritannien wichtig, nicht mehr der EU-Gesetzgebung folgen zu müssen. Aus der daraus resultierenden regulatorischen Divergenz lässt sich schließen, dass Vereinigtes Königreich und Europäische Union voraussichtlich nur ein minimales Handelsabkommen mit umfangreichen Grenzkontrollen und Zöllen vereinbaren werden. Offen ist, ob die britischen Unternehmen unter diesen Umständen wieder mehr investieren werden aufgrund der neuen regulatorischen Freiheiten oder ob sie weniger investieren werden aufgrund der höheren Transaktionskosten im Handel mit der EU.

Veröffentlichung nur weniger Konjunkturdaten in der kommenden Woche

In den USA werden am Montag die Zahlen zu den Neu-
bauverkäufen (Montag) und zu den Auftragseingängen
(Dienstag) veröffentlicht. In Japan stehen am Freitag die
Daten zum Arbeitsmarkt und zur Inflationsentwicklung
im Fokus.

Frohe Weihnachten und alles Gute für 2020 wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management



Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.