

Vom Wert von Prognosen

Vorhersagen für Wertpapierpreise oder zur Wirtschaftsentwicklung müssen nicht von vornherein scheitern, doch die Bestimmtheit, mit der sie zuweilen verkündet werden, ist nur selten gerechtfertigt. **DIRK NIEPELT**

Zum anstehenden Jahreswechsel floriert das Prognosegeschäft. Konjunkturforscher geben ihre Einschätzungen zur kommenden Wirtschaftsentwicklung, und Anlageberater (mit hehren Motiven) erklären, warum den Kunden mit spezifischen Anlagestrategien besser gedient sei als mit anderen. Der Erfolgsausweis derartiger Einschätzungen ist gemischt, und der Informationsgehalt der Erklärungen variiert stark. Nicht wenige Anlageempfehlungen kommentieren schwergewichtig die Entwicklungen der jüngeren Vergangenheit und lassen sich nur vage über die Zukunft aus. Dennoch scheint das Interesse an Prognosen und Empfehlungen ungebrochen. Das mag erstaunen und gibt Anlass zur Frage nach ihrer Beziehung zur ökonomischen Forschung.

Der von der schwedischen Reichsbank in Erinnerung an Alfred Nobel gestiftete Preis für Wirtschaftswissenschaften wurde dieses Jahr Eugene Fama, Lars Peter Hansen und Robert Shiller für ihre empirischen Arbeiten zu den Bestimmungsfaktoren der Preise von Vermögenswerten zuerkannt. Wie das Preiskomitee in seiner Begründung festhält, ist es um das Verständnis dieser Bestimmungsfaktoren nicht zum Besten bestellt. Denn obwohl gerade auch aufgrund der Arbeiten der Preisträger weitgehende Einigkeit über grundlegende empirische Regelmäßigkeiten besteht, gehen die Meinungen über deren Interpretation zum Teil deutlich auseinander.

Langfristigkeit erhöht Verlässlichkeit

Kurzfristig sind die Änderungen von Wertpapierpreisen praktisch nicht vorhersagbar, wie Fama dokumentiert hat, und Portfolioumschichtungen lohnen sich daher nicht, besonders wenn Transaktionskosten berücksichtigt werden. Anders verhält es sich dagegen über längere Zeiträume hinweg, denn dann besteht ein gewisses Mass an Vorhersagbarkeit. Wie besonders Shiller gezeigt hat, folgen auf Phasen hoher Preise bei Aktien, festverzinslichen Wertpapieren oder Immobilien tendenziell Phasen niedrigerer Renditen und umgekehrt. Shiller hat ebenso aufgezeigt, dass Renditen über kürzere Frist wesentlich volatil sind als über längere Zeiträume, kurzfristige Ausschläge also tendenziell korrigiert werden. Auch Fama und andere Forscher haben dokumentiert, dass mit zunehmendem Prognosehorizont die Vorhersagbarkeit von Aktienrenditen steigt, und zudem, dass auch in Devisenmärkten Renditedifferenzen teilweise prognostiziert werden können.

Wie lassen sich diese empirischen Befunde der Prognostizierbarkeit interpretieren? Famas ursprüngliche Hypothese effizienter Finanzmärkte, wonach Preise zu jedem Zeitpunkt korrekt alle relevanten verfügbaren Informationen spiegeln, wird durch die Befunde nicht widerlegt. Durchschnittliche Renditen können im Einklang mit dieser Hypothese durchaus prognostiziert werden, nur Abweichungen zwischen effektiven und durchschnittlichen Renditen nicht. Voraussetzung für die Vereinbarkeit der empirischen Befunde und der Effizienzhypothese ist

aber, dass Zinsen und Risikoprämien, mit denen unsichere zukünftige Erträge diskontiert werden, stark über die Zeit schwanken. Die Meinungen darüber, ob dies plausibel ist, gehen unter Finanzmarktforschern auseinander.

Während Fama zu Beginn seiner Karriere als Verfechter orthodoxer Erklärungsansätze galt, propagierte er in späteren Jahren empirische Modelle von Risikoprämien, die kaum mit dem theoretischen Standard in Einklang gebracht werden können. Shiller und andere Autoren argumentierten, das theoretische Standardmodell sei unplausibel. Zur Erklärung der empirischen Befunde führten sie die mittlerweile sprichwörtliche «Irrational Exuberance» von Investoren an, oder sie verwiesen auf den Umstand, dass Vermögensverwalter bei der Wahl ihrer Anlagetaktik



«Das Interesse an Prognosen und Empfehlungen scheint ungebrochen. Das mag erstaunen.»

die Befindlichkeiten der Kundschaft berücksichtigen müssten. Wenn Fondsinvestoren zum Beispiel aufgrund unerwarteter Preisausschläge die Nerven verlören und Mittel abzögen oder auf eine Umschichtung des Portfolios drängten, so müssten die Fondsmanager selbst gut begründete und erfolversprechende Anlageentscheide revidieren; dies könne die Preisausschläge weiter verstärken.

Neben diesen kritischen Stimmen gibt es aber auch eine Vielzahl von Wissenschaftlern, die ihre Forschungsarbeiten weiterhin auf das klassische theoretische Modell abstützen. Diese Gruppe ist davon überzeugt, dass sich die empirischen Befunde mit dem theoretischen Modell in Einklang bringen lassen, sofern Letzteres nur zweckmässig modifiziert wird. (Die Methodik zum Testen derartiger Modelle wurde von Hansen entwickelt.)

Entsprechend unterschiedliche Empfehlungen ergeben sich für Investoren. Wer darauf vertraut, dass die empirischen Befunde mit der Hypothese effizienter Märkte zu vereinbaren sind, wird Marktbewegungen kaum zum Anlass für Umschichtungen nehmen und stattdessen langfristige Anlagestrategien verfolgen. Wer hingegen die hohen Durchschnittsrenditen spezifischer Anlagestrategien und undurchsichtige Risikoprämien als Anomalien im Sinne systematischer Abweichungen vom klassischen Bewertungsmodell interpretiert, der wird eher aktive Anlagestrategien verfolgen und versuchen, von Carry Trades auf Devisenmärkten oder Momentum-, Size- und Value-Effekten auf Aktienmärkten zu profitieren. Doch selbst bei einer solchen Interpretation der Fakten ergeben sich keine eindeutigen Anlageempfehlungen: So kann Momentum für ein Einsteigen bei Titeln mit Kurssteigerungen spre-



chen, während das Verhältnis Kurs/Ertrag gleichzeitig auf eine mittelfristige Korrektur hindeutet.

Im Gegensatz zu Vorhersagen für Wertpapierpreise stützen sich Prognosen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung auf makroökonomische Modelle, die eine Vielzahl von Beziehungen zwischen den interessierenden Variablen abbilden. Konzeptionelle Probleme ergeben sich dabei unter anderem hinsichtlich der Rolle von Erwartungen, deren Bedeutung für die Wirtschaftsentwicklung nach gängigem Verständnis zentral ist. Einerseits stehen Konjunkturforschern in der Regel umfangreiche Umfragedaten zur Verfügung, die Informationen über das Spektrum an Erwartungen bei Konsumenten oder Firmen geben. Andererseits ergeben sich im Zuge der Prognose selbst modellkonsistente Erwartungen. Die Umfragedaten mit den modellkonsistenten Erwartungen in Einklang zu bringen und somit die verfügbaren Informationen optimal zu nutzen, bereitet erhebliche Probleme.

Konjunkturprognosen erweisen sich als notorisch unzuverlässig, wenn sie den Beginn eines Auf- oder Abschwungs ankündigen sollen, und entsprechend vorsichtig sind sie zu geniessen. Prognostiker weisen allerdings mit Recht daraufhin, dass nicht nur den Punktprognosen Beachtung geschenkt werden dürfe, sondern auch der Unsicherheitsgrad von Vorhersagen berücksichtigt werden müsse. Nicht «die» prognostizierte BIP-Wachstumsrate oder Inflationsrate darf also im Mittelpunkt des Interesses stehen. Zentral ist vielmehr das Konfidenzintervall, in dem die Wachstums- oder Preissteigerungsrate mit hoher Wahrscheinlichkeit zu liegen kommen wird.

Gute Prognostiker sind bescheiden

Doch ein solches Intervall ist häufig weit und der Gehalt der Prognose entsprechend unspektakulär. Und damit nicht genug. Viele Kenner des Prognosegeschäfts geben sich noch bescheidener: Für sie liegt die Stärke von Wirtschaftsprognosen nicht so sehr in der Vorhersage zukünftiger Entwicklungen als vielmehr in dem wirtschaftspolitisch bedeutsamen «Nowcasting», dem Schätzen der gegenwärtigen Konjunktursituation, sowie im konsistenten Durchspielen gesamtwirtschaftlicher Szenarien.

Prognosen für Wertpapierpreise oder die Wirtschaftsentwicklung sind nicht von vorneherein aussichtslos. Aber die Bestimmtheit, mit der sie zuweilen verkündet und Folgerungen daraus abgeleitet werden, ist nur selten gerechtfertigt. Im Vergleich dazu wirkt die auf YouTube verewigte Aussage von Thomas Sargent, Träger des Preises für Wirtschaftswissenschaften aus dem Jahr 2011, erfrischend bescheiden. Auf die Frage des Moderators, ob Sargent ihm etwas zur Entwicklung der Zinsen in den nächsten zwei Jahren sagen könne, antwortet er nur: «No.»

Dirk Niepelt ist Direktor des Studienzentrums Gerzensee, Stiftung der Schweizerischen Nationalbank, und Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern.