

SIGLO Timeout Nr. 77 - Volatilität als Spielball von Interessen

Einführung

Die Idee, Anlagerenditen im Verhältnis zu deren Risiken zu beurteilen, macht sowohl theoretisch als auch praktisch Sinn. Doch Risiken und Gefahren anhand einer einzelnen Masseinheit wie Volatilität zu schätzen, funktioniert nur in der Theorie und leichten Examen, aber nicht in der heutigen Realität. Noch heikler wird es, wenn man erwartete Volatilitäten von Anlagen so frisiert, dass "zufälligerweise" die gewünschten Anlage-Allokationen (sowohl für als auch gegen gewisse Anlagen) herauskommen. Damit macht man sie zum Spielball der Eigeninteressen und nimmt ihnen ihre Aussagekraft.

Wir stellen gleich zu Beginn klar, dass wir kein grundsätzliches Problem mit genial einfachen, statistischen Massen wie Standardabweichung haben. Sie eignen sich prima, um die Streuung von Beobachtungen oder im konkreten Fall von Anlagerenditen in einer einzigen Zahl auszudrücken. Es käme aber keinem Statistiker in den Sinn, die Eigenschaften komplexer Verteilungen darauf zu reduzieren. Entsprechend weisen wir wie bereits in früheren Timeouts darauf hin, dass man als Anleger die Volatilität einer Anlage oder eines Portfolios nicht mit dem gesamten Risiko bzw. Verlustpotenzial gleichsetzen sollte.

Risiko und Unsicherheit

Wie in früheren Timeouts bereits erwähnt, lohnt sich in der Realität die Differenzierung zwischen Unsicherheit und Risiko gemäss Frank Knight.

Mit Risiko beschreiben wir zukünftige Gefahren, deren Eintrittswahrscheinlichkeit wir berechnen und modellieren können. Wir kennen alle möglichen Ergebnisse und ihre Verteilungen bereits im Voraus. Ein klassisches Beispiel ist Roulette. Wir kennen die Anzahl Slots und die Farben. Mit ein wenig Statistik wird klar, wie gering die Gewinnwahrscheinlichkeiten und die Erträge für denkbare Einsätze sind. Unsicherheit umfasst hingegen Gefahren, die sich nicht statistisch erfassen, ausdrücken und verarbeiten lassen, weil keine Informationen über potenzielle Ereignisse und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten verfügbar sind. Fehlgeleitete Politik gehört z.B. dazu, weil man nicht abschätzen kann, inwieweit die Märkte und Anlagen davon direkt betroffen sind und welche Auswirkungen sie genau hat.

An den Finanzmärkten spielten beide Aspekte zentrale Rollen, in überholten Lehrbüchern und Anlagestudien hingegen oft nur noch das Risiko weil es so elegant zu berechnen ist. Gerade im heutigen komplexen Anlageumfeld sollten wir aber bedenken, dass sowohl Unsicherheit als auch Risiko relevant sind, um die Herausforderungen der Zukunft meistern zu können.

Umgang mit Risiken und Unsicherheiten

Wenn wir es mit Risiken zu tun haben, können wir guten Gewissens Modelle einsetzen, um auf zukünftige Gefahren zu schliessen und uns entsprechend zu positionieren. Wenn Renditen von Anlageklassen tatsächlich in etwa normalverteilt sind, hilft uns die Standardabweichung (im Jargon Volatilität genannt) Informationen über die zukünftigen Preisschwankungen und damit über mögliche Verlustrisiken zu erhalten. Bei Unsicherheit können wir uns diese Übung aber sparen, weil bereits die Schätzung der notwendigen Modellparameter unsicher ist (daher spricht Knight ja auch von Unsicherheit). Wenn wir die Preise bzw. Renditen nicht kennen oder nicht repräsentative Zeitreihen analysieren, kann die Volatilität keine zuverlässige und brauchbare Auskunft über mögliche Gefahren darstellen.

Diversifikation ist vor allem ein Schutz gegen Unsicherheit, nicht gegen Risiko

Bei Unsicherheit ist Diversifikation immer Pflicht und die Modellierung von Szenarien allenfalls Kür. Das BVV2 verpflichtet Pensionskassen zur Risikostreuung und zur Sorgfalt, was sinnvoll und weitsichtig ist. Denn diese Vorgaben sind in der Praxis erreichbar; die Vorgabe hoher Renditen oder bestimmter Volatilitäten aber nicht.

Anlagerenditen sind selten normalverteilt

Uns irritiert in der heutigen Praxis der (bewusste oder unbewusste) Missbrauch der Volatilität als einziges Gefahr- und Risikomass und damit verbunden oft auch als Verkaufsargument für oder gegen Anlagen. Man nimmt an, die Berechnung der Volatilität einer Anlage oder eines Portfolios reiche aus, um mögliche zukünftige Verluste einzuschätzen und sich gegen Unsicherheiten zu schützen. Noch seltsamer mutet es an, wenn aufgrund fehlender Preisdaten für eine Anlage gar keine Volatilität berechnet werden kann und man sie dann je nach Absicht subjektiv schätzt.

Solche Praktiken erscheinen uns gefährlich, weil man Kunden im Glauben lässt, mit Volatilität als Risikomass könne man sämtliche zukünftigen Anlagerisiken aller möglichen Anlagen abbilden. Das führt aus diversen Gründen in die Irre. Aus der Statistik wissen wir, dass die Standardabweichung Symmetrie in der Verteilung von Beobachtungen annimmt und Extremalereignissen tiefe Eintrittswahrscheinlichkeiten unterstellt. Konkret sollen Anlagerenditen symmetrisch um ihren Mittelwert (und den Median!) streuen. Das tun sie aber eigentlich bei keiner Anlageklasse, nicht einmal bei den Aktien, wo es in vielen populären Studien unterstellt wird.

Absurd wird es aber vor allem bei Fixed Income und Kreditanlagen, deren Renditen oft asymmetrisch streuen. Anleihen und Darlehen zahlen Coupons und erst am Schluss den Nominalwert zurück. Die meisten handeln permanent nahe bei par (ausser in Krisen wie gegen Ende 2008). Nur wenige fallen aus; Gemäss Ratingagenturen wie S&P und Moody's pro Jahr im Schnitt und in Abhängigkeit vom Rating zwischen null und einstelligen Prozentpunkten. Je nach Rating erhöhen sich diese Werte in Krisen, z.B. bei Non-Investment-Grade Bonds und Darlehen auf rund 10-15%. Und selbst wenn sie ausfallen, ist nicht das ganze Geld weg (es sind eben keine Aktien). Oft wird ein signifikanter Kapitalanteil gerettet (man spricht von Recovery Values). Bei Bank Loans liegen historische Recovery Values zwischen 65% bis 80% je nach Quelle und Zeitraum. Die effektiv erlittenen Verluste (Loss Rates) für Investoren in Loans lagen im Schnitt gemäss CS-Index seit 1989 bei rund 1% pro Jahr mit einer Spitze von rund 5% in 2009 nach der Krise. Die Renditeverteilung von Bonds und Loans ist daher nicht normalverteilt, weil kein Schuldner mehr zurückzahlt als versprochen, aber in seltenen Fällen Verluste eintreten.

Entsprechend sollte man erwartete Renditen mit gut geschätzten Loss Rates oder erwarteten Drawdowns ins Verhältnis setzen anstatt mit der subjektiv geschätzten Volatilität, welche sich in dieser Form sowieso nicht materialisieren wird. Auch diese Masse liefern nicht die perfekte Lösung aber wenigstens eine zusätzliche Hilfe bei der Evaluation möglicher Gefahren.

Zudem darf man nicht vergessen, dass die Volatilität nicht in der Lage ist, die fallenden Zinsen der letzten 30 Jahre in einen ökonomischen Kontext zu setzen, weshalb sie auch nicht dafür taugt, zukünftige Risiken steigender Zinsen oder Inflation irgendwie zu erfassen.

Illiquidität führt Volatilität ad absurdum

Weiter impliziert Volatilität als Risikomass, dass tägliche Preise für Anlagen verfügbar sind und ein Handel stattfindet. Für das breite Segment der Private Markets Anlagen wie Immobilien, Infrastruktur Private Equity oder Private Debt stehen per Definition keine täglichen Marktpreise zur Verfügung. In der Praxis bewertet man diese Anlagen oft zu Kosten und berücksichtigt allfällige, oft intern berechnete Wertberichtigungen, weshalb Berechnung und Ausweis der Volatilität zur Selbstbeübung verkommt.

Grundsätzlich stellt sich die Frage, ob sich institutionelle Anleger überhaupt für tägliche Preise einer Anlage interessieren sollen. Warren Buffett und zahlreiche erfolgreiche Kollegen predigen seit Jahrzehnten, dass man den Wert einer Anlage nicht am Börsenkurs ablesen, sondern langfristig denken soll. Volatilität sollte also nur die Anleger kümmern, die jederzeit ihr ganzes Portfolio umschichten oder veräussern wollen. Nach unserem Verständnis gehören Pensionskassen nicht in diese Gruppe.

Daraus folgt, dass sich für zahlreiche Anlageklassen Buy-and-Hold-Strategien aufdrängen. Nicht nur um Transaktionskosten zu sparen, sondern auch, um bei Preisverwerfungen nicht in Panik zu geraten. Wer über die letzten Jahre permanent in HY-Bonds investierte, verlor über keinen rollenden Zeitraum von mehr als 18 Monaten Geld und erfreute sich über die eher tiefe Volatilität. Doch dies allein reicht für uns nicht aus, um eine Anlage heute zu empfehlen, weil wir neben Volatilität noch andere Risiken erkennen, welche Anleger beachten müssten.

Dies bringt uns zu anderen Massen, die man anstelle oder noch besser zusätzlich zur Volatilität beachten könnte. Einige davon wie Calmar Ratios und oder Loss Rates haben wir bereits in früheren Timeouts beschrieben, weshalb wir sie hier nicht repetieren.

Wie viel kann ich verlieren?

Zur Einschätzung des Risikos einer Anlage fragt so mancher Laie zurecht, wie viel er damit verlieren könne. Die Antwort kennt niemand im Voraus aber sinnvolle Gedanken zu zukünftigen Verlustrisiken in Form von Szenarioanalysen lohnen sich. Deshalb überlegen wir uns bei der Schätzung von unseren erwarteten Drawdowns, mit welchen Verlusten wir künftig in plausiblen Szenarien rechnen müssten. Die Vergangenheit stellt dabei eines vieler möglicher Szenarien dar, die wir auswerten können.

Historische Drawdowns aus Zeitreihen von Indizes oder Funds liefern nämlich brauchbare Anhaltspunkte, um mögliche Verlustpotenziale abzuschätzen. Anschliessend sollte man sich aber weiter darüber unterhalten, ob es Gründe für stärkere Drawdowns in Zukunft gäbe, z.B. weil das Umfeld der letzten Jahre gar nie einen Anlass für hohe Verluste bot. Man denke z.B. an illiquide Kreditanlagen, welche kaum von Marktbewegungen betroffen waren aber stark von hohen Coupons sowie geringen Loss Rates profitierten. Makroökonomisch bietet sich Szenarien für die Inflation in der Schweiz an, welche in den letzten Jahren ebenfalls stabil auf tiefem Niveau blieb. Ein weiteres Beispiel finden wir im ILS-Bereich, wo die Diskrepanzen der Verluste zwischen den Funds im September 2017 überraschend hoch ausfiel, was ausser wenigen Spezialisten für das Thema, wie uns bei SIGLO, wohl kaum jemand so erwartet hat.

Wir behaupten nicht, dass die Schätzung erwarteter Drawdowns trivial wäre. Unsere Erfahrung aus der Krise 2008 hinterliess tiefe Narben und Verluste in zahlreichen, angeblich abgesicherten Anlagen. Diese fielen signifikant höher aus als die damals vermeintlich pessimistischsten Erwartungen. Dies spricht für uns aber nicht gegen Ansatz per se, sondern nur gegen etwas blauäugige und zu optimistische Erwartungen.

Missbrauch der Vola als Argument

Wir schliessen mit Gedanken zum populären aber für uns nicht nachvollziehbaren subjektiven Schätzen von Volatilitäten für Anlageklassen. Es stehen doch für alle Arten von Kreditanlagen, für ILS, Commodities, für die Mehrheit aller Hedge Funds-Strategien, für Microfinance und für fast alle anderen Anlagen Indizes oder Peergruppen

zur Verfügung. Wir benötigen ja gar keine ideologisch gefärbten, subjektiven, realitätsfremden Volatilitätsschätzungen, die klar für oder gegen einzelne Anlageklassen sprechen. Anstatt sich hinter Volatilitäten zu verstecken, wäre es wohl ehrlicher, wenn Anbieter wie auch Berater ihre Meinung für oder gegen gewisse Anlagen direkt äusserten. Wenn jemand gegen illiquide Direct Lending Funds ist, dann muss er ja nicht den Umweg über viel zu hohe erwartete Volatilität gehen. Es würde reichen zu erklären, dass man die aktuelle erwartete Rendite im Verhältnis zur Illiquidität und zum möglichen Drawdown in den nächsten Krisen nicht als attraktiv erachtet.

Im Prinzip wäre es ja auch egal, wenn Studien und Verkaufsunterlagen bloss falsch wären. Niemand erwartet, dass Rendite- und Risiko-prognosen tatsächlich so eintreten wie sie prognostiziert werden. Problematisch wird es dann, wenn man Anlegern den Eindruck vermittelt, die historischen oder die subjektiv geschätzten Volatilitäten erfassten wirklich alle Gefahren der Zukunft und man darauf aufbauend klare Empfehlungen für oder gegen einzelne Anlageklassen in einer Anlagestrategie äussert.

Die limitierte Risikofähigkeit verlangt nach guter Diversifikation, um mit Unsicherheit umzugehen. Verlassen Sie sich dabei bitte nicht auf Studien, die von Eigeninteressen geprägt sind. Vehement für oder gegen Alternative mit angeblich sehr tiefer oder aber sehr hoher Volatilität zu argumentieren, ist keine nachhaltige Lösung und auch nicht transparent für den Kunden. Lassen Sie ihr Portfolio deshalb nicht zum Spielball der verschiedenen Partikularinteressen werden, weder von übereifrigen Befürwortern alternativer Anlagen noch von den festgefahrenen Gegnern.

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

