

SIGLO Timeout Nr. 62 - Technologie, Magie und fauler Zauber

These

"Jede hinreichend fortschrittliche Technologie ist von Magie nicht zu unterscheiden." Diese These, auch als drittes Axiom von Sir Arthur C. Clarke bezeichnet, dürfte den Science Fiction-Fans unter uns bekannt sein. Aus unserer Sicht passt sie auch für die Finanzwelt. Wir könnten sie folgendermassen adaptieren: "Jedes hinreichend fortschrittliche Beta ist von echtem Alpha nicht zu unterscheiden." Inwiefern wir diese These heute bei Vermarktung und Verkauf von Anlageprodukten in der realen Welt beobachten und weshalb wir sie jeweils gerade umgekehrt einsetzen, erörtern wir in diesem Timeout.

Ein wenig Magie im Alltag ist hilfreich

Im Gegensatz zu den zahlreichen Geschichten von Sir Clarke verfügen in der Realität keine Ausserirdischen über fortschrittliche Technologie, sondern bloss andere, zeitgleich lebende Menschen. Dies ist grundsätzlich nicht schlecht. Persönlich sind wir unglaublich froh, dass Forscher lebenswichtige Dinge wie Penicillin und andere Medikamente aber auch nützliche Dinge wie Internet oder Smart Phones erfanden. Wir haben zwar von der detaillierten Funktionsweise kaum Ahnung, aber verstehen, wie man die Produkte benutzt. Wir kaufen sie auch gerne. Nicht nur wenn wir krank sind, sondern auch weil sie Spass machen und weil wir sie niemals selber nachbauen könnten. Zudem gibt es heute am Markt (noch) kaum bessere Alternativen dazu.

Was erst wie magisches Alpha aussieht, entpuppt sich teilweise als fauler Zauber

Magie oder bloss fauler Zauber?

Wir haben auch gar nichts gegen gute Unterhaltung durch einen "Magier". Es fasziniert uns, dass wir nicht hinter den Trick kommen, obwohl ganz sicher eine äusserst simple Erklärung dahinter steckt. Ein wenig Geld dafür zu zahlen, erscheint uns gerechtfertigt und unterhaltsam, selbst wenn wir die Illusion nie entschlüsseln.

Bei zahlreichen Anlageprodukten sind die Tricks hinter den versprochenen Renditen leider oft noch simpler als bei "Jahrmarkt-Zauberern". Die Kosten dafür sind aber um ein Vielfaches höher und der Unterhaltungswert ist eher bescheiden. Zudem bestehen bereits zahlreiche Techniken, welche hinreichend fortgeschritten sind, um die populärsten Tricks rasch zu enttarnen. Bloss werden diese in unseren Augen zuwenig häufig und teilweise nicht konsequent eingesetzt. Deshalb listen wir einige davon in den folgenden Zeilen auf und beschreiben sie kurz und bündig.

Was für Laien magisch erscheint und nach viel Alpha aussieht, stellt für Profis manchmal nur eine mehr oder weniger gewieft abgeschöpfte gewisse Risikoprämien dar. Wenn man aber erzielbare bzw. angebotene Risikoprämien am Markt nicht kennt, wird man rasch zum Opfer. David Copperfields Gäste lassen sich zwar auch vorgaukeln, dass der Maestro durch die Chinesische Mauer hindurch geht. Doch bemerkt man rasch, dass es sich um eine Täuschung handeln muss. Bei Finanzanlagen dauert es hingegen oft länger, aber wenn einmal die Einsicht eintritt, fällt sie umso heftiger und ernüchternder aus.

Technik zur Entlarvung falscher Alphas

Deshalb besteht unsere Absicht darin, Kunden mit fortschrittlicher Technik in der Analyse von Anlagen und Renditen zu helfen, wo nötig die erhoffte Magie bei einigen Produkten als faulen Zauber zu durchschauen. Nicht zuletzt, damit sich Kunden gut überlegen können, welchen Preis ihnen eine Darbietung genau wert ist.

Fortschrittliche Technik hilft uns, echtes Alpha von falschem Zauber zu trennen

Uns geht es im Timeout nicht um Schuldfragen. Menschen versuchen zu Recht, sich und ihrem Umfeld ein schöneres Leben zu beschere. In einer freien Welt darf man dieses Ziel auch mit Zauberkunststückchen oder aktivem Verkauf überteuerter Anlageprodukte verfolgen. Ebenso sind unglückliche/uninformierte Entscheide in einer echten Demokratie stets erlaubt. Das ist auch wirklich gut so. Wer kann schon ernsthaft behaupten, nur gute Anlageentscheide getroffen zu haben. Wir auf jeden Fall nicht.

Auch möchten wir nicht abstreiten, dass einige Anlage-Copperfields ihr Geld Wert sind und mit attraktiven Renditen, Alpha und hohem Unterhaltungswert überzeugen. Der Erfolg sei ihnen

gegönnt. Im Gegensatz zur magischen Zunft zeigt die Erfahrung aber, dass die besten ihres Fachs oft durch hohe Transparenz auffallen und sich ernsthaft bemühen, den Anlegern ihre fortschrittliche Technik genau und geduldig zu erklären, anstatt nur das Publikum zu verblüffen.

Was heisst hier fortschrittlich?

Wir finden keine allgemein gültige Definition wie "fortschrittlich" eigentlich fortschrittlich ist. Sicher weniger fortschrittlich als die Ideen von Sir Clark. Zudem ist Fortschritt natürlich höchst subjektiv. Fest steht für uns persönlich aber, dass wir mit unseren Techniken zur Analyse von Anlageprodukten neben "echten" Naturwissenschaftlern und moderner Technik verblissen. Viele unserer Modelle und Statistiken wirken für Mathematiker oder Physiker wohl eher trivial. Zudem erfassen zahlreiche qualitative und soziale Managerbeurteilungen oder Checks wohl nur Bruchteile davon, was Psychologen, Profiler oder Kommunikationsexperten normalerweise auswerten. Wir bewegen uns halt in Sozialwissenschaften, die viele interdisziplinäre Aspekte unter einem Hut vereinen, weshalb wir häufig Kompromisse eingehen müssen.

Auf die Finanzmärkte angewendet, postulieren wir als Arbeitshypothese, dass "fortschrittlich" über die ursprüngliche Modern Portfolio Theory (MPT) hinausgeht und sich bei der Leistungsbeurteilung von Anlageprodukten nicht nur auf einen Faktor oder einzelne Benchmarks stützt. Am besten geben wir Beispiele dazu, wie wir es bereits in zahlreichen vergangenen Timeouts gemacht haben. In der folgenden Liste ist nichts neu und nichts unerforscht. Herr Clarke wäre enttäuscht. Doch genau darin sehen wir auch die Chance. Die vorgestellten Techniken lassen sich leicht von Anlegern einsetzen und nutzen.

- **Alpha und Beta.** Die MPT geht von nur einem Risikofaktor, genannt "Markt" aus. Der Markt ist Beta, alles andere Alpha. Interessanterweise waren es sogar zwei der geistigen Väter, Fama und French, die früh die Berücksichtigung von weiteren Faktoren zur Renditebeurteilung von Anlageprodukten vorschlugen. Man hat so mehrere Betafaktoren, welche die erzielte Rendite erklären. Dies wirkt sich dann auch auf die Höhe von Alpha aus. In der Regel sinkt es, sprich die Magie verwelkt ein wenig. (Timeout Nr. 15 über Matrizen, Nr. 47 über Alpha und Beta oder Nr. 60 über Rangkorrelationen).

- **Weitere Risikofaktoren.** Es lassen sich nicht alle abschöpfbaren Risikoprämien in Betafaktoren aggregieren und abbilden. So gibt es z.B. keine ökonomisch und praktisch sinnvollen Faktoren für Illiquiditätsprämien in Private Equity oder Private Debt. Trotzdem dürfen wir annehmen, dass dieses Risiko im Erwartungswert entschädigt wird. D.h. nur weil wir keinen Faktor dafür definieren können, müssen wir nicht dessen Existenz in Frage stellen. Beispiele für weitere dieser Risikofaktoren beschreiben wir in zahlreichen Timeouts z.B. zu ILS, CLOs, Trade Finance, Private Debt, CTAs, oder Volatilität. Besuchen Sie doch mal unsere Timeout-Historie unter www.siglo.ch/publikationen.
- **Aktive Indexwahl und Benchmarking.** Die Anlagerenditen von unterschiedlichen Benchmark-Indizes divergieren teilweise erheblich, weil sie z.B. nicht die gleichen Instrumente oder Regionen beinhalten oder anderen Gewichtungsregeln folgen. (Timeout Nr. 6 zu aktiver Benchmarkwahl oder Nr. 24 über Äpfel und Birnen). Des Weiteren bieten sich oft Peergruppenvergleiche an (Timeout Nr. 59). Wir empfehlen, nur für (einigermassen) korrekt gemessenes Alpha zu zahlen.
- **Einzelpositionen.** Wir fühlen uns nicht berufen, jede Einzelposition in Portfolios im Detail zu hinterfragen. Wer kein Vertrauen in Titelselektionen sorgfältig ausgewählter Manager aufbringen möchte, sollte seine Anlageentscheide evtl. gar nicht delegieren. Aber ein Blick auf Titel ist trotzdem wertvoll, weil er uns verrät, ob "Mandats-fremde" Risikoprämien abgeschöpft werden. Dies muss nicht per se schlecht sein, sollte aber einfach nicht als echtes Alpha missinterpretiert werden.

Faszination Alpha und Magie

Magie und Alpha liefern beide erstklassige Geschichten, die uns faszinieren. Das gilt sowohl für Profianleger als auch für private. Nobelpreisträger Kahneman würde wohl darauf hinweisen, dass sich Unterhaltung mit Magie und auch Alpha für Menschen angenehm anfühlen, weil sie fast nur System 1 (das intuitiv, rasch und aufwandlos arbeitende System) beanspruchen. Geben wir doch das Geld den Cracks mit tollen Tracks statt selber darüber zu brüten. Die machen dann schon irgendwie mehr Kohle draus. Um die Attraktivität und Funktionsweise

von Risikoprämien zu erkennen, verstehen und zu beurteilen, braucht es aber System 2 (das langsame, mühsame, anstrengende, aber dafür logischere und zuverlässigere System). Der Spass geht dabei teilweise verloren, doch Zeit und Ressourcen sind in unseren Augen gut investiert, wenn sie die Nettorenditen steigern.

Zwei zentrale Unterschiede

Ein zentraler Unterschied zwischen Magie und Alpha liegt in unseren Augen darin, dass die Magie immer auf einer Illusion beruht. Alpha kann hingegen durchaus echt sein. Es tritt bloss weniger häufig auf als uns die Finanzbranche glauben machen will. So gibt es nur einen David Harding und einen Warren Buffett; aber es gibt sie eben. Wir sehen auch nichts Verwerfliches darin, solche Cracks aktiv zu suchen und mit ihnen zu investieren. Wir wissen sogar, worauf ihre jeweiligen Strategien basieren (Trendfolge und Value-Aktien) und können sie live imitieren.

Der zweite liegt darin, dass man Ursache und Wirkung fortschrittlicher Technologie erklären und verstehen kann. Es ist eben nicht Magie.

Tipps für Zauberlehrlinge

Anleihen: Tiefste Zinsen und enge Spreads vor allem auf Investment Grade-Anleihen limitieren künftiges Renditepotenzial. Natürlich wünschen wir uns von Bondfonds höhere Renditen mit viel Alpha und tiefem Verlustrisiko. Wir bezweifeln aber, dass man diese Ziele mit der Beimischung von Derivaten auf Aktien- und Volatilitätsindizes (VIX) erreicht. Ebenfalls sind wir skeptisch, wenn Fonds mehr Leverage via Credit Default Swaps (CDS) eingehen und es als Alpha anpreisen. Wir befürworten zwar den Einsatz derivativer Kreditinstrumente, fordern aber Angaben zum Zweck.

Kredit und Hedge Funds: Das Ziel, Portfolios mit unkorrelierenden Anlagen zu diversifizieren, ist weder neu noch von institutionellen Anlegern gepachtet. Seit Jahren beobachten wir, dass aktive Kreditmanager- aber auch Multistrategy Hedge Funds Versicherungsrisiken (ILS) via Cat Bonds suchen und weniger gut informierte Anleger im Glauben lassen, die Prämie daraus sei Alpha. Wir haben absolut nichts gegen Prämien aus Versicherungsrisiken und deren Diversifikationseffekte. Wir empfehlen nur, sie direkt abzuschöpfen, um sie effizient und transparent ins Gesamtportfolio von Kunden zu integrieren.

Fazit

Das Tiefzinsumfeld mit Diversifikationsnotstand zwingt Anleger, neue Ertragsquellen zu suchen und zu erschliessen. Magie ist keine Lösung. Hohe Alphas wären eine, sofern sie echt und nachhaltig sind. Doch leider gibt es davon viel weniger, als versprochen wird. Und die Suche danach ist mühsam, zeitraubend und komplex. Zudem ist ihr Erfolg zwar nicht ausgeschlossen aber sicher auch nicht garantiert. Wenn wir das Axiom von Arthur C. Clarke adaptieren, können wir dieser frustrierenden Ausgangslage aber trotzdem auch Positives abgewinnen.

Der Einsatz von - sehr subjektiv gesehen - eher fortschrittlicher Technik verbessert in unseren Augen die Chancen für Investoren, mögliches echtes Alpha von "Trick-Beta" zu differenzieren. Es erlaubt ihnen erstens, bewusster zu entscheiden, wie wertvoll und unersetzlich die von Funds oder Managern gelieferte Leistung für sie ist. Zweitens erhöht es die Sicherheit in den Anlagen, da man Renditequellen und Risiken klarer wahrnimmt. Schliesslich eröffnet es auch neue Möglichkeiten, Portfolios zu diversifizieren.

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

