

Zeigt die Sentix-Umfrage einen Weg zu der heiß ersehnten Glas- kugel für den Dax?

Lange Zeit schenkten ihr die Finanzmarktökonomien keine richtige Aufmerksamkeit: Es galt schon fast als „unschick“, sich an den Finanzmärkten mit der Psychologie der Marktteilnehmer zu beschäftigen. Es galt, „objektive“ Modelle zu erstellen und nicht über „subjektive“ Empfindungen zu diskutieren, die ja ohnehin niemand quantitativ bewerten kann. Doch mittlerweile ist es wohl eine unbestreitbare These, dass die Psychologie der Anleger für die Marktentwicklung eine mitentscheidende Rolle spielt. Denn jederzeit, wenn Nachrichten und Fakten auf den Tisch kommen, sind es doch Menschen, die diese bewerten und danach handeln. Und deren Entscheidung hängt oftmals von ihrer gegenwärtigen eigenen Gemütslage und derer ihrer Mitmenschen ab. Insofern gilt es, diese Gemütslage zu (er-)kennen. Wir werden untersuchen, ob die Stimmungsumfragen von Sentix einen signifikanten Hinweis auf die zu erwartende Dax-Entwicklung geben können. Dabei werden wir auch einen Versuch unternehmen, daraus eine Prognose für den zu erwartenden Wochenabschlusskurs des Dax abzuleiten.

Traditionelle fundamentale Analyse

Waren Sie nicht auch schon auf der Suche nach den ultimativen Indikatoren für die zu erwartende Entwicklung der Aktienmärkte? Lange Zeit wurde der Schlüssel für die Erklärung der Aktienbewegungen allein bei den fundamentalen Modellen vermutet. Zunächst einmal wurde die konjunkturelle Entwicklung mit den Makrodaten wie das zu erwartende Wachstum, die Industrieproduktion, die Einzelhandelsumsätze, die Preise u.s.w. analysiert, um eine grobe Tendenz für die Aktienmärkte zu erkennen. Hinzu genommen wurden Mikrodaten von der Unternehmensschiene wie z.B. das KGV, die Dividendenrendite, das KBV u.s.w., um ein genaueres Bild für den Gesamtmarkt und auch für einzelne Unternehmen zu erhalten.

Technische Analyse für Kurzfristaussage

Es ist aber schnell ersichtlich gewesen, dass die daraus abgeleitete Einschätzung nicht mehr als eine Hilfe für langfristige Tendenzaussagen zu den Aktienkursen sein kann – kurzfristige Bewegungen können damit kaum erklärt werden. So begab man sich auf das (für viele fundamental orientierte Volkswirte fragwürdige) Gebiet der technischen Analyse ⁱ, die alle Erklärungsversuche beiseite schob und nur noch auf die vergangene Kursentwicklung als Inputfaktor zur Erklärung der zukünftig zu erwartenden Kursentwicklung schaut. Die Gewinnaussichten sind aber auch hier gemischt ⁱⁱ.

Menschliche Psyche als wesentlicher Faktor

Erst in den letzten Jahren begann sich die Erkenntnis an den Kapitalmärkten durchzusetzen, dass ein wesentlicher Einflussfaktor für die Marktbewegungen die menschliche Psyche sein muss ⁱⁱⁱ. Ein recht neuer Analysezeitweig – die Behavioral Finance als verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie – beschäftigt sich mit den Stärken und Schwächen menschlichen Denkens und Verhaltens und leitet aus den Ergebnissen empirischer Experimente eine Handlungsempfehlung für die einzelnen Marktteilnehmer ab ^{iv}. So ist z.B. zu beobachten, dass eine Vielzahl von Marktteilnehmern Gewinne viel zu schnell realisieren und dagegen Verluste laufen lassen. Als Resultat werden Gewinnchancen gekappt, und auf Verlusten bleiben die Anleger lange sitzen. Als Gründe für diesen sogenannten Dispositionseffekt ^v sind Verlustaversion und Mental Accounting ^{vi} aufzuführen. Die Behavioral Finance rät Anlegern in diesem Fall, sich diese (mögliche) Schwäche immer vor Augen zu führen und vor der Entscheidung für einen Kauf oder Verkauf zu berücksichtigen.

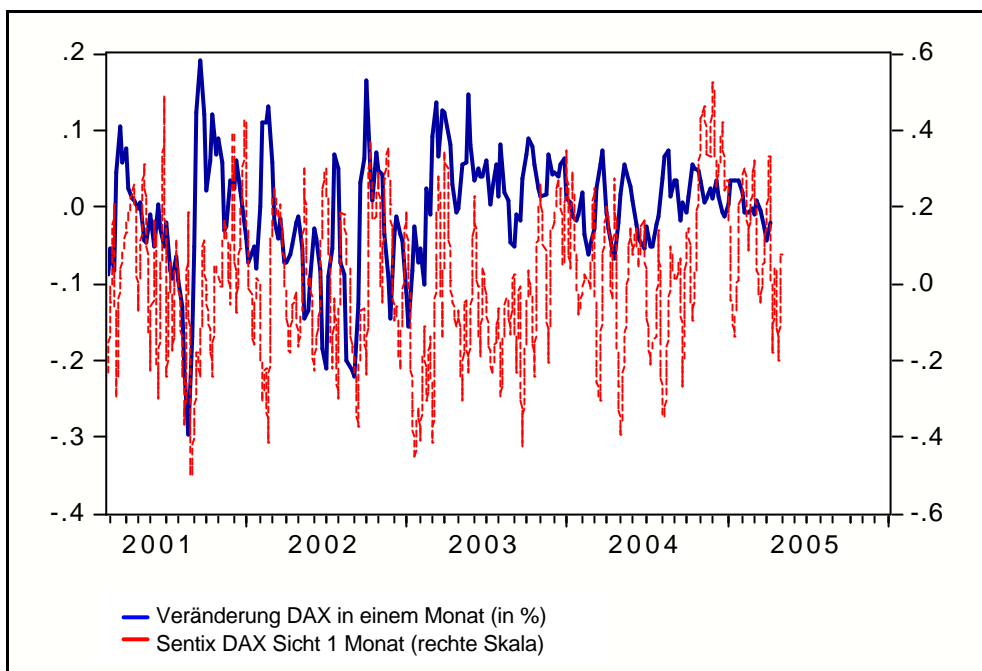
Von Contrarians und Herdenverhalten Aber nicht nur auf der Ebene des einzelnen Anlegers kann es zu einem bestimmten, immer wieder zu beobachteten (Fehl-) Verhalten kommen. Auch die Masse der Anleger in ihrer Gesamtheit weist in gewissen Phasen immer wieder ein ähnliches Handlungsmuster auf. So kann ein Herdenverhalten zustande kommen. Im Extremfall ist nur auf den Aktienboom Ende 1999 / Anfang 2000 zu verweisen, als alle vor überschäumendem Glück gar nicht genug Aktien kaufen konnten und damit, unkritisch wie die meisten waren, das Ende der Rallye nicht sehen wollten^{vii}. Dies ist die Zeit für Contrarians zum Aussteigen. Denn wenn auch der letzte potentielle Käufer auf den Zug springt, fehlen in Zukunft weitere Nachfrager. Herrscht dagegen pure Angst wie etwa vor dem Irak-Krieg, sollten Anleger eher über Käufe nachdenken. Denn dann dürften die meisten potentiellen Anleger bereits verkauft haben und die Anzahl der „schwachen Hände“ am Markt nimmt ab.

Probleme der gegensätzlichen Meinung Allein die Umsetzung fällt immer wieder schwer. Mehrere Gründe sind dafür aufzuführen: Erstens fühlt sich der einzelne Anleger in der „Herde“ zumeist wohler als als Außenseiter. Hier kommt die Regret Aversion ins Spiel: Wer möchte schon als einziger der „Dumme“ in seiner nahen Umgebung sein, wenn der bisherige Trend doch weiter anhält. Erklärungsprobleme werden viel größer sein als wenn man mit allen anderen Investoren und Prognostikern falsch gelegen hat. Zweitens kann die Phase des Booms länger dauern als es der pessimistische Anleger finanziell aushält. Und drittens war lange Zeit die Stimmung, die es ja in solchen Fällen zu betrachten gilt, schwer objektiv zu messen. Manchmal wird auf den sogenannten „Bild“-Indikator verwiesen, d.h. spätestens wenn in diesem Tagesblatt auf der ersten Seite positiv oder negativ von Aktien berichtet wird, sollte man aussteigen bzw. einsteigen.

Sentix liefert Einblick zu Marktstimmungen Zur Einschätzung der Gefühlslage der Marktteilnehmer wurden in den letzten Jahren aus diesen Gründen wiederkehrende Umfragen gestartet, um im Zeitablauf die Stimmungsschwankungen am Markt auszumachen. Dazu gehören auch die Sentix-Umfragen, die in jeder Woche durchgeführt werden. Unter www.sentix.de wird unter etwa 1.600 institutionellen Investoren abgefragt, wie ihre Einschätzung zu der Entwicklung des Dax, S&P 500, Nikkei & Co auf Sicht einen Monat und sechs Monate ist. Auch die Aussichten für den Euro, den Bund-Future, die US-Treasuries u.s.w. sind anzugeben^{viii}. Die Daten werden jeweils bis Sonnabend erhoben und am Montag über das Internet und in Bloomberg veröffentlicht.

Eine graphische Analyse mit dem Sentix ... Wir werden untersuchen, inwiefern diese Zeitreihen hilfreich zur Einschätzung der zukünftigen Dax-Entwicklung sein können. Wir haben zunächst eine graphische Analyse vorgenommen, um die Eigenschaften des Sentix Dax Sicht 1 Monat zu erkennen. Der Vergleich der Veränderung des Dax in einem Monat zu dem Sentix Dax Sicht 1 Monat ergibt anhand der graphischen Analyse wenig Brauchbares.

Abb. 1: Dax-Veränderungen in einem Monat (in %) zum Sentix Dax Sicht 1 Monat

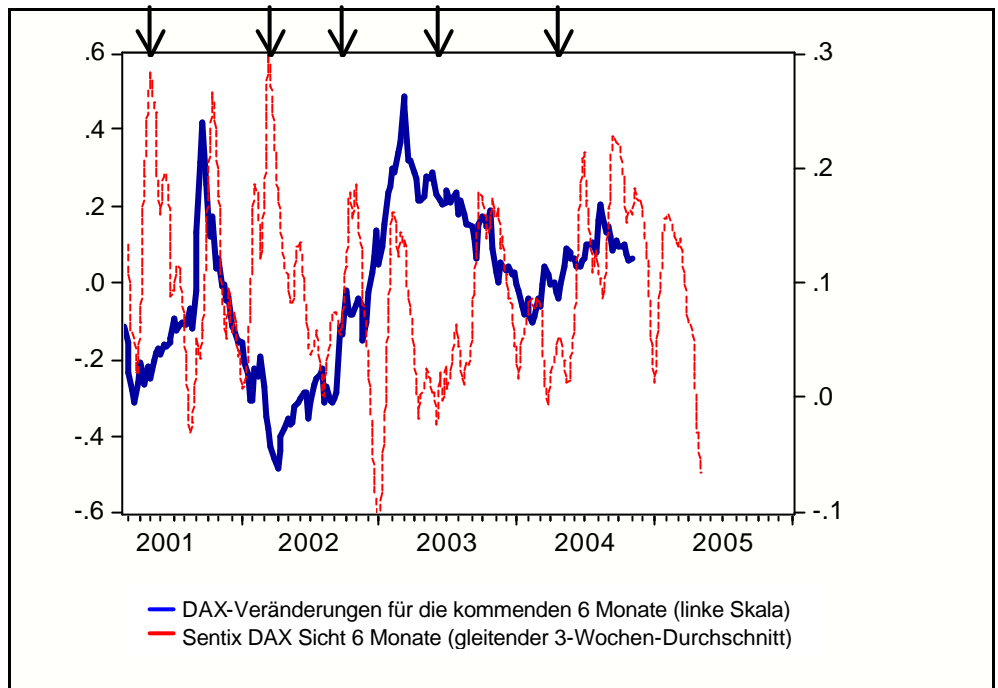


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

... liefert erst mit dem Sentix Sicht 6 Monate brauchbare Ergebnisse

Im Grunde ist auch beim besten Hinschauen kein guter Fit erkennbar – die Aussagekraft des offenbar sehr volatilen Sentix Dax Sicht 1 Monat erscheint doch sehr begrenzt. Deswegen betrachten wir den alternativen Indikator, den Sentix Dax Sicht 6 Monate und bereiten diesen über einen gleitenden 3Wochendurchschnitt noch etwas auf, um die ebenfalls hohe Volatilität aus der Zeitreihe etwas herauszunehmen. Über ein trial-and-error Verfahren hat sich herauskristallisiert, auf welche Monatssicht der beste Zusammenhang des Sentix mit den Daxveränderungen existiert: Dies ist offenbar für die kommenden sechs Monate der Fall – und zwar tendenziell eher entgegen gesetzt!

Abb. 2: Dax-Veränderungen für die kommenden sechs Monate (in %) und Sentix Dax Sicht 6 Monate (mit gleitendem 3-Wochendurchschnitt)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

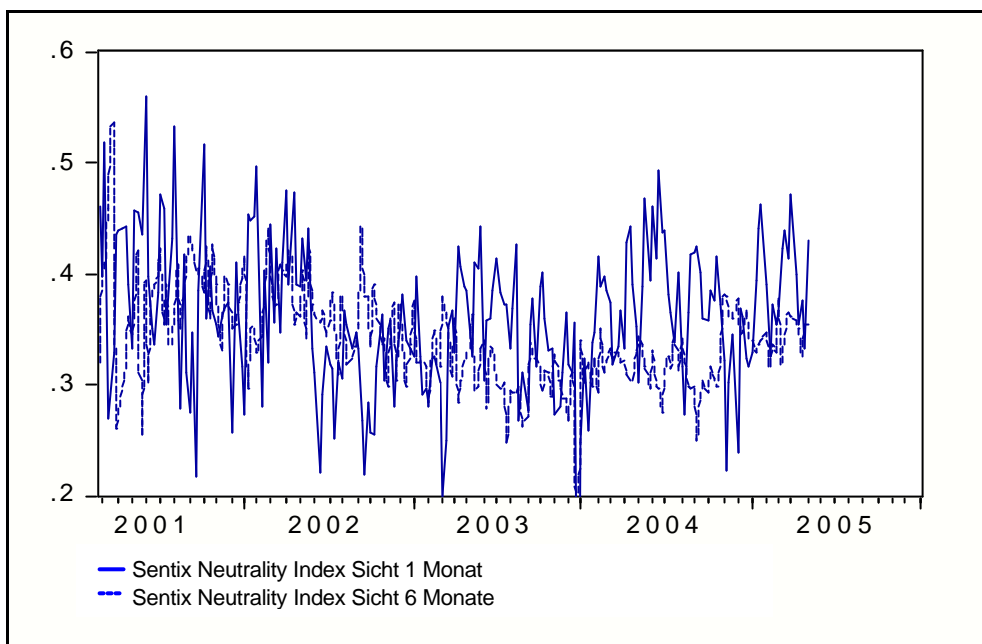
Theorie der Contrarian Opinion ist erkennbar

In Phasen hoher Sentix-Werte ist demnach tendenziell mit einer folgenden weniger guten 6-Monatsperformance des Dax zu rechnen. In Phasen niedriger Sentix-Werte ist überwiegend mit einer folgenden guten 3-Monatsperformance des Dax zu rechnen. Diese Tendenzaussage lässt sich hieraus immerhin bereits machen: In Zeiten hoher Sentix-Werte sollte nicht unbedingt auf eine starke Dax-Performance für die nächsten 6 Monate spekuliert werden. Stattdessen liegt in diesen Phasen die zu erwartende Dax-Performance klar unter dem Durchschnitt und unter Null. Dagegen sprechen niedrige Sentix-Werte für eine für die nächsten 6 Monate zu erwartende eher gute Dax-Performance. Zumindest nahe der Extrempunkte in der Sentix-Zeitreihe (und bis ins Jahr 2004 hinein) erscheint diese Aussage zutreffend. Damit findet sich der oben in der Theorie dargelegte Contrarian-Aspekt hier wieder.

Blick auf Neutrality Indizes ist zudem anzuraten

Isoliert betrachtet sollte der Rückgang des gleitenden 3-Wochendurchschnitts des Sentix Dax 6 Monate als gewisses Hoffnungssignal interpretiert werden. Zur besseren Aussage sollte aber immer auch noch ein Blick auf die sogenannten Neutrality-Indizes geworfen werden: Diese setzen sich aus der Anzahl der Befragten zusammen, die von einer Seitwärtsbewegung ausgehen, bezogen auf die Gesamtheit der Befragten^{ix}. Die derzeit recht hohen Neutrality-Indizes (siehe Abb. 3) sprechen dafür, dass viele Marktteilnehmer derzeit einer Auf- bzw. Abwärtsbewegung die gleiche Wahrscheinlichkeit zuordnen. Die derzeitige Stimmung ist insofern noch nicht als hinreichend negativ einzuschätzen, was das Kurspotential wiederum nach oben hin begrenzen sollte: Ein übermäßiger Pessimismus ist somit noch nicht vorhanden.

Abb. 3: Sentix Neutrality-Indizes Sicht 1 Monat und Sicht 6 Monate



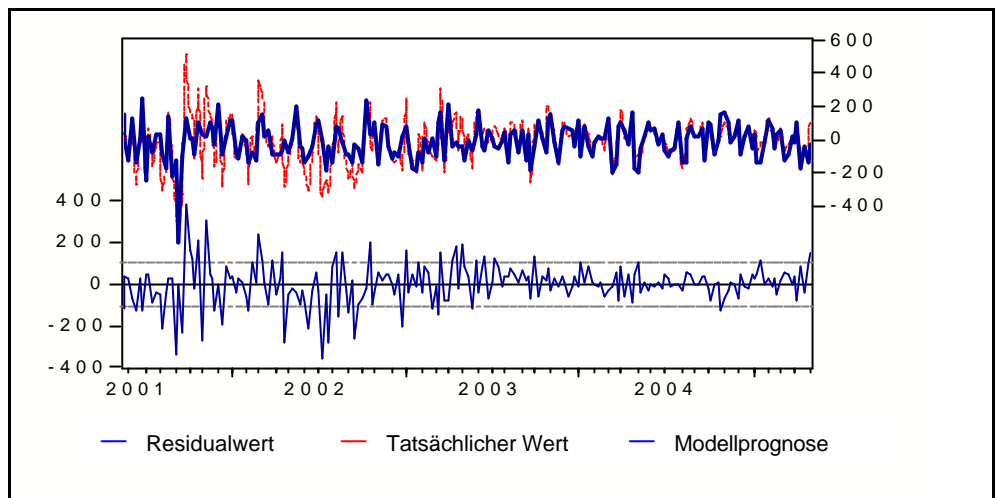
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Aufbau eines Regressionsmodells liefert guten Fit des Sentix

Auch wenn somit bereits eine erste Tendenzaussage für die nächsten Wochen vorliegt, reichen diese graphischen Untersuchungen zu einer genaueren quantitativen Prognose für den Wochenschlusswert nicht aus. Deswegen haben wir den Versuch unternommen, mit den diversen zur Verfügung stehenden Sentix-Indikatoren ein Regressionsmodell aufzubauen. Die Aufnahme verschiedener Sentix-Zeitreihen mit unterschiedlichen Lags haben ein Distributed-Lag-Modell mit einem recht hohen R^2 von 0,48 ergeben (siehe Anhang Abbildung 6). Dies ist bereits als ein recht guter Fit anzusehen, bestehen die erklärenden Variablen doch ausschließlich aus Umfrageergebnissen (einer recht geringen Stichprobe) ohne fundamentale Einflussfaktoren wie z.B. Zins, Wechselkurs, Ölpreis, Produktion.

Erkennbar ist, dass eine positive Dax-Entwicklung während der Woche die Stimmung der Befragten bei der Sicht 1 Monat ebenfalls positiv beeinflusst (positiver Koeffizient). In den folgenden Wochen stimmt eine positive Einschätzung für die Dax-Entwicklung nicht mehr mit der dann tatsächlichen Dax-Entwicklung überein (negativer Koeffizient). Eine zu positive / negative Stimmung spricht auf Sicht ab nächster Woche also offenbar nicht mehr für eine zu erwartende positive / negative Dax-Entwicklung. Auch hier kann das Thema der Contrarian Opinion belegt werden.

Abb. 4: Vergleich der tatsächlichen Dax-Wochenveränderung zum Modellergebnis



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Wochenprognosen mit dem Sentix sind leider nicht durchführbar

Wollen wir eine Dax-Prognose für den Wochenschlusskurs mit Hilfe dieser Analyse erhalten, müssen wir auf einen wichtigen Regressor – den aktuellsten - verzichten. Da der Sentix Dax Sicht 1 Monat erst zum Wochenschluss verfügbar ist, kann zur Prognose nur auf den (mindestens einmal) gelagten Sentix Dax Sicht 1 Monat zurückgegriffen werden. Durch den Wegfall des zeitgleichen Sentix Dax Sicht 1 Monat leidet die Modellgüte in Form des R^2 allerdings erheblich (Anhang Abbildung 7). Ein R^2 von etwa 0,08 ist für ein Wochenmodell und für eine Prognose nicht mehr akzeptabel.

Fazit: Auch Stimmungsumfragen liefern nicht die erhsehnte Glaskugel ...

Dies im Endeffekt etwas ernüchternde Ergebnis erstaunt aber kaum, schließlich werden im Laufe der folgenden Woche neue Informationen auf die Märkte einwirken, die in der Befragung der Vorwoche noch überhaupt nicht bekannt gewesen sind. Und zweitens dürfte sich eine Prognose des Aktienmarktes kaum über Befragungen derartig problemlos ermitteln, schließlich gilt auch der Aktienmarkt selbst als Stimmungsindikator für die zu erwartende Konjunktur- und Unternehmensentwicklung. Sieht man von einigen „Unzulänglichkeiten“ ab, die die Behavioral Finance beschreibt, werden diese (revidierten) Erwartungen aber sofort in die Kurse eingepreist, sobald neue Nachrichten auf den Tisch kommen.

... aber immerhin ein Gefühl für Potentiale und Gefahren

Mit diesem Regressionsmodell lässt sich auch keine Prognose für den Schlusskurs des Dax in dieser Woche erstellen. Wir würden insofern vielmehr auf die graphische Entwicklung des Sentix Dax 6 Monate (3-Wochendurchschnitte) und auf Extremwerte im Neutrality-Index schauen, um daraus abgeleitet ein gewisses Gefühl für die derzeit am Aktienmarkt offenbar vorherrschende Stimmung zu erhalten. Am aktuellen Rand liegt der Sentix Dax Sicht 6 Monate (3-Wochendurchschnitt) im deutlich negativen Bereich, was gemäß der Theorie der Contrarian Opinion zu gewisser Hoffnung Anlass geben könnte. Dass dieses Signal noch nicht uneingeschränkt positiv anzusehen ist, ist darauf zurückzuführen, dass die Sentix Neutrality Indizes bereits wieder auf recht hohen Niveaus notieren: Der Pessimismus hat sich noch nicht so stark durchgesetzt, viele Befragte gehen von einer Seitwärtsbewegung aus. Hieraus lässt sich kurzfristig zumindest die Indikation entnehmen, dass der Aktienmarkt in den nächsten Wochen eher freundlich tendiert, das Kurspotential nach oben aber begrenzt ist.^{xi}

Bernd Krampen (+49/ 511/ 3 61 – 94 72)

- Endnoten**
- ⁱ Obwohl die Ursprünge der technischen Analyse bereits recht früh im 17. Jahrhundert bei den Reismärkten in Japan mit den Candlestick-Charts liegen dürften, erscheint die Markttechnik für die meisten Marktteilnehmer immer noch als die zeitlich gesehen „zweite“ Analysemethode nach der für die breite Öffentlichkeit relevantere fundamentalen Analyse.
- ⁱⁱ Im Nachhinein können jedoch (immer) mikroökonomische Kennzahlen und technische Indikatoren ermittelt werden, mit denen eine positive Aktienmarktperformance erzielt worden wäre. Ob dies zukünftig ebenfalls der Fall sein muss, ist natürlich fraglich. In diesem Zusammenhang sei auf „Die besten Anlagestrategien aller Zeiten“, James P. O’Shaughnessy, 1998 verwiesen.
- ⁱⁱⁱ Schon in den 30er Jahren des 20. Jh. sprach John Maynard Keynes in seiner bekannten General Theorie of Employment, Interest and Money davon: „Um die Zukunft einer Geldanlage abzuschätzen, müssen wir die Nerven, Hysterien, ja sogar die Wetterföhligkeit jener Personen beachten, von deren Handlungen diese Geldanlage weitgehend abhängt.“
- ^v Auf die Kapitalmärkte bezogen wird von den bekannten „sunk costs“ gesprochen.
- ^{iv} Für den interessierten Leser sei zum Themenbereich Behavioral Finance u.a. auf folgende Literatur hingewiesen: Goldberg, Joachim & v. Nitsch, Rüdiger, Behavioral Finance, Gewinnen mit Kompetenz, München, Finanzbuch Verlag, 1999 und Shefrin, Hersh, Börsenerfolg mit Behavioral Finance, Investmentpsychologie für Profis, Stuttgart, Schäfer-Poeschel, 2000
- ^v Demnach bilden Menschen gedanklich „mentale Konten“ einerseits für Gewinnbringer und andererseits für Verlustbringer. Diese Konten werden sorgfältig getrennt voneinander beurteilt. Das ist kaum zu beanstanden – wichtiger ist aber folgendes: Da Verluste die Personen (empirisch bestätigt) deutlich mehr belasten als die Gewinne sie erfreuen, werden Verluste lieber nicht realisiert, sondern laufen „nur“ als Buchverluste weiter. Diese beeinträchtigen die Psyche offenbar weniger. Damit fehlt aber ein sinnvolles Risk-Management. Gewinne dagegen werden lieber schnell „eingefahren“ bevor sie verloren gehen. Dabei gehen Chancen verloren.
- ^{vii} Als eine positive Ausnahme ist Professor Robert Schiller von der Yale Universität zu erwähnen mit dem (immer noch) lesenswerten Buch „Irrationaler Überschwang“, 2000.
- ^{viii} Die Anleger werden nach ihren Erwartungen an die künftige Aktienmarktentwicklung des Dax, TecDax, EuroStoxx50, S&P 500, Nasdaq Composite und Nikkei-Index befragt. Die Kapitalmarkteinschätzungen werden auf Sicht zweier zukünftiger Zeitpunkte erhoben: die kurzfristige 1-Monatssicht sowie die mittelfristige 6-Monatsperspektive. Der Sentix ergibt sich aus der Differenz zwischen der Anzahl bullischer und bearischer Anleger bezogen auf die Gesamtzahl der Befragten.

^{ix} Dieser Sentix-Neutrality-Index bezieht die Anzahl der neutralen Antworten auf die Gesamtheit der Befragten. Die neutrale Antwort wird immer dann gewählt, wenn die Marktteilnehmer nicht mit größeren Kursveränderungen rechnen (Seitwärtsmarkt) oder wenn Auf- und Abwärtsbewegungen gleich wahrscheinlich sind. Eine hohe Anzahl neutraler Votings sollte demnach gemäß der Contrarian Opinion auf eine höhere Wahrscheinlichkeit für eine Trendbewegung hinweisen. Bei einer sehr geringen Zahl neutraler Votings haben sich die Voter festgelegt. In diesem Fall könnte es sich um Overconfidence der Teilnehmer in die eigene Prognosefähigkeit handeln. Treffen eine geringe Zahl neutraler Votings und ein klar bullishes oder bearishes Sentiment zusammen, ist die Wahrscheinlichkeit einer Trendwende deutlich erhöht.

^x Lügen dagegen hohe Werte im Sentix Dax Sicht 6 Monate vor, dann hätten vor allem niedrige Werte im Sentix Neutrality Index als Kursrisiko interpretiert werden müssen, da die Stimmung offenbar bereits recht eindeutig positiv ist.

^{xi} Aktuelle Werte sind immer zu Wochenbeginn unter www.sentix.de zu erhalten.

Anhang Abb 5: Modellergebnis zur Erklärung des DAX über diverse Sentix-Zeitreihen *

Dependent Variable: D(DAX)				
Sample (adjusted): 5/18/2001 5/06/2005				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SNTXDAX1	481.5299	36.16373	13.31527	0.0000
SNTXDAX1(-1)	-145.2968	37.55238	-3.869175	0.0001
SNTXDAX1(-2)	-99.17887	36.58246	-2.711104	0.0073
SNTXDAX1(-4)	-69.78747	34.49994	-2.022829	0.0444
SNTXDAX1(-12)	-52.36606	33.31459	-1.571866	0.1176
SNTXDXU1(-1)	203.7511	92.74245	2.196957	0.0292
SNTXDXU6(-1)	-257.3604	100.4462	-2.562173	0.0111
SNTXBF1(-6)	123.7521	53.52695	2.311959	0.0218
DUMMY	-615.7896	106.5327	-5.780286	0.0000
R-squared	0.534006			
Adjusted R-squared	0.515272			
Durbin-Watson stat	2.217944			

Abb. 6: Modellergebnis zur Prognose des DAX-Wochenschlusskurs über diverse Sentix-Zeitreihen *

Dependent Variable: D(DAX)				
Sample (adjusted): 5/18/2001 5/06/2005				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SNTXDAX1(-1)	-3.626545	49.08604	-0.073881	0.9412
SNTXDAX1(-2)	-47.96595	49.93086	-0.960647	0.3379
SNTXDAX1(-4)	-56.83655	47.00118	-1.209258	0.2280
SNTXDAX1(-12)	-85.30130	45.58335	-1.871326	0.0628
SNTXDXU1(-1)	39.33244	126.0082	0.312142	0.7553
SNTXDXU6(-1)	-58.49104	135.0203	-0.433202	0.6653
DUMMY	-645.2149	146.1689	-4.414173	0.0000
R-squared	0.113289			
Adjusted R-squared	0.086820			
Durbin-Watson stat	2.039311			

* Mit

- SNTXDAX1 Sentix Dax auf Sicht 1 Monat
- SNTXDXU1 Sentix Dax Neutrality Index auf Sicht 1 Monat
- SNTXDXU6 Sentix Dax Neutrality Index auf Sicht 6 Monate
- SNTXBF1 Sentix Bund-Future auf Sicht 1 Monat
- DUMMY Dummy-Variable mit dem Wert 1 in der Woche nach dem 11. September 2001

Bei einem Wert der Durbin-Watson-Statistik innerhalb der Range von 1,7 bis 2,3 besteht kein Grund zu der Annahme, dass Autokorrelation der Residuen vorliegt.