

Private Banker

Das Vermögensverwalter eMagazin

Ausgabe
04 | 2022

VOLATILITÄT 2023:
DIE ERWARTUNGEN

NARRATIVE IN
WIRTSCHAFT UND
FINANZWELT

Titel

AUSBLICK 2023: GEOPOLITIK, WACHSTUM, INFLATION

Im Jahr 2022 bestimmten geopolitische Entscheidungen und ihre Folgen die Negativschlagzeilen auch in Wirtschafts- und Finanzmedien. Wird das Jahr 2023 ähnlich sein? Wie sind die erwarteten Auswirkungen auf Wachstum und Inflation?

Geopolitische Tendenzen

Die Wirtschaft stand 2022 im Zeichen der massiv ansteigenden Inflation in Europa und den USA und den damit verbunden Leitzinsanhebungen. Zugleich rückte die Fortsetzung von Geopolitik (auch im engeren politikwissenschaftlichen Sinne ihrer „Erfinder“ und modernen Protagonisten) mit anderen Mitteln massiv in den Fokus: der Krieg in der Ukraine, Sanktionen und Gegensanktionen, daraus folgend steigende Rohstoffpreise sowie Fragen der Energie- und Nahrungsversorgungen. Während die meisten Institute einen langsamen Rückgang der Inflation für 2023 prognostizieren, ist für die Verwerfungen der komplizierten geopolitischen Plattentektonik keine schnelle Lösung in Sicht. Die meisten Beobachter gehen davon aus, dass die Konflikte, die sich aus Machtverschiebungen zwischen Staaten und Staatenverbünden entlang von Bruchlinien ergeben, in nächster Zeit nicht verschwinden werden.

Der aktuelle geostrategische Ausblick auf 2023 („2023 Geostrategic Outlook“) des Beraters Ernst & Young (EY) fasst eine derzeit weit verbreitete Interpretation kurz und strukturiert zusammen. Dem Bericht zufolge ist die Welt im Übergang von einer unipolaren zu einer multipolaren Machtordnung, in der sich wieder mehrere Mächte auf gleicher hierarchischer Ebene begegnen. Um dies ein wenig zu konkretisieren: Macht ist eine relationale Größe, daher sind Machtbilanzen auf globaler Ebene ein Nullsummenspiel. Weil es sich beim „Unipol“ um die USA handelt, besagt die These vom Übergang zu einer multipolaren Konstellation, dass die USA ihr jüngstes Machmaximum bereits hinter sich haben und dieser Prozess des (relativen) Machtverlusts in der Welt sich weiter fortsetzen werde.

Zwei Punkte sollten in diesem Zusammenhang mehr Beachtung finden. Erstens handelt es sich hier um sehr dynamische Machtverschiebungen zwischen einer Vielzahl von Staaten, nicht um fixe Machtgleichgewichte, so dass auch das beliebte „Gleichgewichtspa-

INHALT

02 Ausblick 2023:
Geopolitik,
Wachstum, Inflation

07 Chancen nutzen und Nerven behalten!
Die Börsen werden volatil bleiben.
Frank Fischer

09 Storytelling in der Wirtschaft
Finanznachrichten als Epidemien: Wie Erzählungen auch in der Wirtschafts- und Finanzwelt viral gehen

11 Journalisten sagen Inflation überraschend gut voraus
Aber meist ohne ihr Wissen, im Kollektiv und mit Hilfe von lernenden Maschinen.

14 Grimms Märchen und Crash-Geschichten: Privatanleger und Profis reagieren unterschiedlich
Privatanleger lassen sich von Märchenhaftigkeit beeindrucken

17 firstfive – Topranking

radigma“ an seine Grenzen kommt. Zweitens sind bei ausgeprägter Machtdynamik (innerhalb eines Zeitraums) die Ausgänge weniger vorhersehbar als in einem stabilen Gleichgewicht. Denn die aktuellen Machtbilanzen müssen hier immer wieder neu per Konfliktaustragung ermittelt oder „errechnet“ werden. Dabei ist naturgemäß viel Versuch und Irrtum im Spiel, die Wirklichkeit eilt ihrer kognitiven Durchdringung weiter voraus als sonst. Die Diskrepanz zwischen Ausblick und Rückblick ist deshalb auch größer.

EY weiß, dass diese Prozesse in der langen Frist hochgradig komplex sind und auch nichtlinear verlaufen. Demgegenüber erachtet EY den Ausblick auf das Jahr 2023 als bedeutend einfacher. Die zu erwartende Entwicklung bis Ende 2023 lasse sich durch zwei Generaltrends charakterisieren: a) stabilisierte Volatilität und b) ein Bündel von Zielkonflikten.

Stabilisierte Volatilität meint, dass viele der Unstetigkeiten der jüngeren Vergangenheit in unterschiedlichen Dimensionen sich im neuen Jahr fortschreiben werden. Die geopolitische Unbeständigkeit und Schwankungsanfälligkeit sei aber, so EY, 2023 berechenbarer als noch 2022.

Mit Zielkonflikten ist das gewachsene Bewusstsein dafür gemeint, dass die Erreichung proklamierter politischer Ziele nicht in einfachen oder erwünschten Lösungen bestehen wird, sondern dass Abstriche gemacht werden müssen und bestenfalls Kompromisse zustande kommen.

Den beiden Trends – stabilisierte Unbeständigkeit und spezifische Zielkonflikte – ordnen die EY-Studienautoren insgesamt 10 „geopolitische“ Entwicklungen zu, die 2023 wie schon im Vorjahr bestimmend sein werden.

Stabilisierte Volatilität bezieht sich auf: 1) Den Ukrainekrieg (und insbesondere die Verhältnisse zwischen USA, Europa, Ukraine und Russland). 2) Das Verhältnis zwischen USA/Europa/China. 3) Die geopolitischen Schaukelstaaten, die sich opportunistisch zwischen den großen Machtakeuren bewegen. 4) Tendenzen der Entkopplung von Machtblöcken in Gestalt von: 4) Einer Bewegung in Richtung mehr Autarkie. 5) Einer verstärkten Technologieabschottung gegenüber strategischen Wettbewerbern.

Insgesamt werde sich, so EY, dadurch der Globalisierungsgrad zurückentwickeln.

Bedeutende, das Jahr 2023 bestimmende Ziel-

konflikte sehen die EY-Analysen im Hinblick auf die Ziele 6) Energiesicherheit, 7) Nachhaltigkeit (mit verschiedenen Geschwindigkeiten) 8) Inflations-Rezessions-Bekämpfung, 9) kritische Ressourcen und 10) Nahrungsmittelversorgung.

EY fasst auch kurz zusammen, was dies für Unternehmen der Finanzbranche bedeutet. Der EY-Ausblick führt in diesem Kontext 5 Punkte an. Das ist das Inflations-Rezessions-Verhältnis (1), das sich u.a. auf Kreditzinsen auswirkt. Auch rechnet EY in diesem Problemkontext mit der Möglichkeit, dass sich Länder stärker auf die eigene Währung zurückziehen oder die Entwicklung von Kryptowährungen unter Zentralbankenobhut vorantreiben. Im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine (2) und dem Verhalten der geopolitischen Schaukelstaaten (3) erachten die Geoanalytiker von EY insbesondere das Problem der Sanktionsregimes für Finanzdienstleister im Jahr 2023 als zentral. Die Tendenz einer zunehmenden Entkopplung China vs. USA (mit Wirkung auf den gesamten US-Hegemonialbereich) (4) betreffe auch die Finanzbranche etwa durch mögliche Vergrößerung der Marktvolatilität und eventuell zurückgehende Vermögensbewertungen. Im Rahmen einer ESG-Politik der verschiedenen Geschwindigkeiten (5) werde der Kampf gegen Greenwashing 2023 weiterhin oben auf der Agenda stehen. Zudem sei zu erwarten, dass ESG-Orientierung für Investoren eine Strategie bleiben werde, um langfristige Risiken zu mindern.

Wenden wir uns nun dem zu, was EY als „Inflations-Rezessions-Paradox“ bezeichnet. Die Bekämpfung der Inflation setzt (geld-)politische Maßnahmen voraus, die Wachstum bremsen und die Gefahr einer Rezession im Jahr 2023 erhöhen. Mit welchen Wachstums- und Inflationsraten in den Jahren 2023 und 2024 rechnen derzeit Konjunkturforscher?

Wachstumsprognosen

Im Folgenden beziehen wir uns auf die Prognosen des „Kiel Institut für Weltwirtschaft“ (IfW), des „ifo-Institut München“ und der „OECD“. Wir beschränken uns auf die Schätzungen des Wachstums des Bruttoinlandsprodukts und der Verbraucherpreis-Inflation für die Jahre 2023 und 2024. Für die Werte im Jahr 2022 verwenden wir nur die Berechnungen des IfW vom Dezember 2022. Anzu-merken ist, dass die drei Prognoseeinrichtungen

etwa „Welt“ mit einer unterschiedlichen Länderauswahl abdecken; auch Differenzen der Datensätze und Methoden können sich in unterschiedlichen Ergebnissen auswirken.

Das globale Wachstum lag 2022 bei 3,2 Prozent. Die Schätzungen der drei Institute für das globale Wachstum im Jahr 2023 liegen zwischen 1,6 Prozent (ifo-Institut) und 2,2 Prozent (IfW und OECD). Für 2024 sind die Werte zwischen 2,6 (ifo) und 3,2 (IfW) Prozent. Die drei Prognose-Einrichtungen rechnen also mit einer deutlichen Abschwächung des globalen Wachstums in diesem Jahr. Dabei sind die Aussichten für fortgeschrittene Volkswirtschaften schlechter als für Schwellenländer.

Die entwickelten Industrieländer wuchsen 2022 um 2,6 Prozent. Im Jahr 2023 sollen es laut IfW nur noch 0,3 Prozent sein, während das ifo-Institut mit 0,7 Prozent rechnet. Die Steigerung im Jahr darauf schätzt das IfW auf 1,3 und das ifo-Institut auf 1,6 Prozent. 2023 wird also ein deutlicher Rückgang erwartet, und auch 2024 soll die wirtschaftliche Dynamik in den führenden Industrieländern schwächer sein als 2022.

Im Schwellenländerbereich expandierte die Wirtschaft 2022 um 3,6 Prozent, in China nur um 2,9 Prozent, in Indien jedoch um 6,5 Prozent. Die Schätzungen für 2023 liegen zwischen 3,5 (ifo) und 3,9 (IfW) Prozent. Für 2024 rechnen beide Institute

mit 4,6 Prozent. Schwellenländer haben also kaum Einbußen und werden an Dynamik gegenüber 2022 gewinnen. Hier spielt auch eine Rolle, dass das Wachstum in China mit Werten über 4,5 Prozent den Prognosen zufolge wieder stärker anziehen wird.

Im Euro-Raum wuchs die Wirtschaft 2022 mit 3,4 Prozent. Im Jahr 2023 soll die Rate 0,5 (OECD, IfW) bzw. 0,9 (ifo) betragen. Im darauffolgenden Jahr 2024 soll sie dann zwischen 1,4 und 1,6 Prozent liegen.

Für die USA, wo die Wirtschaft 2022 um 1,9 Prozent wuchs, ist die Differenz der Prognosen größer. Die OECD rechnet für 2023 mit 0,5, das ifo-Institut sogar mit 0,9 Prozent; demgegenüber gibt das IfW eine, wie es selber schreibt, eher pessimistische Prognose ab mit einem Wachstum von -0,4 Prozent. Die Spannweite der Schätzwerte liegt damit bei 1,3 Prozentpunkten, das ist sehr hoch. Im Jahr 2024 verringert sich diese Spannweite auf 0,5 Prozentpunkte: das Wachstum soll bei 1 (OECD) oder 1,5 (ifo, IfW) Prozent liegen.

In Deutschland expandierte die Wirtschaft 2022 um 1,9 Prozent. Hier liegt die Spanne der Schätzungen für 2023 zwischen -0,3 Prozent (OECD) und 0,1 Prozent (ifo). Für 2024 liegen die errechneten Werte zwischen 1,5 und 1,7 Prozent. Für Deutschland erwarten also die drei Prognostiker eine starke Ab-

Prognosen zu Wachstum und Inflation in Prozent		Wachstum		Inflation	
		2023	2024	2023	2024
„Welt“ (unterschiedliche Länderselektion)	IfW	2,2	3,2	8,1	6,0
	ifo	1,6	2,6	4,7	2,6
	OECD	2,2	2,7		
Euro-Raum	IfW	0,5	1,6	5,6	2,6
	ifo	0,9	1,5	6,0	2,5
	OECD	0,5	1,4	6,8	3,4
Deutschland	IfW	0,0	1,7	5,7	1,8
	ifo	0,1	1,6	6,7	2,9
	OECD	-0,3	1,5	8,0	3,3
USA	IfW	-0,4	1,5	4,1	3,3
	ifo	0,9	1,5	4,5	2,4
	OECD	0,5	1,0	3,5	2,6
EM Asien	IfW	5,3	5,7	3,6	3,6
EM Lateinamerika	IfW	1,0	1,6	16,7	17,4

schwächung der Wirtschaft auf das Niveau des Nullwachstums oder auch darunter. Im Vergleich mit den USA, wo nur das IfW ein Negativwachstum über das Jahr erwartet, ist die Streuung der Schätzwerte für 2023 in Höhe von 0,4 Prozentpunkten in Deutschland erheblich geringer als in den USA.

Die Differenz der Schätzungen kann man als Ausdruck der Unsicherheit werten. Die wäre dann in Bezug auf die USA besonders hoch, weil hier ein Negativwachstum 2023 möglich erscheint, aber eben auch ein deutlich höheres Wachstum als in Deutschland. In diesem Zusammenhang ist aber auch noch anzumerken: Hohe antizipierte Unsicherheit mindert die Überraschung. Denn ein Maximum an Überraschung entsteht, wenn das Gegenteil von dem eintritt, mit dem man sicher rechnet.

Inflationsprognosen

Die Inflation kletterte 2022 auch in Industrieländern auf bis zu über 10 Prozent. Allerdings glauben die meisten Ökonomen, wie auch IfW, ifo-Institut und OECD, dass der Höhepunkt der Inflation in den führenden Wirtschaftsnationen des Westens bereits überschritten ist. Trotz aller Vorsicht, die bei Inflationsprognosen derzeit geboten ist, referieren wir im Folgenden die Schätzungen von IfW, ifo-Institut und OECD zur Inflation in den Jahren 2023 und 2024.

Für die Weltwirtschaft errechnet das IfW für 2022 eine Teuerung von 9,4 Prozent, 2023 soll sie auf 8,1 und 2024 auf 6 Prozent fallen.

Für Schwellenländer (2022: 9,7%) legen ifo-Institut und IfW stark abweichende Prognosen vor, das dürfte auch an unterschiedlicher Länderselektion liegen. Jedenfalls liegen die Schätzungen 2023 bei 4,7 (ifo) und 9,7 (IfW) Prozent sowie 2024 bei 3,3 bzw. 8,8 Prozent. Generell aber gilt im Hinblick auf Großregionen, dass die durchschnittliche Verbraucherpreisanstieg im Cluster der asiatischen Schwellenländer weiter deutlich geringer sein dürfte als in der Gruppe der lateinamerikanischen Schwellenländer. Extrem soll die Inflation 2023 den Prognosen zufolge jedoch in der Türkei bleiben (ifo: 40%; IfW 75%).

In fortgeschrittenen Volkswirtschaften (2022: 7,4 Prozent) rechnen deutsche Konjunkturinstitute

mit einem Rückgang der Teuerung. Sie soll in diesem Jahr bei 4,6 (IfW) bzw. 4,7 (ifo) Prozent liegen, im nächsten Jahr bei 2,1 (ifo) oder 2,8 (IfW) Prozent. Demnach würde sich die Inflation im Jahr 2024 in diesem Ländercluster der formellen oder informellen Zielrate von 2 Prozent annähern.

In den USA (2022: 8,0) rechnen die Konjunkturforscher in diesem Jahr mit einem Verbraucherpreisanstieg zwischen 3,5 (OECD) und 4,5 (ifo) Prozent und im nächsten Jahr mit einer Steigerung zwischen 2,4 (ifo) und 3,3 (IfW) Prozent.

Im Euroraum (2022: 8,3) sehen die Institute die Inflation 2023 zwischen 5,6 (IfW) und 6,8 (OECD) Prozent deutlich höher als in den USA; für 2024 bewegen sich die Prognosen zwischen 2,5 (ifo) und 3,4 (OECD) Prozent, so dass die Inflations-Differenz zu den USA 2024 im Wesentlichen verschwinden würde.

Für Deutschland (2022: 8,7) liegen die Schätzungen für dieses Jahr zwischen 5,7 (IfW) und 8,0 (OECD) Prozent, für 2024 zwischen 1,8 (IfW) und 3,3 (OECD). Die Differenz zwischen OECD-Schätzung vom November und den IfW-Prognosen vom Dezember 2022 ist relativ groß. Man kann das als Ausdruck einer höheren Unsicherheit bei der Antizipation der Inflation in Deutschland interpretieren.

Den besten Verwalter
für das Stiftungsvermögen
finden.
Ohne zu suchen.



Finanzausschreibung.de

DIE FÜHRENDE PLATTFORM FÜR FINANZAUSSCHREI-
BUNGEN:

- TRANSPARENT
- FAIR
- INTERESSENKONFLIKTFREI
- KOSTENLOS
- UNVERBINDLICH

Shareholder Value Management AG

CHANCEN NUTZEN UND NERVEN BEHALTEN!

2022 war die galoppierende Inflation das große Thema. Das wird uns auch in 2023 – wenn wohl auch in abgeschwächter Form – weiter begleiten. Doch 2023 wird die Rezession dies- und jenseits des Atlantiks als große Herausforderung in den Fokus rücken. Die Folge: Die Börsen werden volatil bleiben.

Von Frank Fischer,
Shareholder Value Management AG

Erste Anzeichen sind in den USA bereits erkennbar. So werden die Konsumenten, die für 70 Prozent des Bruttoinlandsprodukts stehen, langsam vorsichtiger in ihrem Ausgabeverhalten. Durch die Inflation haben die Menschen weniger Geld in den Taschen. Dies führt unweigerlich zu einer Gewinnrezession bei den Unternehmen. Die Folge: Die Gewinne gehen zurück, die Börse wird mit Kursabschlägen reagieren – und der Optimismus der Investoren ist erst einmal dahin.

Damit rücken die Zentralbanken erneut in den Mittelpunkt des Interesses. Die Hoffnung war, dass die Fed und die EZB schnell zu einer Pause in ihrem Zinserhöhungszyklus kommen. Und Fed-Chef Jerome Powell hat dies durch seine jüngsten Aussagen auch gut untermauert. Dementsprechend kam auch eine „Fear of missing out“-Rally, also eine typische „FOMO“-Rally, zustande. Die Kurse sind deutlich gestiegen, denn kaum ein institutioneller Investor hatte noch Aktien. Doch diese Unterpositionierung ist mittlerweile aufgehoben und kaum jemand hat noch Munition, um weiter zu kaufen.

Die Zinsen bleiben auch im kommenden Jahr hoch

Auch wenn die Inflationshöhepunkte hinter uns liegen könnten, gehen wir wahrscheinlich wieder in Richtung Zins- und Inflationstal. Die Frage ist aber, mit welcher Geschwindigkeit dies geschieht. Wir rechnen damit, dass die US-Notenbank die Zinsen noch eine ganze Weile erhöhen muss – und diese auch relativ lange oben behält. Das Einzige, was das ändern kann, ist der Umstand, dass die anstehende



Fotografie: Christian Bullinger

Frank Fischer, CEO & CIO der Shareholder Value Management AG

Rezession schlimmer wird als befürchtet. Doch das scheint nicht in Sicht. Zurzeit läuft die Konjunktur gut, auch wenn erste Risse erkennbar sind.

Diese Situation hinterlässt auch bereits bei den Unternehmen Spuren. Sie werden vorsichtiger, wenn es um ihre Ausgaben geht. Hier gibt es eine aufschlussreiche Statistik für den deutschsprachigen Raum, die von der Anwaltskanzlei Freshfields erstellt wurde. Aus Sorge vor einer Rezession haben Unternehmen in Deutschland schon 765 Milliarden Euro an Bargeld und kurzfristigen Einlagen angehäuft – so viel wie noch nie. Die absoluten Zuwächse lagen zwischen Januar und September bei 49,5 Milliarden Euro, nur im Corona-Jahr 2020 waren sie noch höher. Grundlage der Freshfields-Erhebung sind Statistiken der Bundesbank und der Europäischen Zentralbank über die Einlagen von mehr als einer Million Unternehmen.

Firmen horten Liquidität, um in naher Zukunft Übernahmen zu finanzieren

Das Fazit der Studie: Viele Firmen blicken eher pessimistisch ins nächste Jahr, wollen sich die Liquidität als Notpolster erhalten, treten deshalb auf die Kostenbremse und stellen Investitionen zurück. Andere Konzerne horten auch deshalb so viel Liquidität, weil sie im kommenden Jahr einen besonders hohen Investitionsbedarf sehen, um auf grüne Energieversorgung umzustellen – und jetzt das Positive – weil sie planen, geschwächte Wettbewerber zu übernehmen. Dies führt dann zu einer Bereinigung des Marktes, was wiederum der Börse sehr gefallen wird. 2023 könnte also ein Jahr intensiver M&A-Aktivitäten werden.

Rezessionsphase ist für Aktien nicht grundsätzlich negativ

Und was noch für die Börse spricht: Eine Rezessionsphase ist für Aktien nicht grundsätzlich negativ, denn es gibt durchaus Unternehmen, die auch in Rezessionsphasen stark sind. Hier helfen strukturelle Wettbewerbsvorteile, die es den Unternehmen ermöglichen, ihre Kunden zu halten oder sogar die Preise nach oben anzupassen. Es ist also Stock-Picking angesagt. Sollte es dann im Laufe des kommenden Jahres zu einem deutlichen Inflationsrückgang kommen, dann könnte dies zu einer klaren Entspannung an den Börsen führen.

Außerdem sollte man die Anpassungsfähigkeit vieler Unternehmen an die veränderten Rahmenbedingungen nicht unterschätzen. Das hat sich schon bei den Zahlen zum abgelaufenen 3. Quartal gezeigt. Umsatzrekorde und -gewinne waren keine Seltenheit. Das hatte viele Analysten überrascht. Die Rally von Ende September bis November war die Folge. Auf Sicht der kommenden Quartale deutet sich jedoch, wie gesagt, in etlichen Sektoren eine Gewinnrezession an. Der Druck durch die verschiedenen Krisen ist schlicht und einfach zu groß für viele Unternehmen und das belastet die Bilanzen.

Hochverschuldete Unternehmen werden es schwer haben

Doch welche Aktien werden im kommenden Jahr gut performen? Es werden vor allem Unternehmen mit einer geringen Verschuldung sein,

die sich im Laufe des kommenden Jahres hervortun werden. Denn dann sind sie in der Lage, aus sich heraus zu wachsen, ohne groß auf Fremdkapital angewiesen zu sein. Es sind diese Qualitätstitel, die sich schon in diesem Jahr als Gewinner herauskristallisiert haben. Dieser Trend wird sich auch 2023 fortsetzen.

Zum Schluss noch ein Wort zu unseren „wunderbaren“ Unternehmen, auf die wir uns bei unseren Mandaten wie dem Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen konzentrieren. Diese haben eine gewisse Preissetzungsmacht und können von daher auch die Inflation besser abfedern als andere. Denn sie haben einen wirtschaftlichen Burggraben um ihr Geschäftsmodell aufgebaut, der sie vor allzu viel Wettbewerb schützt. Dazu zählen wir Adobe oder auch Amazon.com, Microsoft, oder die auf Cybersicherheit spezialisierte secunet Security Networks. Bei diesen Titeln fühlen wir uns wohl. Und daran dürfte auch das Jahr 2023 wenig ändern.

Düsteres Szenario mit gebremstem Optimismus

Doch insgesamt gehen wir nur mit gebremstem Optimismus ins Jahr 2023. Denn die Probleme, die uns 2022 das Leben schwer gemacht haben, sind nicht verschwunden. Der Krieg in der Ukraine, die ausufernden Energiekosten, eine hohe Inflation und steigende Zinsen, dazu die immer noch nicht gelösten Probleme bei den Lieferketten. Wir halten es sogar für möglich, dass die Kurse nochmal unter das Tief des Bärenmarktes fallen. Das ist zwar ein düsteres Szenario, das aber auch Chancen eröffnet. Man bekommt als Anleger noch einmal die Chance, gute Unternehmen zu sehr günstigen Preisen einzusammeln. Denn auch diese Krise wird einmal vorüber sein. Und als Investoren haben wir immer einen langfristigen Blick auf die Märkte. Und da werden die guten Unternehmen mittel- bis langfristig gestärkt hervorgehen. Es ist nicht ausgemacht, dass im kommenden Jahr alles nur schlecht wird. Man sollte als Investor nur eine gewisse Agilität an den Tag legen, um sich an die sich verändernden Situationen anzupassen. Und eines ist auch klar: Gute Nerven sollte man auch für das kommenden Börsenjahr mitbringen.

Narrative 1

STORYTELLING IN DER WIRTSCHAFT

Finanznachrichten als Epidemien: Wie Erzählungen auch in der Wirtschafts- und Finanzwelt viral gehen. Was und wie der Finanzwissenschaftler und Nobelpreisträger Robert J. Shiller über „Narrative Economics“ denkt.



Hegel ein Erzähler?
[Prüfen sie selber >>](#)

Der Mensch ist ein erzählendes Wesen. Aber nicht alles ist eine Erzählung. Eine staubtrockene Begriffshubelei etwa sicher nicht. Seit den 1970er Jahren ist jedoch auch das nicht mehr ganz so sicher. Denn selbst hochabstrakte Marterschriften für das Hirn galten nun als „Erzählungen“: Französische Denker behaupteten als Erste, Kant und Hegel hätten auch nur mit ernster Denkermine Geschichten vorgetragen, die man genauso gut oder noch besser viel lockerer und völlig anders erzählen könnte. Sie sprachen von *méta récits*. Das übersetzte man ins Deutsche mit Meistererzählungen, ins Englische mit *grand narratives* oder auch *metanarratives*. Schnell fasste der neueste subversive Chiqué aus Paris auch in den Elfenbeinzentren der USA Fuß. Damit begann der unaufhaltsame Siegeszug des Wortes „Narrativ“. Bald gab es kaum noch eine Fakultät, die nicht von der „Narrativitis“

erfasst worden wäre. Die „Humanities“ wuchsen im Zuge der permanenten Bildungsexpansion sowieso. Über die universitären Sozial-, Literatur- und Medienstudiengänge ging das Wort schließlich auch in der Alltagssprache viral. Es war also nur eine Frage der Zeit, bis die Wirtschaftswissenschaften die Bedeutung der „Narrative“ für Wirtschaft und Finanzmärkte entdecken würden. Sehr prominent geschah dies im Jahr 2017, als der Träger des Wirtschaftsnobelpreises Robert Shiller eine programmatische Bestandsaufnahme über „narrative Economics“ veröffentlichte (Link siehe unten), die er erzählerisch zu einem 2020 veröffentlichten Buch (dt.: *Narrative Wirtschaft*) ausbaute. In jüngster Zeit hat sich in diesem ökonomischen Forschungsfeld einiges getan.

„Narrative Economics“

Dass eine gute Story stärker bewegt und besser im

Gedächtnis haften bleibt als eine monoton und trockenen mäandrierende Analyse ist auch auf Finanzmärkten kein Geheimnis. Aber erst die postmoderne Auslegung des Seins als Text und Story verlieh dem Begriff „Narrativ“ Allzuständigkeit, höhere Weihen und mehr Attraktivität. Davon scheint auch die empirische Forschung zum „Erzähl“-Thema in unterschiedlichen Disziplinen profitiert zu haben, jedenfalls deutet der Überblick, den Shiller in seinem Artikel gibt, auf einen hohen (Wo-)Manpower-Einsatz hin.

Shiller versteht den Begriff Narrativ jedoch gerade nicht im postmodernen Sinn. Er behält für die Wirtschaft die traditionelle Unterscheidung von Expertenmodellen und Laienvorstellungen aufrecht. „Narrative“ definiert er als populäre – in der Bevölkerung weit verbreitete – Interpretationen und Erklärungen wirtschaftlicher Sachverhalte, die einen mehr oder weniger großen Wahrheitskern enthalten können. Die wichtigsten Kriterien für Narrative sind demzufolge: weite Verbreitung; Einfachheit; Spiel auf der Klaviatur menschlicher Interessen und Emotionen. Narrative konkurrieren untereinander, sie können widersprüchlich sein, sie sind die Elemente des Zeitgeistes und sie sind Träger raschen kulturellen Wandel.

Das Viralgehen aus Ökonomensicht

Shiller wäre nicht Nobelpreisträger der Wirtschaftswissenschaft geworden, wenn er nicht die starke Neigung verspüren würde, auch für ökonomische Narrative schnurstracks nach mathematischen Modellen des raschen Wandels und des Ausbreitungserfolg zu suchen. Fündig wurde er in seinem 2017er-Artikel in der Epidemiologie. Erzählungen, Geschichten, auch solche mit ökonomischem Inhalt, verbreiten sich, so die These, wie Viren. Sobald man diese bereits Alltagssprachliche („viral gehen“) und damit fast schon selbstverständliche Modellannahme akzeptiert, werden Erzählungen im Hinblick auf ihre Diffusionsdynamik und Verbreitungsparameter berechenbar. Und es wird möglich, Erzählungen in einen quantifizierenden ökonomischen Modell-Rahmen einzubauen. Als geeignetes epidemiologisches Basis-Modell stellt Shiller das Kermack-McKendrick-SIR-Modell vor, das zur Beschreibung sozialer Prozesse jenseits der Virenausbreitung bereits etabliert ist. Shiller

diskutiert in seinem Papier verschiedene Modellvarianten, worauf wir aber an dieser Stelle nicht näher eingehen (siehe Studie, Link unten).

Shiller erläutert zudem, was er sich unter typischen ökonomischen Narrativen mit hoher öffentlicher Wirkung konkret vorstellt. Er geht auf verschiedene Beispiele ausführlicher ein. Eines ist die legendäre Laffer Curve, die im Wahlkampf und zu Beginn der Reagan-Administration eine wichtige Rolle zur Rechtfertigung von Steuersenkungen in den USA spielte. Shiller liefert eine kurze (Hi-)Story darüber, wie die Laffer-Curve-Story entstand, die sich zunächst um ein Steak-Essen im Jahr 1974 rankt, bei dem neben Dick Cheney und Donald Rumsfeld auch Jude Wanniski vom Wall Street Journal am Tisch saß. Man weiß das, weil Wanniski 1978 über dieses Essen geschrieben hat. Ein Kern der Story war, dass Laffer seine Kurve im Restaurant auf eine Serviette geschrieben habe. Laffer konnte sich zwar 1978 daran nicht erinnern, aber die Geschichte mit der Steuerkurve auf der Serviette ging viral. Seither werden bei Steuerreform-Vorschlägen immer wieder Servietten oder Bierdeckel bemüht. Weitere Beispiele, die Shiller anführt, sind Stories im Kontext der Bildung von Blasen und zu Crashprozessen sowie Depressionsphasen: so etwa Geschichten über die Depression 1920/21, die Große Depression der 30er, die Große Rezession von 2007 bis 2009. Abstrakt betrachtet spielen hier jeweils, Prozesse der Verstärkung und Lawineneffekte, eine entscheidende Rolle. Daher ist es naheliegend, gerade hier auf epidemiologische Modelle zurückzugreifen.

Shiller führt im Rahmen seines programmatischen Überblicks zu ökonomischen Narrativen selber zwar keine empirische Untersuchung durch. Er ist jedoch Mitautor einer 2022 erschienenen Studie zu Crash-Narrativen, zur Investorreaktion und zum Gebrüder-Grimm-Effekt. Ergebnisse davon stellen wir in Teil 3/3 vor. In Teil 2 berichten wir über eine gleichfalls 2022 veröffentlichte Studie, die herausfand, dass Narrative die Inflation besser vorhersagen als etablierte quantitative Prognoseverfahren. Wir zeigen in den Teilen 2 und 3 zudem, welchen Part Maschinen der Lektüre (ML) spielen.

[LINK ZUR STUDIE VON SHILLER \(2017\): NARRATIVE ECONOMICS](#)

Narrative 2

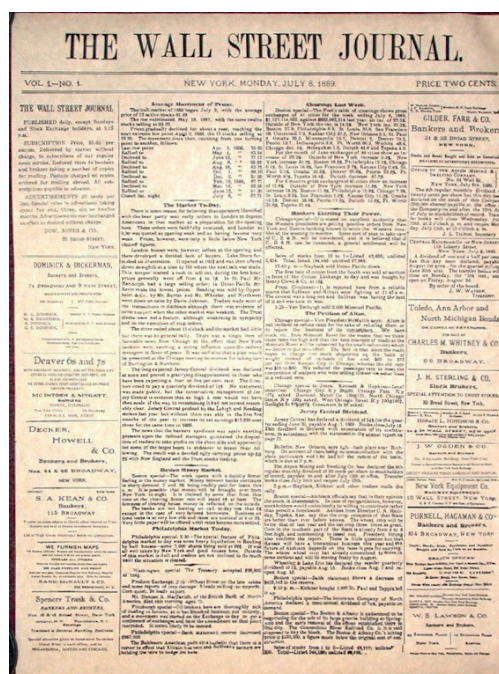
JOURNALISTEN SAGEN INFLATION ÜBER- RASCHEND GUT VORAUSS

Aber meist ohne ihr Wissen, im Kollektiv und mit Hilfe von lernenden Maschinen.
Narrative und Inflationsprognose.

Das Jahr 2022 war das zweite Jahr in Folge, in dem Profiprognostiker und Zentralbank-Ökonomen die Inflationsentwicklung krass unterschätzten. Man könnte milde-phasenhaft sagen: Experten dürfen auch mal irren. Aber die Mehrheit zwei Jahre hintereinander? Experten könnten daraufhin in die Offensive gehen und sagen: Experten müssen sich manchmal zwingend irren; in diesen Fällen ist eine richtige Vorhersage Privileg und Zeichen des Laienstandes. War es 2021 und 2022 so? Wir können auf die Gründe der jüngsten Inflationsprognose-Fehlschläge hier nicht näher eingehen. Dennoch kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, dass neben einer Minderheit des Faches nicht wenige Journalisten den realen Inflations-Trend besser antizipierten als die Mehrheit der Berufs-Prognostiker. Der Haupteinwand lautet hier jedoch: Wer beim Prognosespiel Jahr für Jahr auf eine durch die Decke gehende Inflation setzt, hat eine durch die Decke gehende Inflation garantiert nicht „kommen sehen“, wenn sie einmal durch die Decke geht. Es wäre also „objektiv“ zu prüfen, ob beispielsweise journalistische Produkte die Inflation gar nicht so übel oder sogar besser vorhersagen als etablierte Vorhersageinstrumente. Allerdings haben wir mit diesem letzten Satz einen Sprung vollzogen, eine Verrückung, die eine wesentliche Differenz zu den vorherigen Sätzen der Einleitung markiert. Spätestens am Ende dieses Artikels wird klar geworden sein, was wir mit Verrückung meinen. Wir aber fragen zunächst: Eignen sich ökonomische Narrative für die Inflationsprognose?

Narrative und Inflationsprognose

Diese Frage wurde in einer jüngst erschienen Studie untersucht. Konkreter fragten Y. Hong,



Erstausgabe
des Wallstreet
Journal 1889

F. Jiang, L. Meng und B. Xue, ob Narrative der Finanzpresse bessere Inflationsprognosen erlauben als einige gängige Vorhersage-Instrumente. Zu diesem Zweck unterzogen die Wissenschaftler 880.000 Artikel – das sind die Narrative – des Wall Street Journal (WSJ) im Zeitraum von Januar 1984 bis Mai 2021 der Analyse. Sie prüften dann, ob sich die WSJ-Artikel und -Nachrichtentexte für die Prognose der Inflation in Zeiträumen von 3, von 6, von 9 und von 12 Monaten eignen. Sie verwendeten dazu sieben Ansätze des maschinellen Lernens (ML), also fortgeschrittene statistische Verfahren, mit denen sich Texte analysieren und Bedeutungsunterschiede quantifizieren lassen.

Die Studienautoren erstellten dann Inflationsprognosen auf Basis der WSJ-Artikel bzw. Narrative und verglichen diese mit einer Benchmark-Prognose und mit vier gängigen

Prognoseverfahren. Als Benchmark diente ein Random-Walk-Modell (RW-Modell). Die vier verbreiteten Prognose-Instrumente lassen sich in drei Kategorien einteilen: Erstens das sogenannte Autoregressive-(AR)-Modell (Beobachtungen über der Zeit korrelieren mit sich selber), wovon zwei Varianten zum Vergleich herangezogen wurden. Zweitens eine monatliche Haushaltsbefragung, der Survey „University of Michigan: Inflation Expectation“ (MICH). Drittens ein Makro-Schätzmodell, das auf einer Vielzahl von makroökonomischen Faktoren und riesigen Datenmengen beruht, die mit einem Maschinenlernansatz (Lasso-Regression) verarbeitet werden.

WSJ-Narrative: gute Inflations-Prognostiker

Was erbrachte die Analyse der vier Wissenschaftler?

Zunächst zu den verwendeten Maschinenlern-Ansätzen. Von den sieben für die Analyse der WSJ-Artikel verwendeten ML-Modellen schnitt das Verfahren „Random Forest (RF)“ bei der Inflationsprognose am besten ab.

Sowohl die Inflationsprognosen auf Basis der WSJ-Artikel wie auch die konventionellen Vorhersagemethoden schlugen die Benchmark (das Random-Walk-Modell).

Beim Vergleich mit den gängigen Vorhersage-Ansätzen waren die Narrativ-Prognosen bei der Schätzung der Inflation in 6, in 9 und in 12 Monaten besser. Die Inflation in 3 Monaten prognostizierte hingegen das Makro-Schätzverfahren am besten. Dieses war insgesamt der Haushaltsbefragung MICH und den beiden Autoregressive-(AR)-Modellen überlegen. Offenbar profitiert der Makroansatz von der riesigen Datenmenge, den vielen Faktoren und dem ML-Verfahren zur Analyse der Informationen. Umso mehr erstaunt, dass Narrative für Zeithorizonte zwischen 6 und 12 Monaten Prognosesieger waren. Die Inflations-schätzungen auf Narrativ-Basis waren umso besser, je länger der Prognosehorizont war. Das werten die Autoren als starkes Indiz dafür, dass die Artikel im WSJ vor allem längerfristige Trendfaktoren der Inflation sehr gut abbilden. Schließlich förderte die Studie zu Tage, dass in den beiden Rezessionsphasen 2008 ff (Weltfinanzkrise) und 2020 (Corona-Schock) die Inflationsprognosen auf Narrativ-Basis deutlich besser waren als in

den anderen Zeitabschnitten. Insbesondere diese beiden Prognosephasen trugen entscheidend zum insgesamt vorteilhaften Abschneiden der Narrative im Vergleich bei.

Mehr-Information und Themenfelder der Prognose

In einer zusätzlichen statistischen Auswertung zeigte die Forschergruppe um Hong, dass Narrative die Nutzung von Informationen ermöglichen, für die andere Prognoseverfahren blind sind. Aber auch die sieben verwendeten ML-Ansätze waren unterschiedlich gute Informationsverwerter, wenn sie auf identische Texte angewandt wurden: Der ML-Ansatz „Random Forest“ extrahierte aus Artikeln die größte Menge inflationsrelevanter Information. Schließlich enthielt auch die emotionale Tönung der journalistischen Texte zusätzliche Information zur Inflation. Allerdings war das nur bei Prognosen der Inflation in 3 Monaten der Fall, nicht bei längeren Vorhersagezeiträumen. Die vier Wissenschaftler schließen daraus, dass die emotionale Signatur der WSJ-Artikel die kurzfristigen und schnellen Veränderungen der Makroumwelt abbildet.

Sachlich wurden die Artikel in Themenfelder zerlegt. Ein Themenfeld wurde über die 10 häufigsten einschlägigen Schlüsselbegriffe identifiziert. Im Themenfeld „Immobilienmarkt“ waren das zum Beispiel: Haus, Schlafzimmer, Miete usw. Generell hatten Themenfelder wie Energie, Immobilien oder Mittlerer Osten die größte Relevanz für die Güte der Inflationsprognose. Allerdings hing dies auch von der Wahl des Prognosezeitraums ab. Im Prognosezeitraum zwischen den nächsten 1 und 3 Monaten sowie zwischen 4 und 6 Monaten stand als Sachthema „Energie“ an Top-Position; bei 7 bis 9 Monaten waren es Blue Chips; bei 10 bis 12 Monaten stand der Immobilienmarkt an der Spitze. Die Studienautoren erklären diese Unterschiede damit, dass Energiepreise auch in kurzen Zeiträumen stark schwanken können, so dass sie vor allem kurzfristige Erwartungen abbilden. Demgegenüber bewegen sich Immobilienpreise langsamer und sind weniger volatil. Sie enthalten daher mehr Informationen, die für eine längerfristige Inflationsprognose von Bedeutung sind.

Schließlich zeigt die Untersuchung, dass sowohl Preissteigerungen einzelner Gütergruppen

wie auch in den Texten enthaltene Aussagen zu Inflationserwartungen prognoserelevant waren. Nachrichten zu Preissteigerungen von Gütern verbesserten vor allem im Immobiliensektor die Prognosen.

Schluss

„Narrative“ in Gestalt von journalistischen Artikeln und Nachrichten des Wall Street Journal sind, wenn sie mit Hilfe von Ansätzen des Maschinenlernens analysiert werden, als Basis für Inflationsprognosen laut Studie vor allem in Rezessionsphasen sehr gut geeignet. Unter den getesteten ML-Modellen erwies sich der Random-Forest-Ansatz für die Vorhersage als überlegen. Narrative in Kombination mit ML schlugen im Wettbewerb der Inflationsvorhersagen ein Random-Walk-Modell sowie in den Prognosezeiträumen über 6, 9 und 12 Monate vier gängige Verfahren der Inflationsschätzung. Über 3 Monate gewann ein ML-Ansatz, der eine Vielzahl von Daten und Parametern erfasste.

Damit kommen wir zur „Verrückung“, zum Sprung, den wir in der Einleitung praktizierend erwähnten. Eingangs spielten wir auf Journalisten an, die ihre eigenen Inflationserwartungen formulieren. Dann fragten wir gegen Ende der Einleitung, ob journalistische Produkte die Inflation vielleicht ganz passabel vorhersagen können. Zwischen beiden Aussagen besteht eine Bedeutungsdivergenz, weshalb wir in der Einleitung einen kleinen semantischen Sprung machten. Im ersten Fall ist eine Inflationsprognose von Journalisten intendiert, sie formulieren sie explizit in ihrem Text. Im zweiten Fall ist das nicht erforderlich. Diesem Fall entsprechen auch die von der Studie untersuchten Narrative. Die Artikel decken das gesamte Themenspektrum des WSJ ab. Es ging also in der Studie nicht darum, die Prognosegüte von Texten zu testen, in denen Journalisten explizit eine Inflationsvorhersage wagen. Vielmehr ging es darum, aus einem Ensemble von (WSJ-)Artikeln über Wirtschaft, Finanzen, Politik etc. Informationen zu extrahieren, die eine gute Inflationsprognose erlauben. Hierzu sind aber Ansätze des Maschinenlernens erforderlich, um die in den Texten / Narrativen enthaltenden inflationsrelevanten Informationen überhaupt analytisch ans Tageslicht zu befördern. Insofern geht es um die

Hebung von verborgenem Inflations-Wissen mit Hilfe des maschinellen Lernens.

[Link zur Studie "Forecasting Inflation with Economic Narratives and Machine Learning"](#)

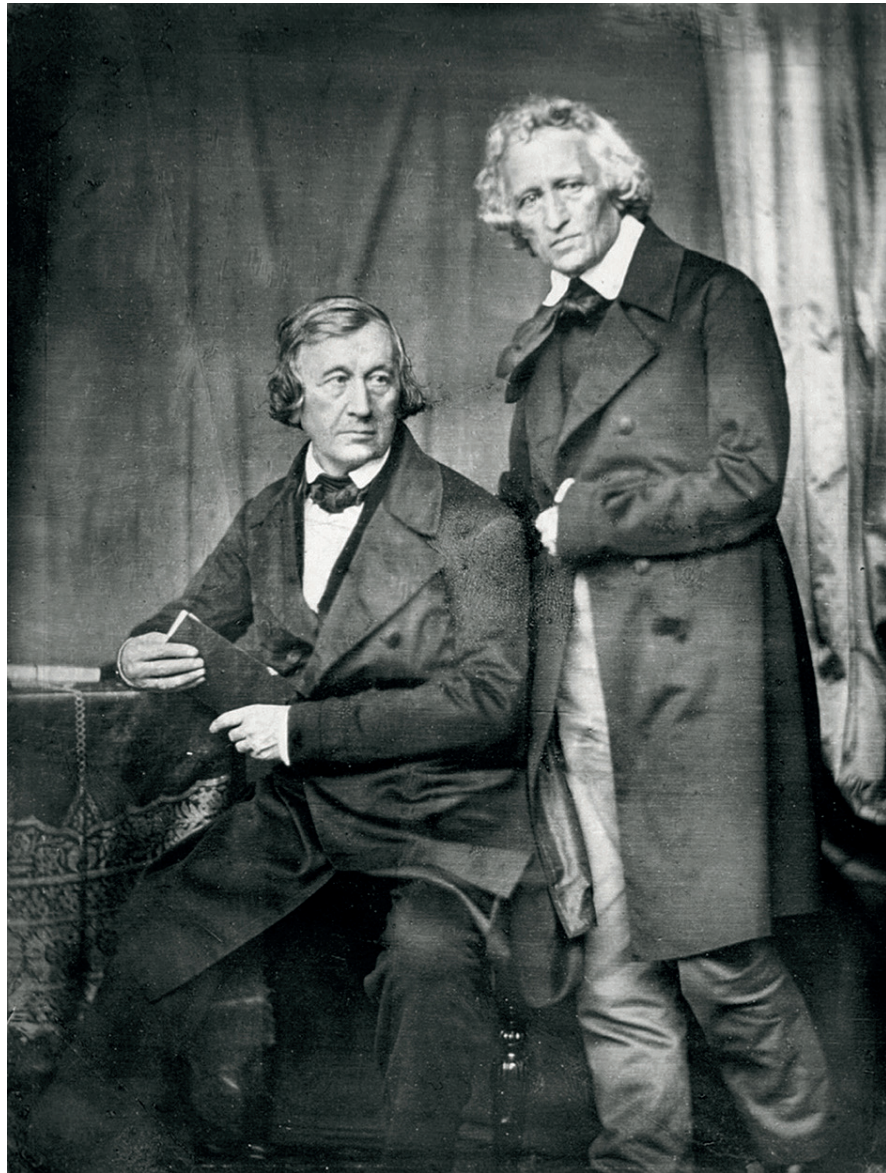
Narrative 3

GRIMMS MÄRCHEN UND CRASH-GESCHICHTEN: PRIVATANLEGER UND PROFIS REAGIEREN UNTERSCHIEDLICH

William N. Goetzmann, Dasol Kim und Robert J. Shiller legten eine neue Studie zu Narrativen auf dem Finanzmarkt vor. Ein Befund: Privatanleger lassen sich von der Märchenhaftigkeit einer Crash-Geschichte in ihrer Markteinschätzung beeinflussen, Profiinvestoren dagegen nicht.

Die meisten Privatanleger beziehen ihre Informationen überwiegend aus öffentlich zugänglichen Finanzmedien, via Internet, Fernsehen oder die an Bedeutung verlierenden klassischen Printmedien. Im Unterschied zu Finanzwissenschaftlern verpacken Finanzjournalisten ihre Finanzinformationen gerne in Geschichten. Geschichten machen anschaulich, rufen Emotionen hervor und bewegen die Phantasie. Börsenabstürze nehmen dabei eine Sonderrolle ein, denn sie schreiben ihr eigenes Drama von Aufstieg und Fall. Eine dazu passende Erzählform drängt sich geradezu auf. Manche gieren nach ihr. Denn auch wenn für die Mehrheit der Marktbeobachter eine tiefe Krise außer Sicht ist, ist das Spiel mit dem Absturz der Märkte ein einträgliches Geschäft: Crash-Propheten besiedeln eine krisensichere Nische in der Wirtschaftspublizistik. Aber die Spezialisten für den Untergang sind für die Mehrheit der Finanzpresse nicht repräsentativ. Wie sieht es im Mainstream mit der Neigung zu Crash-Geschichten aus?

Die Finanzwissenschaftler William N. Goetzmann, Dasol Kim und Robert J. Shiller haben sich jüngst dieser Frage in einer Studie über Crash-Narrative zugewandt. Als Literaturbasis ihrer Analyse verwendeten sie einen einflussreichen Ausschnitt des klassischen, hochwertigen Finanz-



Wilhelm (links) und Jakob Grimm.

Die Märchen der Brüder Grimm dienen Goetzmann, Dasol Kim und Robert J. Shiller als Referenzliteratur zur Berechnung der „reinen Narrativität“ von Crash-Narrativen und Artikeln im Wall Street Journal mittels KI.

journalismus: Artikel des Wall Street Journal (WSJ). Der untersuchte Publikations-Zeitraum erstreckt sich von Januar 1987 bis Dezember 2020. Einbezogen wurden knapp 190.000 nicht allzu kurze Artikel. Die Studienautoren quantifizieren die

Crash-„Narrativität“ der WSJ-Artikel und untersuchen deren Wirkung auf private und institutionelle Investoren. Sie taxieren außerdem erstmals die Höhe der Erzählforschung der WSJ-Artikel im Sinne der Erzählforschung. Zum „Ideal“ für Narrativität erkoren sie die Märchen der Gebrüder Grimm. Die Textanalysen führten sie mit KI-Verfahren durch.

Crash Narrativität

Was ist ein Crash Narrativ? Wie ist eine Geschichte über massive Börseneinbrüche typischerweise gestaltet? Man kann die Frage inhaltlich zu beantworten versuchen. Goetzmann und Kollegen gehen geschickter vor, indem sie eine inhaltliche Definition umschiffen und die Frage äußerlich-technisch beantworten. Das geht aber nur, weil sie KI-Verfahren zur Textanalyse einsetzen. Die drei Wissenschaftler definieren ein Crash-Narrativ formal über alle Artikel, die kurz nach einem massiven Einbruch der Aktienbörsen in der Finanzpresse – hier WSJ – erschienen sind.

Bei diesem Einbruch handelt es sich um den 19. Oktober 1987, der auch als schwarzer Montag bekannt wurde, an dem die Aktienkurse extrem tief einbrachen. Goetzmann und Kollegen definieren nun das „Crash 87 Narrativ“ über jene Artikel, die im WSJ zwischen dem 20. und 23. Oktober 1987 erschienen sind. Die erforderliche Textanalyse überlassen sie einem noch relativ neuen, in der Linguistik eingesetzten KI-Verfahren (Doc2Vec). Der Algorithmus quantifiziert die semantische Ähnlichkeit zwischen Texten; die ergibt sich hier aus der Lage von Vektoren zueinander, die einen Text repräsentieren (Cosinus-Ähnlichkeit). Man kann auf diese Weise also die Ähnlichkeit von WSJ-Artikeln mit dem Crash-87-Narrativ berechnen. Je höher der „Crash Narrative Score“ (CNS) oder die Crash-Narrativität eines WSJ-Textes ist, umso ähnlicher ist er semantisch dem Crash-87-Narrativ.

Die Untersuchung zeigt dann auch, dass die Crash-Narrativität der WSJ-Artikel immer dann deutlich erhöht war, wenn die Märkte stark einbrachen: Beim Kollaps des Hedgefonds Long-Term Capital Management, beim Einbruch im Gefolge des Terroranschlags vom 11. September 2001, in der jüngsten Weltfinanzkrise, während der Europäische Schuldenkrise, beim Covid-19-Absturz.

Crashgeschichten und die Aufmerksamkeit für Crash

Die Tatsache, dass Artikel mit starkem Crash-Bezug in der Finanzpresse erscheinen, heißt noch nicht, dass sie viel gelesen werden oder die Leser erkennbar bewegen. Es sind zunächst nur journalistische Angebote, die auch wirkungsschwach verpuffen können. Deshalb verwendet die Studie ein Maß für die „Nachfrage“ nach Crash-Informationen in der Öffentlichkeit. Dazu dient die Häufigkeit von Eingaben aus dem Begriffsfeld „Aktienmarkt-Crash“ in Internet-Suchmaschinen. Je mehr Suchanfragen, umso höher die Aufmerksamkeit für das Aktienmarkt-Crash-Thema in der Öffentlichkeit.

Die statistische Analyse zeigte, dass erhöhte Crash-87-Narrativität am Tag X einen Tag danach eine erhöhte einschlägige Suchaktivität erklärt. Wenn also die Artikel, die im Wall Street Journal (und vermutlich auch in anderen Finanzmedien) erscheinen, dem Crash-87-Narrativ ähnlicher werden, intensiviert sich auch die Internet-Suche nach Crash-Informationen. Allerdings ist der Zusammenhang bei näherer Betrachtung etwas komplizierter. Denn ein bereits höheres Suchinteresse für Crash-Informationen führt – wenn sich zugleich die Crash-Narrativität in der Finanzpresse erhöht – auch zu einer größeren Steigerung der Suchintensität in der Folgezeit. Offenbar ist hier ein vom Aufmerksamkeitsniveau abhängiger Selbstverstärkungseffekt von Bedeutung.

Die Studie berichtet zudem über mögliche Wirkungen der Crash-Narrative auf die Märkte selber. Eine erhöhte Crash-Narrativität am Tag X hatte einen Anstieg des Volatilitätsindex VIX am Tag X+1 zur Folge; dieser Effekt verschwindet jedoch einen Tag später. Die Autoren deuten das so, dass Crash-Narrative die Volatilität gerade in volatilen Zeiten (bei hoher Aktien-Crash-Aufmerksamkeit) verstärken können. Effekte der Crash-Narrativität auf Aktien>Returns konnten die Studienautoren jedoch nicht feststellen.

Narrative: Privatanleger reagieren, Institutionelle immun

Sucheingaben aus dem Themenfeld „Aktienmarkt-Crash“

enmarkt-Crash“ zur Messung des aktiven Informations-Interesses in der Öffentlichkeit erlauben nicht, zwischen Investoren und Nichtinvestoren oder zwischen privaten und institutionellen Anlegern zu unterscheiden. Deshalb haben die drei Finanzprofessoren über 300 Investoren direkt befragt: Ein Teil waren Privatanleger, aber aus dem HNWI-Bereich. Ein Teil waren institutionelle Investoren. Erfragt wurde die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit eines Aktienmarkteinbruchs im Ausmaß von 1929 oder 1987.

Die statistische Untersuchung ergab: War das Interesse an Crash-Informationen in der Öffentlichkeit größer und hatten die Artikel im WSJ eine höhere Crash-Narrativität, dann schätzten die befragten Privatanleger auch die Crash-Wahrscheinlichkeit höher ein. Im Gegensatz dazu fanden sich bei institutionellen Investoren keine signifikanten Zusammenhänge dieser Art. Profis scheinen also gegen Crash-Narrative in der Finanzpresse weitgehend immun zu sein. Die Gruppe um Goetzmann folgert daraus, dass Crash Narrative nicht einfach von Fundamentaldaten getrieben sind, da diese Informationen sich auch in den Einschätzungen der institutionellen Investoren niederschlagen würden.

Crash-Geschichten und Märchenmotive

Wir sprachen bisher von Crash Narrativen. Das Crash-87-Narrativ wurde jedoch, wie oben erläutert, rein formell über ein kleines Zeitfenster der Veröffentlichung definiert. In Wirklichkeit wissen Goetzmann und Kollegen also gar nicht, ob es sich hier tatsächlich um „Narrative“ im Sinne der Literaturwissenschaft handelt. Die Frage bleibt also offen: Würden auch Erzählforscher die Artikel, die unmittelbar nach dem 20. Oktober 1987 erschienen sind, als Geschichten mit hohem Erzählcharakter bewerten? Um das zu klären, verwenden die Studienautoren einen literarischen Text-Korpus als Referenz für Erzählung. Die Wahl fiel also nur auf 210 Märchen der Gebrüder Grimm. Die Artikel des WSJ können dann mit dem Märchen-Narrativ verglichen, die Crash-87-Narrativität der WSJ-Texte mit deren Märchen-Motiv-Narrativität in Beziehung gesetzt werden. Um die zu vergleichenden Texte entsprechend kategorial zerlegen

zu können, nutzen die Autoren den Thompson's Motif-Index (TMI). Der TMI katalogisiert Märchenmotive. Die Analyse und Berechnung der semantischen Ähnlichkeiten der Texte erfolgte auch hier mit KI.

Die statistische Analyse bestätigte eine starke Korrelation zwischen der Märchen-Narrativität und der Crash-87-Narrativität. Zudem geht gesteigertes Interesse an Aktienmarkt-Crash-Informationen in der Öffentlichkeit mit hoher Märchen-Narrativität der WSJ-Artikel einher. Goetzmann und Kollegen interpretieren das so, dass die Finanzpresse eher Märchen-Stilmittel einsetzt, wenn das öffentliche Interesse sehr groß ist und die Leserschaft deutlich heterogener ist als sonst.

Ersetzt man die Crash-87-Narrativität durch die Märchen-Narrativität als erklärende Größe für Investor-Verhalten, dann bestätigt sich auch hier der Befund von oben: Eine höhere Präsenz von Märchenmotiven in der Finanzpresse vergrößert die Crash-Wahrscheinlichkeit aus Sicht der Privatanleger, aber nicht aus Sicht der institutionellen Investoren.

Schluss

Finanz-Crash-Narrative, also Artikel, die WSJ-Journalisten gehäuft unmittelbar nach Börseneinbrüchen verfassen, sind den Märchen der Gebrüder Grimm ähnlicher als WSJ-Artikel, die in ruhigen Zeiten geschrieben werden und die einen geringen Grad der Crash-Narrativität aufweisen. Die Studie findet, dass bei höherer Crash-Narrativität oder Märchenhaftigkeit der Finanzartikel auch ohne Crash-Informationen in den Fundamentaldaten Privatanleger einen Einbruch der Aktienmärkte für wahrscheinlicher erachten, institutionelle Anleger hingegen nicht. Das spricht für eine rhetorische Eigenwirkung der Erzählform „Märchen“ in Finanzartikeln, von der sich nur Privatanleger verführen lassen. Dennoch stellt sich die Frage, ob bei tatsächlichen Crashes sich eine objektivierende Darstellung der Fundamentalsachverhalte nicht doch von selber den Märchenmotiven annähert. Dann würden die Finanzmärkte von Zeit zu Zeit ihre eigenen Grimmschen Märchen schreiben, nicht die Journalisten.

[Link zur Studie „Crahs Narratives“](#)

firstfive-Sieger

FIRSTFIVE – TOPRANKING

Hier eine Auswahl aus den aktuellen firstfive-Ranglisten (Stand 30.11.2022) der erfolgreichsten Vermögensverwalter. In der konservativen Risikoklasse dominiert der Rentenanteil. In der ausgewogenen Risikoklasse sind Renten und Aktien gleichgewichtet. In der moderat dynamischen Risikoklasse dominieren Aktien. Und in der dynamischen Risikoklasse wird nur in Aktien angelegt.

Risikoklasse: konservativ, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	2.93%	0.69	PSM Vermögensverwaltung GmbH, München Strategie: Individuelle VV
2.	2.05%	0.60	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: LowVol 2%
3.	-4.83%	-0.27	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Konservatives Renditedepot
4.	-5.57%	-0.29	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: konservativ
5.	-5.84%	-0.40	Hypo Vermögensmanagement, Innsbruck Strategie: HVM Exklusiv Stabil
Risikoklasse: ausgewogen, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	-3.12%	-0.25	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: moderat dynamisch
2.	-3.39%	-0.30	Nordlux Vermögensmanagement S.A., Luxemburg Strategie: ausgewogen weltweit
3.	-3.59%	-0.28	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Aktien: 0-50% / Renten: > 50% / Währung: < 50%
4.	-3.73%	-0.38	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Total Return Mandat
5.	-4.24%	-0.51	Oldenburgische Landesbank AG Private Banking, Oldenburg Strategie: OLB-Aktienstrategie International ausgewogen
Risikoklasse: moderat dynamisch, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	7.79%	0.57	Liechtensteinische LB (Österreich) AG, Wien Strategie: Marktneutral
2.	3.80%	0.26	Rhein Asset Management, Düsseldorf/Wasserbillig Strategie: RAM Global exibel
3.	-3.04%	-0.37	Hypo Vermögensmanagement, Innsbruck Strategie: HVM Exklusiv Dynamisch
4.	-4.59%	-0.53	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Select 70
5.	-4.62%	-0.58	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Individuelles Aktien/Rentendepot II

Risikoklasse: dynamisch, 12 Monate			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	11.98%	0.70	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Dividenden
2.	8.25%	0.53	Oldenburgische Landesbank AG Private Banking, Oldenburg Strategie: OLB-Aktienstrategie Europa offensiv
3.	1.44%	0.10	Capitell Vermögens-Management AG, Frankfurt Strategie: Substanzstrategie Equity I
4.	0.39%	0.05	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Dividendenorientiert
5.	-1.80%	-0.24	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Aktienmandat Weltweit
Risikoklasse: konservativ, 5 Jahre			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	15.60%	0.50	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: individuelles internationales Renditedepot
2.	14.41%	0.41	LIQID Asset Management GmbH, Berlin Strategie: Global 50
3.	7.03%	0.30	PSM Vermögensverwaltung GmbH, München Strategie: Individuelle VV
4.	6.82%	0.31	Hypo Vermögensmanagement, Innsbruck Strategie: HVM Exklusiv Stabil
5.	5.44%	0.22	Commerzbank, Vermögensverwaltung, Frankfurt am Main Strategie: Konservativ Weltweit
Risikoklasse: dynamisch, 5 Jahre			
Platz	Performance	Sharpe-Ratio	Vermögensverwaltung
1.	55.14%	0.60	ODDO BHF Trust GmbH, Frankfurt am Main Strategie: Moderat Dynamisch Total Return
2.	39.90%	0.63	Hypo Vermögensmanagement, Innsbruck Strategie: HVM Exklusiv Dynamisch
3.	31.64%	0.50	DJE Kapital AG, Pullach Strategie: dynamisch
4.	30.32%	0.35	M.M. Warburg & CO, Hamburg Strategie: Dividenden
5.	25.89%	0.34	Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Frankfurt am Main Strategie: Aktien International