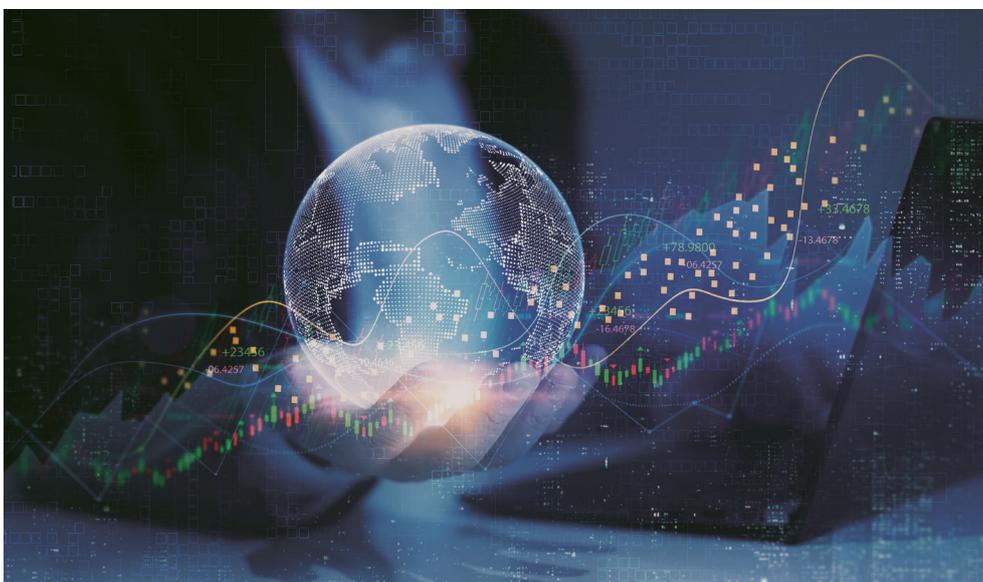


Perspektiven 1. Quartal 2024

Prognosen: Sinn und Unsinn



Was Prognosen wert sind – und was nicht.

Geschätzte Anlegerin, geschätzter Anleger

Ende Jahr wird der Schweizer Aktienmarktindex SMI bei 15'000 Punkten stehen, der EUR wird bei 80 Rappen notieren und Öl der Sorte WTI für 120 USD pro Fass handeln.

All dies sind Prognosen der Form, wie man sie gerade über den Jahreswechsel überall lesen und hören kann. Neben dem Umstand, dass sie sich höchstwahrscheinlich nicht bewahrheiten werden, haften den oben genannten Beispielen zwei grundlegende Fehler an.

Erstens: Genauso wie sich gute Verschwörungstheoretiker nicht von Fakten beirren lassen, sollte man als guter Prognostiker tunlichst vermeiden, bei Prognosen Zielpunkt und Zeitpunkt gleichzeitig und gar noch spezifiziert zu nennen. Wer davon spricht, dass die Aktienmärkte fallen werden, der wird irgendwann auch recht bekommen – also besser nicht erwähnen wie stark, und vor allem dies nicht mit einem konkreten Zeitpunkt in Verbindung bringen.

Zweitens: Die obigen Prognosen sind in ihrer Kombination ökonomisch nicht konsistent. Sollte der Schweizer Aktienmarkt derart stark zulegen, dürfte dies nicht mit einem dergestalt aufwertenden Schweizerfranken einhergehen, während der übermässig starke Anstieg des Öls gegen ein starkes Wirtschaftswachstum sprechen würde, was wiederum im Widerspruch zu einem starken Aktienmarkt stehen dürfte. Entweder hat dieser Prognostiker die ökonomischen Zusammenhänge nicht verstanden oder die Widersprüchlichkeit ist bewusst gewählt, um die Chance zu erhöhen, zumindest teilweise richtig zu liegen – danach noch die falschen Prognosen geflissentlich vergessen und schon kann man sich als Prognostiker von Qualität präsentieren.

Wieso kursieren gerade zum Jahresanfang so viele Prognosen über die weitere Entwicklung der Märkte? Welche Aussagen können überhaupt mit hinreichender Genauigkeit

getroffen werden, und bezüglich welcher Parameter können wir auch einfach in die Sterne schauen oder einen Würfel werfen? Welche Methoden gibt es, um wertstiftende Prognosen zu entwickeln, und wie sollte mit diesen Prognosen umgegangen werden? Wie sollten diese Prognosen sinnvollerweise in Anlageentscheidungen einfließen?

Diesen und weiteren Fragen wollen wir in der vorliegenden Publikation nachgehen. Und natürlich gilt: «Prognosen sind schwierig, vor allem, wenn sie ...» Wir prognostizieren jetzt mal mutig, dass Sie dieses Zitat und dessen Urheber sehr wohl kennen.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Nutzen und Potenzial von Prognosen

Solange Märkte bestehen und ökonomische Werte sich über die Zeit ändern, solange besteht die Versuchung, Prognosen zu erstellen und darauf basierend Transaktionen durchzuführen. Prognosen sollen dazu dienen abzuschätzen, zu welchem Zeitpunkt ein Kauf oder Verkauf ökonomisch am ehesten lohnt. Abgesehen von dieser Versuchung besteht auch ein relevantes psychologisches Element: Grundsätzlich ist Unsicherheit – zumindest in wichtigen Dingen – dem Menschen zuwider. Prognosen schaffen zumindest eine Stressminderung,

da sie (vermeintlich) Halt und Orientierung geben.

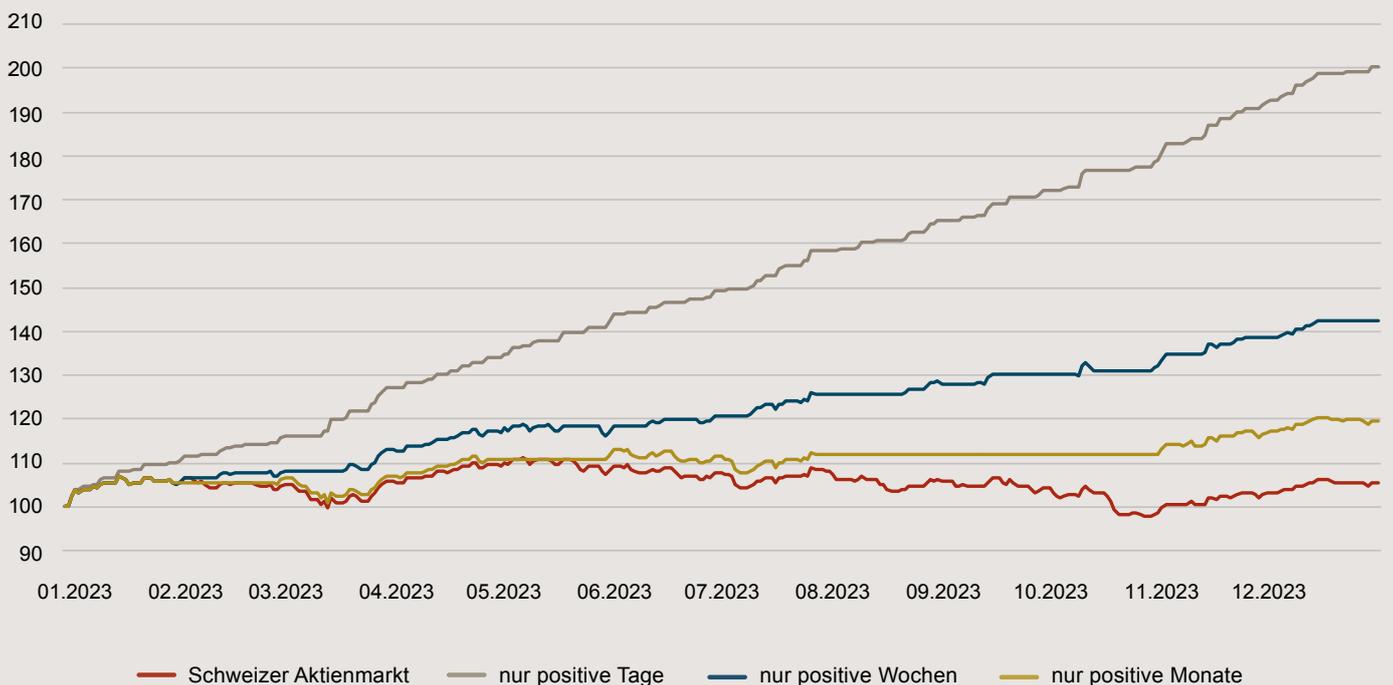
Wieso der Reiz von Prognosen so gross ist, lässt sich einfach illustrieren. Hätte man beispielsweise für den Schweizer Aktienmarkt die (binäre) Prognosefähigkeit, über das nächste Zeitfenster von einem Tag, einer Woche oder einem Monat korrekt die Richtung vorherzusehen, und würde man nur in Zeitfenstern mit positiver Wertentwicklung an den Märkten investiert sein, so hätte sich das Anlageergebnis alleine schon für das Jahr 2023 massiv

verbessert. Während die Wertsteigerung des Schweizer Aktienmarktes gemessen am breiten Marktindex für das Jahr 2023 6.1% betrug, hätte ein Portfolio, welches nur in positiven Monaten investiert gewesen wäre, knapp 20% an Wertzuwachs erfahren, während für eine wöchentliche oder tägliche Frequenz der Wertzuwachs gar über 40% oder über 100% – eine Wertverdoppelung – betragen hätte. Es leuchtet ein: Das grosse Potenzial einer korrekten Prognose hat einen sehr verführerischen Aspekt.

Das Problem: Eine perfekte Prognostizierbarkeit besteht nicht und dennoch will der Mensch zumindest ein Stück weit an Prognostizierbarkeit glauben. Die Hoffnung, dass dies möglich ist, wird dabei noch durch den Umstand verstärkt, dass Marktentwicklungen oftmals in der grafischen Aufarbeitung vermeintliche Trends zeigen – empirisch lässt sich allerdings zeigen, dass grundsätzlich keine statistisch signifikanten Abhängigkeiten über die Zeit, also Vorhersehbarkeit, bestehen.

Die Entwicklungen bleiben zufällig, auch wenn sie rückblickend (optisch) nicht so ausschauen mögen. Auch bei einem wiederholten Münzwurf lassen sich Trends herauslesen – auch wenn die zugrundeliegende Wahrscheinlichkeit für Kopf oder Zahl exakt 50:50 beträgt. Niemand würde diesen Trends Vorhersehbarkeit attestieren. Wer dreimal eine 6 würfelt, der besitzt auch beim vierten Mal exakt die gleiche Wahrscheinlichkeit eine 6 zu würfeln.

Das Potenzial von korrekten Prognosen



So verführerisch Prognosen anmuten, so kritisch ist zu hinterfragen, wo sich Finanzmarktprognosen überhaupt lohnen, und welche Methoden zur Entwicklung von Prognosen zumindest ansatzweise Mehrwert stiften können.

Eine erste Dimension ist der Faktor Zeit: Grundsätzlich lässt sich zeigen, dass je kürzer das Prognosefenster, desto unsinniger der Prognoseversuch. Auf Tagesbasis lassen sich keine zuverlässigen Wertentwicklungsprognosen erstellen. Auch Wochen- und Monatsfrequenzen sind kritisch zu hinterfragen, können aber teilweise Sinn machen. Entsprechend werden in Anlageprozessen oftmals die taktischen Positionierungen – wenn auch monatlich entwickelt – so doch auf einen

Zeithorizont von mehreren Monaten kalibriert. Strategische Prognosen mit mehrjährigen Horizonten besitzen klar die höchste Güte. Auch diese sind regelmässig zu validieren, zeigen aber auch empirisch den höchsten Grad an Akkuratess und somit Nutzen.

Ein zweiter Faktor ist das Objekt der Prognose. Grundsätzlich gilt, dass bei grösseren Aggregaten – also bei ganzen Märkten – mehr Prognostizierbarkeit besteht als bei einzelnen Wertpapieren. Mehr noch: Das einzelnen Papieren innewohnende Risiko ist in Teilen nicht entschädigt, da es sich über eine Kombination mit anderen Wertpapieren einfach wegdiversifizieren lässt und somit keine Risikoprämie abwirft. Dies bedeutet in direkter Konsequenz, dass

Prognosen zumeist vom Groben ins Feine entwickelt werden – sogenannte Top-down. Doch auch auf Ebene der Aggregate bestehen deutliche Unterschiede in der Prognostizierbarkeit. Während beispielsweise eine solche für Aktien wie auch für Kreditaufschläge durchaus vorliegt, zeigt die Empirie, dass Zins- und Währungsprognosen eine deutlich tiefere Treffgenauigkeit aufweisen.

Auch unter Berücksichtigung der angeführten Einschränkungen: Der Reiz von Prognosen bleibt, und neben dem psychologischen Aspekt der vermeintlichen Orientierung kommt den Prognosen nicht zuletzt auch immer ein gewisser Unterhaltungswert zu.

6.1%

hat eine Anlage im Schweizer Aktienmarkt im Jahre 2023 an Wert zugelegt.

40%

wäre der Wertzuwachs gewesen, hätte man jeweils auf Anlagen in Wochen mit negativer Wertentwicklung verzichtet. Dafür hätte man allerdings in 100% der Fälle, das heisst 52 Mal, richtig liegen müssen.

Unsere Prognosen

Prognosen sind wichtig und stellen bei jeder Anlagetätigkeit einen relevanten Bestandteil in der Entscheidungsfindung dar. Mindestens so wichtig sind allerdings auch die korrekte Einordnung und der richtige Umgang mit ebendiesen Vorhersagen und Erwartungen. Konkret bedeutet dies:

Aggregation

Vorhersagen werden vorzugsweise auf Ebene der Anlageklassen sowie sinnvoller Aggregate getroffen. Neben Aktien und Anleihen können dies auch Sektoren, Kreditsegmente oder teilweise auch Regionen sein. Vorhersagen auf Einzelinstrumentenebene sind mit grosser Vorsicht zu geniessen und sollten keinen wesentlichen Einfluss auf die Portfoliokonstruktion haben.

Zeithorizont

Vorhersagen werden mit einem auf mehrere Monate definierten Anlagehorizont gefällt. Kurzfristige Prognosen sind deutlich weniger werthaltig und deren Umsetzung zeigt sich spätestens unter Berücksichtigung von Transaktionskosten in der Summe oft als wertvernichtend.

Objekt

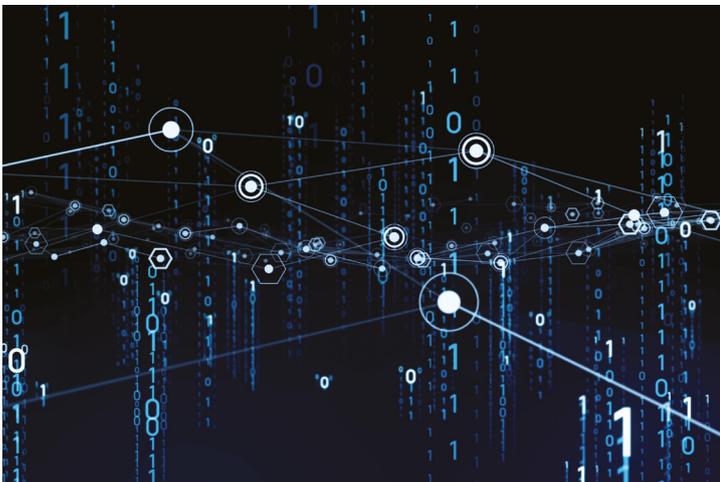
Während sich Prognosen zumeist auf die Wertentwicklung beziehen, gibt es in der Anlagetätigkeit weitere relevante Parameter, deren Vorhersehbarkeit tatsächlich einiges höher ausfällt. So lassen sich beispielsweise Risiken und Abhängigkeiten zwischen Anlageklassen deutlich besser prognostizieren, was selbstredend einen relevanten Mehrwert in der Anlagetätigkeit darstellt.



Festzuhalten bleibt: Prognosen stellen ein zentrales Element in jeder Anlagetätigkeit dar. Sie sind für uns Menschen psychologisch wichtig, sie dienen der Plausibilisierung unserer Umwelt, sie erzählen

eine Geschichte – sie sollten aber gerade auch bei Anlageentscheiden nur mit grosser Vorsicht verwendet werden, da sie öfter als nicht falsch sind. Etwas Demut steht dabei jedem Prognostiker gut an ...

Finanzmarktprognosen geben Halt, helfen zu plausibilisieren und erzählen Geschichten – wie weit Prognostizierbarkeit besteht und wie korrekt die Prognosen sind, ist erstmal zweitrangig, sofern sie nicht unbesehen für Anlageentscheide herangezogen werden.





Was macht gute Prognosen aus?

Christoph Boner
Chief Investment Officer

Wie hängt das Konzept der Markteffizienz mit dem Aspekt der Prognostizierbarkeit zusammen?

Soweit ein Markt als effizient betrachtet werden kann, ist der Grad an Prognostizierbarkeit als gering zu erachten. Markteffizienz bedeutet grundsätzlich, dass alle öffentlich verfügbaren relevanten Informationen in die Preisbildung eingeflossen sind. Entsprechend kann keiner Analyseform basierend auf diesen Informationen eine Prognosefähigkeit erwachsen. Prognosefähigkeit entsteht dort, wo über den Preis beeinflussende Faktoren eine Prognose erstellt werden kann – oder Informationen vorliegen, welche noch nicht in den Preis eingeflossen sind.

Wieso gibt es einen Zusammenhang von Risiko und Ertrag und wie beeinflusst dieser die Erstellung von Prognosen?

Aus der menschlichen Abneigung bezüglich Unsicherheit folgt der Umstand, dass mit höheren Risiken behaftete Anlagen im Durchschnitt höhere Erträge zur Kompensation der Unsicherheit abwerfen müssen. Da Aktien Eigenkapital von Unternehmen darstellen, welches in der Finanzierungsstruktur das grösste unternehmerische Risiko trägt, hat auch der Ertrag auf Aktien im Durchschnitt über jenem der übrigen Instrumente – wie beispielsweise den Anleihen – zu liegen. Da es sich

hierbei um langfristige Gleichgewichtssituationen handelt, besteht ein hoher Grad an Prognosefähigkeit – im Rahmen der strategischen Fristigkeit. In der kurzen Frist kann das Verhältnis von Risiko und Ertrag durchaus beeinträchtigt sein. Auch die Bildung von starken Fehlbewertungen, wie beispielsweise Blasen, steht dabei nicht im Widerspruch zur Abhängigkeit von Risiko und Ertrag – ein höherer Ertrag ist immer mit höheren Risiken erkaufte.

Warum werden so viele Prognosen erstellt, wenn die Vorhersehbarkeit doch so gering ist?

Zum einen liegt es in der menschlichen Natur aufgrund der Aversion gegenüber Unsicherheit Prognosen erstmal unbedacht ihrer Güte als etwas Nützliches wahrzunehmen. Umso mehr ist es wichtig zu unterscheiden, welche Prognosen grundsätzlich überhaupt werthaltig sein können und wo es sich lohnt, Anlageentscheide auf solche Prognosen abzustützen. Nicht von der Hand zu weisen ist der durchaus problematische Umstand, dass oftmals sehr viel Aufwand in die Entwicklung von Prognosen mit zweifelhaftem Nutzen gesteckt wird, während dem Umgang mit diesen – die Frage, inwieweit und in welcher Form die Prognosen in die Anlageentscheide einfließen sollten – zu wenig Beachtung geschenkt wird.

Wie trägt man der Unsicherheit von Prognosen am besten Rechnung?

Auf falsche Prognosen zu setzen, kann mit grösseren Verlusten einhergehen. Die einfachste Form des Risikomanagements besteht darin, über eine Diversifikation unnötige und nicht entschädigte Risiken aus dem Portfolio zu entfernen. Durch geeignete Strategien kann das Risiko von Prognosefehlern weiter reduziert werden: von der situativen Positionierung des Portfolios über die Portfoliokonstruktion bis hin zur Wahl der geeigneten Anlagetaktik und der Instrumente-Auswahl. Je höher die Prognosegüte ist, desto stärker kann auf diese abgestützt werden. Zu bedenken ist allerdings, dass selbst Prognosen mit hoher Güte eine 50:50-Trefferwahrscheinlichkeit nicht wesentlich übertreffen können – die Wahrscheinlichkeit einer fehlerhaften Prognose bleibt erheblich.

Welche Prognosemethoden gibt es?

Methodisch können fundamentale Prognosen von technischen Prognosen unterschieden werden. Fundamentale Prognosen berücksichtigen dabei die effektive ökonomische Situation und leiten daraus einen Wert ab, aus welchem unter Berücksichtigung des Preises die weitere Entwicklung des Preises im Sinne einer Prognose abgeleitet werden kann. Das Problem dabei ist, dass Preis und fundamentaler Wert nicht übereinstimmen müssen und sich – zumindest theoretisch – auch weiterhin beliebig entwickeln können. Nur weil ein Gleichgewicht existiert, heisst das nicht, dass sich dieses auch einstellen muss.

Technische Analysen setzen bei Preisentwicklungen an, und auch wenn diese nichts mit dem fundamentalen Wert einer Anlage zu tun haben müssen, kann diesen Ansätzen eine Prognostizierbarkeit erwachsen, soweit genügend Marktteilnehmer daran glauben. Auch wenn statistisch kein Trend vorliegt: Soweit alle Marktteilnehmer glauben, dass dies dennoch der Fall ist, wird sich der Preis einer Anlage in diese Richtung weiterentwickeln, da die Marktteilnehmer entsprechende Transaktionen auslösen. Die Prognose wird nicht aus der ökonomischen Situation abgeleitet, sondern aus den Verhaltensmustern der Marktteilnehmer.

Inwiefern sind Prognosen gefährlich?

Der gemeinhin tiefe Grad an Prognostizierbarkeit zwingt Anlegerinnen und Anleger dazu, aus Risikogesichtspunkten Prognosen nur mit Vorsicht zu folgen. Auch eine positive Erwartung sollte nicht dazu führen, dass übermässige Risiken eingegangen werden. Das Risiko eines Fehlentscheides überwiegt oftmals den Mehrwert der Prognose. Im Anlagegeschäft wird diesem Problem mit der Definition eines Risikoprofils begegnet: Damit wird auf strategischer und langfristiger Basis mit entsprechend höherem Grad an Prognostizierbarkeit das Risiko- und Ertrags-Verhältnis fixiert und taktische Abweichungen basierend auf kürzerfristigen Prognosen werden nur innerhalb klar definierter Risikobudgets (z. B. in Form von Bandbreiten für einzelne Anlageklassen) vorgenommen. Aufgrund der tiefen Prognostizierbarkeit wird zuletzt die Konstruktion des Portfolios über die Instrumente stark an der taktischen Positionierung ausgerichtet.

Privatbank IHAG Zürich AG
Bleicherweg 18
Postfach
8022 Zürich

Telefon +41 44 205 11 11

info@pbihag.ch
pbihag.ch

PDF-Download



Disclaimer: Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Werbe- und Informationszwecken des Empfängers und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt. Es stellt keine Offerte, keine Einladung zur Offertstellung und keine Empfehlung dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Dieses Dokument stellt insbesondere keine Anlageberatung dar, berücksichtigt keine persönlichen Umstände des Empfängers und enthält keine Investitions-, Rechts- oder Steuerberatung, und es sollten keinesfalls Anlageentscheide alleine gestützt auf dieses Dokument gefällt werden. Bei Fragen steht Ihnen Ihre Kundenbetreuerin oder Ihr Kundenbetreuer gerne zur Verfügung, vor allem auch, wenn Sie spezifisches Informationsmaterial wie allfällige Prospekte und Basisinformationsblätter einzusehen wünschen. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen beruhen auf den gegenwärtigen Annahmen und Erwartungen, die ausserhalb des Einflussbereichs der Privatbank IHAG Zürich AG (nachfolgend «Bank» genannt) liegen und daher einer Vielzahl von Ungewissheiten unterliegen. Die tatsächlichen zukünftigen Ereignisse und Fakten können somit wesentlich von den getroffenen Annahmen und Erwartungen abweichen (sowohl negativ als auch positiv). Die Bank übernimmt keine Verpflichtung und beabsichtigt auch nicht, die in diesem Dokument gemachten zukunftsgerichteten Angaben zu aktualisieren, soweit solche vorhanden sind, oder bei einer anderen als der erwarteten Entwicklung zu korrigieren. Die Quellen, auf die sich dieses Dokument stützt, gelten zwar in der Regel als zuverlässig, die Bank lehnt aber jede Haftung oder Verantwortung für die Auswahl solcher Quellen ab. Ebenso ist jede Haftung oder Verantwortung für den Inhalt dieses Dokuments ausgeschlossen. Dieses Dokument richtet sich in erster Linie an Personen mit Domizil in der Schweiz und nicht an Personen mit Domizil im Ausland. Insbesondere richtet sich dieses Dokument keinesfalls an US-amerikanische, kanadische oder britische Bürger oder natürliche oder juristische Personen mit Wohnsitz oder Sitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada oder Grossbritannien, noch an Personen, die irgendwelchen Restriktionen (zum Beispiel aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes) bezüglich in diesem Dokument festgehaltener Informationen unterliegen.