

## SIGLO Timeout Nr. 114 – Risiko und Ungewissheit

### Inhalt

Die Begriffe Risiko und Ungewissheit beeinflussen unternehmerisches Denken und Handeln seit Menschengedenken. Die vor genau hundert Jahren verfasste Dissertation von Frank Knight wies erstmals wissenschaftlich auf höchst relevante Unterschiede zwischen den Begriffen hin. Andere Nobelpreisträger entwickelten später unter anderem auch auf dieser Basis ihre genialen Anlageansätze und Diversifikationsvorschläge. Heute scheinen sich nur noch wenige Praktiker dafür zu interessieren, obwohl die Thematik aus unserer Sicht relevanter ist denn je.

### Ursprung und Definition

Nobelpreisträger Frank Knight reichte 1921 seine Doktorarbeit ein. Der Titel hiess: «Risk, Uncertainty and Profit» Darin wies er erstmals auf die Unterscheidung der Konzepte Risiko und Ungewissheit hin. Zusammenfassungen wären anmassend, weshalb wir das Timeout nur dieser Unterscheidung und interessanten darauf basierenden Anlageansätzen widmen.

Risiken lassen sich berechnen, weil dahinterstehende Prozesse, Einflussfaktoren, Regeln oder Szenarien im Voraus bekannt und klar definiert sind. Gute Beispiele sind populäre Casino-Spiele wie Roulette, Blackjack oder Poker. Wir kennen das Spielfeld und/oder die Karten, können unsere Gewinnchancen bzw. eben Risiken berechnen und alle denkbaren Szenarien durchspielen. Bei Risiken lassen sich daher präzise Erwartungswerte für die zukünftigen Renditen berechnen.

Mit Ungewissheit oder oft auch Unsicherheit genannt, bezeichnet Knight hingegen nicht quantifizierbare Gefahren. Bei diesen kennen wir im Voraus weder Einflussfaktoren und Regeln noch denkbare Szenarien und deren Wirkung. Zudem kann sich alles im Lauf der Zeit ändern. Daher können wir bei einer Ungewissheit keine präzisen Berechnungen für Erwartungswerte anstellen, sondern nur grob abschätzen und hoffen, dass die Zukunft ähnlich abläuft wie die Vergangenheit.

### Die Zukunft ist ungewiss

Knight führt weiter aus, dass der Umgang von Unternehmen mit Ungewissheit zentral für ihren Profit ist. Wir ziehen die Parallele zu den Finanzmärkten und argumentieren, dass auch für die Performance eines Anlegers sein Umgang mit Ungewissheit entscheidend ist.

Der Grund liegt darin, dass wir die Zukunft nicht kennen. Das klingt banal, aber widerspiegelt das Problem ganz gut. Wer hätte vor einem Jahr gedacht, dass die Wirtschaft wegen der lästigen Pandemie phasenweise fast zum Erliegen kommt und viele zuvor stets als solide eingestufte Branchen so stark unter Druck geraten? Das Spiel hat sich im Nu verändert und die neuen Regeln zwingen unzählige Firmen und Menschen zu radikalen Anpassungen. Evtl. sind wir die ergriffenen Massnahmen und Einschränkungen schon bald wieder los, z.B. wenn wir zuverlässige, sichere und in rauen Mengen herstellbare Impfstoffe entwickeln. Vielleicht dauert das aber länger. Wir wissen es einfach nicht. Klar ist nur, dass der zukünftige Pfad erheblichen Einfluss auf die wirtschaftliche Lage zahlloser Branchen, Firmen und Personen haben wird.

Wenn an Finanzmärkten nur Risiko gemanagt werden müsste, gäbe es eine finite Anzahl an Szenarien und schlaue Naturwissenschaftler hätten längst jede optimale Anlagestrategie für Risikopräferenzen und Verpflichtungen berechnet und von Banken billig umsetzen lassen. Sobald nämlich Spielregeln bekannt sind, bieten sich Optimierungen zur Renditemaximierung an. Aus praktischer Erfahrung wissen wir, wie mies viele pseudo-optimale Strategien in der Praxis funktionieren. Schon Voltaire bemerkte hierzu, dass Zweifel zwar unangenehm seien, aber Gewissheit absurd.

### Diversifikation als Ausweg für Anleger

Diversifikation ist ein zentrales Element beim Umgang mit Ungewissheit, weil es die Gefahr einzelner adverser Ereignisse entschärft und praktisch umsetzbar ist. Nicht alle Eier in den gleichen Korb legen, kann jeder. So verteilen wir drohende Verluste aber auch Gewinn-

chancen auf verschiedene Anlagen, damit uns keine um Haus und Hof bringt, wenn was schief geht. Mit anderen Worten streuen wir Risiken nicht der Risiken wegen, sondern um trotz der unvermeidbaren Ungewissheit das Überleben zu sichern. Nicht ganz zufällig empfehlen uralte Schriften wie der Talmud simple aber effektive Vermögensaufteilungen (ein Drittel Land, ein Drittel ins Unternehmen und den letzten in Cash als Reserve).

Vielleicht erhielten der Psychologe Daniel Kahneman und seine Kollegen für ihre Werke zu «Decision-making under Uncertainty» den Nobelpreis, weil sie diskutieren, mit welchen Heuristiken sich Menschen im Umgang mit Unsicherheit helfen können. Die Vorstellung, Unsicherheiten der Zukunft zu eliminieren, in dem wir mehr Informationen sammeln, ist für die Autoren und uns grotesk. Vielmehr sollten sich Anleger bemühen, die unausweichliche Unsicherheit zu akzeptieren und im Rahmen des Möglichen rational zu agieren, z.B. mit intelligenten Ansätzen zur Diversifikation.

### **Ansätze zur Diversifikation**

Die einfachste Lösung ist das zur Verfügung stehende Kapital gleichmässig auf die in Frage kommenden Anlagen zu verteilen. Der Vorteil liegt darin, dass man sich sämtliche Schätzungen von Renditen und Risiken sparen kann und so die Modellrisiken bzw. die Gefahr schlechter Annahmen eliminiert.

Eine ähnliche aber leicht sophistiziertere Idee verteilt Kapital nicht gleichmässig, sondern nach unterstelltem Risiko einzelner Anlagen. Riskantere Anlagen erhalten so ein tieferes Gewicht als risikoarme, womit der Beitrag jeder Anlage zum Gesamtrisiko ausnivelliert wird. Man spricht dabei von Risikoparität. Es funktioniert gut, wenn wir zukünftige Risiken korrekt antizipieren, womit das Problem der Ungewissheit natürlich wieder auftaucht.

Kenneth Arrow und seine Kollegen schlugen in den 1950ern vor, sich mögliche Szenarien auszudenken und zu eruieren, welche Anlage in welchem Szenario gut funktioniert. Gut diversifizierte Portfolios halten bei diesem Ansatz Anlagen, welche in unterschiedlichen Szenarien ihre Renditen erzielen. Anders gesagt, soll man Risikoprämien kombinieren, die in den unterschiedlichen ökonomischen

Situationen zur Auszahlung kommen, damit man für alle möglichen zukünftigen Umfeldler gewappnet wäre. Bridgewater wurde in etwa so mit dem All-Weather-Ansatz zum grössten Hedge Fonds der Welt. Die Herausforderung liegt natürlich in der Szenarien-Formulierung und der Beurteilung geeigneter Anlagen, was komplex ist und erklärt, wieso fast niemand gemäss Theorie von Arrow vorgeht. Nett ist aber, dass die absolute Höhe der Prämien keine zentrale Rolle spielt und der Fokus auf echter Unabhängigkeit der Anlagen liegt und nicht auf evtl. nur zufälligen Korrelationen.

So fand die nur wenig später publizierte Idee von Markowitz mehr Anklang in der Praxis, weil er dank seinem Fokus auf Kovarianzen generelle Lösungen bot, was umständliche und langwierige Formulierungen im Ansatz von Arrow ersetzte. Nur liegt das Problem bei Markowitz wiederum darin, dass Prognosen relevanter Inputs zu Renditen, Varianzen und Korrelationen notwendig aber leider sensibel und fehleranfällig sind, weil die Zukunft halt ungewiss ist. Daher schlagen unrestringierte Optimierer oft inakzeptable Ecklösungen vor, die in der Praxis mit Nebenbedingungen so lange korrigiert werden, bis das rauskommt, was man will. Einige Consultants scheuen dabei nicht einmal fragwürdige Manipulationen bewährter und sinnvoller Indexdaten. Deshalb sind kritische Fragen zu den Annahmen z.B. bei ALM-Studien für uns ein Muss. (siehe Timeout Nr. 23 Modelloverconfidence).

Unabhängig vom Diversifikationsansatz steht fest, dass hohe Verluste durch eine sinnvolle Vermögensaufteilung reduziert werden. Wer sein Portfolio mit dem Rückspiegel verwaltet und sich über die scheinbar unnötige Diversifikation ärgert, weil er mit US und Schweizer Aktien sowie US-Bonds in letzter Zeit mehr Geld verdient hätte, möge an Voltaire denken und sich fragen, woher er die Gewissheit nimmt, dass es in Zukunft so bleiben wird.

### **Wir sind zum Glück nicht ganz unwissend**

Es sind zwar alle Anlageklassen von Ungewissheit betroffen, aber nicht im gleichen Stil. Daher eignen sich Ciceros Worte, wonach er wenigstens wisse, dass er nichts wisse, für Anleger nicht zur Orientierung. Ratsamer ist Konfuzius, der sagt, wahres Wissen bestehe darin, zu wissen, was man weiss (...und was

man tut). Denn trotz Ungewissheit dürfen wir uns auf bestimmte Fakten verlassen. Daraus folgt, dass wir zur Beurteilung verschiedener Anlagen unterschiedliche Ansätze benötigen.

Wir kennen heute zwar nicht alle Szenarien, in denen negativ rentierende Staatsanleihen Verluste erleiden, aber wir wissen trotz aller Ungewissheit, dass sie mit Buy-and-Hold nur in einem einzigen Szenario positiv rentieren; wenn Zinsen weiter fallen. Wir wissen sogar, wie stark sie fallen müssten, um bestimmte Renditen zu erzielen. Das schliesst zwar eine Anlage nicht aus, weil es Szenarien gibt, in denen andere Anlageklassen hohe Verluste erleiden, was für Arrow eine Allokation rechtfertigte. Aber darauf zu hoffen, künftige Verpflichtungen mit negativen Verfallsrenditen zu begleichen, wirkt für uns unrealistisch.

Völlig anders die Ausgangslage bei Aktien, welche ökonomisch gesehen das Residual unternehmerischer Tätigkeit sind, nachdem alle Schulden bezahlt wurden. Das Ausmass an Ungewissheit im Hinblick auf zukünftige Renditen ist hoch, weil unzählige bekannte und wohl auch einige unbekannte Faktoren ihre Einflüsse ausüben werden. Die Wahl von Knights Titel seiner Dissertation war auch aus der Perspektive weitsichtig. Profit ist effektiv abhängig vom Umgang mit Unsicherheit. Aus der Perspektive macht breite Diversifikation bei Aktienanlagen für uns Sinn, weil man so die Chance erhöht, zukünftige Gewinner im Portfolio zu halten, welche für den Grossteil der ganzen Aktienrendite verantwortlich sind.

Vor diesem Hintergrund wird klar, weshalb wir so viel Zeit auf alternativen Verteidigungs-Strategien (Timeout Nr. 111) verbringen und nach sinnvollen Kombinationen von Fonds und Strategien suchen. Uns treibt das Ziel, alternative Lösungen in Kundenportfolios zu bringen, die in zukünftigen Aktienmarktkrisen nicht unter die Räder kommen. Keine leichte Aufgabe in einer Welt mit Krisenkorrelationen um eins, negativen Renditen auf vielen IG-Anleihen und wenigen Tech-Titeln, die täglich Rekorde knacken und uns vergessen lassen, mit wie viel Unsicherheit und Ungewissheit die Realwirtschaft konfrontiert ist bzw. wird. Analog auch unsere Überlegungen bei ILS-Anlagen, die oft bewiesen haben, dass ihre Renditen nicht an Aktien oder Zinsen hängen, sondern vom Angebot und der Nachfrage im Markt für Versicherungsprämien getrieben werden und damit vor allem vom Eintritt von Naturereignissen bestimmt und fundamental unabhängig von anderen Anlagen sind. So finden wir in allen Diversifikationsansätzen gute Argumente für eine ILS-Quote, weshalb wir uns seit Jahren darauf spezialisieren, diese attraktive Renditequelle möglichst zuverlässig und effizient abzuschöpfen.

Ungewissheit liefert zudem den Hauptgrund für unsere Multimanager-Lösungen, gerade bei Anlageklassen mit hohen Diskrepanzen in den Fondsrenditen. Analog zu Knight's Profit von Firmen, hängt auch bei Asset Managern ihr Erfolg vom Umgang mit Ungewissheit ab, weshalb wir ganz bewusst nicht alle Eier in den gleichen Korb bzw. Fonds legen wollen.

**SIGLO Capital Advisors AG**

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

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

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

