

# apoFokus



Psychologie und Aktienmarkt –  
Nicht nur Zahlen machen Kurse



---

*Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG, Düsseldorf, unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn / Frankfurt.*

*Die in diesem APO-Fokus enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar. Sie zielen nicht auf das individuelle Anlageprofil des Empfängers ab, sondern enthalten allgemeine Informationen, die eine selbstständige Anlageentscheidung erleichtern sollen. Mit dem APO-Fokus ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf verbunden.*

*Der APO-Fokus beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung / Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.*

*Nachdruck nur mit Genehmigung der Deutschen Apotheker- und Ärztebank eG.*

## Inhalt

---

Einleitung	4
Fundamentale versus psychologische Kursfaktoren	4
Behavioral-Finance-Theorem: Anleger-Anomalien	6
Psychologisch bedingte Börsenzyklen	8
Anwendung der Börsenpsychologie in der Anlagepraxis	11
Indikatoren zur Messung psychologischer Kursfaktoren	14
Zur Historie: Fundamentaldaten oder Börsenpsychologie als Trendtreiber des DAX?	19
Zusammenfassung	21



## Einleitung

Aktienkurse werden von vielen Faktoren bestimmt. Eine grobe Klassifizierung unterscheidet zwischen fundamentalen (wirtschaftlichen) Faktoren, psychologischen Faktoren sowie zahlreichen Sonderfaktoren. Gäbe es nur die fundamentalen Faktoren, wären die Kurse einfacher vorauszusagen. Die Theorie kennt anerkannte Bewertungstechniken für eine „vernünftige“ Bewertung des Gesamtmarktes oder der Einzelaktien in „ruhigen“ Börsenzeiten. Die Aktienbörse verhält sich allerdings selten „vernünftig“. Sie kennt Euphoriephasen und Zusammenbrüche, die fundamental bzw. durch Sonderfaktoren nicht erklärt werden können. Isaac Newton bemerkte dazu: „Die Bahn der Himmelskörper kann ich auf Zentimeter und Sekunden genau berechnen, aber nicht, wie eine verrückte Menschenmenge die Börsenkurse in die Höhe oder Tiefe treiben kann“. Mit der verrückten Menschenmenge meinte der berühmte Astronom die Kapitalanleger, wenn diese den Pfad der Vernunft verlassen und ihr Handeln nicht nach fundamentalen sondern nach psychologischen Faktoren ausrichten. Der psychologische Erklärungsansatz des Börsengeschehens erhebt nicht den Anspruch, eine „faire Bewertung“ bzw. „realistische Kursziele“ zu liefern. Er informiert allerdings relativ gut, wann Übertreibungsphasen an den Märkten vorkommen.

Der vorliegende apoFokus versucht diese Phänomene zu hinterfragen und befasst sich mit den Umsetzungskonzepten verschiedener Erkenntnisse der Börsenpsychologie in der Anlagepraxis. Zur „Auflockerung“ des Themas sollen einige gängige „Börsenweisheiten“ sowie Begriffe aus dem Börsen-Fachjargon herangezogen werden. Sie mögen manchmal zu flapsig klingen, enthalten aber doch ein Quäntchen Wahrheit.

## Fundamentale versus psychologische Kursfaktoren

Warum liefert die Fundamentalanalyse „berechenbarere“ Kurse?

Wie im übrigen Wirtschaftsleben, so werden auch am Aktienmarkt die Preise (Aktienkurse) als ein Vielfaches (Multiplikator) der Erträge, welches das gehandelte Gut (Aktie) abwirft, begründet. So wird je nach Höhe des landesspezifischen Zinssatzes eine Gewerbeimmobilie mit dem 10-fachen (entspricht einem Zins von 10%) bzw. einem 14-fachen (Zins 7,2%) ihrer Jahresmiete bewertet. Beträgt die Miete z. B. 500.000 € p. a. kann der Verkäufer mit 5 Mio. € bzw. 7 Mio. € als „fairen Preis“ rechnen. Je nach Angebot und Nachfrage sind hiervon Abweichungen bis 10% nach oben bzw. nach unten denkbar. Preise von 2 Mio. € bzw. 8 Mio. € wären dagegen wohl kaum durchsetzbar.

*Börse – Ein Sammelplatz  
für Verrückte?*

*Börsenkurse schwanken  
stärker als andere Preise*

Anders verhält sich die Börse. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) stellt hier „unseren“ Multiplikator dar und die Mieterträge sind die Ergebnisse je Aktie (im Aktienindex: die gewichtete Gewinnsumme aller Indexgesellschaften). Wenn sich die Kurse bei unveränderten Zinsen im gleichen Tempo wie die Gewinne ändern, bleiben die Aktien „fair“ bewertet und das KGV konstant. Die Vorstellung von „fairen“ Bewertungsrelationen bleibt in der Börsenrealität allerdings eine Utopie, wie die Tabelle zeigt.

*KGV-Schwankungen als Ausdruck hoher Börsenvolatilität (ausgewählte DAX-Titel 2003 – 2005)*

DAX-TITEL	2003		2004		2005	
	höchst	tiefst	höchst	tiefst	höchst	tiefst
Deutsche Telekom	49	30	15	11	13	10
Siemens	24	12	18	14	29	22
SAP	40	19	34	27	32	23
TUI	11	5	8	5	9	6

Quelle: Hoppenstedt

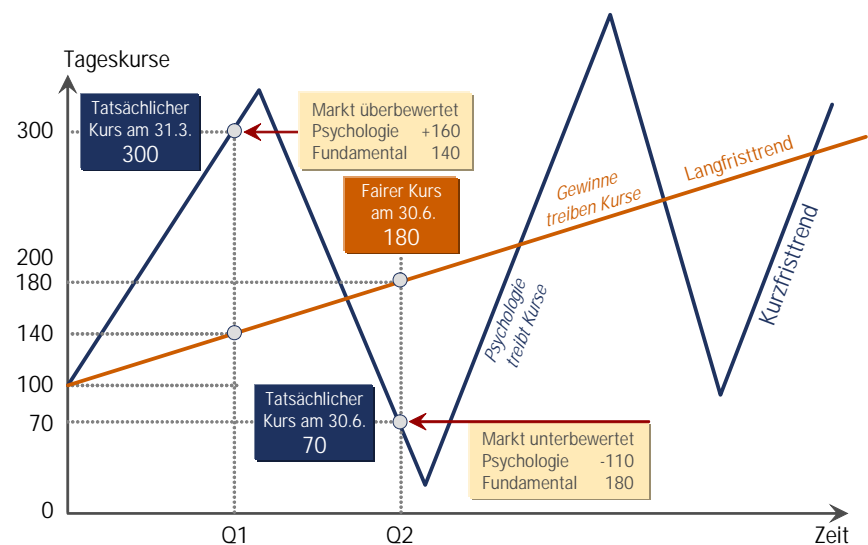
Im präsentierten Beispiel betragen die extremen KGV-Schwankungen z. B. in 2003 oft über 100%. Von der „zulässigen“ 10%-Abweichung, wie unterstellt, konnte kaum die Rede sein. Statistiken zeigen allerdings auch, dass im Langfristvergleich und bei einer breit gestreuten Anlage (Depot, Index) Volatilitäten, auch an der Börse, sich erheblich reduzieren.

Ursachen der exorbitanten Abweichungen vom „fairen Wert“

*Der „faire“ Wert – eine Erfindung der Analysten?*

Seit nunmehr 20 Jahren wird versucht, diese Schwankungen mit psychologischen Faktoren zu erklären. Definitionsgemäß umfassen diese die Differenz zwischen dem „fairen“ Wert und dem tatsächlichen Tageskurs. Vorgenannter Sachverhalt lässt sich gut graphisch darstellen.

*Fundamentale versus psychologische Börse*





### *Psychologie als Erklärung für Börsenextreme?*

Die Börsenpsychologie wirkt kurz- bis mittelfristig in beide Richtungen, mit der Folge, dass eine Aktie (Aktienindex) eine zeitlang unter- und eine andere überbewertet ist. Während die Tageskurse reell erscheinen, sind die „fairen“ Werte (auf dem Langfristtrend) fiktive Konstrukte aus dem Rechenlabor der Analysten. Sie werden unterschiedlich ausfallen, je nach den angewendeten Methoden, die sich an verschiedenen Kennzahlen (aktueller Gewinn, Gewinnwachstum, diskontierter cash-flow, diskontierte Dividende, Eigenkapital mit/ohne stille Reserven usw.) orientieren. Folglich verändert sich auch die zyklisch um den „fairen Wert“ oszillierende Unter- bzw. Überbewertung unterschiedlich stark. André Kostolany, bekannter Börsenguru des vorigen Jahrhunderts, pflegte zu behaupten, dass kurzfristig 90% jeder Kursänderung auf psychologische und nur 10% auf fundamentale Faktoren zurückzuführen sei. Der Altmeister verdeutlichte diesen Sachverhalt mit dem plakativen Bild des spazierenden Herrchens (Langfristtrend) und dem vor- und nachlaufenden Hündchen (Tageskurs) an der Leine. Das Herrchen (der Langfristtrend) bestimmt allein die Marschrichtung. Das Hündchen (der Tageskurs) kann von dieser Route zwar für eine Weile abweichen, ist aber nicht im Stande einen eigenen Weg zu gehen.

### *Bulle und Bär; alt bekannte Börsensymbole*

Bleiben wir bei den Vergleichen. Den meisten Anlegern ist das Wahrzeichen der Börse, die Konkurrenten Bulle und Bär, sehr gut bekannt. Während auf dem „Bullenmarkt“ die Optimisten das Sagen haben, beherrschen in einem „Bärenmarkt“ die Pessimisten die Szene. Auch diese beiden Urgestalten symbolisieren sehr plastisch die Börsenstimmung aus psychologischer Sicht.

## Behavioral-Finance-Theorem: Anleger-Anomalien

Im Folgenden werden die Ursachen der wesentlichen Bedeutung der Psychologie im Börsengeschehen analysiert.

### *Homo oeconomicus eine Utopie?*

Der wirtschaftswissenschaftliche Ansatz, welcher diese Problematik behandelt, ist unter dem englischen Begriff Behavioral-Finance (verhaltensgesteuerte Finanzwirtschaft bzw. Börse) bekannt. Im Mittelpunkt steht dort die These, die extremen Schwankungen werden durch das irrationale (anormale) Verhalten der Anleger verursacht. Damit steht dieser Ansatz im krassen Gegensatz zur Fundamentalanalyse, u. a. die vom rationalen (normalen) Verhalten der Marktteilnehmer, dem so genannten homo oeconomicus, ausgeht.

*Fundamental- und Verhaltenstheorie – zwei Welten*

Annahmen der Fundamentaltheorie	Annahmen der Verhaltenstheorie
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Homogene Investoren (alle denken gleich)</li> <li>■ Vollkommene Information (allen zugänglich, gleicher Wissensstand)</li> <li>■ Unabhängiges rationales Verhalten (kein Kopieren anderer Anleger)</li> <li>■ Ausgleich individueller Fehler (Nivellierungseffekt)</li> <li>■ Funktionierendes Arbitrageprinzip (Kursunterschiede werden ausgeglichen)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Heterogene Investoren (jeder Anleger ist ein Individuum)</li> <li>■ Unvollkommene Information (Information zu spät; falsch gedeutet)</li> <li>■ Abhängiges irrationales Verhalten (Kopieren anderer Anleger)</li> <li>■ Aggregation von Verhaltensfehlern (Verstärkungseffekt)</li> <li>■ Arbitrageprinzip eingeschränkt (Kursunterschiede werden ausgenutzt)</li> </ul>

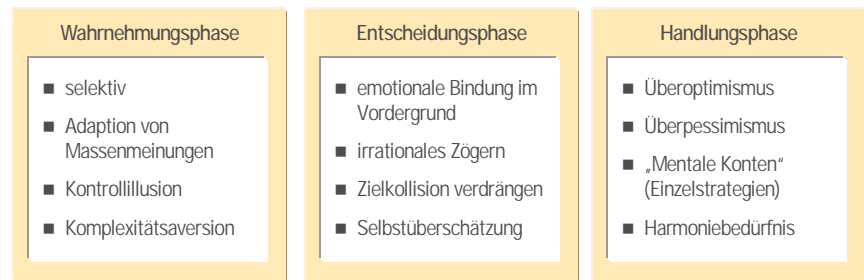
Die Aussagen des Behavioral-Finance-Theorems müssen durch folgende Ergänzungen und Einschränkungen relativiert werden:

*Was ist an der Börse schon normal?*

- > Was als rationales Verhalten gilt, wird nicht eindeutig definiert bzw. lässt sich a priori nicht bestimmen. So können Zinssteigerungen fallende Aktienkurse mit sich bringen. Die „rationale“ Erklärung lautet dann: Renten werden durch höhere Zinsen attraktiver, wodurch Anleger ihre Depots in diese Richtung umschichten. Zinssteigerungen könnten aber auch steigende Aktienkurse induzieren (die „rationale“ Erklärung hierzu: der Zinsanstieg signalisiert eine Konjunkturerholung und damit Phantasie auf zukünftige Unternehmensgewinne). Beide Reaktionen lassen sich als „rational“ interpretieren, aber welche ist richtig?
- > Normales oder anormales Verhalten ist als Handlung in Reaktion auf eine (neue) Information zu verstehen. Wann diese zu erfolgen hat, bleibt unklar. So kann die Börse direkt nach der Bekanntgabe guter Gewinnzahlen mit Kursverlusten reagieren (*Börsenweisheit: „Sell on good news!“*), einen Tag später aber mit kräftigen Gewinnen (endlich rationales Verhalten?) aufwarten. Es kann auch gar nichts passieren (gute Zahlen sind in den Kursen eskomptiert) und der Kurs reagiert erst auf eine andere Meldung. Welche dieser drei Verhaltensweisen ist nun rational?
- > „Irrationales Verhalten“ gibt es im Wirtschaftsleben nicht nur an der Börse. Der Snob-Effekt bei der Preisbildung (erst höhere Preise kurbeln die Nachfrage an), die inverse Zinsstrukturkurve an den Rentenmärkten oder die „Lohnfindung“ bei Tarifverhandlungen sind hierfür markante Beispiele.



### Anlegeranomalien in verschiedenen Phasen



Ungeachtet dieser Einwände hat Behavioral-Finance einen Katalog von Anleger-Anomalien identifiziert. Diese können in allen drei zeitlich nacheinander folgenden Phasen, d. h. der Wahrnehmung, der Entscheidung und der Handlung vorkommen, müssen es aber nicht.

*Erst „anormales“ Handeln ist kursrelevant – denken und entscheiden dagegen noch nicht*

Beispiel: Schätzt ein auf Sicht fliegender Pilot bei der Landung seine Höhe falsch ein, unterliegt er einer Wahrnehmungs-Anomalie. Trifft er daraufhin eine falsche Entscheidung und landet mit überhöhter Geschwindigkeit, kommen die Entscheidungs- und die Verhaltens-Anomalien hinzu. Unser Pilot erleidet eine Bruchlandung. Diese Kausalkette ist aber nicht zwangsläufig. Denn er kann sich anders entscheiden und verhalten, indem er auf bewährte Altpraktiken zurückgreift (also die Geschwindigkeit drosselt) und die Wahrnehmung der falschen Höhe ignoriert. In diesem Fall ist er gerettet. Ähnliche Phänomene kennt auch die Börse. Treffen Anleger trotz falscher Wahrnehmung guter Auftragszahlen (hohe Stornogefahr wird verdrängt) keine Entscheidungen und tätigen keine Transaktionen (Käufe/Verkäufe) reagiert der Aktienkurs nicht.

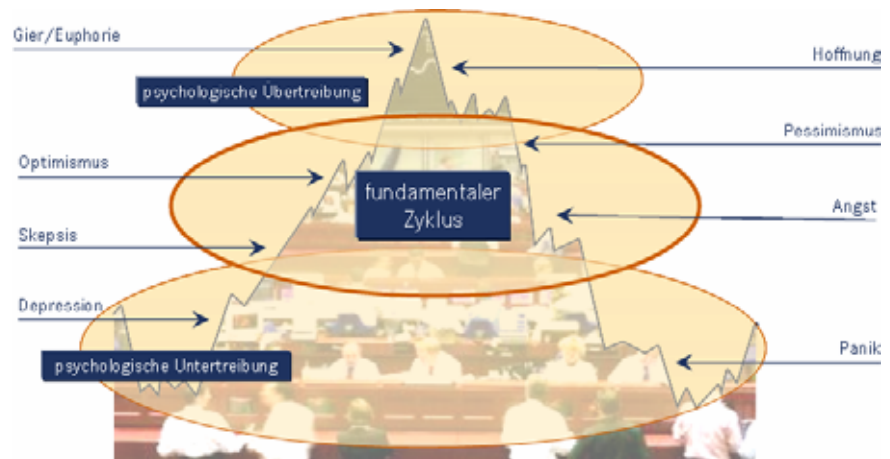
Solange „anomale“ Wahrnehmungen und Entscheidungen nicht in konkrete Handlungen umgesetzt werden, sind diese Reaktionen sowohl im täglichen Leben als auch an der Börse „unschädlich“.

### Psychologisch bedingte Börsenzyklen

Umgekehrt, sobald sich jedoch die zitierten Anomalien der Marktteilnehmer in konkreten Handlungen niederschlagen, werden sie die Tageskurse beeinflussen. Da der Verlauf der Tageskurse einer Zyklizität unterliegt, kann von einem durch anomales Anlegerverhalten generierten (psychologischen) Börsenzyklus gesprochen werden.



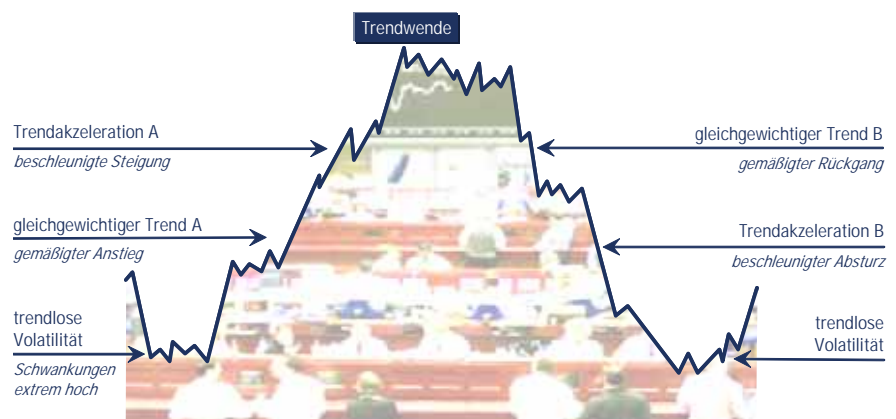
### Aktienmarkt-Zyklus aus psychologischer Sicht



*Menschliche „Irrationalität“  
wiederholt sich ständig*

Dieser Zyklus wird gewöhnlich in sechs Phasen unterteilt. Strittig ist, ob sein gesamter Verlauf oder nur die Übertreibungsphasen – die fundamental nicht gerechtfertigten Über- und Unterbewertungszonen – durch die Psychologie erklärt werden müssen. Man kann sich vorstellen, dass Phasen der Skepsis und des Optimismus im Aufschwung und des Pessimismus und der Angst im Abschwung „normal“ und damit fundamental „gerechtfertigt“ sind. Im Umkehrschluss impliziert dies, dass es Börsenzyklen gibt, die ausschließlich aus Sonderfaktoren und/oder aus fundamentalen Fakten entstanden sind, da sie keine Über- und Untertreibungszonen aufweisen. Diese Begründung erscheint umso plausibler, als dass – wie empirisch beobachtet – gerade vor den Wendepunkten die Kurssprünge- bzw. Kursabstürze die Zyklizität noch einmal verstärken (Akzelerationsphasen). Bei anderen „rational“ verlaufenden Wirtschaftszyklen werden dagegen vor den Tops eher Sättigungstendenzen (abnehmende Steigerungsraten) erwartet.

### Unterschiedliche Geschwindigkeiten im Aktienmarkt-Zyklus





Die Einzelphasen eines „klassischen“ Börsenzyklus lassen sich vereinfacht wie folgt charakterisieren:

*Alle Jahre wieder:*

> Trendlose Volatilität (Unterbewertung)

In dieser Phase der allgemeinen Unsicherheit ist das Verhältnis rational und irrational agierender Marktteilnehmer ausgeglichen. Die Verunsicherung der Akteure geht auf die vorherige Talfahrt zurück und schlägt sich in einer starken Unterbewertung nieder. Verbesserte Fundamentaldaten werden ignoriert. Die hohe Liquidität verleitet immer wieder zu Engagements in Aktien, die aber wiederholt zurückgeschlagen werden. Die Tradinggeschäfte führen eher zu einem fragwürdigen Erfolg. *Börsenweisheit: „Hin und Her macht Taschen leer!“*. Die Volatilität bleibt hoch.

*Von der Angst ...*

> Gleichgewichtiger Trend A („faire“ Bewertung)

Marktteilnehmer geben sich zunehmend rationaler und optimistischer. Verbesserte Fundamentaldaten und Kurserholungen werden intensiv in den Massenmedien kommuniziert. Anleger verdrängen sukzessive das Talfahrt-Syndrom und haben erstmalig Angst, „an der Börse etwas zu verpassen“. Umsätze ziehen auf breiter Front an.

> Trendakzeleration A (zunehmende Überbewertung)

Die Kurse beginnen sich von der wirtschaftlichen Realität zu entfernen. Die positive Stimmung am Markt verbreitet sich so schnell, dass auch unerfahrene Anleger einsteigen („Milchmädchenhausse“). Der ansteckende Überoptimismus bewirkt am Ende dieser Phase eine Überbewertung der Aktien und Kurssprünge. *Börsenweisheit: „Die Hausse nährt die Hausse!“* Die Titel steigen nur noch vereinzelt. Verschlechterte wirtschaftliche Daten werden nicht wahrgenommen oder unterdrückt.

*... über die Euphorie ...*

> Trendwende (maximale Überbewertung)

Der Markt kommt erstmalig für längere Zeit zum Stoppen, obwohl die Aktienquoten weiter zunehmen. Anleger warten „krampfhaft“ auf weiter steigende Kurse und verkaufen nicht bei ersten Rückschlägen. Im Gegenteil: Sie halten sehnsüchtig Ausschau nach positiven Nachrichten und „zurückgebliebenen“ Werten. Beunruhigte Analysten versuchen mit neuen fragwürdigen Methoden (z. B mit der „Umstellung“ der Bewertungsmodelle von der Gewinn- auf die cash flow-Basis) die Blase zu rechtfertigen. Warner werden als „Miesmacher“ abgetan. Die letzten unerfahrenen Anleger steigen bei nervösem und volatilem Handel ein. Nachrichtendienste und Börsenbriefe heizen die nervöse Kaufstimmung zusätzlich an. Die IPO-Tätigkeit und Kapi-

talmaßnahmen laufen auf Hochtouren. Es gibt keine Regel für die Zeitdauer dieser Phase. Sie kann einige Monate dauern oder auch sehr kurzlebig sein.

> Gleichgewichtiger Trend B („faire“ Bewertung)

Bereits leicht verschlechterte Fundamentaldaten führen zu Verkäufen, denen fast keine Käufer mehr gegenüberstehen (fehlende Liquidität, da alle investiert sind). Viele irrationale Anleger halten aus Verlustaversion, d. h. der Abneigung Verluste zu realisieren, an ihren Beständen fest. Engagierte Profis versuchen mit Durchhalteparolen das „künstlich“ gehaltene hohe Niveau für den eigenen Ausstieg zu nutzen. *Börsenweisheit: „Der nächste Aufschwung kommt bestimmt!“*. Am Ende dieser Phase bleibt der Aktienmarkt nur leicht überbewertet.

... zur Panik ...

> Trendakzeleration B (zunehmende Unterbewertung)

Irrationale Panik – nicht selten ausgelöst durch banale Anlässe – erfasst die Marktteilnehmer auf breiter Ebene. Die Kurse fallen überproportional bei hohen Umsätzen. Auch gute Werte werden in „Sippenhaft“ genommen. Viele naive Anleger – Kostolany spricht von „zittrigen“ Händen – mobilisieren die letzten Reserven, um ihre überbewerteten „Einstände“ zu verbilligen. Diese Kleinstorder können jedoch den Abwärtstrend nicht stoppen. Der Börsenzusammenbruch wird in den Medien stark thematisiert und verstärkt den „sell out“ bei den Unentschlossenen. Aktien werden wieder billig.

... und wieder zurück

Der zeitlich schwer zu bestimmende Übergang in die trendlose Volatilität schließt den Kreis und signalisiert den Beginn eines neuen Zyklus. Nach Kostolany befindet sich der Aktienmarkt ab jetzt in „ruhigen“ Händen.

## Anwendung der Börsenpsychologie in der Anlagepraxis

Zu fragen bleibt, wie die Kenntnisse sich wiederholender börsenpsychologischer Phänomene in der Anlagepraxis zu nutzen sind. Obwohl diese Erfahrungen keine harten Fakten darstellen – wie soll Panik oder Euphorie gemessen werden? –, kann man sich verschiedenartige Anwendungen vorstellen:

*Turbulenzen an den Wendepunkten*

- > Die Lagebestimmung im Börsenzyklus hilft zu beantworten, ob (neue) Aktienengagements noch sinnvoll sind. Analytisch kann zwar weder die Dauer noch die Intensität der Einzelphasen exakt bestimmt werden. *Börsenweisheit: „An der Börse wird nicht geklingelt!“*. Wendepunkte, die durch starke und längere Volatilitäten gekennzeichnet sind, signalisieren aber bereits „optisch“ den Übergang zur nächsten



Zyklusphase. Ein langfristiger Investor sollte in der Akzelerationsphase A aussteigen, wenn er auf die ersten Volatilitätsanstiege stößt, die das Zyklusende höchstwahrscheinlich einläuten. *Börsenweisheit: „An Gewinnmitnahmen ist noch niemand gestorben!“*. Wenn er wider Erwarten auf dem Höhepunkt der psychologischen Übertreibung eingestiegen ist, sollte er spätestens bei den nächsten Volatilitäten im Abwärtstrend aussteigen. *Börsenweisheit: „Die ersten Verluste sind die geringsten!“*.

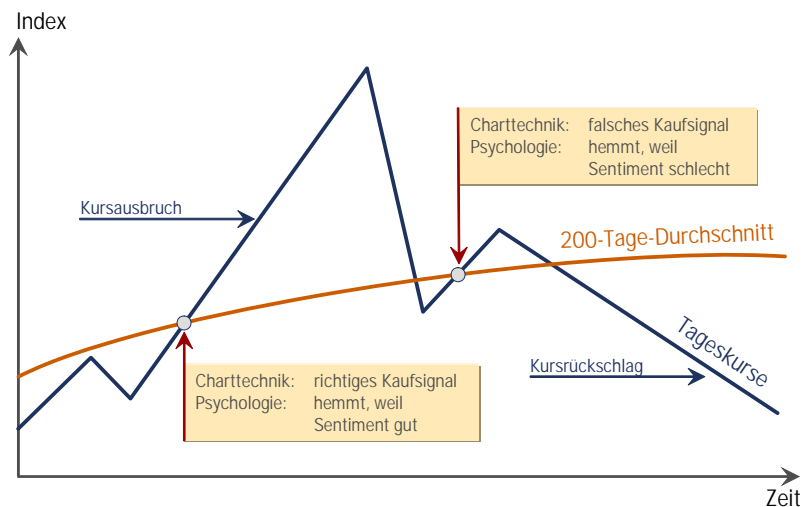
#### *Agieren bei hohen Volatilitäten!*



#### *Psychologie hilft dem Unentschlossenen*

- > Unterstützung fundamentaler und charttechnischer Entscheidungen. Ist eine Aktie fundamental interessant, charttechnisch unbedenklich und besitzt sie darüber hinaus noch gutes Sentiment – die Mehrzahl der Analysten stellt sie auf „Kaufen“ –, ist die Entscheidung für einen Einstieg einfach. Schwieriger wird es, wenn die Aktie (Aktienindex) fundamental neutral bleibt, „charttechnisch“ aber kurz vor dem Ausbruch – z. B. durch die 200-Tage-Widerstandslinie – steht. Nach dem Durchstoßen dieser Linie schießt, gemäß der charttechnischen Lehre, der Kurs normalerweise erst einmal nach oben. Weil viele daran glauben und handeln, gelingt in der Regel der erste Durchbruch (der Fachjargon spricht hier von einer „sich selbst erfüllenden“ Prophezeiung). Aber es besteht immer noch die Gefahr eines Rückschlages (charttechnisch „falsches“ Kaufsignal bzw. „Bullenfalle“). Im Falle eines guten Sentiments und hoher Liquidität wird diese Rückschlagsgefahr in der Regel erheblich gemindert. Psychologische Indikatoren können also den unentschlossenen Anleger bei seiner Absicht, die Aktie zu kaufen, unterstützen. Für eine Portfolioentscheidung ist es naturgemäß immer besser, wenn mehrere Indikatoren (z. B. fundamentale und charttechnische oder charttechnische und psychologische) heran gezogen werden.

Charttechnik hat oft einen psychologischen Hintergrund

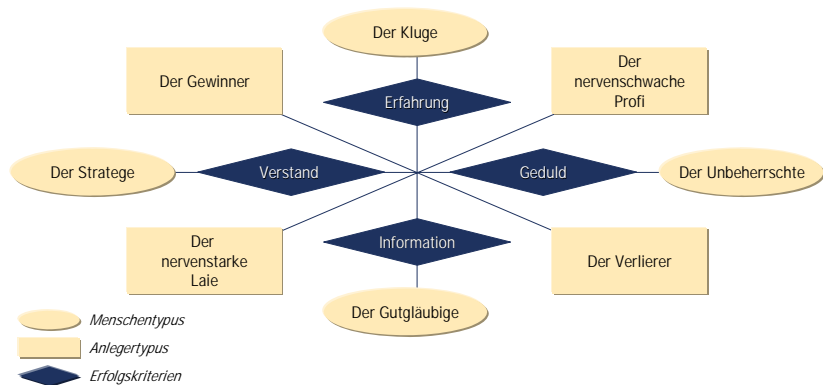


Läßt sich erfolgreiches Investieren lernen?

- > Kommt man durch „Psychotraining“ und Erlernen von „goldener Anlegerregel“ zum Anlageerfolg?

Die Lehre von den Anleger-Anomalien führte in Konsequenz zur Ausarbeitung abwehrwirksamer Verhaltensmaximen und der notwendigen Persönlichkeitsmerkmale eines erfolgreichen Anlegers.

Anlegertypen/Erfolgskriterien



Kostolanys „vier Gs“ zum Börsenerfolg (Geld, Glück, Gesundheit und Geduld)

Theoretische „Börsentipps“ mögen auf den ersten Blick wenig überzeugend klingen. Auch wenn das Trainieren einer Erfolg versprechenden Anlagementalität eher als reiner Appell und pädagogische Daueraufgabe erscheinen, sollten sie nicht unterschätzt werden. Schließlich ist nicht erst seit gestern bekannt, dass die Aversion der Deutschen gegenüber Dividentiteln größtenteils aus unbegründeter „Angst“ vor der Aktie resultiert. Anders als in angelsächsischen Ländern oder in Skandinavien werden Aktien hierzulande auch nach Jahrzehnten als „Teufelszeug“ und Verlustbringer angesehen. Gelingt es, in einem „psychologischen Dauertraining“ – ein schwieriges dennoch nicht hoffnungsloses Unterfangen – den rationell denkenden aber scheuen Anleger zu überzeugen, dass er



für vergangene Verluste durch sein panisches Verhalten selbst Mitschuld trägt, wäre ein wichtiger Schritt in Richtung mehr Aktienkultur getan. In Ländern mit einer „reifen Aktienkultur“ sind Börsencrashes immer glimpflicher verlaufen.

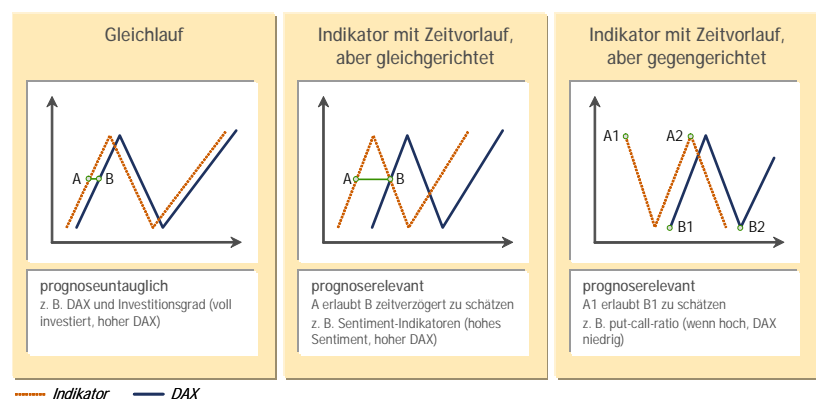
## Indikatoren zur Messung psychologischer Kursfaktoren

Bei der Auswahl und Interpretation von Messkonzepten der Börsenpsychologie treten mehrere Probleme auf:

*Börsenpsychologie kann meßbar sein*

- > Es müssen Annahmen über die Grenzwerte und die „Skalierung“ psychologischer Zustände (Panik, Gier) getroffen werden. Dies ist selbst im Fundamentalebene schwierig. Wann ist z. B. ein Aktienmarkt „billig“? Bei einem KGV von 10 oder bereits von 12? Analog ist in der Börsenpsychologie zu fragen, ob am Markt Pessimismus herrscht, wenn 80% der Befragten fallende Kurse erwarten, oder wenn es schon 60% sind? Hilfsweise müssten empirische Untersuchungen klären, welche Wertebereiche den Einzelphasen eines Börsenzyklus zuzuordnen sind.
- > Wichtig ist, ob der börsenpsychologische Indikator parallel oder reziprok (Fachjargon; „Kontraindikator“) zum Aktienindex (Aktie) verläuft. Im ersten Fall würden positive Befragungsergebnisse zu Markterwartungen für einen steigenden DAX sprechen. *Die dazu passende psychologische Börsenweisheit besagt: „Nie gegen den gegen Strom schwimmen“. Umgekehrt korrelieren negative Befragungsergebnisse oft mit steigendem Index und die entsprechende Börsenweisheit besagt etwas anderes: „Kaufen wenn die Kanonen donnern!“.* Was ist nun richtig?

### *Börsenpsychologische Indikatoren und möglicher DAX-Verlauf*



Eine befriedigende Antwort könnte auch hier nur die Empirie geben. Für Prognosezwecke eignen sich besonders Indikatoren mit einem zeitlichen Vorlauf zum Index (Aktie).

*Anlegerprofis haben die seltsamsten Ideen!*

- > Bis dato liegt kein überzeugender Katalog aussagekräftiger Indikatoren vor. Auch hier muss der Anleger leider noch einmal auf die Empirie zurückgreifen oder die in Frage kommenden Kandidaten auf ihre Relevanz selber überprüfen. Nicht immer können die so genannten Profis als Vorbild dienen. Die Begründungen, nach denen sie ihre Investmentallokation ausrichten, sind oft „abenteuerlich“. Beispielsweise kaufen einige im Januar und verkaufen immer im Mai, kurz vor dem Sommerloch. *Börsenweisheit: „Sell in may and go away!“*. Andere richten sich danach, ob bestimmte Football-Teams gewonnen haben bzw. ob die Sterne und Planeten bestimmte Konstellationen einnehmen. Diese Vorgehensweisen haben wohl kaum etwas mit der echten Psychologie zu tun und sollten nicht ernst genommen werden. Der Übergang zur Willkür wird irgendwann fließend. Auf jeden Fall hat der Berater gegenüber dem Kunden ein Erklärungsproblem, wenn er nach solchen „Strategien“ vorgeht.

Unter Beachtung dieser vielfältigen Einschränkungen erscheint folgende Klassifizierung der psychologischen Börsenfaktoren sinnvoll:

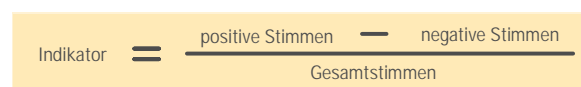
*Konzepte zur Abbildung der Börsenpsychologie*

Konzepte (Beispiele)		
Befragungen/Experimente	Order/Portfolio/Charttechnik	Meldungen/Aktivitäten der Emittenten
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Sentimentindex (Anleger, Analysten, Börsenbriefe)</li> <li>■ Musterportfolio (Struktur)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Liquidität</li> <li>■ put-call-ratio</li> <li>■ Umschichtungen</li> <li>■ Börsenumsätze</li> <li>■ Volatilität</li> <li>■ Technische Indikatoren (Momentum, advance decline)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Director dealing (Investor dealing)</li> <li>■ Anzahl der ad-hoc-Meldungen</li> <li>■ Beschwerden bei Gerichten und Aufsichtsbehörden</li> <li>■ Leerverkäufe</li> </ul>

*Meinungen und ...*

Befragungen und Experimente mit Anlegern und Emittenten

In turnusmäßigen Abständen befragen Fachstellen (Ratingagenturen, Fachzeitschriften, Banken, Broker, Meinungsforschungsinstitute, Hochschulen) unterschiedliche Marktakteure (Privatanleger, institutionelle Anleger, Analysten, Fondsmanager, Vermögensverwalter) nach ihrer Meinung „zur Marktstimmung“. Die abgeleiteten klassischen Sentimentindikatoren werden mehrheitlich nach folgendem Muster gebildet:



Häufig zeigen die Indikatorwerte einen

zyklischen Verlauf zwischen -40 (extremer Pessimismus) und +40 (extremer Optimismus). In Experimenten (ähneln „Börsenspielen“) werden dagegen Sentimentwerte nicht aus Befragungen, sondern aus virtuellen Musterdepots abgeleitet, die autonom von den Befragten erstellt werden.



... die Art der Börsengeschäfte ...

Auswertung der Daten zur Orderstruktur, Portfolioanalyse und Börsenaktivitäten der Anleger

Bei diesen Methoden werden hauptsächlich reelle Vorgänge analysiert. Sie liefern einen aufschlussreichen Einblick in verschiedene Erscheinungsformen des Anlegerverhaltens und zwar in die:

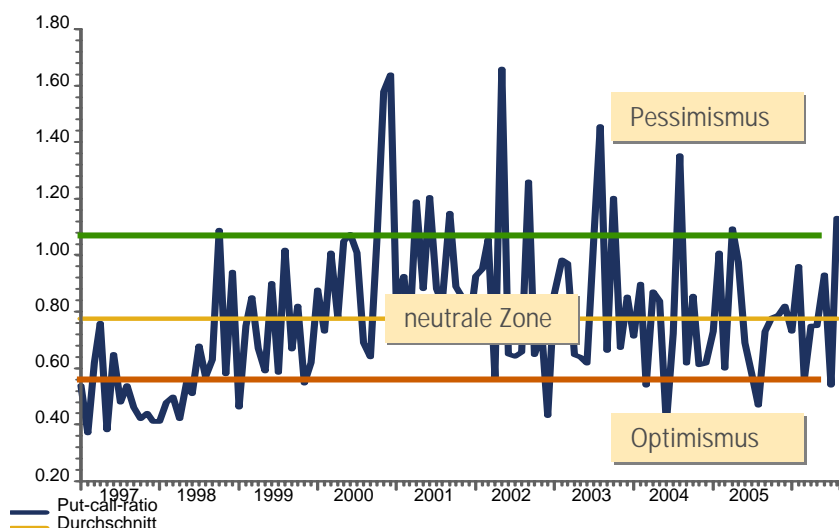
#### Erwartungen

So kann mit dem put-call-ratio (PCR), welches das Verhältnis der Verkaufsoptionen zu den Kaufoptionen misst, eine Aussage zur erwarteten Entwicklung des Gesamtmarktes (Einzelaktien) gewonnen werden.

$$\text{PCR} = \frac{\text{Verkaufsoptionen}}{\text{Kaufoptionen}} = \frac{\text{Pessimisten}}{\text{Optimisten}}$$

Wie beim Sentiment-Indikator ist eine freundliche Börse zu erwarten, wenn die Optimisten überwiegen (PCR < 1).

Put-call-ratio: Neutrale Zone im Intervall 0,5 – 1,2



Quelle: Datastream

So lange sich der PCR-Indikator in der Zone 0,5 – 1,2 bewegt, kann von einer ruhigen Börsentendenz gesprochen werden. Ein anderer Indikator, der niedrige Investitionsgrad, besagt seinerseits, dass die Anleger dem Markt „nicht trauen“ und die Liquidität für bessere Zeiten horten. Vergleichbare Aussagekraft liefern Daten über Zu- und Abflüsse in Aktienfonds (aus fresh money-Beständen oder aus Umschichtungen).

... liefern die Basis ...

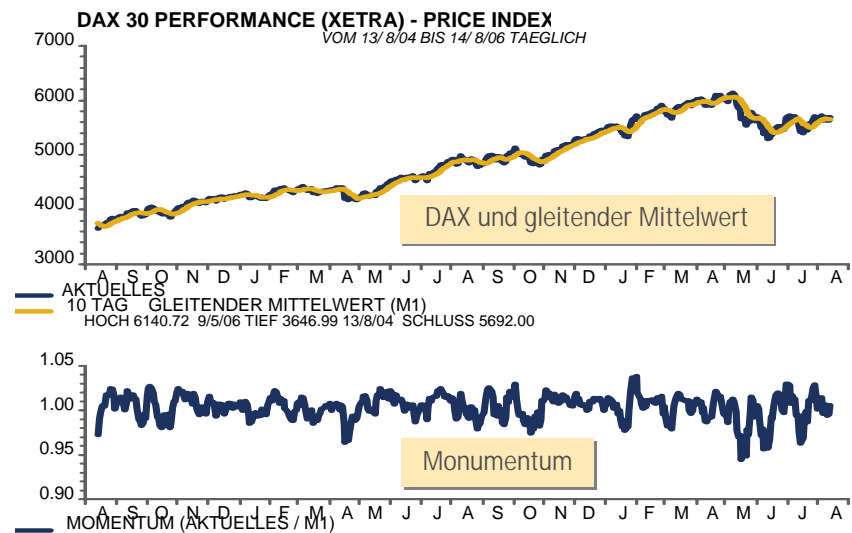
#### Marktdynamik

Die charttechnische Kennzahl Momentum zeigt an, wie stark die Kurse steigen oder fallen (Wachstumsraten). In den Akzelerationsphasen des Börsenzyklus mussten diese Indikatoren besonders hoch ausfallen. So lange wie das Momentum steigt, sollte der Anleger engagiert werden.



Wie alle charttechnischen Indikatoren kann das Momentum aber auch ein „Fehlsignal“ liefern. Konkret signalisiert es nicht selten einen „zu frühen“ Einstieg und einen „zu späten“ Ausstieg. Auch eine Trendumkehr kann es nicht verlässlich anzeigen, da es keinen zeitlichen Vorlauf zum Index hat und sich damit für Prognosezwecke kaum eignet.

*Momentum: Trenddynamik zwar interessant, aber wo liegen die Wendepunkte für den Ein- und Ausstieg?*



Quelle: Datastream

... für die Konstruktion ...

#### *Risikobereitschaft der Akteure*

Beispiele für eine zunehmende Risikobereitschaft der Anleger geben die steigenden Aktienquoten, der hohe Anteil von Derivaten am Depotwert bzw. ein niedriger Liquiditätsgrad. Zu beachten bleibt, dass Investmentfonds vom Statut her gehalten sind, quasi ständig voll investiert zu sein. Als Maßstab der Engagementstärke wird bei den Fonds sehr oft die so genannte Cash-Quote – die oft 10% der Fondsmittel nicht überschreiten darf – heran gezogen. Ein niedriger Liquiditätsgrad bei diesen wichtigen Marktteilnehmern ist daher nichts Außergewöhnliches und zeugt nicht unbedingt von hoher Risikobereitschaft.

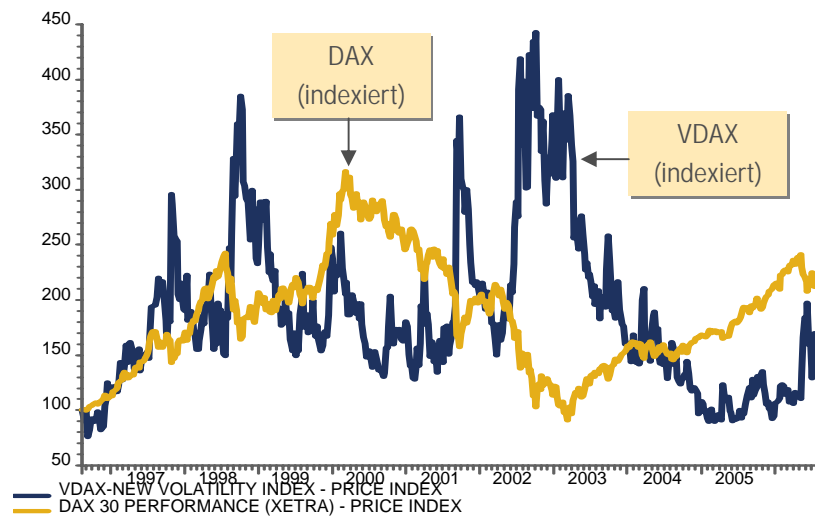
#### *Nervosität der Anleger*

Der so genannte Volatilitätsindex (VDAX) besagt, wie stark die Kurschwankungen sind. Gerade an den Wendepunkten, wenn der Börsenzyklus (DAX) von einer Phase in die andere wechselt, steigt dieser Indikator über Maßen.



... psychologischer  
Indikatoren

### VDAX: Hohe Volatilität an den Wendepunkten



Quelle: Datastream

Ferner ist fest zu stellen: Wenn die Volatilität im VDAX hoch ist, ist der DAX-Aktienindex in der Regel niedrig (Seitwärtsbewegung).

Wie gezeigt wurde, beschreiben einige vorgenannten Indikatoren lediglich die Aktionsbereitschaft (Phasen der Wahrnehmung und Entscheidung), die immer noch „abgebrochen“ werden kann und keine Auswirkungen auf das Parkettgeschehen hat. Andere dagegen spiegeln bereits beendete Transaktionshandlungen wider. Bereits bestehendes Engagement ist dabei keinesfalls „marktneutral“ zu sehen, denn es hat oftmals Auswirkungen auf den zukünftigen Börsenverlauf. So beeinflussen ausgeübte Optionen und Leerverkäufe direkt die Nachfrage auf dem zukünftigen Markt bei Verfalls- bzw. Lieferterminen.

### Publizitätsverhalten und Börsenaktivitäten der Emittenten

*Von den Insidern lernen*

Auch Emittenten und Manager nutzen die Börsenstimmung, besonders ausgeprägt in der Haussephase. Hierzu gibt es viele Beispiele: Je nach erwarteter Wirtschaftsentwicklung ihres Konzerns kaufen (verkaufen) Firmeninsider mehr oder weniger Aktien – Insidertransaktionen sind ad-hoc-meldepflichtig – des eigenen Unternehmens. Es ist bekannt, dass Kapitalerhöhungen, Börsengänge oder spin-offs eher in Zeiten erwarteter Börsenhochstände durchgeführt werden, Rückkäufe eigener Aktien dagegen eher in Zeiten erwarteter Tiefs. Psychologisch orientierte Nachahmer erwarten, dass Führungskräfte über ihr eigenes Unternehmen am besten Bescheid wissen und versuchen ihr eigenes Glück, indem sie deren Verhalten kopieren. Ein weiteres Beispiel: Eine nicht nachvollziehbare Flut inhaltsloser ad-hoc-Meldungen dürfte vom Markt negativ gewertet werden und zu Verkäufen animieren, da sie den Verdacht erwecken, dass

Unternehmen „mit Gewalt“ auf sich aufmerksam machen wollen. All diese Handlungen sind brauchbare Indikatoren für die Zyklusanalyse und die Börsenpsychologie.

### Zur Historie: Fundamentaldaten oder Börsenpsychologie als Trendtreiber des DAX?

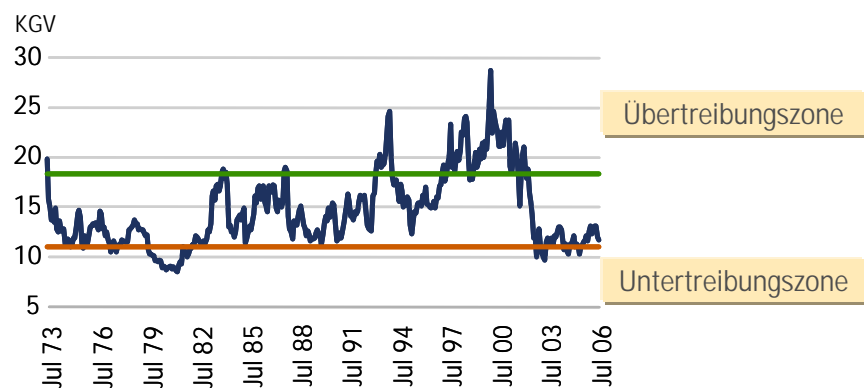
*Nicht alles was an der  
Börse schwankt ...*

Würden Aktienkurse exakt wie die Gewinne der Unternehmen steigen oder fallen, bliebe ihre Bewertung nach dem KGV konstant. Kostet heute eine DaimlerChrysler-Aktie 40 € und verdient der Konzern je Aktie 4 €, beträgt das KGV 10. Steigt der Kurs auf 50 € und der Gewinn auf 5 € bleibt das KGV gleich (bei einer fundamental verursachten Kurssteigerung von 25%). Da in der Realität zu den fundamentalen Faktoren nicht nur Gewinne sondern auch Zinsen, Wechselkurse oder der cash flow zählen und es darüber hinaus verschiedene kursbeeinflussende nichtfundamentale Sonderfaktoren gibt, muss dem „gerechtfertigten“ KGV (seinem „fairen“ Wert) eine gewisse Bandbreite, z. B. 25%, zugebilligt werden. Je nach Nachrichtenlage läge also in unserem Beispiel ein fundamental gerechtfertigtes KGV zwischen 7,5 und 12,5. Erst ein Überschreiten dieser unterstellten Grenzen gilt als übertrieben und die Börsenentwicklung wird als „anomal“, d. h. als psychologisch getrieben, bezeichnet.

*... muss irrational sein*

Wählt man die gleiche Bandbreite von 25% für den DAX, dürfte sich im Langzeitvergleich 1973 – 2006 das „gerechtfertigte“ DAX-KGV in einem Intervall zwischen 11 und 18,3 bewegt haben. In den vergangenen 33 Jahren konnten nur in 8 Jahren psychologisch bedingte Übertreibungen attestiert werden. Wie graphisch sichtbar, hat auch der heutige DAX bis zum Stadium einer „Übertreibung“ nach oben noch einen weiten Weg vor sich! Im Gegenteil: Das deutsche Börsenbarometer bewegt sich eher am unteren Rande, in der Nähe der „Untertreibungszone“.

*KGV-Bandbreiten des DAX 1973 - 2006*





Analoge Untersuchungen lassen sich für andere Segmente des deutschen Aktienmarktes (MDAX, SDAX), andere Märkte (EU, USA, Japan) und schließlich einzelne Aktien und andere Zeiträume machen. Es ist nicht auszuschließen, dass in vielen dieser Fälle psychologische Faktoren bei der Kursbildung eine durchaus größere Rolle spielen. Wie auf anderen Märkten muss kurzfristig auch der Aktienmarkt nicht immer zum Gleichgewicht tendieren. Die Phasen der Über- und Untertreibung können durchaus jahrelang andauern. Solcher Zustand erschwert zwar die Analyse und Prognose, dennoch darf er nicht als „Marktversagen“ interpretiert werden. *Schließlich besagt eine alte Börsenweisheit: „Der Markt hat immer Recht“.* Nicht der Markt, sondern der Analyst oder der Anleger irrt sich.

*Psychologie erklärt etwa 20% der Schwankungen*

Ein anderes Beispiel für die Darstellung der psychologischen Verfassung des Aktienmarktes liefert die so genannte „Risikoprämie“ im FED-Modell für die „faire“ Marktbewertung. Ist die Prämie hoch und positiv – wie aktuell – herrscht übertriebener Pessimismus. Im Zeitraum von 1992 bis heute wäre der DAX bei einem Marktzins von 6,4% „fair“ bewertet gewesen. Da der tatsächliche Satz 5,1% betrug und die Risikoprämie dann definitionsgemäß 1,3%, konnten die psychologischen Faktoren einen DAX-Erklärungsbeitrag von etwa 20% leisten.

Risikoprämie im FED-Modell (DAX 1992 – 2006)



Quelle: Datastream

Zum Schluss für unsere Leser etwas zum Schmunzeln.

### Der typische „Investorzyklus“



Quelle: <http://www.aktien-portal.at> – Der Startpunkt

### Zusammenfassung

- > Die Analyse der Aktienkursschwankungen stellt die Fundamentalfaktoren in den Vordergrund. Der Verlauf vieler Börsenzyklen zeigte allerdings, dass die extremen Zyklusphasen sich fundamental schlecht erklären lassen.
- > Dabei resultiert der rein fundamental begründete „Teil“ des Börsenzyklus, also die Schwankungen des „fairen Wertes“, aus veränderten Zinsen, Gewinnen und Sonderfaktoren. Die oftmals extremen Abweichungen von diesem „fairen Wert“ nach oben bzw. nach unten werden durch börsenpsychologische Faktoren (Börsenpsychologie) begründet.
- > Die Charttechnik wird von vielen Analysten nicht als ein selbständiger Erklärungsansatz angesehen, sondern als der graphische Ausfluss der fundamental und psychologisch initiierten Portfolioaktivitäten. In der Charttechnik steht am Anfang der Kauf oder der Verkauf, aus dem dann die (neue) charttechnische Information (z. B. das Kaufsignal) folgt. In der Fundamentalanalyse und in der Börsenpsychologie steht dagegen am Anfang die Information, die erst dann zu Käufen oder Verkäufen animiert.
- > Die auf psychologischen Verhaltensmustern aufbauende Finanzmarkttheorie ist als Behavioral-Finance bekannt. Während die Fundamentalanalyse vom rationalen (normalen) Anlegerverhalten ausgeht, unterstellt Behavioral-Finance irrationales (anormales) „Fehl-



verhalten“ der Investoren. Im Ergebnis bilden sich Anomalien, die für die beschriebenen Übertreibungsphasen an der Börse verantwortlich zeichnen sollen.

- > Wichtigste Pros und Cons des Behavioral-Finance-Theorems sind:
  - 🕒 Es wird hierdurch die „Erklärungslücke“ zwischen der „fairen“ und der tatsächlichen Marktbewertung plausibel dargestellt.
  - 🕒 Die Anwendung der in anderen Disziplinen erfolgreich getesteten Ansätze erhöht die Glaubwürdigkeit der Ergebnisse.
  - 🕒 Der psychologische Ansatz eignet sich besonders gut für die Beschreibung der Übertreibungsphasen an der Börse.
  - 🕒 Die Messung börsenpsychologischer Phänomene (Panik, Euphorie) bleibt umstritten und die Definition des „anormalen Anlegerverhaltens“ ist ebenfalls nicht eindeutig.
  - 🕒 Der Ansatz wird von vielen Kritikern als ein banales Sammelsurium von Anomalien und nicht als eine eigenständige fundierte Wirtschaftstheorie angesehen.
  - 🕒 Die Prognosefähigkeit des Theorems ist eingeschränkt, da es weder eine „faire“ Bewertung ermitteln noch Kursziele errechnen kann.
- > Für die umstrittenen Messkonzepte der Börsenpsychologie eignen sich neben Befragungen vor allem Daten zum Anlageverhalten (Order- und Portfoliostruktur) sowie zur Börsentechnik (Umsätze, Volatilitäten, Leerverkäufe).

Fazit:

Psychologische Kursfaktoren sollten an der Börse nicht überinterpretiert werden, wie eine Langfristanalyse der DAX-Schwankungen im Zeitraum 1973 bis heute belegt. Nicht jede Börsenschwankung ist per se eine Übertreibung und irrational, nur deswegen, weil sie vom unvollkommenen menschlichem Gehirn verursacht wird.

*Verfasser: Dr. Viktor Heese*





Deutsche Apotheker- und Ärztebank  
Wertpapiere Privates Asset Management  
apoResearch

Richard-Oskar-Mattern-Straße 6  
40547 Düsseldorf

Telefon: (0211) 5998-0

Internet: <http://www.apobank.de>