

## Anlegerverhalten und der Kapitalzyklus

### Autor



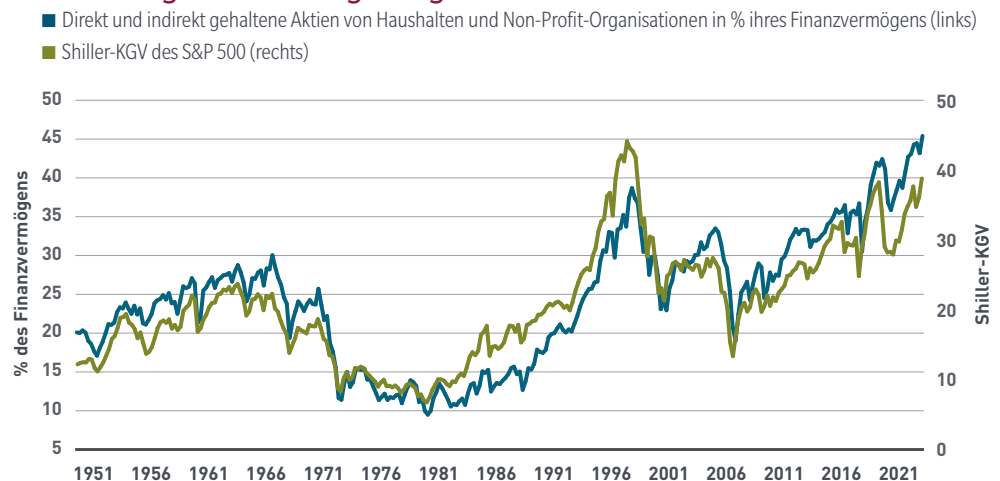
Robert M. Almeida  
Portfoliomanager und  
Global Investment Strategist

### Im Überblick

- „Teuer kaufen, billig verkaufen“ – für Privatanleger ist das typisch. Das liegt an unserem Belohnungssystem: Menschen streben nach Freude (Investitionen in erfolgreiche Wertpapiere) und wollen Schmerz (Verkauf weniger erfolgreicher Anlagen) meiden.
- Die großen Aktienbestände von Privatanlegern sprechen in nächster Zeit eher für enttäuschende Erträge.
- Professionelle Investoren können mit „Zeithorizontarbitrage“ ihr Know-how und ihre Disziplin nutzen, um emotionales, psychologisch begründetes Verhalten zu vermeiden.

An den Finanzmärkten lässt sich ein Verhalten beobachten, das auf den ersten Blick paradox erscheint: Privatanleger kaufen Aktien, wenn sie teuer sind, also nach einer Gewinnphase. Wenn sie nach einer Verlustphase dann wieder billiger geworden sind, verkaufen sie. Abbildung 1 zeigt das deutlich.

### Abbildung 1: Privatanleger folgen oft dem Markt



Quellen: direkt und indirekt gehaltene Aktien von Haushalten und Non-Profit-Organisationen in % ihres Finanzvermögens: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), heruntergeladen von der Website der Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED) am 14. Oktober 2025. Shiller-KGV des S&P 500: FactSet, Robert Shiller, Yale University Department of Economics. Das Shiller-KGV für die USA ist das KGV auf Basis der mit der Durchschnittsinflation der letzten zehn Jahre bereinigten Gewinne. Quartalsdaten vom 31. Dezember 1951 bis zum 30. Juni 2025 (direkt und indirekt gehaltene Aktien) bzw. bis zum 30. September 2025 (Shiller-KGV).

„Teuer kaufen, billig verkaufen“ scheint wenig logisch. Aber es ist absolut plausibel, wenn man die menschliche Natur kennt und weiß, wie Menschen biologisch programmiert sind.



## Die Biologie des Marktzyklus

Alle Spezies sind genetisch so programmiert, dass sie ein Belohnungssystem haben. Es soll ihnen beim Überleben und der Arterhaltung helfen. Wir suchen Freude und meiden Schmerz. Eine reife Erdbeere schmeckt gut und führt zu einer positiven chemischen Antwort. Dopamin wird ausgeschüttet. Es weckt in uns den Wunsch, noch mehr Erdbeeren zu essen. Ist aber etwas schädlich, finden wir es ekelhaft und abstoßend.

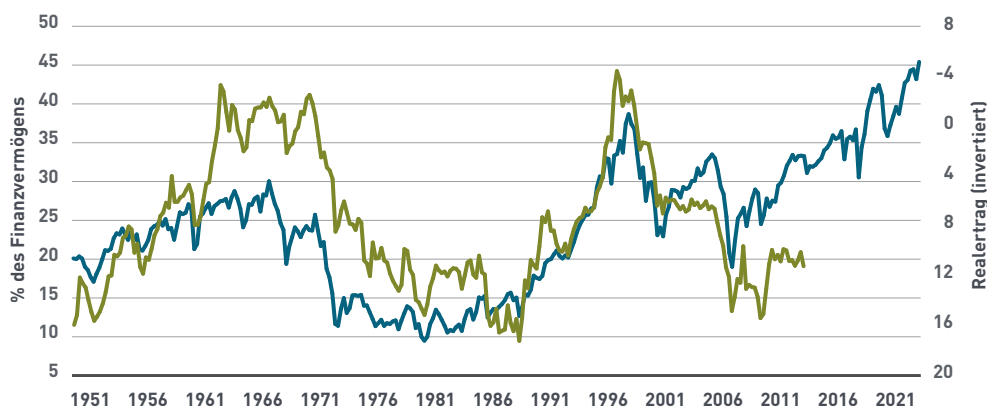
Die gleiche Programmierung bestimmt auch unser Verhalten als Anleger. Wenn ein Land, ein Sektor, eine Branche oder ein bestimmtes Wertpapier sehr ertragreich ist, schmeckt es sozusagen gut. Es wird viel Dopamin freigesetzt, sodass wir noch mehr investieren wollen. Verluste führen zur gegenteiligen Reaktion und damit zu Kapitalflucht. Dadurch verstärken sich Marktentwicklungen selbst. Man investiert zu viel in ertragreiche Titel und zu wenig in weniger ertragreiche. Übertreibungen und Markteinbrüche wechseln sich ab. Das zeigt ein Blick in die Wirtschaftsgeschichte.

## Wenn die Vergangenheit Prolog ist

Die hohe Aktienquote der Haushalte (Abbildung 2) spricht dafür, dass die Aktienerträge in den nächsten zehn Jahren viel schwächer sein könnten als zuletzt.

### Abbildung 2: Überinvestitionen führten oft zu Minderertrag

■ Direkt und indirekt gehaltene Aktien von Haushalten und Non-Profit-Organisationen in % ihres Finanzvermögens (links)  
■ Realertrag von US-Aktien in den folgenden zehn Jahren (rechts, invertiert)



Quellen: direkt und indirekt gehaltene Aktien von Haushalten und Non-Profit-Organisationen in % ihres Finanzvermögens: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), heruntergeladen von der Website der Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED) am 14. Oktober 2025. Realertrag von US-Aktien in den folgenden zehn Jahren: Morningstar. US-Aktien gemessen am Ibbotson Associates Large Cap Stock (Proxy für den S&P 500). Realerträge berechnet durch Abdiskontierung mit dem amerikanischen Verbraucherpreisindex. 10-jährige Realerträge auf Basis von Monatsdaten, aber zu Quartalsdaten zusammengefasst. Annualisierte Bruttoerträge in US-Dollar. Quartalsdaten vom 31. Dezember 1951 bis zum 30. Juni 2025.

Vielleicht sollte man bei Ertragsprognosen den Kapitalzyklus berücksichtigen. Wenn im Verhältnis zum erwarteten Nutzen für ein Produkt zu wenig oder zu viel investiert wird, verzerrt das den Ertrag. Wenn dann neue Daten Zweifel an früheren Prognosen wecken, führt das zu Volatilität.



Die letzte US-Berichtssaison war gut. Dennoch glauben wir, dass die Aktienkurse die Erwartungen insgesamt fair abgebildet hatten. Doch dann kam es zu Kreditproblemen. Viele Konsumgüterunternehmen hatten mit der nachlassenden Kaufkraft der Verbraucher zu kämpfen, und andere gerieten durch KI unter Druck – etwa Softwarehäuser mit nutzerbasierten Lizenzmodellen. Die Quartalszahlen sind aber nicht alles. Die übertriebenen Bewertungen machen Sorgen. Die hohen Gewinnmargen können vielleicht nicht gehalten werden, wenn die Zinsen steigen und mehr investiert werden muss, um Marktpositionen gegen neue KI-getriebene Wettbewerber zu verteidigen.

Für viele Unternehmen kann das zu einer Belastung werden. Deshalb, wegen der aktuellen Bewertungen und der größeren Ertragsrisiken beim fortschreitenden Kapitalzyklus ist eine konsequente Einzelwertauswahl besonders wichtig. Man muss Firmen meiden, deren Angebot vielleicht schon bald veraltet ist – und in Unternehmen investieren, die die neuen Technologien sinnvoll nutzen und auch künftig Erfolg haben können.

### Kompetenz oder Biologie

Professionelle Investoren sind nicht unbedingt intelligenter oder haben bessere Hilfsmittel. Ihre Stärken sind Ausbildung und Disziplin. Das haben sie vier Milliarden Jahren Evolution entgegenzusetzen. Man hat ihnen beigebracht, Dinge zu suchen, die „übel schmecken“ – unterbewertete Titel von Unternehmen, die zuletzt Verlust machten –, und Dinge zu meiden, die „gut schmecken“ – teure Wertpapiere mit hohen Vergangenheitserträgen. Bei MFS nennen wir das Zeithorizontarbitrage: ein disziplinierter Ansatz, um das kurzfristig orientierte emotionsgetriebene Verhalten anderer zum eigenen langfristigen Vorteil zu nutzen. ▲

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung oder Angebot zum Kauf eines Wertpapiers oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

### GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.

**Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist. In Kanada ist das Dokument nur für die Weitergabe an institutionelle Kunden bestimmt. In Katar ist dieses Dokument ausschließlich erfahrenen Anlegern und vermögenden Privatpersonen vorbehalten.**

**Hinweis für Anleger in Kanada:** Herausgegeben in Kanada von MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM).** In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS international (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.