

# Manager als Orakel

Wie gut sind **Wechselkursprognosen**? Eine Untersuchung an der Universität Bern

*Manager prognostizieren im Hinblick auf Investitionen regelmässig Wechselkurse. Finanzforscher sind sich jedoch einig, dass Wechselkursprognosen problematisch sind. Eine Studie der Universität Bern untersucht nun, wie gut die Prognosen von Managern wirklich sind.*

DMITRIJ GAWRISCH

«Ich habe aus dem Bauch heraus getippt», antwortet Norman Humm, Finanzchef von Ziegler Papier in Grellingen, auf die Frage, wie es ihm gelungen sei, die besten Wechselkursprognosen für das Jahr 2006 abzugeben. Claudio Loderer, Professor für Finanzmanagement an der Universität Bern, erstaunt diese Antwort nicht: Finanzforscher sind sich einig, dass es kaum ein Modell gibt, mit dem sich Wechselkurse verlässlich prognostizieren lassen.

An potenziellen Orakeln mangelt es allerdings nicht: Fundamentalanalysen, Chart- und Trendanalysen, Terminalsätze, Zinssatzdifferenziale werden in der Praxis häufig befragt, ohne befriedigende Antworten zu erhalten. Erstaunlicherweise liefert das auf Zufallsbewegungen basierende Random-Walk-Modell die besten Resultate. Seine Aussage ist simpel: Der zukünftige Wechselkurs entspricht dem gegenwärtigen.

## Vom Umgang mit Risiken

Wozu werden Wechselkursprognosen überhaupt erstellt? Im Risikomanagement gehören Wechselkurse neben Zinssätzen zu den wichtigsten Risikoquellen international tätiger Unternehmen. Grundsätzlich stehen diesen zwei Möglichkeiten offen, mit ihren Risiken umzugehen: Transferieren oder Tragen. Im Fall des Risikotransfers werden Risiken zumeist durch Instrumente des Finanzmarktes wie Termingeschäfte, Fu-

tures oder Optionen auf andere Parteien übertragen. Dabei muss eine Prämie an die Gegenpartei bezahlt oder auf einen Teil des Gewinnpotenzials bei günstiger Entwicklung des Risikofaktors verzichtet werden.

Wie Claudio Loderer und Karl Pichler in einer im Jahr 2000 veröffentlichten Studie belegen, zieht die Mehrheit der Schweizer Unternehmen das Tragen der Risiken den Kosten der Absicherung vor. Der Entscheid, ganz oder teilweise auf aktives Risikomanagement zu verzichten, wird durch verfügbare Wechselkursprognosen begründet, die eine günstige Entwicklung der relevanten Währungen vorherzusagen.

Woher stammen diese Prognosen, wenn sich die Forschung doch einig ist, dass zuverlässige

Wechselkursprognosen sehr schwierig sind? Wissen Manager an der Front etwas, was die Theorie nicht weiss? «Manager, die täglich mit Fremdwährungen arbei-

ten, könnten eine Intuition entwickeln, welche den gängigen Prognosemodellen überlegen ist», sagt Loderer. Dieser Intuition fühlt er in einer aktuellen Studie auf den

Zahn. Um zu überprüfen, ob Manager gute Orakel im Hinblick auf Wechselkurse sind, hat Loderer im Oktober 2005 das FX Consensus-Projekt lanciert. Im Rahmen die-

ses Projekts werden Manager monatlich nach Prognosen für den in Schweizer Franken ausgedrückten Wechselkurs des amerikanischen Dollars, Euro, Yen und britischen Pfunds für Zeithorizonte von jeweils 3, 6 und 9 Monaten befragt.

Wenn die Forscher die Vorhersagen der Manager mit dem tatsächlich aufgetretenen Wechselkurs und dem Ergebnis aus dem Random Walk (Wechselkurs zum Zeitpunkt der Prognoseabgabe) vergleichen, stellen sie fest, dass Manager tatsächlich in der Lage zu sein scheinen, den zukünftigen Wechselkurs des amerikanischen Dollars besser vorherzusagen als der Random Walk. Bei den anderen Währungen schlagen sie ihn allerdings nicht, was vor allem im Hinblick auf den Euro überrascht, da er den Schweizer Managern gut vertraut sein sollte.

Weiter deuten die Daten darauf hin, dass die Schätzungen der Befragten mit einem akademischen Abschluss näher am tatsächlichen Wechselkurs liegen als die Schätzungen der Nicht-Akademiker. Die Alterskomponente spielt nur im Hinblick auf die Streuung eine Rolle: In den Prognosen der Manager unter 40 Jahren tauchen extreme Werte häufiger als bei ihren älteren Kollegen auf. «Ich erkläre mir die grössere Varianz der Jüngeren mit ihrer grösseren Risikobereitschaft», sagt Loderer.

## Banker liegen häufiger daneben

Ein Resultat überrascht ganz besonders: Die Befragten aus der Finanzdienstleistungsbranche, in deren Kernkompetenz Fremdwährungen fallen, geben signifikant schlechtere Prognosen ab als ihre Kollegen aus der Industrie. Beim Vergleich der Prognosen von Frauen und Männern konnten die Forscher dagegen keine Unterschiede feststellen.

**[1] DER AUTOR:** Dmitrij Gawrisch ist Mitarbeiter des Rochester-Bern Executive MBA an der Universität Bern.



Die **Industriemanager** sagen den Kursverlauf besser voraus als die Finanzspezialisten der Banken.

JOHN MCHUGH/KEYSTONE

## Die Finger von Prognosen lassen?

Nicht alle Manager haben so gute Prognosen abgegeben wie Norman Humm, das bisher beste Orakel unter den FX Consensus-Teilnehmenden. In mehr als der Hälfte der Fälle (mit der Ausnahme des amerikanischen Dollars) haben sich die befragten Manager in der Entwicklungsrichtung der betrachteten Währungen geirrt: Sie sagten eine Aufwertung voraus, während die Währung ab-

wertete und umgekehrt. Sollen Unternehmen und ihre Manager folglich die Finger von Wechselkursprognosen lassen?

### «Gute Verdienstmöglichkeiten»

«Nicht unbedingt», meint Loderer. Prognosefähigkeit erhöhe die Sensibilität für Risiken, mit denen Unternehmen konfrontiert seien. Man solle allerdings keine Investitionsentscheide auf

Basis solcher Prognosen fällen. Auf die Frage, ob seine Forschung die Einstellung zu Wechselkursprognosen nachhaltig beeinflussen werde, schüttelt Claudio Loderer den Kopf: «Es ist sehr schwierig, wenn nicht sogar unmöglich, systematisch gute Prognosen zu erstellen. Aber keiner will es glauben, wenn gute Verdienstmöglichkeiten im Spiel sind.» (Dmitrij Gawrisch)