

# Über den Konsens

## Die mit der Schwarmintelligenz tanzen

An den Finanzmärkten kann der Konsens eine stabilisierende Kraft sein, aber auch zu katastrophalen Fehlern führen. Anleger, Analysten und Institutionen verlassen sich bei ihren Entscheidungen oft auf die Schwarmintelligenz des Marktes. Die Hypothese der Markteffizienz besagt, dass die Preise alle verfügbaren Informationen widerspiegeln, was es schwierig macht, bessere Anlagerenditen als der gesamte Markt zu erzielen. Dieser Sichtweise widerspricht Behavioural Finance – ein Teilgebiet der Finanzwirtschaft, das sich mit den psychologischen Verzerrungen befasst, die Anleger dazu veranlassen können, vom Rationalen abzuweichen.



**Christian Gattiker**, Head Research Julius Bär

Im Finanzjargon hat das Wort «Konsens» einen negativen Beigeschmack: Es klingt einfallslos, langweilig und kaum lohnenswert – mit der Herde mitzutreiben würde bestenfalls die Gesamtmarktrendite minus Umsetzungskosten bringen. «Konsens» kann aber auch als «Schwarmintelligenz» verstanden werden – die «Weisheit der Vielen», ein etabliertes Konzept, das nicht unterschätzt werden sollte. Der Konsens ist für die finanzielle Positionierung das, was der gesunde Menschenverstand für den Alltag ist. Wer sich im vergangenen Jahrzehnt, d.h. in den 2010er Jahren, gegen den Konsens positionierte, also eine konträre Haltung einnahm, kaufte europäische Bankaktien (da der Konsens sich aufgrund der Eurokrise meis-

tens gegen europäische Banken stellte) und mied rund die Hälfte der Zeit den Nasdaq (da der Konsens zu jener Zeit US-Innovatoren meistens optimistisch einschätzte). Auf diese Weise konträr zu sein, also europäische Bankaktien zu halten und den Nasdaq zu meiden, war in den 2010er Jahren eine ziemlich sichere Methode, Geld zu verbrennen oder zumindest den US-Tech-Boom der Dekade zu verpassen. Die Masse völlig zu ignorieren kann also gefährlich sein – nicht zuletzt, weil starke Trends oft länger als erwartet anhalten.

Die Geschichte hat aber immer wieder gezeigt, dass es auch gefährlich sein kann, einfach blind der Herde zu folgen, wie die Dotcom-Blase, die globale Finanzkrise von 2008 und der Meme-

Aktienrausch von 2021 eindrücklich belegt haben. Die Schlüsselfrage für Anleger lautet daher, wann sie dem Konsens folgen sollen und wann sie entgegen dem Herdentrieb agieren sollten.

### Ein Plädoyer für den Konsens

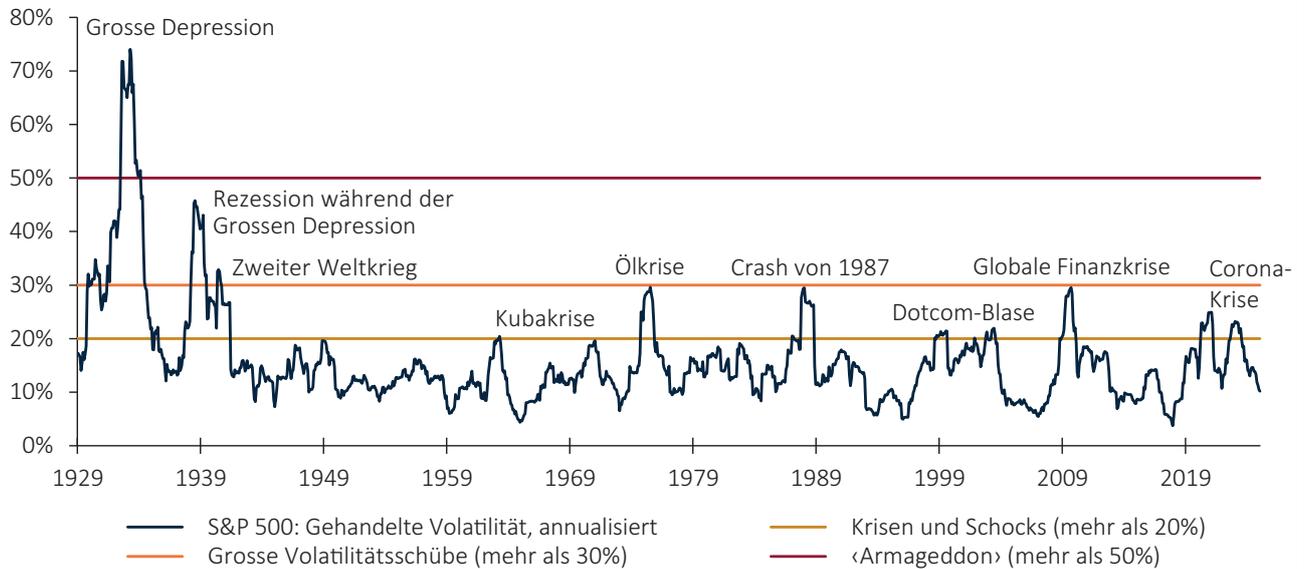
#### 1. Effiziente Informationsverdichtung

Im besten Fall funktionieren die Finanzmärkte wie riesige Informationsverarbeitungsmaschinen. Die Effizienzmarkthypothese (EMH) besagt, dass in den Preisen von Vermögenswerten alle verfügbaren Informationen enthalten sind. Es kann also durchaus eine rationale Strategie sein, dem Konsens zu folgen (Shleifer 2000). Marktineffizienzen bestehen zwar gemäss Behavioural Finance durchaus; verschiedene Studien zeigen aber auf, dass die Märkte langfristig weitgehend doch effizient bleiben (Birau 2012). Weil Algorithmen und institutionelle Anleger aber riesige Datenmengen verarbeiten, ist es für den einzelnen Anleger schwierig, den Markt immer wieder zu übertreffen. Ein Beispiel: Während der Covid-19-Pandemie verschob sich der Konsens schnell in Richtung IT-Aktien und spiegelte eine Wirtschaft wider, die online ging. Wer diesem Trend folgte, profitierte, während diejenigen, die sich diesem Trend widersetzen, das Nachsehen hatten.

#### 2. Momentum und Trendfolge

Die Märkte weisen häufig eine bestimmte Dynamik auf. Mit anderen Worten:

## Abwärtstrends zeigen sich an den Ausschlägen in den Fieberkurven der Märkte



Quellen: Bloomberg Finance LP, Julius Bär / Daten per 21. Januar 2025

## Aufwärtstrends zeigen sich an den Marktbewertungen

Kurs-Gewinn-Verhältnis (Shiller Price-to-Earnings Ratio)



Quellen: Datastream, Julius Bär / Daten per Februar 2025

Wenn eine positive Grundstimmung an den Börsen herrscht, dann werden Vermögenswerte, die sich gut entwickelt haben (also im Preis gestiegen sind), dies im Allgemeinen auch weiterhin tun. Umgekehrt bleiben die Ladenhüter hinter dem Gesamtmarkt zurück, d.h. Vermögenswerte, die sich nicht gut entwickelt haben, tun dies in der Regel auch wei-

terhin. Trendfolgestrategien haben in der Vergangenheit in starken Bullen- und Bärenmärkten eine bessere Performance erzielt, da sie sich das Herdenverhalten und die allmähliche Informationsverbreitung zunutze machen (Hurst et al., 2017).

Wissenschaftliche Studien lassen vermuten, dass Aktien mit einer starken

Kursdynamik diese kurz- bis mittelfristig beibehalten, was auf langsame Anlegerreaktionen und institutionelle Abläufe zurückzuführen ist (Jia 2023). Zahlreiche erfolgreiche Hedgefonds und systematische Händler, wie Renaissance Technologies (Zuckerman 2019), setzen auf momentum-basierte Strategien.

### 3. Komfortzone und Karriererisiko

Institutionelle Anleger sind einem Karriererisiko ausgesetzt, da Fondsmanager, die eine schlechtere Performance als die Konkurrenz erzielen, Gefahr laufen, Kunden zu verlieren oder entlassen zu werden (Outouzzalt et al., 2023). Daher schliessen sich viele Manager der Konsensmeinung an, anstatt eine mutige, abweichende Position zu riskieren.

Zur Veranschaulichung: Während des Dotcom-Booms Ende der 1990er-Jahre investierten viele Fondsmanager in IT-Aktien. Dies geschah nicht unbedingt, weil sie an deren Bewertungen glaubten, sondern weil ein Abweichen vom Herdenverhalten das Risiko einer schlechten Performance und des Verlusts von Kunden bedeutete.

### Ein Plädoyer gegen den Konsens

#### 1. Der ganz normale Wahnsinn

Die Finanzgeschichte wimmelt von Beispielen, in denen ein Massenkonsens in eine Spekulationsblase mündete. Behavioural Finance identifiziert psychologische Verzerrungen, die zu Marktineffizienzen führen: übermässiges Vertrauen, Herdenverhalten und der Recency-Effekt (Sedaghati 2016). Berühmte Beispiele sind die Tulpenmanie der 1630er Jahre, als die Preise für Tulpenzwiebeln in absurde Höhen stiegen, bevor sie abstürzten; die Dotcom-Blase von 1999 bis 2000, als Investoren unrentable Internetaktien auf der Grundlage von Wachstumsnarrativen in die Höhe trieben; und die globale Finanzkrise von 2008, als eine durch eine leichtfertige Kreditvergabe und Gruppenzwang entstandene Immobilienblase platzte – mit den bekannten, verheerenden Folgen.

#### 2. Value-Investing und Mean-Reversion

Value-Investoren profitieren von der sogenannten «Mean-Reversion», also der Tendenz, dass über- oder unterbewertete Vermögenswerte im Laufe der Zeit zu ihrem fairen Wert zurückkehren. Warren Buffett zum Beispiel mied in den späten 1990er Jahren Dotcom-Aktien, weil sie extrem hoch bewertet waren. Obwohl er damals kritisiert wurde, hat sich seine Haltung nach dem Platzen der Blase als richtig erwiesen.

### 3. Nutzung der Verhaltensarbitrage

Anleger können von vorhersehbaren Verhaltensverzerrungen profitieren (Thakur 2017). Beispiele für dieses Phänomen sind eine Überreaktion auf Gewinne, bei der Anleger dazu neigen, auf Gewinnüberraschungen überzureagieren, was zu kurzfristigen Fehlbewertungen führt, sowie saisonale Effekte, bei denen beispielsweise der «Januar-Effekt» und «Sell in May»-Anomalien wiederkehrende Handelsgelegenheiten bieten.

### Wann man dem Konsens folgen sollte und wann nicht

Es sprechen gute Argumente sowohl dafür als auch dagegen, dem Konsens zu folgen. Das erinnert an eine amerikanische Anlegerlegende, die meinte: «Die Märkte sind zu 95 Prozent der Zeit rational, in der übrigen Zeit kann man viel Geld gewinnen oder verlieren.» Das bedeutet, dass es an 19 von 20 Handelstagen durchaus profitabel sein kann, dem Konsens zu folgen. Doch am berüchtigten 20. Handelstag (die oben erwähnten 5 Prozent) kann es eben sinnvoll sein, gegen den Strom zu schwimmen. Das mag einfach klingen, ist aber nicht leicht zu vollführen. Wer dies in einen regelbasierten Ansatz umwandeln will, kann anhand der folgenden Punkte überlegen, wie mit dem Konsens umzugehen:

1. *Bewerten Sie das Marktumfeld:* Folgen Sie dem Konsens in starken Bullenmärkten, aber weichen Sie davon ab, wenn die Marktstimmung extrem wird.

2. *Beobachten Sie die Indikatoren für die Marktstimmung:* Verwenden Sie Marktfieberkurven (also Volatilitätsindizes) wie den Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) oder die allgemein gehandelte Volatilität (siehe Grafik 1) sowie Put/Call-Ratios und Kapitalströme, um irrationale Übertreibungen festzustellen.

3. *Unterscheiden Sie vorübergehende Trends von echten wirtschaftlichen Veränderungen:* Verwenden Sie Bewertungskennzahlen, um die Fundamentaldaten des Marktes von den vorherrschenden und potenziell irreführenden Marktnarrativen zu unterscheiden (siehe Grafik 2).

### Fazit

Der Konsens ist an den Finanzmärkten eine starke, aber alles andere als unfehlbare Kraft. Die Masse liegt oft richtig. Wenn sie – wenn auch eher selten – daneben liegt, tut sie dies meist spektakulär. Als Anleger steht man vor der schwierigen Aufgabe, rationale Markttrends von irrationalen Übertreibungen zu unterscheiden. Behavioural Finance bietet wertvolle Instrumente, um zu erkennen, wann es sich lohnt, dem Konsens zu folgen, und wann eine konträre Haltung die bessere Wahl ist. Die besten Anleger wissen, dass Märkte weder vollkommen effizient noch vollkommen irrational sind; sie befinden sich in einem ständigen Spannungsfeld zwischen Informationsverdichtung und menschlichen Emotionen. Dieses zu verstehen, ist der Schlüssel zu besseren Anlageentscheidungen.

#### Referenzen:

- Birau, F.R. (2012): «The impact of behavioral finance on stock markets», *Annals of the (Constantin Brâncuși) University of Târgu Jiu, Economy Series*, Ausgabe 3, S. 45–50
- Hurst, B., Ooi, Y.H. und Pedersen, L.H. (2017): «A century of evidence on trend-following investing», *The Journal of Portfolio Management*, Band 44, Ausgabe 1, S. 15–29
- Jia, Y. (2023): «A literature study of behavioral finance and investor decision-making», *Highlights in Business, Economics and Management*, Band 21, S. 262–267
- Outouzzalt, A., Elouidani, R., El Moutaouakil, L. und Fettahi, I. (2023): «Behavioral biases affecting decision-making in the financial market», *SHS Web of Conferences*, Band 175, S. 1–12
- Sedaghati, B. (2016): «Psychology of behavioral finance», *International Journal of Humanities and Cultural Studies*, S. 2665–2677
- Shleifer, A. (2000): *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press
- Thakur, S. (2017): «The impact of behavioral finance on stock markets», *Joseph's Journal of Multidisciplinary Studies*, S. 44–49
- Zuckerman, G. (2019): «The Man Who Solved the Market: How Jim Simons Launched the Quant Revolution», *Portfolio/Penguin*

[info@juliusbaer.com](mailto:info@juliusbaer.com)  
[www.juliusbaer.com](http://www.juliusbaer.com)