

## Kapitalmarktprognosen auf dem Prüfstand (1992 – 2005)<sup>1</sup>

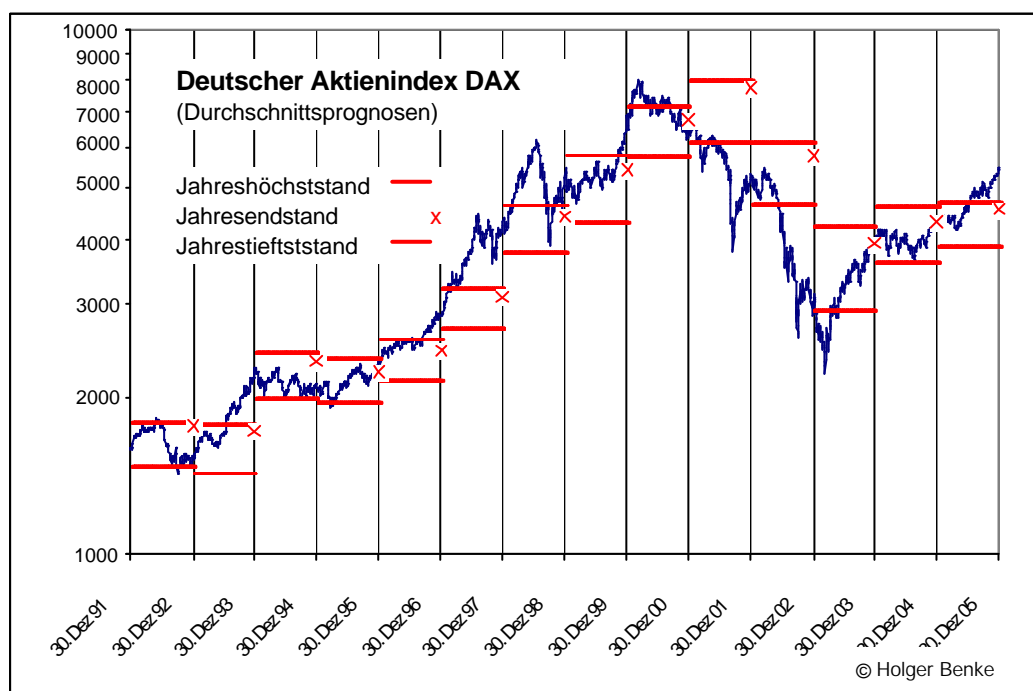
Holger Benke<sup>2</sup>

Unter Asset-Managern besteht Einigkeit darüber, 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. Dagegen liefert das sogenannte Stockpicking – wenn überhaupt – nur einen geringen Beitrag zur Gesamtperformance. Es kommt also entscheidend darauf an, die Gesamtmarktrends für die verschiedenen Assetklassen richtig zu prognostizieren. Für Banken, die Fristentransformationsrisiken eingehen, hat die Prognose der Zinsentwicklung besondere Bedeutung. Wie treffsicher sind Kapitalmarktprognosen von Banken und Kapitalanlagegesellschaften?

Jährlich Ende Dezember veröffentlicht das Handelsblatt Prognosen für das kommende Börsenjahr. Zu prognostizieren sind unter anderem die Renditen 10jähriger Bundesanleihen und die Entwicklung des Deutschen Aktienindex DAX. Im Einzelnen geht es um die Jahresendstände sowie die Jahreshöchst- und -niedrigststände, also die Schwankungsbreite von Kursen und Zinsen.

In die vorliegende Untersuchung wurden Prognosen für die Jahre 1992 bis 2005, also insgesamt 14 Jahre einbezogen. Beteiligt haben sich jeweils circa 30 Banken und Kapitalanlagegesellschaften in wechselnder Zusammensetzung. Nur wenige Teilnehmer waren in allen 14 Jahren dabei, ebenso wenige nur ein- oder zweimal. Insgesamt wurden 416 Einzelprognosen (für jeweils ein Jahr) für den Aktienmarkt und 425 für den Rentenmarkt ausgewertet.

Abbildung 1



<sup>1</sup> Ältere Fassungen wurden veröffentlicht in: Stiftung&Sponsoring, Heft 4/2004, S. 25 ff.; Gillardon-News, Ausgabe 36, Mai 2005, S. 36 ff.

<sup>2</sup> Holger Benke ist Geschäftsführer der Gemeinnützigen Hertie-Stiftung, Frankfurt

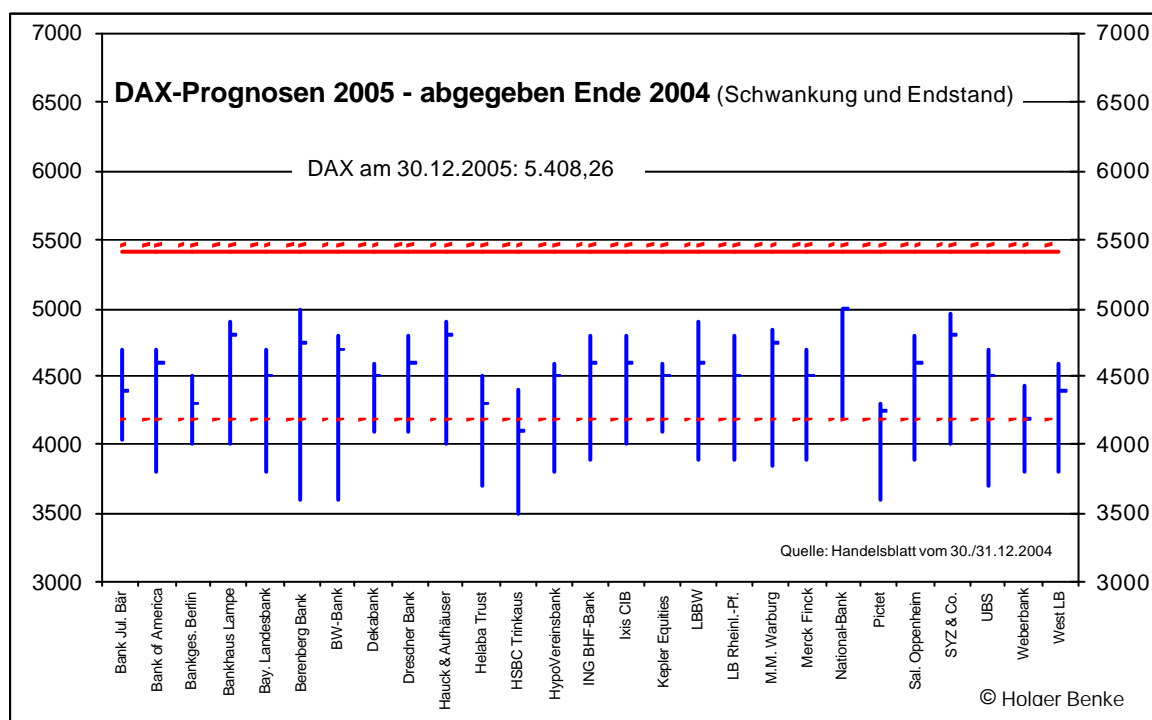
Ziel der Untersuchung ist, den praktischen Nutzen der Prognosen für Anleger herauszufinden, die ihre strategische Asset Allocation ausschließlich an den prognostizierten Daten orientieren und sich auf dieser Basis rational verhalten. Aus der Sicht anderer Marktteilnehmer (z.B. Short-Seller) können sich andere Sichtweisen ergeben, die hier nicht näher betrachtet werden.

### Gravierende Fehlprognosen am Aktienmarkt

Abbildung 1 enthält jeweils die *durchschnittlich* prognostizierten Jahreshöchst-, -end- und -niedrigststände 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 Kursschwankungen. Für 2005 wurde durchschnittlich ein DAX-Endstand von 4543 vorausgesagt, tatsächlich lag der Endstand bei 5408 (Vorjahr 4.256).

Betrachtet man die Einzelprognosen in den jeweiligen Jahren, so zeigen sich noch wesentlich größere Prognoseirrtümer (Abbildung 2 enthält die Einzelprognosen für 2005). Die senkrechten Linien geben 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.

Abbildung 2

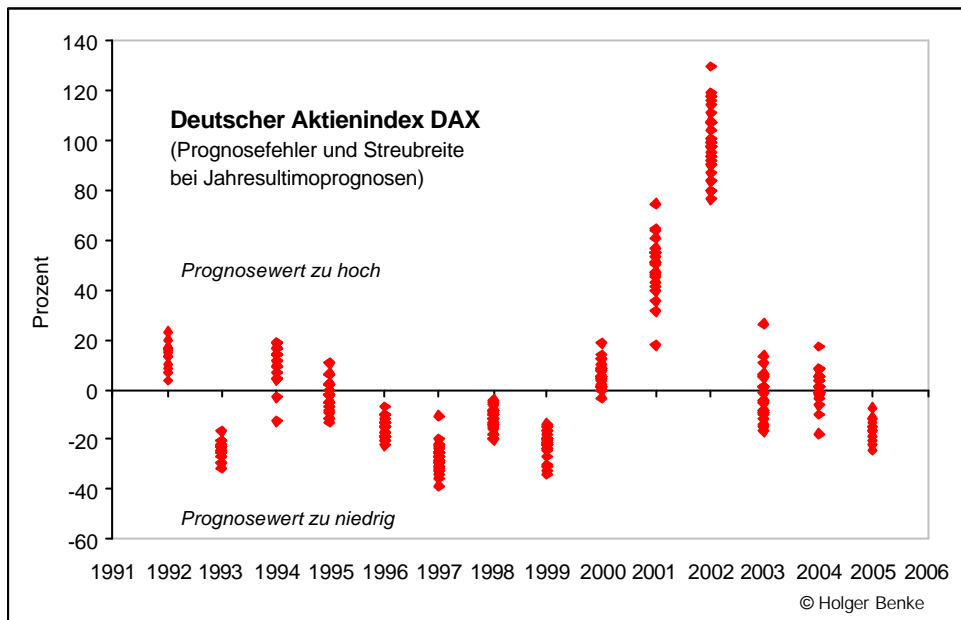


### Ausgeprägtes "Herdenverhalten"

Abbildung 3 zeigt ein ausgeprägtes "Herdenverhalten" der Prognostiker. Hier wurde die prozentuale Differenz zwischen Prognosewert und Ist-Wert zum jeweiligen Jahresende für alle 416 Einzelprognosen dargestellt. Lag der Prognosewert z.B. bei 4500, der tatsächliche DAX-Endwert aber bei 5408 (2005), so betrug der Prognose-

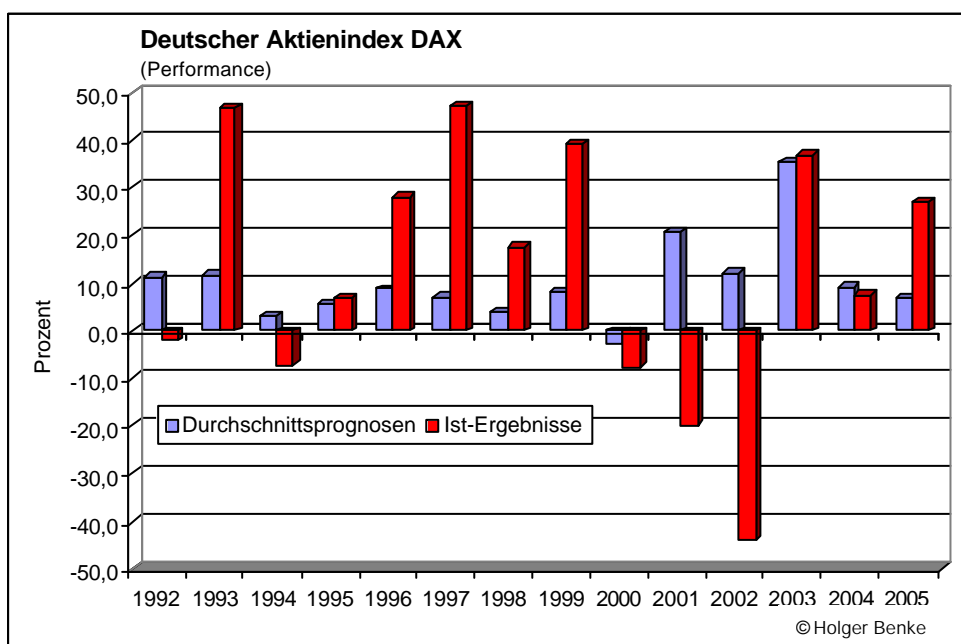
fehler - 16,8%. Wie ersichtlich, waren entweder alle zu optimistisch (Prognosewerte zu hoch) oder zu pessimistisch (Prognosewerte zu niedrig). Nur in den Jahren 1995, 2003 und 2004 hielten sich Über- und Unterschätzungen der Kursentwicklung in etwa die Waage. Krasse Fehlprognosen gab es in den Jahren 2001 und 2002.

Abbildung 3



Das Ausmaß der Kursbewegungen wurde in der Regel unterschätzt – so auch im Jahr 2005 (Abbildung 4). Offenbar fehlte es den Prognostikern an Mut oder Vorstellungsvermögen, starke Kursbewegungen vorauszusagen. Nur in den Jahren 1995, 2003 und 2004 lagen Prognosen und tatsächliche Endstände relativ nahe beieinander.

Abbildung 4



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 275 (66%) von 416 Fällen richtig. 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 57 Jahren 39 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 13 von 14 Jahren optimistisch, tatsächlich stiegen die Kurse in 9 Jahren.

### ***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: Ende 2004 prognostizierten zwei Banken geringe Kurssteigerungen von 4256 auf 4300 DAX-Punkte. Tatsächlich erreichte der Index zum Jahresende 5408 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 nur rund 1% einer risikolosen Anlage gegenüberstellen (wir betrachten entsprechend dem Prognosezeitraum 1jährige Bundesanleihen als risikolos), deren Rendite (ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten) bei 2,2 % lag. Er wird deshalb sein Vermögen in Renten umschichten, also – ex post betrachtet – eine falsche Anlageentscheidung treffen. In Zeiten höherer Zinssätze spielt dieser Effekt eine noch größere Rolle.

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.<sup>3</sup> Das Ergebnis aller Anlageentscheidungen, die den Ertrag der risikolosen Alternativanlage berücksichtigt hätten, ist in Abbildung 5 dargestellt (mittlere Säule).

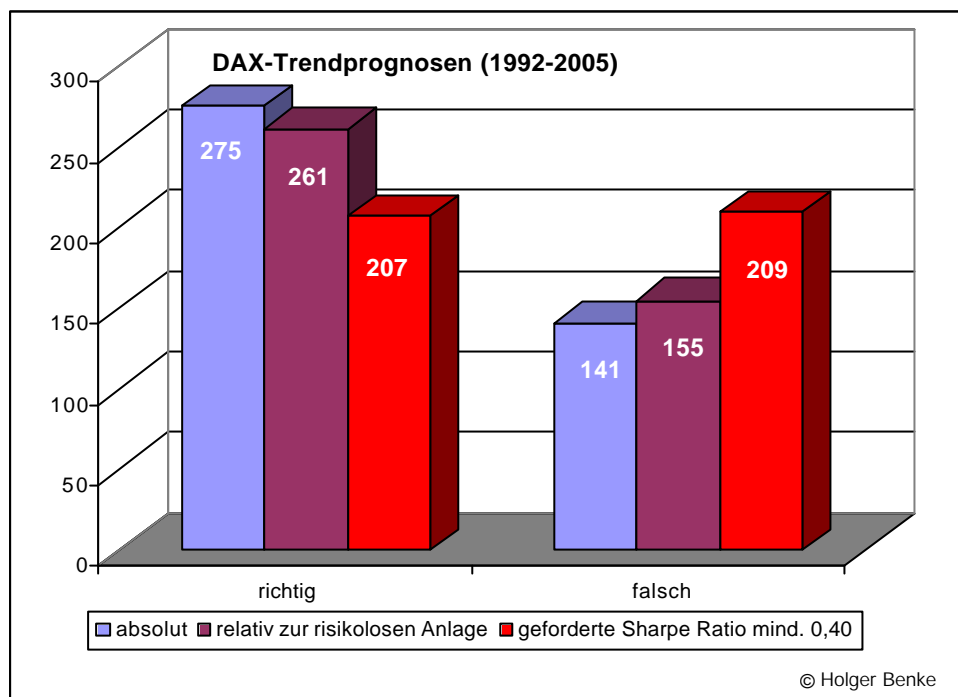
In den bisherigen Überlegungen wurde nur der Ertrag der Anlagen, nicht jedoch das Risiko berücksichtigt. Bei gleich hohem Ertrag zweier Anlagen wird sich der rational handelnde Anleger für die Alternative mit dem geringeren Risiko entscheiden. Ferner gilt: Eine Anlage, die höhere Erträge als die risikolose Alternative verspricht, wird er nur wählen, wenn der Mehrertrag und das zusätzliche Risiko in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen. Dies wird üblicherweise mit der Sharpe-Ratio ausgedrückt. Eine Sharpe-Ratio 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 Standard-

---

<sup>3</sup> Der Leser mag selbst entscheiden, ob er dieser Sichtweise, die zu Gunsten der Prognostiker in 22 Fällen aus einer "falschen" eine "richtige" Prognose macht, folgen möchte. Einerseits wäre es wohl verfehlt anzunehmen, eine Bank wollte die Investoren mit Hilfe einer positiven Aktienmarktprognose zum Aussteigen aus Aktien bewegen; andererseits unterstellen wir hier (wie auch weiter unten bei den Zinsprognosen) einen streng rational handelnden Investor, der auf Basis der vorliegenden Informationen die risikolose Alternative wählen müsste.

abweichung), wobei die Länge der historischen Zeitspanne willkürlich festgesetzt werden kann.

Abbildung 5



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 Performance per Jahresultimo 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. Neben der individuellen Risikoneigung des Anlegers ist auch der Anlagehorizont zu berücksichtigen: Langfristige Anleger können im Allgemeinen höhere Risiken tragen als kurzfristige. Betrachtet man längere historische Zeiträume der Nachkriegszeit, so lag die Sharpe-Ratio durchschnittlich bei 0,35 bis 0,45<sup>4</sup>, was – ex ante betrachtet – nicht sonderlich attraktiv erscheint.

Dennoch geben wir uns für die folgende Betrachtung ebenfalls mit einer Sharpe-Ratio von 0,4 zufrieden, 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 Aktien. Liegt die Sharpe-Ratio unter der Schwelle von 0,4, investieren wir in die risikolose Alternative.

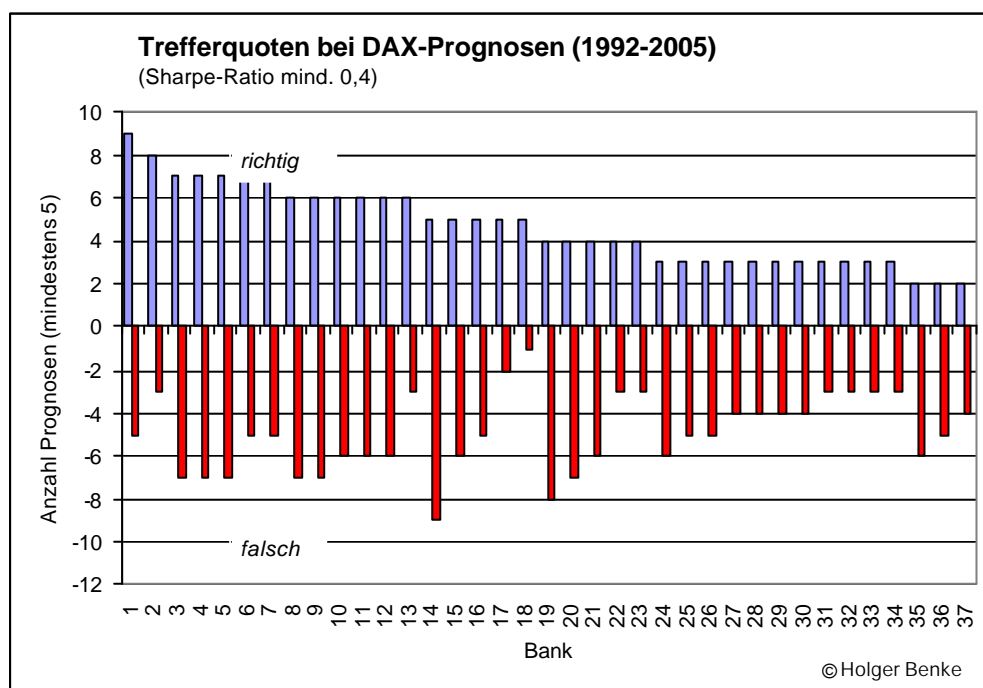
<sup>4</sup> vgl. z.B. für Deutschland: Albrecht, Peter: Die Kapitalanlage der Lebensversicherer unter Performance- und Risikoaspekten, Mannheimer Manuskripte (Uni Mannheim), Nr. 135; für internationale Aktien: Dimson, Marsh, Staunton: Triumph of the Optimists, 101 Years of Global Investment Returns, Princeton 2002, Seite 112;

### **Mehr als 50 % der Prognosen waren falsch o der irreführend**

Die so getroffenen Anlageentscheidungen und die daraus resultierende Performance vergleichen wir mit der tatsächlich eingetretenen Performance. Wie Abbildung 5 zeigt, führten nur 207 (49,8%) von insgesamt 416 Einzelprognosen den Anleger auf den richtigen Weg.<sup>5</sup> Würden wir die Risikobereitschaft des Anlegers geringer einschätzen, die geforderte Sharpe Ratio also erhöhen, und ferner die Transaktionskosten der Aktienanlage berücksichtigen (Absenkung der aus der Prognose folgenden Sharpe-Ratio), läge die Zahl der irreführenden Prognosen deutlich höher.

Abbildung 6 zeigt die Ergebnisse einzelner Prognostiker, sofern diese mindestens 6 mal an der Umfrage teilgenommen haben.<sup>6</sup> Die beste Erfolgsquote hatte Teilnehmer 18, der allerdings nur 6 mal dabei war, gefolgt von Teilnehmer 2, der immerhin 8 richtige und nur 3 falsche Prognosen abgab. Die Teilnehmer 35 und 36 hatten die schlechtesten Erfolgsquoten. Bei den meisten Banken waren falsche und richtige Ergebnisse in etwa gleich verteilt.

Abbildung 6



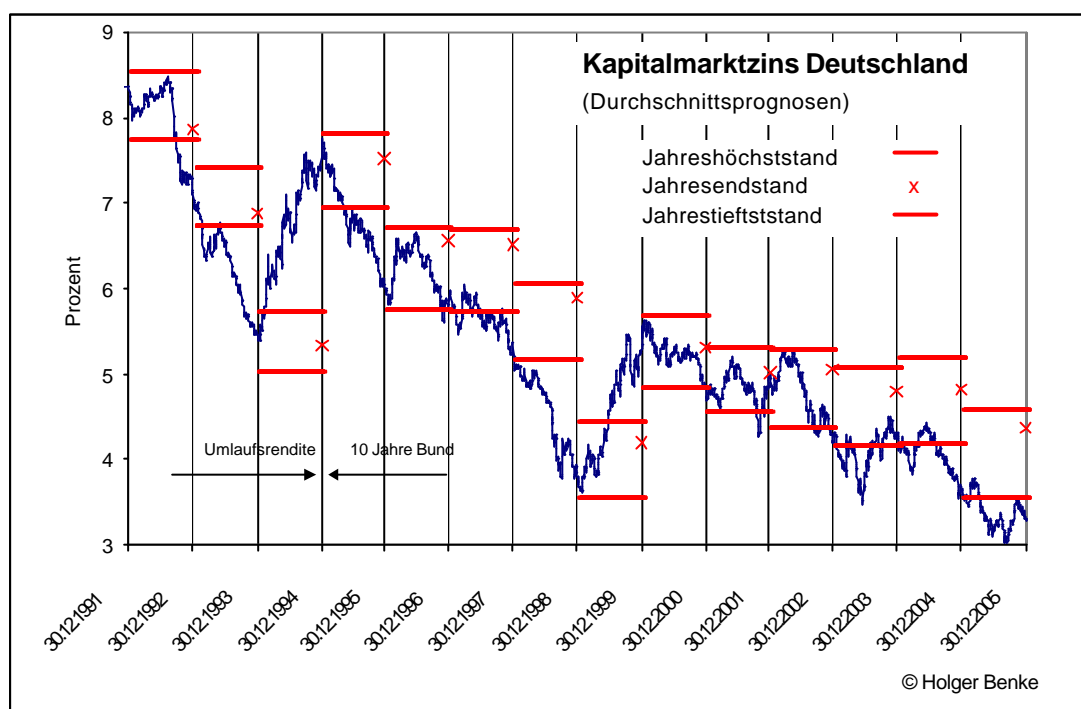
<sup>5</sup> Auch hier wurden zu Gunsten der Prognostiker falsche Trendprognosen bei fallenden Märkten als "richtig" gewertet, wenn die Sharpe Ratio unter 0,4% lag, der Anleger also entgegen der positiven Trendprognose *nicht* in Aktien investierte (21 Fälle). Legt man hier strengere Maßstäbe an (eine falsche Trendprognose führt immer zum Ergebnis "falsch"), so verschlechtert sich die Relation auf 186/230.

<sup>6</sup> Problematisch ist bei dieser Betrachtung, dass kaum ein Institut über den gesamten Zeitraum in unveränderter Form existierte. Übernahmen und Fusionen hatten auch personelle, konzeptionelle und instrumentelle Veränderungen in den Researchabteilungen zur Folge, so dass keine Kontinuität unterstellt werden kann.

## Zinsprognosen

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 umbasiert. Im Januar 1992 war die Zinsstrukturkurve invers; es erfolgte deshalb ein pauschaler Zinsabschlag von 0,30% auf alle Prognosewerte für 1992. Anfang 1993 lag eine flache Zinsstrukturkurve vor, so dass keine Umbasierung erforderlich war. Im Januar 1994 hatte sich die Zinsstrukturkurve normalisiert; hier erfolgte ein Zinsaufschlag von 0,30%, um die Prognosewerte für die Umlaufrendite auf die 10jährige Laufzeit umzubasieren.

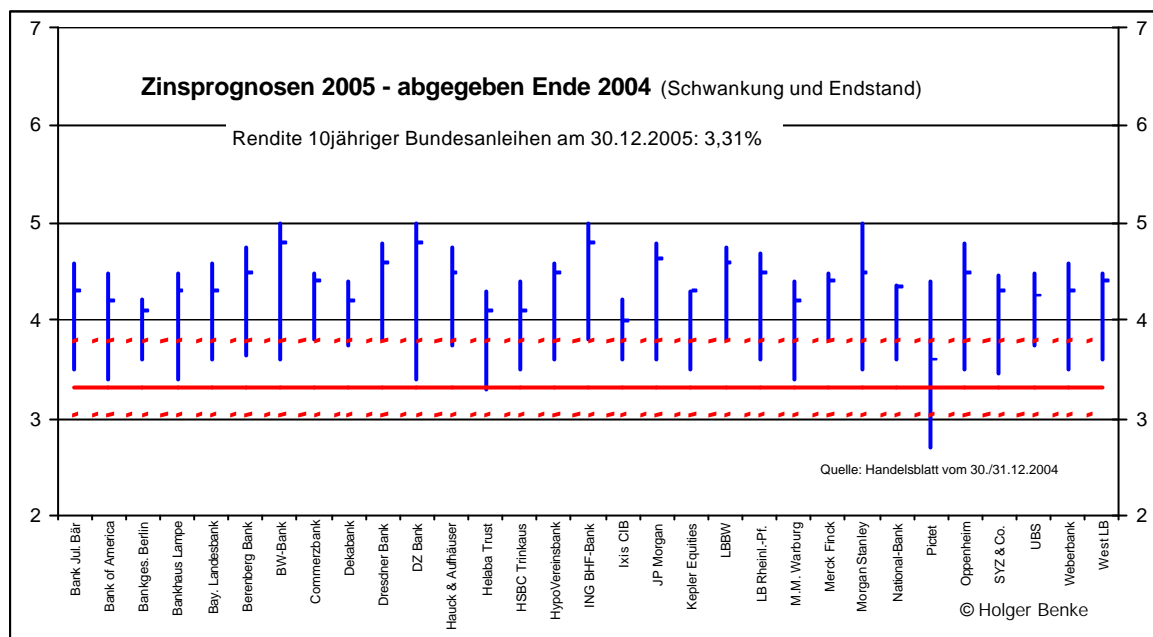
Abbildung 7



Zinsprognosen waren in den vergangenen 14 Jahren offenbar noch schwieriger als DAX-Prognosen. Die Zinserwartungen lagen meist weit neben der Realität – so auch im Jahr 2005 (Abbildung 7). Nur eine der 2005 einbezogenen 31 Banken sagte weiter sinkende Zinsen voraus. Abbildung 8 zeigt die Einzelprognosen im Detail.

Die Bilanz der Trendprognosen ernüchternd: Von den insgesamt 425 Einzelprognosen waren 243 (57%) falsch. Die einfache Frage "Steigt oder fällt der Zins?" lässt sich also mit einem Münzwurf ebenso gut oder sogar besser beantworten. Das Problem dürfte darin bestehen, dass man bei den Rentenkursen nicht wie bei den Aktien auf einen langfristigen Aufwärtstrend setzen kann, denn das würde permanent sinkende Zinsen voraussetzen. Langfristig werden sich die Zinsen in Abhängigkeit von der Inflationsrate unter Schwankungen seitwärts entwickeln (die Möglichkeit einer "galoppierenden Inflation" oder einer anhaltenden Deflation können wir hier als temporäre Ereignisse vernachlässigen). Es kommt hinzu, dass auch das zyklische Verlaufsmuster der vergangenen Jahrzehnte nicht mehr intakt ist.

Abbildung 8



***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 Zinsertrag zuzüglich/abzüglich des entstandenen Kursgewinns/-verlustes. Der Kurs am Jahresende ist mit Hilfe der dann herrschenden Markttrendite für 9jährige Anleihen zu errechnen.

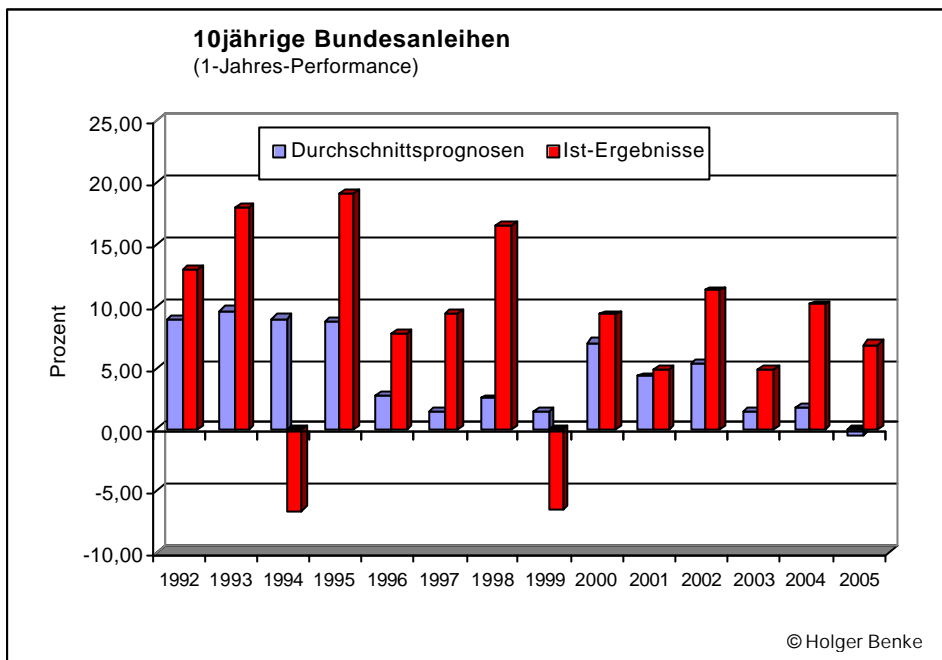
Um die vorliegenden 425 Zinsprognosen in Performancegrößen umzurechnen, wurden deshalb jeweils für die Höchst-, Tiefst- und Jahresendwerte fiktive Jahreschlusskurse berechnet. Dabei wurde unterstellt, dass sich die Renditen für 9jährige, mit denen die ehemals 10jährigen Papiere nach Ablauf eines Jahres zu bewerten sind, analog den prognostizierten Renditen für 10jährige entwickeln. Prognostizierte die Bank also für die kommenden 12 Monate einen Zinsanstieg/Zinsrückgang um 50 Basispunkte bei den 10jährigen, so wurde die am 1. Januar herrschende Markttrendite für 9jährige zum darauf folgenden Jahresultimo ebenfalls um 50 Basispunkte erhöht/vermindert.

Auch bei den Zinsprognosen zeigte sich, dass die tatsächliche Performance und Volatilität in fast allen Jahren größer waren als der Mut der Prognostiker (Abbildung 9). Als höchste Performance wurden durchschnittlich 9,65% für das Jahr 1993 vorausgesagt; tatsächlich gab es drei Jahre, in denen sie 15% übertraf und zwei weitere Jahre mit mehr als 10% Performance.

Bis auf 2005 wurde für sämtliche Jahre im Durchschnitt eine positive Performance aus 10jährigen Anleihen vorausgesagt, was auch in 12 von 14 Jahren zutraf. Dieses Ergebnis ist nicht erstaunlich: Da der Ertrag aus dem Kupon bei Festverzinslichen stets einen hohen Anteil an der Gesamtpformance ausmacht, gab und gibt es kaum Jahre mit absolut negativer Performance. Bezüglich 2005 wird deutlich, wie

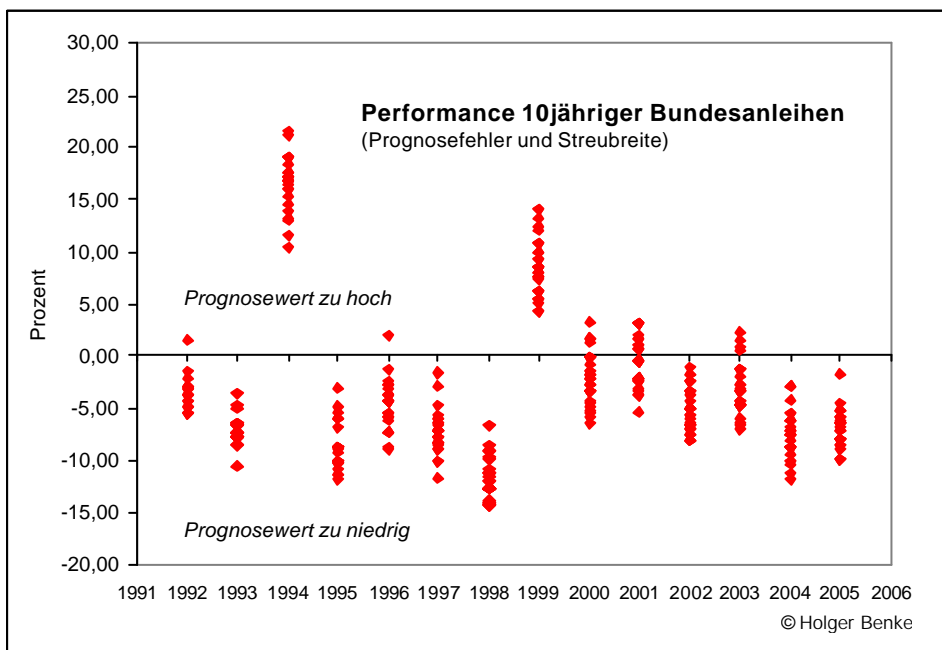
weit die Prognostiker daneben lagen: Die erwarteten Kursverluste sollten den Kupon mehr als aufzehren. Tatsächlich lag die Performance bei + 6,9%.

Abbildung 9



Was bei den DAX-Prognosen über das "Herdenverhalten" gesagt wurde, gilt auch für Zinsprognosen. Aus Abbildung 10 ist ersichtlich, wie stark die prognostizierten Vermögensendwerte (Kurse + Kuponerträge) prozentual von den Ist-Vermögensendwerten abweichen und wie eng die Prognosen beieinander lagen.

Abbildung 10

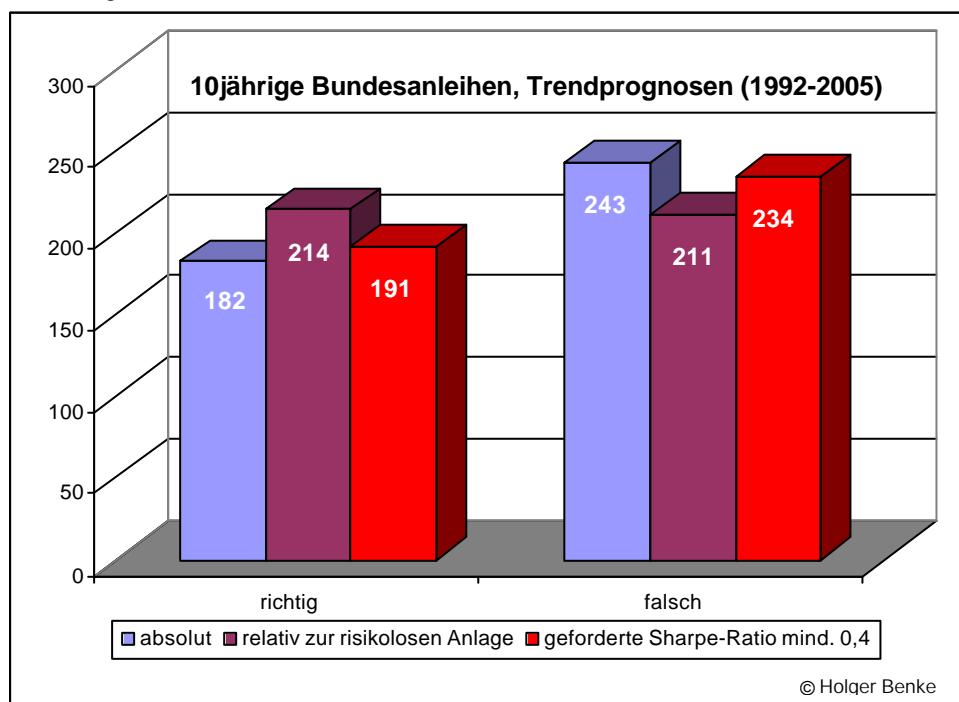


Im folgenden wird wieder von einem rational handelnden Investor ausgegangen, der im ersten Schritt nur die risikolose Alternative, nicht jedoch das zusätzliche Risiko berücksichtigt. Er investierte in 10jährige Anleihen, sobald diese eine höhere Performance erwarten ließen als 1jährige. Damit lag er in 214 (50,4%) von 425 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 ehemals 10jährige Anleihe nach Ablauf eines Jahres zu bewerten ist, gegenüber dem Stand am Jahresbeginn unverändert bleibt. Ergebnis: 10 richtige, 4 falsche Entscheidungen. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass die Zinsentwicklung und die normale Zinsstrukturkurve dem "naiven Prognostiker" entgegen kamen. Es bleibt abzuwarten, wie die Erfolgsbilanz nach einer eventuellen Trendwende in der Zinsentwicklung im langjährigen Vergleich aussehen wird.<sup>7</sup>

Abbildung 11



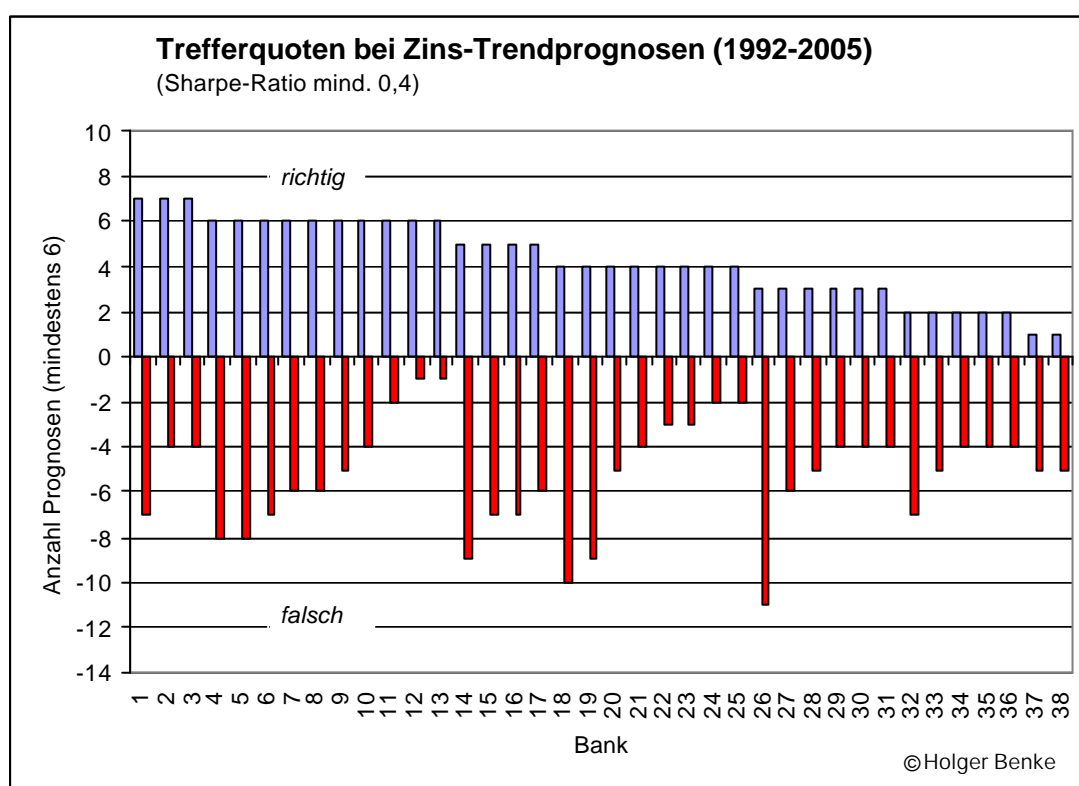
Worin ist das Risiko der 10jährigen im Vergleich zu den 1jährigen Wertpapieren zu sehen? Es besteht darin, dass der Marktzins auf den oberen prognostizierten Wert steigt und somit Kursverluste eintreten. Dem Kursverlust steht allerdings der (bei normaler Zinsstruktur) höhere laufende Zinsertrag aus den 10jährigen im Vergleich

<sup>7</sup> 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

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 (wobei wir diesen auf den 9-jährigen Bewertungszins herunterrechnen, wie erläutert). Aus diesem Blickwinkel betrachtet waren 191 Prognosen richtig und 234 falsch (Abbildung 11, Fußnote 5 gilt sinngemäß).

Wie bei den DAX-Prognosen gab es nur wenige Häuser mit herausragend guten oder schlechten Ergebnissen (Abbildung 12). Zwei Banken lagen 6 mal richtig und jeweils nur 1 mal falsch. Bei den weniger erfolgreichen Teilnehmern lag einer 11 mal daneben und nur 3 mal richtig. Würde man hier nicht die Ergebnisse unter Berücksichtigung der Sharpe-Ratio, sondern die absoluten Ergebnisse betrachten, so sähe die Bilanz noch schlechter aus.

Abbildung 12



### 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 Performanceziffern umzurechnen. Die prognostizierte Performance für eine Assetklasse muss in Relation zur risikolosen Alternative und zum zusätzlichen Risiko betrachtet werden.
- Aktien steigen langfristig. Wer nichts über die Märkte weiß und stets steigende Aktienkurse prognostiziert, wird mit hoher Wahrscheinlichkeit in mehr als 50% der Fälle richtig liegen. Die Prognostiker waren in 13 von 14 Jahren optimistisch und lagen damit in 66% der Fälle richtig. Zieht man das prognostizierte Risiko in Relation zu den

prognostizierten Kurssteigerungen mit ins Kalkül (Sharpe-Ratio), so lag die Trefferquote nur noch bei 50%.

- Von den untersuchten 425 Trendprognosen zur Zinsentwicklung ("Steigen oder fallen die Zinsen?") waren 243 (57%) falsch und damit schlechter als die Prognosequalität von Münzwürfen (50:50). Auch 2005 lagen die Vorhersagen wieder weit neben der Realität. Erstmals seit 14 Jahren wurde im Durchschnitt eine negative Performance prognostiziert; tatsächlich betrug sie + 6,9%.

- Das Ausmaß der Kursschwankungen und die Höhe der Performance für einzelne Jahre wurden in der Regel unterschätzt, das Risiko in Relation zur prognostizierten Jahresperformance überschätzt (niedrige Sharpe-Ratio). Rational handelnde Anleger, die sich ausschließlich auf die prognostizierten Daten gestützt hätten, wären deshalb oft bei steigenden Kursen nicht investiert gewesen und hätten Produkte, bei denen die erwartete Volatilität preisbestimmend ist (Optionen), falsch kalkuliert.

- Die Prognostiker unterlagen im Aktien- und Rentenbereich einem ausgeprägten Herdentrieb. Meist waren entweder alle zu optimistisch oder zu pessimistisch – nur selten haben alle gemeinsam richtig gelegen. Mutige "Außenseiter-Prognosen" hatten Seltenheitswert.

- 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 14 Jahren an der Prognose beteiligt hatten. Hier dürfte der Zufall eine wesentliche Rolle gespielt haben.

- Der mögliche Einwand, man könne Prognosen, die sich im Laufe eines Jahres als falsch erwiesen haben, vor dem Hintergrund neuer Erkenntnisse 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.

Wie eingangs erwähnt, gilt die strategische Asset Allocation als Schlüssel zum Anlageerfolg, was – ex post betrachtet – wohl unbestreitbar ist. Die strategische Gewichtung der Assetklassen sollte aus den langfristigen Zielen des Investors abgeleitet werden – auch hierin dürfte Einigkeit bestehen (z.B. reale Substanzerhaltung, kontinuierlicher Vermögensaufbau, möglichst hoher laufender Ertrag, langfristige Erfüllung feststehender Auszahlungsverpflichtungen, möglichst geringe Volatilität des Vermögenswertes, usw.).

In der Realität versuchen Anleger jedoch meist, durch zeitweiliges Abweichen von den strategischen Vorgaben ("taktische Asset Allocation") kurz- bis mittelfristige Marktchancen zu nutzen, also gewissermaßen ihre eigene langfristige Strategie "out-zuperformen". 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 des Portefeuilles zusätzliche Transaktionskosten verursacht. Einiges spricht für die These, dass eine "Anlagepolitik der ruhigen Hand" auf Dauer überlegen ist.