

J. Hengelbrock • E. Theissen • C. Westheide
Market Response to Investor Sentiment
CFR Working Paper 10-19

Mehrere empirische Untersuchungen haben zu dem Ergebnis geführt, daß "Investor Sentiment" (gemessen anhand verschiedener Proxies für die Stimmung der Marktteilnehmer) in der Lage ist, Renditen am Aktienmarkt zu prognostizieren. Für eine solche Prognosefähigkeit - so sie denn tatsächlich existiert - kann es (mindestens) zwei Gründe geben. Zum einen kann es sein, daß Aktienkurse tatsächlich von nicht fundamental gerechtfertigten Stimmungen der Marktteilnehmer abhängen und insofern die Preisbildung nicht dem Ideal eines mittelstrenge informationseffizienten Kapitalmarkts entspricht. Andererseits kann es aber auch sein, daß die Sentiment-Proxies Informationen über zukünftige erwartete Renditen enthalten. In diesem Fall ist die Informationseffizienz des Kapitalmarktes nicht notwendigerweise verletzt.

In unserem Beitrag versuchen wir, anhand US-amerikanischer und deutscher Daten zwischen diesen beiden Erklärungen zu unterscheiden. Wir verwenden einen befragungsbasierten Sentiment-Indikator. Unser Testansatz ist einfach. Sollte unser Sentiment-Maß Informationen über zukünftig höhere erwartete Renditen (etwa aufgrund einer gestiegenen Risikoprämie) enthalten, so wäre zu erwarten, daß es zukünftig niedrigere Renditen prognostiziert. Gleichzeitig wäre aber zu erwarten, daß die Aktienkurse zunächst fallen, da zukünftige Cash-Flows nun mit einer höheren erwarteten Rendite diskontiert werden. Anders ausgedrückt: Wir erwarten in diesem Fall eine unmittelbare Kursreaktion, deren Vorzeichen dem der längerfristigen Prognoserichtung entgegengesetzt ist. Ist dagegen eine fundamental nicht gerechtfertigte Stimmungsabhängigkeit der Aktienkurse gegeben, so ist eine solche Gegenläufigkeit nicht zu erwarten.

Wir bestätigen zunächst die früheren Ergebnisse einer Prognostizierbarkeit von Aktienkursen durch unser Sentiment-Maß. In den USA gilt das allerdings nur für frühere Zeiträume, nicht mehr für die letzte Dekade. Die unmittelbare Kursreaktion weist das gleiche Vorzeichen wie die längerfristige Prognoserichtung auf. Das ist mit der auf zukünftigen erwarteten Renditen beruhenden Erklärung unvereinbar.