

Kapitalmarktprognosen auf dem Prüfstand

Unter Vermögensmanagern besteht Einigkeit darin, dass mehr als 80% des Anlageerfolges auf die strategische Asset Allocation, also die langfristige Gewichtung von Aktien, Renten, Immobilien und anderen Anlageformen im Portefeuille, zurückzuführen sind. Für Stiftungen, die ein aktives Portfoliomanagement betreiben (lassen), kommt es also entscheidend darauf an, die Gesamtmarktrends für die verschiedenen Assetklassen richtig zu prognostizieren. Wie treffsicher sind Kapitalmarktprognosen von Banken und Kapitalanlagegesellschaften?

Die vorliegende Untersuchung basiert auf Kapitalmarktprognosen für die Jahre 1992 bis 2003, die jeweils zum Ende eines Jahres für das Folgejahr im Handelsblatt veröffentlicht wurden. Beteiligt haben sich circa 30 Banken und Kapitalanlagegesellschaften in wechselnder Zusammensetzung. Insgesamt wurden 358 Einzelprognosen (für jeweils ein Jahr) für den Aktienmarkt und 363 für den Rentenmarkt ausgewertet.

Ziel der Untersuchung ist, den praktischen Nutzen der Prognosen für Stiftungen und andere Anleger herauszufinden, die ihre Anlageentscheidungen ausschließlich an den prognostizierten Daten orientieren und sich auf dieser Basis rational verhalten.

Abbildung 1 enthält jeweils die durchschnittlich prognostizierten Jahreshöchst-, -end- und -niedrigstände

für den DAX im Vergleich zur Indexentwicklung. Es wird deutlich, dass in einzelnen Jahren gravierende Fehlprognosen abgegeben wurden, sowohl in bezug auf die Jahresendstände als auch hinsichtlich der Kurschwankungen.

stellt. Wie ersichtlich, waren entweder alle zu optimistisch oder zu pessimistisch.

Nur in den Jahren 1995 und 2003 hielten sich Über- und Unterschätzungen der Kursentwicklung in etwa die Waa-

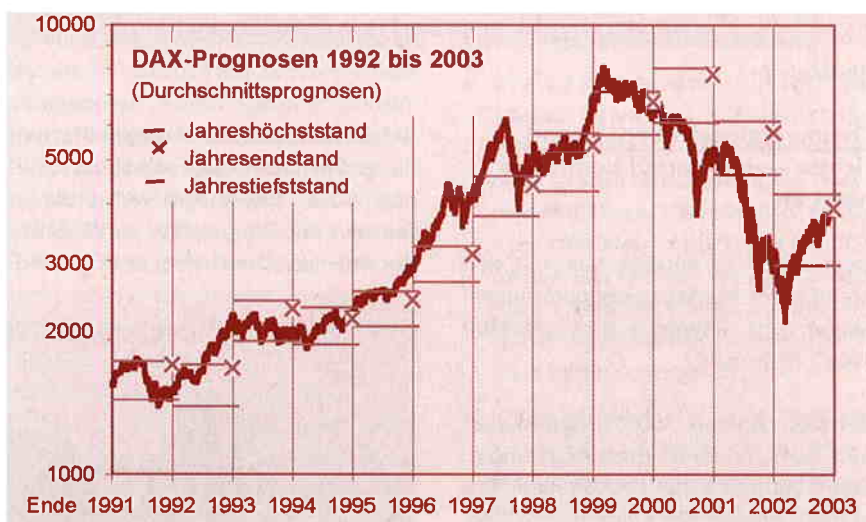


Abbildung 1

Für 2003 wurde durchschnittlich ein DAX-Endstand von 3915 vorausgesagt, was fast einer Punktlandung entspricht (Ist: 3965,16). Allerdings streuen die Einzelprognosen mit Werten zwischen 3300 und 5000 und die prognostizierten Schwankungsbreiten erheblich um dieses Ergebnis.

Gravierende Fehlprognosen am Aktienmarkt

Das Ausmaß der Kursbewegungen wurde in fast allen Jahren deutlich unterschätzt. Offenbar fehlt es den Prognostikern an Mut oder Vorstellungsvermögen, starke Kursbewegungen vorauszusagen.

Ausgeprägtes „Herdenverhalten“

Abbildung 2 zeigt ein ausgeprägtes „Herdenverhalten“ der Prognostiker. Hier wurde die prozentuale Differenz zwischen Prognosewert und Ist-Wert zum jeweiligen Jahresende für alle 358 Einzelprognosen darge-

ge. Krasse Fehlprognosen gab es in den Jahren 2001 und 2002.

Für Anleger, die am Jahresanfang eine Investitionsentscheidung zu treffen haben, mag es hilfreich erscheinen, wenn zumindest der Trend der Märkte richtig vorausgesagt wird. Die Trendprognosen waren in 62% der Fälle richtig (Abbildung 3, absolut). Aus dieser Erfolgsquote sollte allerdings nicht voreilig auf die Qualität der Prognosen geschlossen werden. Seit Kriegsende war der Trend an den Aktienmärkten langfristig aufwärts gerichtet, was in den vergangenen 55 Jahren 37 mal zu einer positiven, 18 mal zu einer negativen Performance führte. Wer grundsätzlich steigende Kurse prognostiziert, hatte und hat vermutlich auch künftig gute Chancen, in mehr als 50% der Fälle richtig zu liegen. Im Durchschnitt waren die Prognosen in 11 von 12 Jahren optimistisch, tatsächlich stiegen die Kurse in 7 Jahren.

Holger Benke

Geschäftsführer,
Gemeinnützige Hertie-
Stiftung,
Frankfurt/Main



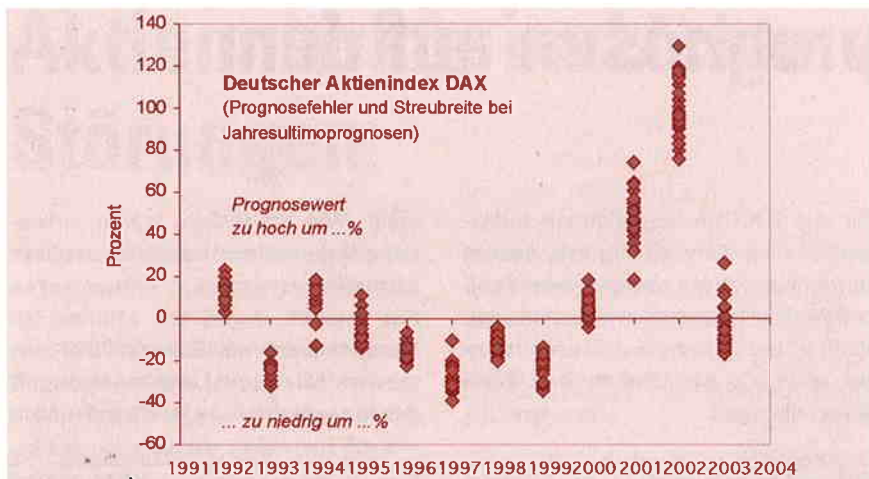


Abbildung 2

Trendprognosen überwiegend richtig – aber darauf kommt es nicht an

Doch reicht es wirklich aus, nur den Trend eines Marktes richtig vorauszusagen, um Anlegern den „rechten Weg“ zu weisen?

Beispiel: Anfang 1999 prognostiziert eine Bank moderate Kurssteigerungen von 5.000 auf 5.100 DAX-Punkte. Tatsächlich erreicht der Index zum Jahresende fast 7.000 Punkte. Man könnte argumentieren, dass die Prognose zwar nicht besonders gut war, den Anleger aber zumindest in die richtige Richtung gelenkt habe (Aktien halten oder zukaufen). Der rational handelnde Anleger wird jedoch die am Aktienmarkt zu erwartende Performance von hier 2% einer risikolosen Anlage gegenüberstellen (wir betrachten hier 1jährige Bundesanleihen als risikolos), deren Rendite (ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten) bei gut 3% lag. Er wird deshalb sein Vermögen in Renten umschichten, also – ex post betrachtet – eine falsche Anlageentscheidung treffen.

Aber auch der umgekehrte Fall ist möglich: Angenommen, die Bank sagt einen geringen Kursanstieg voraus, der prozentual unter dem risikolosen 1-Jahres-Zins liegt. Tatsächlich fallen die Kurse jedoch kräftig. Der Anleger hätte dann am Jahresbeginn in die sichere Alternativanlage investiert und folglich keine Kursverluste erlitten. So führte die falsche Trendprognose doch

zu einer richtigen Anlageentscheidung. Der Leser mag selbst entscheiden, ob er dieser Sichtweise, die zu Gunsten der Prognostiker in 22 Fällen aus einer „falschen“ eine „richtige“ Pro-

gnose macht, folgen möchte. Das Ergebnis aller Anlageentscheidungen, die den Ertrag der risikolosen Alternativanlage berücksichtigt hätten, ist in Abbildung 3 dargestellt (jeweils mittlere Säule).

von z.B. 0,4 besagt, dass der Mehrertrag im Vergleich zur risikolosen Anlage 0,4 Prozentpunkte je 1 Prozentpunkt zusätzlichem Risiko beträgt. Unter dem Risiko einer Anlage wird die historische Schwankung der Performance um ihren Durchschnittswert verstanden (mathematisch: die Standardabweichung). Die hier betrachteten Prognosen umfassen einen zum Ende des Planungshorizontes erwarteten DAX-Wert sowie einen Tiefstwert und einen Höchstwert innerhalb des Prognosezeitraumes. Hält man sich an diese Daten, so ist das Risiko des Anlegers darin zu sehen, dass der DAX auf den niedrigsten Wert der prognostizierten Spanne fällt. Ein der Sharpe-Ratio nachempfundenen Risikomaß stellt folglich die prognostizierte Performan-

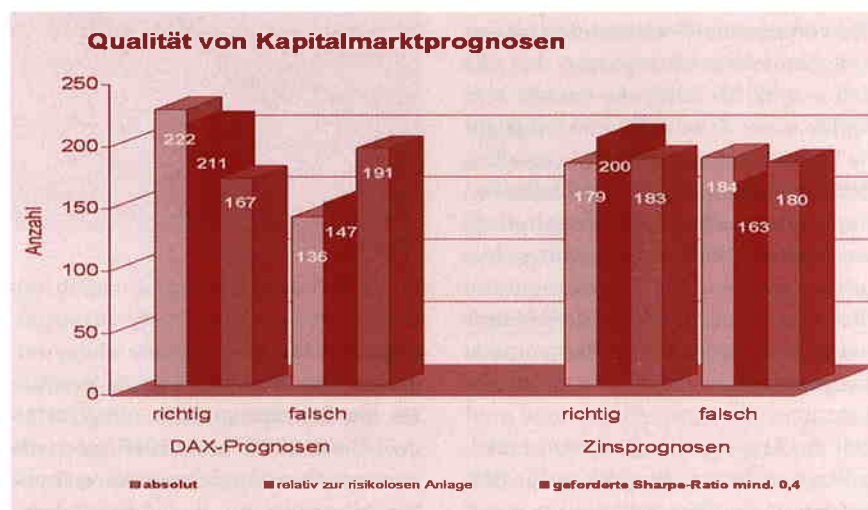


Abbildung 3

ce per Resultum abzüglich der Rendite 1jähriger Bundesanleihen dem so definierten Risiko gegenüber.

Es gibt keine absoluten Maßstäbe dafür, wie hoch die Sharpe-Ratio sein sollte, um eine Investition interessant erscheinen zu lassen. Wir geben uns für die folgende Betrachtung mit einer Sharpe-Ratio von 0,4 zufrieden, die dem langfristigen historischen Durchschnitt nahe kommt¹, das heißt: Wurden steigende Aktienkurse prognostiziert und beträgt der vorausgesagte Kursgewinn nach Abzug der Rendite risikoloser 1jähriger Bundesanleihen mindestens 40% des vorausgesagten Kursrisikos, so investieren wir in Ak-

tion in Aktien.

Es gibt keine absoluten Maßstäbe dafür, wie hoch die Sharpe-Ratio sein sollte, um eine Investition interessant erscheinen zu lassen. Wir geben uns für die folgende Betrachtung mit einer Sharpe-Ratio von 0,4 zufrieden, die dem langfristigen historischen Durchschnitt nahe kommt¹, das heißt: Wurden steigende Aktienkurse prognostiziert und beträgt der vorausgesagte Kursgewinn nach Abzug der Rendite risikoloser 1jähriger Bundesanleihen mindestens 40% des vorausgesagten Kursrisikos, so investieren wir in Ak-

tien. Liegt die Sharpe-Ratio darunter, investieren wir in die risikolose Alternative.

Mehr als 50 % der Prognosen waren falsch oder irreführend

Die so getroffenen Anlageentscheidungen und die daraus resultierende Performance vergleichen wir mit der tatsächlich eingetretenen Performance. Wie Abbildung 3 zeigt, führen nur 167 (46,6%) von insgesamt 358 Einzelprognosen den Anleger auf den richtigen Weg.² Würden wir ferner die Transaktionskosten der Aktienanlage berücksichtigen, läge die Zahl der irreführenden Prognosen deutlich höher.

Zinsprognosen noch schwieriger als DAX-Prognosen

Die Zinsprognosen bezogen sich in den Jahren 1992 bis 1994 auf die Umlaufrendite, ab 1995 auf 10jährige Bundesanleihen. Um eine einheitliche Bezugsbasis zu schaffen, wurden die Prognosen für 1992 bis 1994 entsprechend der damaligen Zinsstrukturkurve umbasiert.

Zinsprognosen waren in den vergangenen 12 Jahren offensichtlich noch schwieriger als DAX-Prognosen (Abbildung 4). Betrachtet man die Einzelprognosen in den jeweiligen Jahren, so zeigen sich noch wesentlich größere Prognoseirrtümer. In Abbildung 5 geben die senkrechten Linien die prognostizierten Höchst- und Tiefststände an, die Markierung an der jeweiligen Linie den prognostizierten Jahresendstand. In der Waagerechten sind die tatsächlichen Schwankungen (gestrichelt) und der tatsächliche Jahresendstand angegeben. Für 2003 reichten die Endstand-Prognosen von 4,00% bis 5,35% (Ist: 4,28%).

Die Bilanz der Trendprognosen ist ernüchternd: Von den insgesamt 363 Einzelprognosen waren 184 (50,7%) falsch. Das Problem dürfte darin bestehen, dass man bei den Rentenkursen nicht wie bei den Aktien auf einen langfristigen Aufwärtstrend setzen kann. Es kommt hinzu, dass die Entwicklung der letzten Jahre nicht mehr dem zyklischen

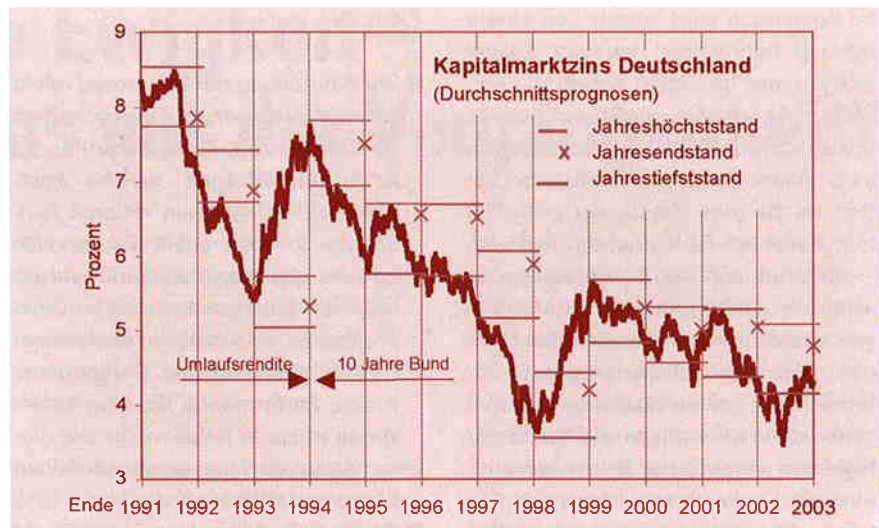


Abbildung 4

Verlaufsmuster der vergangenen Jahrzehnte folgte.

Nicht der Zins, sondern die Performance ist entscheidend

Für den Anleger kommt es allerdings nicht auf die Zinsentwicklung, sondern auf die daraus resultierende Performance an. Kauft er zu Beginn des Jahres eine 10jährige Bundesanleihe, so errechnet sich die Performance am Jahresende als Summe aus dem vereinnahmten Kupon zuzüglich/abzüglich des entstandenen Kursgewinns/-verlustes. Der Kurs am Jahresende ist mit Hilfe der dann herrschenden Marktrendite für 9jährige zu errechnen.

Für die Umrechnung aller 363 Zinsprognosen in Performancegrößen wurde

unterstellt, dass sich die Renditen für 9jährige analog den prognostizierten Renditen für 10jährige entwickeln.

Wie beim DAX zeigte sich auch bei den Zinsprognosen, dass die tatsächliche Performance und Volatilität in fast allen Jahren deutlich größer waren als der Mut der Prognostiker. Auch das „Herdenverhalten“ war ähnlich.

Für sämtliche Jahre wurde im Durchschnitt eine positive Performance aus 10jährigen Anleihen vorausgesagt, was auch in 10 von 12 Jahren zutraf. Dieses Ergebnis ist nicht erstaunlich: Da der Ertrag aus dem Kupon bei Festverzinslichen stets einen hohen Anteil an der Gesamtperformance hat, gab und gibt es kaum Jahre mit absolut negativer Performance.

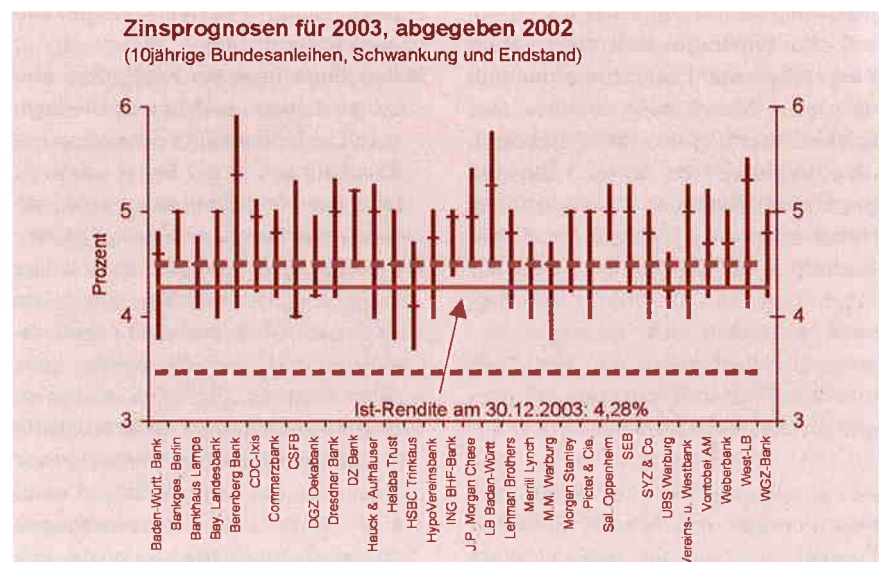


Abbildung 5

Im Folgenden wird wieder von einem rational handelnden Investor ausgegangen, der im ersten Schritt die risikolose Alternative berücksichtigt. Er investierte in 10jährige, sobald diese eine höhere Performance erwarten ließen als 1jährige. Damit lag er in 200 (55%) von 363 Fällen richtig. Wer also – statt nur auf die Trendaussage zu achten – weitergehende Überlegungen anstellte, konnte besser abschneiden. Dies setzt allerdings gerade im Bereich der Festverzinslichen Wertpapiere einige Kenntnisse und Rechenfähigkeiten voraus, die beim institutionellen Anleger unterstellt werden dürfen, nicht jedoch beim „durchschnittlichen Privatanleger“.

Sieger war der „naive Prognostiker“

Noch besser wäre es übrigens einem Anleger ergangen, der auf jegliche Prognose verzichtet und nur unterstellt hätte, dass alles so bleibt, wie es ist (sogenannte „naive Prognose“). Er hätte angenommen, dass der 9jährige Zins, mit dem die ehemalige 10jährige Anleihe nach Ablauf eines Jahres zu bewerten ist, gegenüber dem Stand am Jahresbeginn unverändert bleibt. Ergebnis: 8 richtige, 4 falsche Entscheidungen.³

Worin ist das Risiko der 10jährigen im Vergleich zu den 1jährigen Wertpapieren zu sehen? Es besteht darin, dass der Marktzins auf den oberen prognostizierten Wert steigt und somit Kursverluste eintreten. Dem Kursverlust steht allerdings der (bei normaler Zinsstruktur) höhere laufende Zinsertrag aus den 10jährigen im Vergleich zu den 1jährigen gegenüber. Relevant ist also nur der Nettoverlust. Als „Sharpe-Ratio“ gilt deshalb hier die Performance der 10jährigen gemäß Jahresendprognose abzüglich des 1jährigen Kupons, dividiert durch den Nettoverlust bei Eintreten des oberen prognostizierten Zinssatzes.

Aus Abbildung 3 ist ersichtlich, dass sich richtige und falsche Entscheidungen in etwa die Waage halten (183/180, Fußnote 2 gilt sinngemäß).

Fazit

- Zur Beurteilung der Prognosen reicht es nicht aus, nur die Treffsicherheit der Trendaussagen zu überprüfen. Es ist zu hinterfragen, welche Anlageentscheidungen ein rational handelnder Investor auf Basis der Prognosen getroffen hätte und wie erfolgreich diese gewesen wären; Zinsprognosen sind dafür in Performancemessungen umzurechnen. Die prognostizierte Performance für eine Assetklasse muss in Relation zur risikolosen Alternative und zum zusätzlichen Risiko betrachtet werden.
- Bei den Trendaussagen kamen die Prognostiker kaum bzw. gar nicht über die Prognosequalität eines Münzwurfs hinaus.
- Das Ausmaß der Kursschwankungen und die Höhe der Performance für einzelne Jahre wurden in der Regel unterschätzt, das Risiko in Relation zur prognostizierten Jahresperformance jedoch überbetont. Es fehlte also letztlich an Mut, eindeutige Anlageempfehlungen zu geben. Rational handelnde Anleger, die sich ausschließlich auf die prognostizierten Daten gestützt hätten, wären deshalb häufig bei steigenden Kursen nicht investiert gewesen und hätten Produkte, bei denen die erwartete Volatilität preisbestimmend ist (Optionen), falsch kalkuliert.
- Die Prognostiker folgten einem ausgeprägten Herdentrieb. Meist waren entweder alle zu optimistisch oder zu pessimistisch – nur selten lagen alle gemeinsam richtig.
- Betrachtet man die Ergebnisse einzelner Banken, so fallen nur wenige durch besonders gute oder schlechte Resultate auf. In der Regel waren es jene, die sich nicht in allen zwölf Jahren an der Prognose beteiligten.
- Der mögliche Einwand, man könne Prognosen, die sich im Laufe eines Jahres als falsch erwiesen haben, revidieren und dann erfolgreicher sein, sticht nicht. Es gibt keine plausiblen Gründe anzunehmen, dass revidierte Prognosen eine höhere Treffsicherheit haben als die ursprünglichen, denn auch jede neue Jahresprognose war/ist eine revidierte Version der vorherigen.

.. und was folgt daraus?

Wie eingangs erwähnt, gilt die strategische Asset Allocation als Schlüssel zum Anlageerfolg. Sie sollte aus den langfristigen Zielen des Investors abgeleitet werden (bei Stiftungen z.B. reale Substanzerhaltung und stabiler laufender Ertrag, bei Versicherungen darüber hinaus die langfristige Erfüllung absehbarer Auszahlungsverpflichtungen).

In der Realität versuchen Anleger jedoch meist, durch zeitweiliges Abweichen von den strategischen Vorgaben vermeintliche Marktchancen zu nutzen, also gewissermaßen ihre eigene langfristige Strategie „outperformen“. Kann dies auf Dauer gelingen, wenn sich die Prognosequalitäten nur unwesentlich oder gar nicht von den Ergebnissen regelmäßiger Münzwürfe unterscheiden? Sicher ist nur, dass jede Umschichtung zusätzliche Transaktionskosten verursacht. Einiges spricht für die These, dass eine „Anlagepolitik der ruhigen Hand“ nicht nur im Stiftungsbereich langfristig überlegen ist.

1 Vgl. z.B. für Deutschland: Albrecht, Peter: Die Kapitalanlage der Lebensversicherer unter Performance- und Risikoaspekten, Mannheimer Manuskripte (Uni Mannheim), Nr. 135; für internationale Aktien: Dimson, Marsh, Staunton: Triumph of the Optimists, 101 Years of Global Investment Returns, Princeton 2002, Seite 112;

2 Auch hier wurden zu Gunsten der Prognostiker falsche Trendprognosen bei fallenden Märkten als „richtig“ gewertet, wenn die Sharpe Ratio unter 0,4% lag, der Anleger also entgegen der positiven Trendprognose nicht in Aktien investierte (21 Fälle). Legt man strengere Maßstäbe an (eine falsche Trendprognose führt immer zum Ergebnis „falsch“), so verschlechtert sich die Relation auf 146/212.

3 Zur „naiven Prognose“ schreiben Andres/Spiwoks: „Weist eine Prognosezeitreihe auf Dauer keine höhere Güte auf als die entsprechende naive Prognose, spiegelt sich darin eine völlige Unkenntnis der prognostizierten Zusammenhänge wider.“ Zitiert in: Spiwoks, Markus: Vermögensverwaltung und Kapitalmarktprognose, Frankfurt/Main 2002, S. 49