

## (Un-)Glück = Realität - Erwartung

**Bei der Beurteilung einer persönlichen Situation oder einer Leistung vergleichen wir Menschen oft unsere Erwartungen mit der eingetretenen Realität. In der Psychologie ist dieses Phänomen gut dokumentiert, und praktische Ratschläge drehen sich oft darum, realistische Erwartungen zu bilden. Klingt logisch und einfach, aber ist in der Finanzwelt alles andere als trivial. Wir versuchen im Timeout ein Bewusstsein für die Problematik zu schaffen und skizzieren Wege, wie man das Risiko von Enttäuschungen im eigenen Anlageportfolio reduzieren kann, ohne sich dabei der Realität zu verweigern oder einfach immer mit dem Schlechtesten zu rechnen.**

### Erwartungen sind immer subjektiv

Sei es in zwischenmenschlichen Beziehungen, in der Schule, im Job oder im Sport; für Alltagssituationen spielt die Gleichung im Titel eine wichtige Rolle. Freue ich mich über eine kleine Aufmerksamkeit in meiner Beziehung, darf ich stolz auf meinen 6. Rang im Skirennen sein oder zufrieden mit der erzielten Rendite meines Anlageportfolios von -7.0% im Jahr 2022? Die Antwort ist zwingend subjektiv und hängt stark von den gehegten Erwartungen und Ansprüchen ab. Wer sich als Ski-Ass sieht, dürfte von Rang 6 enttäuscht sein, während sich ein Neueinsteiger wohl ausgiebig freut, selbst wenn es nur 8 Rennteilnehmer gab, weil er zumindest korrekt um alle Torstangen gefahren ist.

Wir ignorieren den pubertären Ansatz, stets mit dem Schlechtesten zu rechnen, um nur positiv überrascht werden zu können. Beispielsweise lohnt es sich für uns nicht, auf zwischenmenschliche Beziehungen zu verzichten, nur um garantiert nie enttäuscht zu werden. Wir sparen uns hier aber weitere Beziehungstipps und erwähnen nur noch Paul Watzlawicks «Anleitung zum Unglücklichsein». Besser kann man's nicht sagen. Stattdessen widmen wir uns direkt den Finanzmarkrenditen des letzten Jahres und den aus unserer Sicht sinnvollen Erwartungen für die Zukunft.

### Erwartungen für Sozialwissenschaften

Die Formulierung von Erwartungen in Sozialwissenschaften ist schwieriger und komplexer als in den exakten. Wer erwartet, dass bei der Addition von 2+2 auch ab und zu 3 oder 5 resultiert, wird enttäuscht.

Man passt seine Erwartung entsprechend rasch an. Nicht so bei der Beurteilung der Anlagerenditen, wo negative Jahresrenditen nicht immer ein Alarmsignal darstellen und positive nicht immer als Erfolg zu verbuchen sind. Daher sollte sich kein institutioneller Anleger die Haare raufen, im letzten Jahr Geld verloren zu haben. Relevanter ist wie viel und womit.

### Erwartungen und Realitäten aus 2022

Dass der Anstieg von Zinsen zu Verlusten auf Aktien und Anleihen führt, darf niemanden überraschen. Viel erstaunlicher ist es für uns, dass Zinsen überhaupt so lange auf so tiefem Niveau verharren (in der Schweiz bzw. abgesichert in CHF mehrere Jahre lang deutlich unter null), obwohl seit der Finanzkrise 2008 und vor allem seit der Pandemie 2020 unvorstellbare Mengen an Geld ins globale System gepumpt wurden. Diese Entwicklung formte unsere in vielen früheren Timeouts beschriebene Erwartungshaltung, dass die berühmte Basisdiversifikation von Aktien und Bonds nicht mehr funktionieren kann, weil Zentralbanken die Zinsen kaum auf -5% senken konnten. Entsprechend sollte das Jahr 2022 nicht als Black Swan Ereignis in die Geschichte eingehen, sondern als Rückkehr zu einer gewissen Zins-Normalität (wobei man natürlich diskutieren darf, was heute noch normal ist).

Unter den Anlegern in der Schweiz beobachten wir für 2022 grössere Diskrepanzen in den erzielten Renditen als in ruhigeren Jahren. Wer in variabel verzinsten Anlagen wie Loans investierte, schnitt besser ab als mit Staatsanleihen von langer Duration. Wer breiter diversifizierte insbesondere mit alternativen Anlagen, erlitt tiefere Verluste als rein traditionelle Portfolios. Wer das Vertrauen in Trendstrategien aufrecht erhalten konnte, wurde mit zweistelligen Renditen entschädigt (vgl. z.B. die Timeouts 134 und 122). Entsprechend gelang es gewissen PKs, ihre Verluste im mittleren einstelligen Prozent-Bereich zu limitieren, während andere rund 2-3 Mal so viel Kapital verloren.

Das Jahr 2022 eröffnete also die wertvolle Chance zu beweisen, ob sogenannte Diversifikatoren effektiv funktionieren, wenn man sie braucht. Sprich, ob sie die Erwartungen erfüllen. Uns freut es sehr zu sehen, dass es in vielen Fällen in 2022 gut gelang. Und zwar nicht nur, weil keine Marktpreise vorliegen und die Privatmarkt-Manager an ihrer starren Bewertung zu Einstandspreisen festhielten, sondern vielmehr, weil eine Reihe von liquiden alternativen Anlagen die in sie gesteckten Erwartungen überzeugend erfüllten.

## Generelle Erwartungen an alternative Anlagen

Hier drängt sich ein grundsätzlicher Kommentar zu alternativen Anlagen bzw. den Kunden-Erwartungen an alle Arten von alternativen Anlagen auf: Eine gut diversifizierende Anlage, deren Risikoprämie fundamental nicht (direkt) von der Entwicklung von Aktien und Zinsen beeinflusst wird, ist in Jahren wie 2022 sehr wertvoll. Nur darf von dieser Anlage kaum erwartet, dass sie auch in «normalen» Umfeldern immer stabil und zuverlässig funktioniert. Wenn es so wäre, müsste man konsequenterweise sein gesamtes Kapital nur in dieses Perpetuum Mobile stecken. Der Nobelpreisträger Kenneth Arrow betonte bereits in den 1950ern, dass jede Anlage als Portfoliobeimischung sinnvoll ist, welche langfristig positive Renditen erwarten lässt, die in Marktumfeldern zustande kommt, in welchem die anderen Anlagen Mühe bekunden. Arrow's Idee war bestechend aber mathematisch komplex und kaum praxistauglich, weshalb Harry Markowitz einen einfacheren Ansatz entwickelte, der sich durchsetzte.

Aus einer anderen noch eindeutigeren Perspektive kann man auch einfach sagen, dass es wohl keine Risikoprämie für eine Anlage zu verdienen gibt, wenn diese Anlage immer funktioniert, weil sie dann eben gar kein Risiko aufweist. Selbst wenn die Märkte nicht effizient wären, würde der Preis für eine solche Anlage so rasch steigen, dass die zukünftigen Renditen nur noch tief bzw. auf Höhe der risikofreien Rendite ausfallen können. Entsprechend verfehlt erscheint uns die Kritik bzw. die Erwartung an gewisse alternative Anlagen, wonach sie in vergangenen guten Aktienjahren keine hohen Renditen abgeliefert hätten. Das war auch gar nicht das Ziel. Ebenso sinnlos mutet die Frage an, ob alternative Anlagen «besser» seien als Aktien oder Anleihen. Bei der Bildung diversifizierter und für mögliche Zukunftsszenarien gut gerüsteter Portfolios geht es für pfadabhängige Anleger mit Verpflichtungen nicht bloss darum, nur in die besten Anlagen zu investieren, sondern, ihre Verpflichtungen möglichst zuverlässig zu bedienen. So wie auch ein Nationaltrainer im Fussball oder Eishockey nicht bloss die besten Spieler des Landes nominiert, sondern nach einer möglichst ausgewogenen Mischung aus defensiver Stabilität und offensivem Potenzial sucht.

## Emotionale Vorteile von Indexanlagen

Mit Blick auf die Gleichung im Titel können wir nicht abstreiten, dass indexierte Anlagen für Aktien und Bonds für die Bildung von Erwartungen und damit das empfundene Glück einen Vorteil bieten. Man darf erwarten, dass damit (vor Kosten) eine Marktrendite

erzielt wird und die Realität bei professioneller Umsetzung nur selten davon abweicht. Entsprechend wird das Potenzial fürs Unglücklichsein stark limitiert. Anders bei aktiven und alternativen Anlagen, wo die realisierten Renditen teilweise grob von Erwartungen bzw. gemachten Versprechungen abweichen und so für Unmut und Enttäuschung sorgen. Deshalb werden wir bei SIGLO nicht müde zu betonen, dass es bei alternativen Anlagen vor allem auf die Umsetzung bzw. die Wahl der Manager und Produkte ankommt. Die enorme Heterogenität in alternativen Anlagen erschwert eine praxistaugliche Erwartungsbildung, weil man den unterschiedlichen Anlageklassen und Strategien Rechnung tragen muss. Dennoch trauen wir uns einige konkrete Empfehlungen zu:

## Erwartungsbildung für alternative Anlagen

Wir empfehlen Anlegern, ihre Erwartung auf Risikoprämien in einer Anlageklasse oder Strategie auszurichten und nicht auf schwer messbare Alphas, die gerne versprochen werden, ohne das entsprechende Risikomodell und das Marktbeta dahinter zu nennen. Uns interessiert für die Erwartungsbildung vor allem, ob eine Risikoprämie fundamental unabhängig ist und wie sie effizient abgeschöpft werden kann. Mit dem Einsatz von Hebel (Leverage) lässt sich dieses Problem nicht lösen, aber die Risiken steigen stark an, wie wir im LDI-Timeout Nr. 135 beschrieben haben.

Von zuverlässigen Diversifikatoren darf eine tiefere Rendite erwartet werden als von Aktien, weil sie im Gesamtportfoliokontext stabilisierend wirken und so Mehrwert liefern. Genau diesen Ansatz verfolgen die meisten erfolgreichen Versicherer seit Jahrzehnten in ihrem Underwriting, in dem sie die geforderte Prämie auch hinsichtlich des Diversifikationspotenzials eines Ereignisses in ihrem Gesamtportfolio bestimmen.

Sich als Anleger die Realität so zurecht zu biegen, dass die Gleichung aufgeht, ist langfristig gefährlich. Es ist klar, dass die Renditemessung an Privatmarktanlagen herausfordernd ist, weil Marktpreise fehlen. Dennoch muss früher oder später Klarheit geschaffen werden, welchen Nettoertrag eine Anlage erbracht hat. Prof. Phalippou zeigt in seinen Artikeln auf, dass dies mit Internal Rates of Return (IRR) nicht klappt.

Fest steht, dass jeder Anleger die Gleichung für sich selbst lösen muss. Wer wissen möchte, welche Lehren SIGLO in seiner Geschichte aus alternativen Anlagen ziehen konnte, und wie wir heute unsere Erwartungen für die Zukunft bilden, ist jederzeit bei uns willkommen.