

SIGLO Timeout Nr. 23 Modell-Overconfidence

Zusammenfassung

Overconfidence ist einer der populärsten Begriffe aus dem Bereich der Behavioral Finance. Er beschreibt die Tendenz der Menschen, ihr Wissen und ihre Fähigkeiten grundsätzlich und im Vergleich mit anderen Leuten zu überschätzen. Keine Ausnahme bilden dabei die Anleger, weder private noch institutionelle wie zahlreiche Studien der letzten Jahre dokumentierten. Erstaunlich unbeachtet blieb bisher das hohe Vertrauen bzw. die Overconfidence zahlreicher Investoren in eine Reihe einfacher Modelle der Finanzmarkttheorie. Und dies trotz erheblichen Turbulenzen an Märkten über die letzten Jahre. Das Timeout diskutiert in der Folge einige Beispiele für dieses Phänomen, das wir bei SIGLO als "Modell-Overconfidence" bezeichnen.

Einführung

Behavioral Finance verbindet Erkenntnisse der Psychologie mit finanzwirtschaftlichen Modellen und versucht, so Zusammenhänge an Finanzmärkten zu erklären. Sie lässt sich in zahlreiche Untergruppen aufteilen, die in den letzten Jahren eine hohe Beliebtheit erfuhren. Ein Beispiel ist Overconfidence, welche bereits in den 70er und 80er Jahren von Psychologen erkannt und in zahlreichen Experimenten untersucht wurde. Der Hauptfokus lag dabei meist auf der Einschätzung von Probanden zu ihrem Wissensstand oder ihren persönlichen Fähigkeiten. Z.B. halten sich mehr als 80% aller Autofahrer für überdurchschnittlich sichere Lenker und über 70% aller Jung-Unternehmer als weit besser als ihre direkte Konkurrenz. Es überrascht kaum, dass Studien auch Overconfidence unter Anlegern in Bezug auf ihre Prognosefähigkeiten und ihre Erfolgchancen zeigen.

Overconfidence zeigt sich auch im Vertrauen von Anlegern in die Modelle

Kaum Beachtung fand bisher die Auseinandersetzung mit der Frage, weshalb Anleger gewissen altgedienten Finanzmarktmodellen so viel Vertrauen schenken, obwohl sich diese bisher weder empirisch bewiesen noch als Risikomanagement Tool bewährt haben. Im Timeout betrachten wir Beispiele für die Modell-Overconfidence und suchen anschliessend nach Erklärungen dafür. In Timeout Nr. 15 "Matrix" haben wir bereits vertieft die Probleme der MPT diskutiert, weshalb wir dies nicht wiederholen, sondern uns auf diesmal mit Grundlagen befassen.

Modell-Overconfidence in der Praxis

An Beispielen, wie man mit treuer Modellgläubigkeit eine Menge Geld riskieren und verlieren kann, mangelt es in den letzten Jahren leider nicht. Natürlich sind wir alle im Nachhinein immer schlauer aber dennoch ist es bemerkenswert, wie oft hochintelligente Menschen scheinbar blind auf Modelle oder auf "Alpha" setzen und sich so verschätzen:

Im Jahr 1998 verlor der Hedge Fund LTCM in kürzester Zeit Milliarden und wurde von einem Konsortium von Banken abgewickelt, um keinen Schaden am System anzurichten. Zuvor erzielte er jahrelang enorme scheinbar marktunabhängige, aktive Renditen, die alle als Alpha interpretierten. Wie konnte dies intellektuellen Grössen und Nobelpreisträger passieren? Bald war klar, dass sie sehr viel Leverage einsetzten und die Zeitvariabilität der Korrelationen verschiedener Anlagen bei sinkender Liquidität überschätzten. Haben wir in Bezug auf Modelle und Alphas daraus gelernt? Scheinbar nicht, denn fixe Korrelationen sind nach wie vor die Regel in der Risikomanagement Praxis und trügerisches Alpha stets ein zentrales Verkaufsargument.

2007 kam die Subprime-Krise, in der eine Reihe von grösseren und kleineren Banken enorme Summen mit faulen Krediten verspielten, deren Ausfallwahrscheinlichkeiten deutlich höher waren als die Ratingmodelle anzeigten. Im Jahr 2008 kam der bisher grösste Knall an globalen Finanzmärkten, den wir als Investoren je miterleben durften (oder mussten). Korrelationen näherten sich eins an und praktisch alle riskanten Anlagen

verloren gleichzeitig an Wert, während die Liquidität rasant entschwand. Haben wir diesmal mehr daraus gelernt? Leider scheint dies immer noch nicht der Fall zu sein, da Banken, Berater und Vermögensverwalter nach wie vor mit klassischen Modellen der MPT operieren, der Rating-Einfluss immer noch hoch ist und den Kunden weiterhin effiziente, oder sogar optimale Portfolios mit ganz viel Alpha versprochen werden.

Cockpit vs Kompass

Ein aktuelles und anschauliches Muster für Modell-Overconfidence durften wir kürzlich bei einer PK-Veranstaltung erleben, in der die Anlagestrategien von Pensionskassen dem Laien-Publikum als eine Art Cockpit eines Jumbo Jets beschrieben wurden. Als quasi Pilot könne der Anlageausschuss die Reise genau planen und falls nötig leichte Anpassungen auf dem Weg vornehmen. Dies klingt auf den ersten Blick wunderbar, aber bei genauerer Betrachtung beeindruckt uns das atemberaubende Ausmass an Modell- Overconfidence aus folgenden Gründen:

Die Technik hinter Anlagestragien erinnert uns nicht an ein Flugzeug-Cockpit, sondern an einen Kompass

Wenn die Aviatik-Industrie erstens ähnlich viele Abstürze erlebte wie die globalen Finanzmärkte, würden wir uns wohl zwei Mal überlegen, ob wir nicht lieber mit dem Auto in den nächsten Urlaub fahren würden. Zweitens verkennt dieser Vergleich die Leistung, die hinter der Konstruktion eines Flugzeugs und den Einstellungen eines Cockpits stehen. Es wirkt fast ein wenig überheblich, die Optimierung einer Kovarianzmatrize mit der Technik in einem Flugzeug gleich zu setzen. Nicht zuletzt ist in unseren Augen zu beachten, dass die Naturgesetze der Physik in absehbarer Zukunft wohl nicht grundlegend ändern, weshalb man Ursache und Wirkung von bestimmten Techniken und Funktionen relativ zuverlässig berechnen und planen kann. Ganz anders die Situation an den Finanzmärkten als Form sozialer und dynamischer Systeme, deren Spielregeln sich laufend ändern und deren Akteure deutlich komplexer einzuschätzen sind.

Deshalb scheint uns ein Vergleich mit einem Kompass, wie ihn Herr Kolumbus oder Herr Magellan bei ihren Entdeckungen der Welt-Meere verwendeten, bescheidener und wohl auch realistischer. Denn der Kompass erlaubt wohl eine grobe Analyse der Richtung, die es einzuschlagen gilt sowie eine brauchbare Orientierungs-Hilfe. Allerdings ist es kaum möglich, bei Investitions-Start, genau Zeit und Ort der Landung zu planen. Aus unserer Sicht liegt einer der Hauptgründe dafür in sich laufend ändernden Rahmenbedingungen und Umfeldern, welche stets auch die Input-Parameter für die Modelle beeinflussen und schwer schätzbar machen.

Naturwissenschaftsneid

Das Beispiel der Modell-Overconfidence ist dabei nicht als Abwertung von Sozial- oder Wirtschaftswissenschaften zu verstehen (schliesslich sind auch wir bei SIGLO stolz auf unsere akademischen Ausbildungen). Wir dürfen uns lediglich nicht der Illusion hingeben, dass wir mit einigen statistischen Massen die Dynamik der Finanzmärkte und das Zusammenspiel von Millionen von Marktteilnehmern ausreichend, geschweige denn umfassend abbilden und vorhersagen können. Fehlt den Anlegern diese Einsicht, sprechen wir auch vom sogenannten Naturwissenschaftsneid, der uns glauben lässt, dass auch die Sozialwissenschaften alles präzise berechnen müssen oder können. Und dort liegt möglicherweise eine Wurzel der Modell-Overconfidence.

Zusammenhänge der Finanzmärkte nur mit naturwissenschaftlichen Techniken zu erklären, erscheint in der Praxis unmöglich. Fehlt diese Demut, begünstigt es Modell-Overconfidence

Garbage in Garbage out

Ein zentrales Problem in der Statistik wird mit dem Begriff *Garbage in Garbage out* bezeichnet und impliziert dass auch das beste Modell nichts taugt, wenn es mit falschen oder unzureichenden Daten gefüttert wird. Bei einigen Fragestellungen auf den Finanzmärkten, wie z.B. Prognosen, lässt sich das Problem kaum lösen, weil niemand ohne hellseherische Fähigkeit die Zukunft kennt

und entsprechend auch nicht die richtigen Inputs für das Modell liefern kann. Wir bilden uns in diesem Zusammenhang deshalb auch nicht ein, dass unsere Erwartungen für die Zukunft strukturell oder systematisch besser sind als diejenigen anderer Marktteilnehmer. Aber wir versuchen, unsere Annahmen stets kritisch zu hinterfragen, um möglichen Prognosefehlern auf die Spur zu kommen und neue Informationen einfließen zu lassen.

Auch bei der Verwendung von Finanzmarktmodellen gilt das Sprichwort: "A fool with a tool is still a fool."

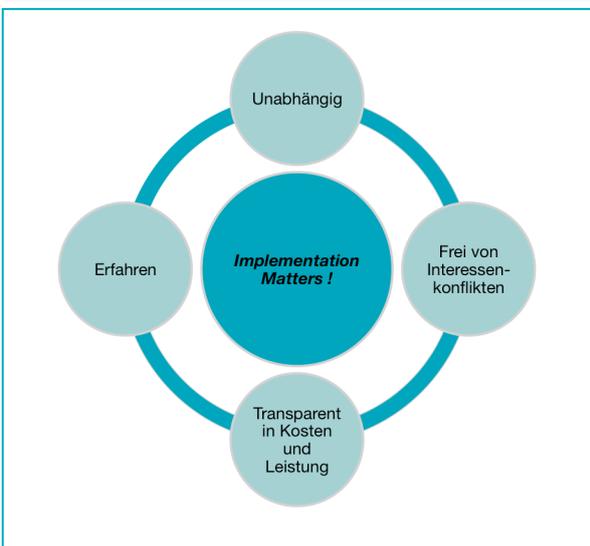
Üben wir uns deshalb bei der Prognostizierung von Anlagerenditen, der Berechnung von Risiken und der Portfolio-Optimierung in der Praxis lieber in Bescheidenheit und denken an das Motto eines Studienkollegen: "A fool with a tool is still a fool".

Wie Klaus Wellershoff einst bemerkte, wissen wir wenig über Zusammenhänge an Finanzmärkten. Genau deshalb sollten wir das wenige aber mächtige Wissen, das wir haben, sinnvoll einsetzen. Mit anderen Worten darf uns die Gefahr der Modell-Overconfidence nicht in einen Fatalismus treiben und davon abhalten, systematisch nützliche und sinnvolle Berechnungen und Analysen anzustellen. Bei der Auswertung historischer Daten finden wir z.B. sehr gute praktische Lösungen, weil wir die richtigen Modell-Inputs zuverlässig festlegen können.

Umso bedauerlicher ist, wenn wir so gute Modelle aus Modell-Overconfidence zu wenig kritisch hinterfragen. Ein Beispiel ist das sogenannte Alpha, das unter Anlegern ein beliebtes Mass für das Talent aktiver Manager betrachtet wird. Dabei dürfen wir nicht vergessen, dass Alpha der Konstanten in einer Regression entspricht und diese vor allem von der Wahl der Betas (als erklärende Variablen) abhängt. Einstein sagt, man solle die Welt so einfach wie möglich machen aber nicht einfacher. Die Finanzwelt ist hoch komplex und Alphas sind tatsächlich genial einfach aber vielleicht ein wenig zu einfach, um sich als Anleger unreflektiert daran zu halten. Lassen wir uns also nicht von der bestechenden Einfachheit einzelner Alphas zu Modell-Overconfidence hinreissen, sondern nutzen unsere Daten weise.

Fazit

Wir akzeptieren und respektieren, dass jeder Anleger seines eigenen Glückes Schmied ist und man ihm deshalb auch die Freiheit der Modellwahl und Modellgläubigkeit lassen soll. Kovarianzen und Regressionen bieten nützliche Hilfen in vielen Anlagefragen und ohne Modelle wäre die Komplexität der Finanzmärkte kaum zu bewältigen. Wichtig erscheint aber, Annahmen und Funktionsweisen zu verstehen, damit man Ergebnisse korrekt beurteilen kann und nicht unbewusst der Modell-Overconfidence erliegt. Dies gilt in unseren Augen vor allem bei Analysen, in welchen wir grundsätzlich gute und zuverlässige Daten zur Verfügung haben.



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 / contact@siglo.ch