

SIGLO Timeout Nr. 78 – Retrospektiv nur Rendite und prospektiv nur Risiko

Einführung

Seit Jahren beobachten wir sowohl im privaten als auch im Geschäftsleben ein seltsames aber offenbar typisch menschliches Verhaltensmuster. Wenn wir in die Zukunft schauen, sind wir stark auf mögliche Risiken bedacht und versuchen, diese zu minimieren, zu kontrollieren oder zumindest zu streuen. Beim Blick in die Vergangenheit verwelken Risikoüberlegungen aber oft und wir betrachten nur noch Ergebnisse wie z.B. Anlagerenditen. Nicht-eingetretene Risiken blenden wir hingegen aus. Im Timeout diskutieren wir, was dieses Verhaltensmuster in der Anlagewelt bewirken kann.

Einmal mehr Psychologie

In seinem Meisterwerk „Thinking Fast and Slow“ widmet Nobelpreisträger Daniel Kahneman ein Kapitel dem sogenannten Hindsight Bias. Übersetzt sprechen wir vom Rückschaufehler, der nach Wikipedia bewirkt, dass wir uns systematisch falsch an frühere Vorhersagen (oder drohende aber nicht eingetretene Risiken) erinnern, nachdem wir den Ausgang von Ereignissen erfahren. Dabei verzerren wir die ursprünglichen Schätzungen in die Richtung der tatsächlichen Ausgänge bzw. der effektiv erzielten Renditen. So erscheint im Nachhinein vieles logisch und unvermeidbar, obwohl es in der damaligen Situation weder klar noch vorhersehbar war.

Wer nur die Renditen des US-Aktienmarkts über die letzten Jahre betrachtet, könnte sich fragen, weshalb man die Aktienquote und ihre Top Performer wie FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google) nicht deutlich höher gewichtete. Die Firmen sind erfolgreich, das fundamentale Umfeld gut und dank der Unterstützung der Zentralbanken hätte man solche Kursanstiege ja eigentlich erwarten müssen. Auf Diversifikatoren im Portfolio hätte man also verzichten können, weil diese vielfach nur die Rendite schmälerten und unter dem Strich nicht viel brachten. Oft geht vergessen, dass wir in der Vergangenheit nicht die gleichen Informationen besaßen wie heute und andere, schlimmere Entwicklungen hätten eintreten können. Z.B. bei der Krise um Griechenland, um den EUR, um die Wahl von Präsident Trump oder einfach nur um neue starke Wettbewerber. Diese Risiken erschienen zu ihrer Zeit durchaus realistisch, weshalb sich eine Streuung der Risiken anbot. Heute wissen wir natürlich, dass diese Risiken nicht eintraten aber zu jener Zeit war der Fall nicht so klar.

Limiten quantitativer Risikomasse

Wenn wir uns an quantitativen Risikomassen wie z.B. der historischen Volatilität orientieren,

unterliegen wir ebenfalls dem Rückschaufehler, weil die vergangene Volatilität die nicht-eingetretenen Risiken zwangsläufig ausser Acht lässt. Quantitative Risikomasse reflektieren per Definition nur die Risiken bzw. die Verluste, die auch effektiv eingetreten sind. In einer Zeit wie den letzten 18 Monaten materialisierten sich kaum Risiken. Jeder noch so geringe Kursrückschlag wurde sofort als Kaufsignal interpretiert, womit die Aktienkurse stetig anstiegen. Hinzu kommt der massive Aufbau von sogenannten Short Volatilitäts-Positionen z.B. direkt über Verkäufe von Optionen, welche die Volatilität weiter nach unten auf die heutigen Rekordtiefs drückten (mehr dazu in einem späteren Timeout).

Anleger, welche sich in diesem Umfeld vor den möglichen aber nicht eingetretenen Gefahren schützten, liegen weit hinter den mutigeren Anlegern und den riskanten Indizes aus der Aktien und HY-Anleihenwelt. Sollte man deshalb die vorsichtigeren Manager entlassen und sie durch aggressivere Produkte oder indexnahe Anlagen ersetzen? Wenn wir die Antwort auf diese Frage in den erzielten Renditen der letzten 18 Monate suchen wohl schon. Nur könnte dieser Eindruck vom Rückschaufehler geprägt sein, wenn wir nur auf erzielte Renditen achten und vergessen, dass auch in letzter Zeit durchaus hohe Risiken am Markt lauerten. Diese sind zum Glück nicht eingetreten, aber das heisst nicht, dass auch in Zukunft keine Risiken eintreten werden.

Vergleiche voller Rückschaufehler

Erfahrene Anleger und Portfoliomanager kennen möglicherweise den Begriff Rückschaufehler noch nicht aber wissen genau, worum es dabei in der Praxis geht. Was für sie nämlich oft erschwerend hinzu kommt, sind die zahlreichen öffentlichen Vergleiche, in denen nur Renditen bestimmter Anlagen oder Anleger miteinander verglichen werden. Von "vermiedenen" Risiken, die nicht eintraten, wird kaum je etwas erwähnt.

In Phasen wie den letzten 18 Monaten stehen die aggressivsten Lösungen jeweils ganz oben auf dem Treppchen. Passende Beispiele finden sich auf zahlreichen Märkten, weshalb wir hier nur eine kleine Auswahl liefern. Beginnen wir mit der von FAANG getriebenen Rally in US-Aktien. Alles zweifellos erstklassige Firmen mit tollen Produkten aber deren Bewertungen enthalten heute bereits viele Vorschusslorbeeren. Andere Beispiele finden wir bei High Yield Anleihen oder Senior Secured Loans, wo der Anteil äusserst riskanter Firmen mit miserablen Ratings in den populären Indizes wesentlich höher ist als bei den meisten aktiven Managern. Solange diese Firmen überleben und ihre sehr hohen Coupons zahlen, ist es schwierig die Indizes zu schlagen (hinzu kommen dann noch Transaktionskosten, welche die Indizes dezent ausblenden, wie wir in Timeout 59 bereits beschrieben haben).

Erneut fragt sich, ob die erfolgreichsten Funds aus der kurzen Vergangenheit wirklich die beste Leistung erbracht haben? Einmal mehr liegt die Schönheit im Auge des Betrachters. Nur wäre es ratsam, wenn Betrachter und Studienautoren den Rückschaufehler nicht ausser Acht liessen.

Versicherung macht Sinn

Wenn wir wirklich nur die kurze Vergangenheit als Massstab nehmen, dann sollten die meisten von uns wohl auch ihre Versicherungspolice kündigen. Die Chance, dass wir in den letzten Monaten (und wohl auch über das ganze Leben verteilt) mehr Prämien zahlten als Leistungen bezogen, ist relativ hoch. Viele von uns tun das aber gerne, um die unwahrscheinlichen aber heftigen Risiken der Zukunft nicht selber tragen zu müssen. Wir kennen auch kaum jemanden, der sich im Nachhinein über unnötige Diebstahl, Haftpflicht, Feuer- oder sonstige Versicherungen beklagt. Es reicht den meisten Leuten, wenn Prämien in einem akzeptablen Verhältnis zu den Leistungen bzw. zum gewährten Schutz im Risikofall stehen. Deshalb funktionierte die Versicherungsindustrie in den letzten paar hundert Jahren gut und wird wohl auch über die nächsten hundert Jahre Bestand haben.

Prospektiv interessieren uns Risiken

Wenn wir uns mit anderen Finanzmarktteilnehmern unterhalten, stehen in der Regel denkbare Risiken im Vordergrund. Wir besprechen, wie wir unsere Portfolios besser diversifizieren und uns gegen allfällige Rückschläge an den Aktienmärkten, mögliche Zins- oder Inflationsanstiege oder geopolitische Risiken schützen können. an Konferenzen stehen oft mögliche Risiken im

Vordergrund zu welchen der Redner dann meist eine mögliche Lösung im Portfolio vorstellt. Ob diese gut oder schlecht ist, spielt hier für einmal keine Rolle. Wichtig ist uns die Feststellung, dass wir über drohende Risiken aufgeklärt werden wollen, damit wir frühzeitig Massnahmen ergreifen oder uns zumindest darauf einstellen können. Entsprechend zweifelt prospektiv auch (fast) niemand am Sinn der Diversifikation. Die Diskussion um Renditen ist hingegen eher flau, weil die meisten Anleger skeptisch gegenüber Renditeprognosen sind, was verständlich ist.

In unsicheren Zeiten ist Diversifikation ein wirksamer Schutz vor Verlusten. Aber in der Retrospektive erinnern wir uns nicht mehr daran, weil nur Renditen zählen.

Mit wenigen, uns allen wohlbekannten, Ausnahmen propagiert praktisch niemand, dass wir alle unsere Vorsorgegelder einfach in die Aktien stecken und auf hohe Prämien warten. Ein Grund liegt darin, dass viele Anleger seltene aber sehr heftige Krisen wohl nicht überleben würden, weil die entstehende Panik eine Gefahr für solidarische Systeme darstellt (insbesondere in Systemen, welche die Leistung an Rentner als Versicherung und damit als garantiert interpretieren). Stattdessen versuchen wir, Risiken so zu streuen, dass versprochene Leistungen mit möglichst hoher Sicherheit erfüllt werden. Der Gesetzgeber fordert deshalb auch von den Pensionskassen, dass sie ihre Risiken streuen und nicht ihre erwartete Rendite maximieren.

Aber retrospektiv vergessen wir die Risiken

Leider verführt uns der Rückschaufehler dazu, den Sinn der Diversifikation bei der Beurteilung historischer Leistungen etwas zu vergessen und stattdessen nur noch auf die erzielte Rendite und Volatilität zu achten. Entsprechend wird bei der Beurteilung von Anlageergebnissen die ursprüngliche und sinnvolle Absicht der Risikostreuung ausgeblendet und man fokussiert nur noch auf erzielte Renditen und vergleicht diese gegenüber populären aber riskanteren Indizes. Terrence Odean verfasste dazu das lesenswerte Paper "Learning to be overconfident", worin er ausführt, dass kurzfristige Erfolge die Anleger vergessen lassen, dass sie evtl. davon profitierten, dass mögliche Risiken nicht eintraten.

Weitere Beispiele für Rückschaufehler finden wir in der Renditebeurteilung alternativer Anlagen wie z.B. Hedge Funds. Einige Anleger suchten

ursprünglich Alpha und Diversifikation, was im Gesamtportfoliokontext sinnvoll war und immer noch ist. Doch die Renditen einer konsequenten Umsetzung dieser Ziele hinken denjenigen verschiedener Indizes und Peergruppen hinterher. Der Grund liegt darin, dass in Vergleichsgrössen die Quote aktienlastiger Strategien und damit an Aktienmarktbeta wesentlich höher ist, was sich in letzter Zeit ausbezahlt. Entsprechend wird argumentiert, dass sich die ganze Diversifikation gar nicht lohnt, weil man bloss mehr Aktien (auch innerhalb des Hedge Funds Portfolios) hätte halten sollen. Wir bestreiten nicht, dass Aktienrisiken in den letzten Jahren fürstlich entschädigt wurden. Wer davon profitierte lag richtig und darf es geniessen. Uns liegt lediglich am Herzen, dass man bei einer Beurteilung der Ergebnisse den Rückschaufehler beachtet, um in einem künftigen schwierigeren Marktumfeld nicht riskiert, vor einem Trümmerhaufen zu stehen, weil die Streuung der Risiken versagte.

Historische Track Records

Fast alle Track Records von Anlageprodukten, die besonders aktiv angepriesen werden, sind weit überdurchschnittlich gut, vor allem was die erzielten Renditen angeht. Verkäufer erklären oft, dass sie gewisse, möglicherweise sinnvolle Produkte nicht vermarkten könnten, weil der kurzfristige Track Record nicht gut genug sei. Auch dies ein gutes Indiz für Rückschaufehler. Nur wenige Anleger sind in der Lage in Produkte zu investieren, die nicht über erstklassige Track Records verfügen und ihre Benchmark-Indizes um Weiten geschlagen haben. Dass gewisse Erfolge in den letzten Monaten, vor allem gegenüber relativ aggressiven Indizes, nur unter Inkaufnahme hoher Risiken möglich waren, spielt dann oft nur eine untergeordnete Rolle.

Besonders kritisch wird es in unseren Augen, wenn man kurzfristigen Chancen nachtrauert. Wieso wurde nicht mehr in FAANG investiert? Es war doch klar, dass der Kurs weiter steigt. Vielleicht sollte ich jetzt meine bisher nutzlosen Diversifikatoren verkaufen, um wenigstens noch einen Teil der Rally bis Ende Jahr mitzumachen. Ich kann ja dann später wieder diversifizieren, wenn die Krise kurz vor der Türe steht.

Fazit

Nachdem wir uns zuvor über Vergleichsstudien voller Rückschaufehler beklagten, möchten wir im Fazit nicht die gleichen Fehler begehen. Beurteilungen von Anlageleistungen sind schwierig und erfordern bessere Einblicke und Daten als simple Zeitreihen. Beurteilungen der Renditen von institutionellen Portfolios sind ebenfalls viel komplexer, weil unterschiedliche Ziele und Ausgangslagen vorherrschen, politische Situationen oft kompliziert sind und Kompromisse gefordert sind. Der kleinste gemeinsame Nenner ist dann häufig ein Anlageprodukt mit einem guten Track Record, unabhängig davon, wie gut dessen Aussichten für die Zukunft stehen. Ein guter Track Record ist leider für viele Anleger ein "objektives" Kriterium während Einschätzungen zukünftiger Chancen und Risiken subjektiver und damit anfälliger für Streitereien sind. Entsprechend wird der Rückschaufehler durch gewisse Anlageprozesse leider noch verstärkt.

Musterlösungen für diese Problematik dürften kaum zu identifizieren sein. Aber wie bei vielen anderen Dingen im Leben könnte die Einsicht bzw. das Bewusstsein für die Existenz und die Gefahren des Rückschaufehlers vielleicht schon einen ersten Schritte in Richtung eines besseren Umgangs mit der Problematik darstellen.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

