

HILFREICHER KONSENS

Börsenstrategen treffen mit ihren Vorhersagen fast nie ins Schwarze.
Für Investoren ist das ein Vorteil

Mutige Schafe:
einige Schritte voraus

Vor fast zwei Jahrzehnten lernte ich durch einen „Zufall“ Kenneth L. Fisher kennen. Ken ist der Chef des US-Vermögensverwalters Fisher Investments und seit 1984 Kolumnist des US-Wirtschaftsmagazins „Forbes“. Seit 2007 ist Ken Fisher nun Partner meiner 1999 gegründeten Vermögensverwaltung Grüner Fisher Investments. Der „Zufall“, der Ken und mich zusammengeführt hat, ist eine Entdeckung, die wir beide unabhängig voneinander gemacht haben. Sie erscheint auf den ersten Blick unspektakulär, hat jedoch weit reichende Konsequenzen für unsere Anlagestrategie. Der Grundgedanke dabei: Kursprognosen der Banken eignen sich ideal, um den Marktkonsens zu ermitteln – doch der Konsens liegt in den seltensten Fällen richtig! Mit erstaunlicher Beständigkeit liegen die publizierten Kursziele der Banken (und Privatanleger) für die verschiedenen Indizes fast immer weit von dem Niveau entfernt, das die Börsen ein Jahr später tatsächlich erreichen. Diesen Zusammenhang nutzen wir konsequent aus.

Unsere Vorgehensweise folgt im Prinzip einer simplen Methodik: Wir sammeln in einem ersten Schritt die Prognosen aller großen Investmentbanken und führen eine umfassende Umfrage unter Privatanlegern durch. Dann ermitteln wir anhand der grafischen Darstellung dieser Vorhersagen den Marktkonsens. Im nächsten Schritt schließen wir diese Konsensmeinungen als eher unwahrscheinliche Kursziele aus und suchen nach der „Prognose-Lücke“ beziehungsweise der Alternative, die uns am wahrscheinlichsten erscheint.

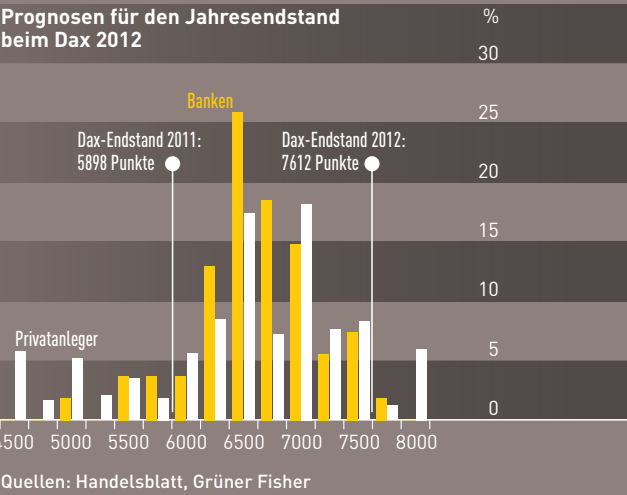
Im Allgemeinen gilt: Wertet man die gesammelten Umfrageergebnisse im Rahmen einer Prognose aus, so kann die erwartete Kurve mit zunehmender Anzahl an Beobachtungen der Gaußschen Normalverteilung

angenähert werden. Diese berühmte „Glockenkurve“ ist in verschiedensten Bereichen der Natur zu beobachten, etwa bei der Verteilung von Regenmengen, Körpergröße, Körpergewicht und Ähnlichem. Der Hochpunkt der Kurve markiert das Szenario mit der höchsten Eintrittshäufigkeit. Menschen erwarten instinktiv den in der Natur häufig anzutreffenden Durchschnittswert – auch am Finanzmarkt. An der Börse entsteht der Durchschnitt jedoch aus vielen Extremwerten. Durchschnittliche Aktienjahre gibt es eher selten. Extreme Jahre – mit massiven Kursbewegungen nach oben oder unten – befinden sich deutlich in der Mehrheit!

Typisches Muster. Der „Marktkonsens“ ist im Grunde nichts anderes als eine breite Mischung veröffentlichter Prognosen. Bei der Entstehung des Konsens spielen psychologische Faktoren eine wichtige Rolle: Wir Menschen sind von der Natur nun einmal nicht für die modernen Finanzmärkte, sondern für den Kampf gegen wilde Tiere und das Überleben in einem rauen Umfeld konstruiert worden. Der Mensch fühlt sich in der Gruppe wohler und lässt sich von bereits vorliegenden Informationen daher gern beeinflussen. Er wird sich deshalb eher am bestehenden Konsens orientieren, als eine konträre Meinung abzugeben. Dadurch entsteht jedoch ein trügerisches Gefühl der Sicherheit. Zugleich steigt damit nämlich die Wahrscheinlichkeit, dass wir mit unserer Markteinschätzung falsch liegen! Aus den Erfahrungen der Vergangenheit wissen wir schließlich, dass die Finanzmärkte nur in den seltensten Fällen dort landen, wo es der Marktkonsens erwartet. Mit anderen Worten: Der Hochpunkt der Gaußschen Glockenkurve wird äußerst selten tatsächlich erreicht. Vielmehr gilt das genaue Gegenteil: Je eindeutiger sich Medien >>>

Viel zu zaghaft

Wie jedes Jahr lagen auch 2012 die Kursprognosen der Bankstrategen relativ eng beieinander. Eine deutliche Mehrheit prognostizierte einen Jahresendstand des Dax-Index zwischen 6500 und 7000 Punkten. Tatsächlich beendete der Dax das Jahr jedoch wesentlich höher bei 7612 Punkten. Die Zielvorhersagen der Privatanleger streuten wie häufig etwas stärker.



und Anleger auf ein Szenario festlegen, desto unwahrscheinlicher wird dessen tatsächlicher Eintritt!

Gefährliches Set-up. Die psychologischen Muster, die zu diesen Verhaltensweisen und der ausgeprägten Gruppendynamik führen, habe ich in meinem Buch „Die acht größten Fallen für Geldanleger“ ausführlich beschrieben. Es ist immer wieder erstaunlich, wie gut diese Verhaltensmuster der Anleger prognostizierbar sind. Die Evolution hat uns dieses fehlerhafte Set-up „eingebaut“. Menschen lernen zudem selten aus echter Erkenntnis, sondern vornehmlich aus – selbst gemachten – negativen Erfahrungen. Wahrscheinlichkeiten werden dabei oft ausgeblendet, und der Faktor Zufall wird nicht hoch genug gewichtet.

Die von Ken und mir angewendete Methode zwingt uns deshalb dazu, strukturiert vorzugehen. Willkürliche Anlageentscheidungen werden so vermieden und der grundsätzlich gefährliche Marktkonsens gemieden. Ein signifikanter Vorteil entsteht. Gefährlich ist unser Ansatz allerdings immer dann, wenn der Marktkonsens viele Lücken aufweist oder die Prognosen sehr breit gestreut sind. Die grundsätzliche Methodik funktioniert allerdings mit einer so hohen Trefferquote, die uns selbst immer wieder überrascht.

Im Jahr 2012 – als typisches Beispiel – wich die reale Börsenentwicklung erneut deutlich von den Prognosen der Anlagestrategen der Banken ab. Die Erwartungshaltung im Konsens war für 2012 viel zu pessimistisch – nachdem sie im Jahr zuvor viel zu optimistisch gewesen war (s. Tabelle unten). Die Abweichung der Prog-

nosen zur tatsächlichen Entwicklung war im vergangenen Jahr mit 18,3 Prozentpunkten wieder sehr hoch. Im Durchschnitt erwarteten die Strategen der Banken für den Dax im Jahr 2012 einen Zuwachs von elf Prozent. Tatsächlich stieg der Index jedoch um beeindruckende 29 Prozent. Wie schon so oft in den Jahrzehnten zuvor war auch die Börsenentwicklung im vergangenen Jahr nicht durchschnittlich, sondern extrem. Auch viele andere Märkte landeten 2012 weit entfernt von den Zielmarken des Marktkonsens. Die von uns in deutlicher Abweichung vom Konsens prognostizierten Szenarien haben sich dagegen nahezu vollständig als richtig erwiesen. Sie sehen: Zu wissen, was mit hoher Wahrscheinlichkeit *nicht* passieren wird, hilft enorm weiter.

Blick nach vorn. Für das laufende Jahr ist auffällig, dass sich die Prognosen für die Aktienmärkte zwischen Privatanlegern und Banken nicht nennenswert unterscheiden. Grundsätzlich geben sich Privatanleger und Banken für die Aktienmärkte nur moderat optimistisch. Die Konsensschätzungen liegen zudem ungewöhnlich nah beieinander. Die überwiegende Mehrheit sieht den Dax am Jahresende 2013 zwischen 8000 und 8500 Punkten. Gegenüber Ende 2012 wäre das ein Zuwachs von bescheidenen 5,3 Prozent bis zu etwas mutigeren zwölf Prozent. Typische Aktienjahre sehen anders aus.

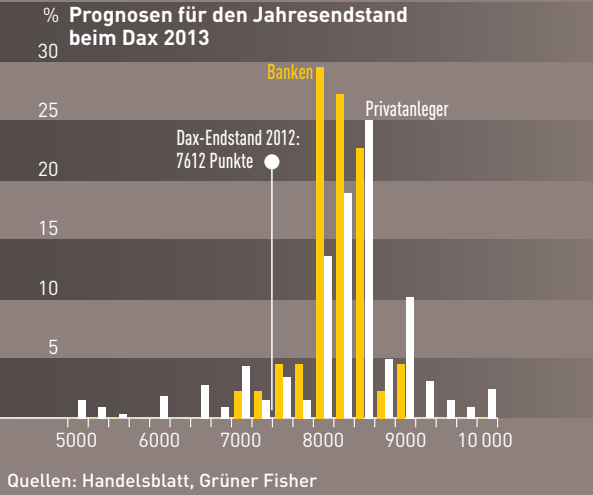
Bei zehnjährigen Bundesanleihen erwarten die Banken übrigens ein kleines Blutbad. Sie prognostizieren einen Renditeanstieg auf 1,84 Prozent, also einen Zuwachs um satte 40 Prozent. Auch Privatanleger befürchten bei den Anleihen Kursverluste, doch in wesentlich geringerem Ausmaß. Für Gold sind die Banken dagegen erneut sehr optimistisch und viel zuversichtlicher als die Privatanleger. Im Schnitt sehen die Bankstrategen den Goldpreis bis auf 1904 Dollar pro Feinunze steigen. Für den Euro-Dollar-Wechselkurs wird sowohl von Privatanlegern als auch von den Bankanalysten nur eine geringfügige Veränderung auf einen Zielkurs von 1,32 Dollar pro Euro erwartet.

Vor diesem Hintergrund sind gemäß unserer Systematik für 2013 zwei Szenarien für den deutschen Aktienmarkt am wahrscheinlichsten. Erstens: Die Kurse steigen deutlich stärker an, als der Konsens vorhersieht. Oder zweitens: Die Aktienkurse steigen nur sehr wenig an, denn bereits dies käme einer negativen Überraschung gleich. Eine wirklich negative Entwicklung halten wir aber für unwahrscheinlich. Unsere ausführliche Jahresprognose erhalten Leser des ETF-Magazins kostenlos unter www.gruener-fisher.de.

THOMAS GRÜNER
thomas.gruener@gruener-fisher.de

Typische Erwartung

Für das laufende Jahr prognostizieren die Börsenaguren der Banken ganz überwiegend einen Endstand des Dax-Index zwischen 8000 und 8500 Punkten. Das entspräche einem Zuwachs von fünf bis zwölf Prozent. Privatanleger erwarten ähnliche Schlusskurse. Gut möglich, dass die Masse auch 2013 mit einem zu geringen Anstieg rechnet.



Der Autor

... ist Gründer und Geschäftsführer der Rodenbacher Vermögensverwaltung Grüner Fisher Investments. Das Unternehmen konzentriert sich auf die individuelle Betreuung von Stiftungen, Unternehmen und Privatinvestoren. Vor der Gründung von Grüner Fisher im Jahr 1999 arbeitete Thomas Grüner als Banker und entdeckte dort sein Börsentalent. Renommierter Partner des Unternehmens ist seit 2007 der erfolgreiche US-Vermögensverwalter, „Forbes“-Kolumnist und Buchautor Ken Fisher.



THOMAS GRÜNER
Geschäftsführer von Grüner Fisher Investments

Allenfalls Zufallstreffer

Die Masse der Börsenstrategen liegt mit ihren Dax-Prognosen meilenweit neben der tatsächlichen Entwicklung. Das zeigt die Auswertung der jährlichen „Handelsblatt“-Umfrage unter rund 30 Analysten deutscher Banken.

Jahr	Dax-Stand zu Jahresbeginn	Prognose* für Jahresende	Dax-Stand am Jahresende	prognostizierte Veränderung	tatsächliche Veränderung	Prognose-differenz
2004	3965	4318	4256	8,9%	7,3%	-1,6%
2005	4256	4558	5408	7,1%	27,1%	20,0%
2006	5408	5717	6597	5,7%	22,0%	16,3%
2007	6597	7027	8067	6,5%	22,3%	15,8%
2008	8067	8567	4810	6,2%	-40,4%	-46,6%
2009	4810	5230	5957	8,7%	23,8%	15,1%
2010	5957	6368	6914	6,9%	16,1%	9,2%
2011	6914	7657	5898	10,7%	-14,7%	-25,4%
2012	5898	6534	7612	10,8%	29,1%	18,3%

*Median der Bankprognosen; Quellen: Handelsblatt, Grüner Fisher Investments