



Herdentrieb – der "Beauty Contest" von Keynes

Description

John Maynard Keynes hat in seiner „General Theory“ 1936 ein Modell menschlichen (Anleger-)Verhaltens vorgestellt. Das als Schönheitswettbewerb ("Beauty Contest") bezeichnete Experiment stellt demjenigen Teilnehmer einen Gewinn in Aussicht, der eine Auswahl trifft, die sich mit der der meisten anderen Teilnehmer deckt.

Die optimale Entscheidung hängt in diesem Modell davon ab, zu erkennen, was die Mehrheit denkt. Wenn alle Teilnehmer gleichermaßen rational vorgehen, kommt es beim Entscheidungsprozess zu unendlich vielen Iterationen. Da aber nicht alle Teilnehmer vollkommen rational vorgehen, ist die Zahl der Iterationen endlich. In jedem Fall aber benötigt ein solcher Prozess Zeit.

Für einen Anleger ist es nach Keynes und dessen Modell rational, die Aktien zu kaufen, die die meisten anderen Marktteilnehmer bevorzugen, obwohl er selbst möglicherweise ganz andere Titel favorisiert. Entscheidend ist, was die Mehrheit, der „Markt“, tun wird. Das Modell erklärt den Herdentrieb bei Investment-Themen, sowie die Wirkung von sogenannten heißen Insider-Tipps. Je stärker die Bewegung in Gang gekommen ist, je eher werden Anleger in steigende Preise hineinkaufen und so erweist sich mit zunehmenden Kursgewinnen die Meinung der Mehrheit als selbsterfüllende Prophezeiung. So lange in einem späten Stadium einer solchen Bewegung noch genügend kaufkräftige Nachfrage vorhanden ist, finden die Besitzer solcher Assets immer noch einen „Dümmeren“, der ihnen ihre Bestände abkauft ("greater fool theory").

Der „Beauty Contest“ kann Spekulationsblasen erklären. Das war auch der ursprüngliche Zweck, den Keynes mit diesem Modell verfolgte.

[Robert Shiller hat den „Beauty Contest“ in einem Artikel in der NYT aufgegriffen](#), in dem er sich mit der Reaktion der Finanzmärkte auf die Abstufung der Kreditwürdigkeit der USA im August 2011 beschäftigt. Man sei zwar versucht, zu denken, dass der Markt hierauf mit Kursverlusten und ansteigender Volatilität rational reagiert hat. Der Anlass war aber lediglich die Meinung einiger weniger Analysten. Die Reaktion der Marktteilnehmer war nach Shiller eher dadurch bedingt, dass Akteure überlegt haben, was andere darüber denken könnten, die darüber nachdenken, was wieder andere denken könnten... Selbst an Tagen ohne Neuigkeiten kam es zu starken Marktbewegungen, weil der Markt dann auf sich selbst reagiert hat. Die Angst unter den Anlegern stieg an, sie reagierten schnell und manchmal impulsiv selbst auf kleinere Ereignisse und Nachrichten und so überschlugen sich die Reaktionen.



Unter systemtheoretischen Aspekten kann angemerkt werden, dass eine solche Marktphase auf den Übergang vom stationären auf den chaotischen Zustand hindeutet. Dessen Kennzeichen ist, dass Rückkopplungen innerhalb eines Systems positiv, also selbstverstärkend werden. Dann können schon geringe Änderungen der Rahmenbedingungen zu großen Ausschlägen bei den Reaktionen führen. Das Systemverhalten wird schwer kalkulierbar.

Wie oben erwähnt, benötigt der Entscheidungsprozess nach Keynes Modell Zeit. Im Zeitalter der schnellen Kommunikation und der medialen Allgegenwärtigkeit bilden sich neue „Modetrends“ viel schneller heraus. Damit lassen sich aufkommende Modeströmungen schneller vorherzusehen, der Entscheidungsprozess wird beschleunigt. Das dürfte zu einer insgesamt zunehmenden langfristigen Volatilität an den Finanzmärkten beitragen. Die einzige Beständigkeit solcher Trends rührt aus der Masse der Teilnehmer her; ist ein Trend "massiv" genug, kann er lange laufen und die Volatilität zeitweilig einschlafen lassen, bis es am Endpunkt zu einem starken Volatilitätsausbruch kommt.

Ist es also mittlerweile überflüssig, übergeordnete makroökonomische Trends zu analysieren? Reicht es aus, mit Mitteln der Charttechnik oder anderen Techniken die massenpsychologische Ausrichtung von „Märkten“ zu untersuchen?

Ich denke, weder ist das erste überflüssig, noch das zweite ausreichend.

Am Beispiel der Staatsverschuldung lässt sich schön zeigen, dass der Herdentrieb selbst bei so maroden Staaten wie Griechenland lange Zeit dazu geführt hat, solche Anleihen zu kaufen: Die anderen haben's auch gemacht und im Chart war (demzufolge) nichts Auffälliges zu entdecken. Die makroökonomische Analyse konnte hingegen schon vor Jahren zu der Aussage kommen, dass Griechenland pleite geht. Sie hielt damit die Begründung „vorrätig“, warum die Party eines Tages vorbei sein musste und konnte so dem Anleger den Rat geben, aufkommende Alarmzeichen im Chart nicht als technische Korrektur in einem ansonsten intakten Umfeld, sondern als Hinweis auf den anstehenden Absturz zu werten.

Immer wieder heißt es in Bezug auf Anlegerverhalten: „Die Masse liegt meistens falsch.“ Daraus wird abgeleitet, man müsse sich konträr positionieren. Nach Keynes „Beauty Contest“ liegt die Masse aber keineswegs meistens falsch, weil sie sich ihre Trends selber macht. Demzufolge kann eine Positionierung konträr zum Trend lange sehr weh tun.

Entscheidend ist das Timing: Zu Beginn eines „Herdenauftriebs“ macht es wenig Sinn, entgegengesetzt zur Herde zu laufen. Ist die Party hingegen in vollem Gang, sollte einem die Makroanalyse sagen können, ob sie bald vorbei ist. Dann wiederum kann es sinnvoll werden, sich konträr zu positionieren, bevor man im Trubel der am Wendepunkt wild durcheinanderlaufenden Herdenmitglieder zertrampelt wird.

Richtig wäre wohl: „Die Masse liegt im entscheidenden Moment meistens falsch.“

Nachtrag:

(5.2.13) Einen interessanten Beitrag über Keynes als Investor finden Sie hier: "[Wie aus John Maynard Keynes ein Starinvestor wurde](#)".