



Wer trifft die besseren Anlageentscheidungen, Mensch oder Computer?

Die letzten fünfzehn Jahre haben einen nie dagewesenen Boom quantitativer Investment-Strategien erlebt. Mit dem rasanten Fortschritt der Informationstechnologie können Computer immer schneller und selbständiger Anlageentscheidungen treffen. Der damit verbundene Wandel hat nicht nur die Hedgefonds-Industrie kräftig durchgeschüttelt, sondern schon alle Bereiche des Investierens erfasst. Was ist in Zukunft von dieser Entwicklung zu erwarten und wie sollen wir als Anleger damit umgehen?

VON MAGNUS PIROVINO, PARTNER
OPIRO FINANCE PARTNERS AG, TRIESEN

Das Jahr 2000 war in mancher Hinsicht sehr bemerkenswert. Natürlich klar, die Jahrtausendwende. Und auch Sie, liebe Leserin, lieber Leser, hätten sicher viel Eigenes und Bemerkenswertes darüber zu berichten. Hier möchte ich nur ein Ereignis besonders herausstreichen. Im Jahr 2000 ging der legendäre Gary Brinson in Pension.

Heute gerät sein Name mehr und mehr in Vergessenheit. Damals stand er als State of the Art des Investierens. Und vielerorts gilt der Brinson-Ansatz heute noch als Inbegriff des klassischen Portfolio-Managements. Sein Credo: Die von einem Heer von Analysten global entdeckten Unterbewertungen («value opportunities») sollen möglichst kostengünstig in Portfolioentscheidungen einer intelligenten Asset-Allokation umgesetzt werden. Im Jahr 2000 ging Brinson in Pension, nicht ganz freiwillig, denn sein Value-Ansatz geriet unter Druck. Man war in einer «new economy», die viel höhere Bewertungen zuließ, als dies seine klassischen Modelle erlaubten. «Value» war «out», «new economy» und «new tech» waren «in».

Auch mein Beruf wurde in Frage gestellt. Im Auftrag unseres Arbeitgebers mussten meine Kollegen und ich dem Vortrag eines schrillen, amerikanischen Professors zuhören, der uns lautstark verkündete: «In Zukunft werden Avatare – also virtuelle

Computer-Personen – die Aufgaben von Portfolio-Managern übernehmen!» Was aus den Avataren dieser «new economy» geworden ist, haben wir beim Platzen der Internetblase gesehen.

Die Avatare hatten versagt. Brinson ist trotzdem nicht zurückgekehrt – die Avatare schon ...

... heute heissen sie: «high frequency trading», «algorithmic trading», «quantitative investing», «smart beta» oder auch «alternative beta». Allen diesen Ansätzen ist gemein, dass ein Computer – nach vorgegebenen Regeln – eigenständig Investitionsentscheidungen trifft, in vielen Fällen so schnell, dass eine menschliche Intervention unmöglich wird. An der US-Börse werden mittlerweile mehr Transaktionen automatisch von Computer zu Computer getätigt als von Mensch zu Mensch oder von Mensch zu Computer.

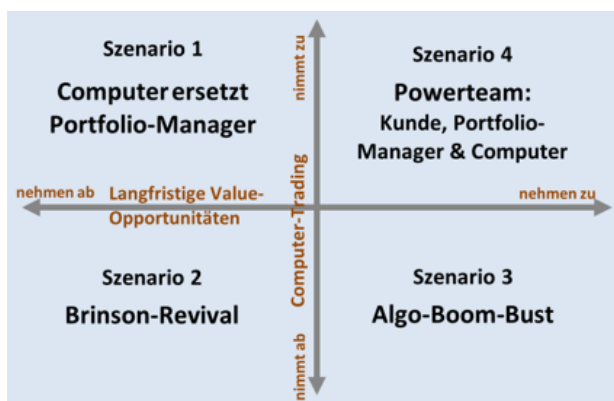
Der Wandel im Portfolio-Management ist geprägt durch diesen unaufhaltsamen Aufstieg der Informationstechnologie. Gibt es überhaupt noch ein börsenrelevantes Informationsschnipsel irgendwo auf der Welt, das nicht in Sekundenschnelle von einem Computer zu barem Geld gemacht wird? Dies ist die eine, die vielleicht hellere Seite der Informationstechnologie. Es gibt aber auch eine andere Seite, eine dunklere. Ein Computerhacker in Pjöngjang kann den Weltkonzern Sony in die Knie zwingen. Eine kleine Terrorzelle auf den Philippinen kann

von dort aus jeden Ort der Welt in Angst und Schrecken versetzen. Mit der zunehmenden Globalisierung und der Vernetzung nimmt die Komplexität und damit die Unberechenbarkeit zu. *Ein sonderbares Paradox: Unser Berechenbarkeitswahn treibt den Fortschritt der Informationsverarbeitung und Computereisierung, welcher durch globale Vernetzung in eine Unberechenbarkeit mündet, vor welcher der schnellste Computer kapitulieren muss.*

Der Computer kann also nicht alles. Es braucht den Menschen noch, uns und den klassischen Portfolio-Manager. Aber wie sollen wir als Anleger damit umgehen? Wieviel Informationstechnologie soll denn in unseren Portfolios sein? Und wie soll diese ergänzt werden? Was soll/muss der Mensch noch selber machen, was überlassen wir lieber dem Computer?

Lassen Sie uns für die Beantwortung dieser Frage ein kleines Gedankenexperiment machen. Stellen wir uns vier mögliche Zukunftsszenarien in Bezug auf das Verhältnis von Mensch und Computer vor.

Zukunftsszenarien zum Verhältnis Mensch und Computer



Graphik 1

Szenario 1: Das Computer-Trading nimmt weiter zu, während die langfristigen Value-Opportunities abnehmen. Die Technologie investiert in das automatische Bewerten aller Neuigkeiten, sowohl ihrer kurzfristigen als auch langfristigen Auswirkungen. Alle bekannten und denkbaren Anlagestrategien sind «codiert» und als Quant-Investments verfügbar. «Der Computer ersetzt den Portfolio-Manager» und die Anlagemärkte funktionieren durchwegs effizient. Qualitative Investmenteinschätzungen werden nicht mehr benötigt.

Aus Anlegersicht ein wundervolles Szenario! Man braucht sich um nichts kümmern und alle Informationen werden ohne unser Zutun sehr effizient in Portfolioerträge verarbeitet. Wie realistisch ist dieses Szenario aber? Sind Computer dereinst wirklich in der Lage, das eingangs erwähnte Berechenbarkeits-Paradox aufzulösen?

Welches sind die anderen Szenarien?

Szenario 2: Das Computer-Trading nimmt ab, während die langfristigen Value-Opportunities ebenfalls abnehmen. Nennen wir dieses Szenario «Brinson-Revival» oder «Rückkehr des klassischen Portfolio-Managements». Der Hochfrequenzhandel kommt durch die Einführung einer globalen Transaktionsteuer zum Erliegen. Die grossen Vermögensverwalter reagieren mit massiven Investitionen ins klassische Fundamental-Research wie zu Brinsons Zeiten und drängen die kleinen Vermögensverwalter aus dem Markt.

Aus Anlegersicht ist dieses Szenario ganz ähnlich wie Szenario 1. Nur dass Menschen statt Computer um effiziente Märkte und faire Preise für den kostenbewussten und passiven Anleger besorgt sind.

Wie realistisch ist dieses Szenario? Nimmt die Komplexität einer globalisierten Wirtschaft nach der Einführung einer Transaktionssteuer wirklich ab? Führt eine solche nicht vielmehr zu neuen unberechenbaren Verwerfungen am Finanzmarkt? Und damit zu neuen, wenn auch anderen, langfristigen Value-Opportunities?

Szenario 3: Das Computer-Trading nimmt ab und die langfristigen Value-Opportunities nehmen zu. Wenn die Politik den Hochfrequenzhandel nicht eindämmt, wird es der Markt selbst tun. Der Boom des Computer-Tradings wird zur Blase, die eines Tages platzen wird. Nennen wir diese Szenario «Algo-Boom-Bust».

Szenario 4: Das Computer-Trading nimmt weiter zu und ebenfalls die langfristigen Value-Opportunities. Die letzten zwanzig Jahre waren dominiert durch agentenbasiertes Investieren. Nicht der «principal investor» – also nicht der Kunde selbst – hat die wichtigen Anlageentscheidungen getroffen, sondern seine – von Eigeninteressen getriebenen – Finanzmarktagenten. Dies führte zu vielen Ineffizienzen und Verwerfungen im Finanzmarkt. Ein Computer hat keine Eigeninteressen. Das Computer-Trading kann also als erste Gegenbewegung zu dieser Entwicklung gesehen werden. Die stark wachsenden Umsätze im Computer-Trading bewirken jedoch, dass sich die Preisbildung der Wertpapiere immer stärker von fundamentalen Fakten löst. Dadurch entstehen grosse Value-Opportunities. Es kommt zu einer zweiten Gegenbewegung mit dem «principal investor» im Zentrum. Anleger werden ihrer eigenen Verantwortung bewusst und sehen ihren Anlageerfolg als Resultat einer Ideal-Kombination im «Power-team: Kunde, Portfolio-Manager und Computer».

Klar, schnell sehen wir hier unser Wunschscenario. Wie realistisch ist es aber?

Dies sind also vier mögliche Zukunftsszenarien, wie sich das Verhältnis von Mensch zu Computer für Anleger entwickeln könnte. Aber was sind denn die letzten Entwicklungen in diesem Bereich? Wo stehen wir heute?

Die letzten Entwicklungen von Brinson bis Smart Beta

Die 90er Jahre waren geprägt von dem bereits erwähnten Geist Brinsons, welcher in der Globalisierung die erstmalige Chance sah, eine möglichst breite Diversifikation in allen globalen Anlagekategorien nicht nur portfoliotheoretisch sondern endlich auch praktisch umzusetzen. Der Begriff Value bekam globale Dimension. Wer es schaffte, alle globalen Value-Opportunitäten möglichst kostengünstig und effizient in ein Anlageportfolio zu transferieren, hatte das beste Verkaufsargument. Man versuchte Mehrwert sowohl durch «Alpha» (spezifisches Wissen um alle globalen Value-Opportunitäten) und als auch «Beta» (Zugang zu allen Weltmärkten) zu erschaffen.

Die Internet-Euphorie stellte dieses Value-Konzept erstmalig in Frage.

Das Platzen der Internetblase rehabilitierte es wieder.

Der Wandel trieb aber weitere Blüten. Die schnell wachsenden Privat- und Pensionsvermögen in der westlichen Welt, aber auch bei den aufstrebenden Ländern wollten alle möglichst «sophistiziert» angelegt sein. Statt auf Value, resp. auf Alpha zu verzichten, wo durch Überinvestition keines mehr vorhanden war, wurde dem Anleger weisgemacht, strukturierte Produkte könnten mit ihrem «financial engineering» (eine Nebenform des computerbasierten, automatisierten Investierens) problemlos einspringen. Der Mehrwert von strukturierten Produkten besteht aber nicht im Zugang zu mehr unkorrelierten Schnäppchen (Alpha) sondern im Zugang zu mehr Leverage (Beta). Die Diversifikation wird zur Schein-Diversifikation. Die schiere Masse dieser strukturierten Produkten liess 2006 die Korrelation unter den Anlagekategorien auf Höchststände ansteigen. Was in den frühen Nullerjahren im Gleichschritt gestiegen war – das heisst eigentlich alles –, ist dann in der Finanzkrise im selben Gleichschritt wieder gefallen.

Wer gedacht hat, nach der Krise wird Investieren wieder «einfacher», strukturierte Produkte und quant-basiertes Investieren verschwinden wieder, sieht sich heute mehr denn je getäuscht. Seit 2008 ist das Volumen des Hochfrequenzhandels geradezu explodiert. Viele klassische Hedgefonds-Manager, die ihre hohen Gebühren damit begründeten, sie wären in der Lage, durch ihr spezifisches Knowhow Zugang zu unkorrelierten Alphas zu haben, wurden als schlichte Beta-Lieferanten entlarvt. Sie hatten ihren Anlage(miss)erfolg durch simple Replizierungen von herkömmlichen Investmentstrategien erzieht. Die ganze Hedgefonds-Industrie wurde entmystifiziert und gewandelt. Neben dem Hochfrequenzhandel ist nach der Krise auch der Anteil anderer computer- und regelbasierten Strategien besonders stark gewachsen. Man nennt sie «smart beta», «alternative beta» oder auch «style premia».

Diese «Entmystifizierung» hat Vorteile für Investoren. Zuerst einmal schafft sie Transparenz. Anleger können die Performance ihrer Hedgefonds-Portfolios in replizierbare und nicht-replizierbare Bestandteile zerlegen. Die replizierbaren Bestandteile

können kostengünstig durch regelbasierte Computerstrategien abgebildet werden. Die nicht-replizierbaren Bestandteile ihrer Portfolios sind jetzt um ein Vielfaches kleiner geworden. Investoren können sich hier auf ganz wenige spezialisierte Manager fokussieren, bei denen sie sicher sind, Zugang zu hervorragendem und gut geschütztem Anlagewissen auch tatsächlich zu erhalten.

Die «Entmystifizierung» der Hedgefonds schafft für Anleger aber auch neue Unsicherheiten. Ihre oftmals schlechte Leistung begründen viele Hedgefonds-Manager – gerade auch solche, die ihre Anlageentscheide noch ohne Computer fällen – durch die drastische Zunahme der Zentralbanken-Interventionen der letzten Jahren. Diese seien so marktverzerrend, dass «normale» Value-Opportunitäten, auf die sie spezialisiert seien, gar nicht erst entstehen können. Deshalb hätten ihre Strategien nicht funktioniert. Durchschnittsanleger irritieren diese Erklärungen mehr als sie sie beruhigen. Wenn die bestbezahlten Hedgefonds-Manager und die sophistiziertesten Computerstrategien mit der Zunahme der Zentralbanken-Interventionen nicht fertig werden, wer dann?

Ökonomen sprechen bereits von der nächsten grossen Blase, die das lockere Geld der Zentralbanken erzeugt. Man wisse nur nicht genau wo. Denn auch sie müssen eingestehen, dass eine komplexe, globalisierte Welt unberechenbar ist. Sind aber solche Blasen nicht auch Fehlbewertungen, also (langfristige) Value Opportunitäten der anderen Art. Wer soll in diese anderen Value-Opportunitäten investieren und diese Fehlbewertungen abbauen, wenn sowohl Star-Hedgefonds-Manager als auch Hochleistungscomputer es nicht können?

Fassen wir kurz zusammen. Was haben wir bis jetzt als neuste Entwicklungen über das Verhältnis von Mensch und Computer zusammengetragen? Computer-Trading und Quant-Investments sind in vielerlei Hinsicht dem herkömmlichen Value-Investing überlegen. Gerade für kurzfristige und sehr kurzfristige Anlagehorizonte sind sie kaum mehr zu schlagen.

«Normale» Value-Opportunitäten im mittelfristigen Bereich, wie sie weltweit überall auftreten, sind im Volumen beschränkt, und können nachwievor meist nur durch menschliche Spezialisten identifiziert werden. (Achten Sie darauf, sich von diesen Spezialisten nicht ein Alpha für ein Beta vormachen zu lassen. Meiden Sie reine Agenten, die nur am Volumen partizipieren. Ko-investieren Sie mit Spezialisten, die als «principals» zusammen mit Ihnen im gleichen Boot sitzen.)

Bei der Analyse der langfristigen Auswirkungen von komplexeren Zusammenhängen, wie die Blasenbildung nach Zentralbanken-Interventionen, versagen beide Ansätze völlig, die computergesteuerten Algorithmen, wie auch das herkömmliche Value-Investing der klassischen Hedgefonds-Industrie und anderer klassischen Anlageformen. Hier sind wir wohl oder übel auf uns selbst zurückgeworfen.

Wie sieht die Zukunft aus?

Kommen wir jetzt zurück zu unseren Zukunftsszenarien. Welche der vier Szenarien werden sich realisieren? Haben alle die gleiche Berechtigung oder gibt es da Unterschiede? Werfen wir nochmals einen Blick auf Graphik 1.

Unwahrscheinliche Szenarien

Die Entwicklungen der letzten Jahre haben gezeigt, dass Szenario 1 «Der Computer ersetzt den Portfolio-Manager» wohl wenig wahrscheinlich ist. Der Computer kommt mit der Unberechenbarkeit nicht zurecht, welche die Komplexität der globalen Vernetzung hervorruft. Es resultieren längerfristige Fehlbewertungen, die der menschlichen Analyse bedürfen. Eine Möglichkeit, diese Fehlbewertungen abzubauen, wäre eine Rückkehr in Szenario 2 «Brinson Revival». Die jüngste Vergangenheit hat aber gezeigt, dass agentenbasierte Informationsverarbeitung nur bei mittelfristigen Anlagehorizonten kompetitiv ist. Und auch dies nur bei beschränkten Anlagevolumina. Gegen das Computer-Trading hätten die Brinsonschen Finanzmarktagenten bei sehr kurzen Anlagehorizonten sogar nach Einführung einer globalen Transaktionssteuer kaum eine Chance. Und längerfristige Value-Opportunitäten würden sie eher selbst verursachen als abbauen. (Denn als Agenten hätten sie kein Interesse, Stopp zu sagen, wo für den Kunden nichts mehr zu holen ist. Denn Stopp sagen, hiesse Volumen, also Business verlieren.)

Szenario 1 und 2 ist eines gemeinsam: Beide sollten die langfristigen Value-Opportunitäten abbauen, tun dies aber nicht.

Wahrscheinlichste Szenarien

Eine Kombination von Szenario 3 «Algo-Boom-Bust» und Szenario 4 «Powerteam: Kunde, Portfolio-Manager und Computer» – in dieser zeitlichen Reihenfolge – scheint aus heutiger Sicht am wahrscheinlichsten.

Die «Entmystifizierung» der Hedgefonds-Manager hat merkwürdigerweise nicht zu einem Exodus aus den Hedgefonds geführt. Ganz im Gegenteil, die Anlagevolumina in Hedgefonds sind mit weltweit knapp 2.4 Billionen USD sogar auf neuen Höchstständen¹. Dies erstaunt, ist aber eigentlich kein Wunder beim bestehenden Anlagenotstand und den tiefen Zinsen.

¹ Quelle: www.barclayhedge.com/research

Dieser Boom macht eine Blasenbildung, ausgelöst durch das Computer-Trading, dem am schnellsten wachsenden Bereich innerhalb der Hedgefonds, nicht nur möglich, sondern sogar sehr wahrscheinlich.

Die Einführung einer globalen Transaktionssteuer könnte den Hochfrequenzhandel unterbinden, nicht aber den Quant-Investing-Boom als Ganzes bremsen.

Das Platzen der Blase kann milde Formen annehmen oder auch verheerend sein. Es hängt ganz von unserer Lernfähigkeit im klugen Umgang mit dem Computer ab. Es hängt davon ab, ob wir als Anleger schon vorher unsere Selbstverantwortung wahrnehmen oder dies durch eine Katastrophe erst noch lernen müssen.

Wieso wir, wieso ich, fragen Sie vielleicht?

Das Paradox, dass zunehmende Computerisierung zu zunehmender Unberechenbarkeit führt, ist ein Phänomen, das uns alle angeht. Ob wir wollen oder nicht, dieses Paradox wirft uns alle auf unsere ureigenste menschliche Selbstverantwortung zurück.

Was heisst: Nehmen wir uns mehr Zeit dafür zu überlegen, welche Werte in einer immer komplexer und chaotischer werdenden Umwelt unser Leben bestimmen sollen. Werte, für die wir bereit sind Verantwortung zu tragen. Nehmen wir diese Werte als Fundament für starke Überzeugungen in langfristige Value-Opportunitäten. Überzeugungen, auf Basis derer wir bereit sind, auch grössere, damit verbundene Risiken auf uns zu nehmen.

Wie schnell sich unser Wunschscenario 4 realisiert, ist auch davon abhängig, in welchem Verhältnis wir zu den Anlagespezialisten stehen, mit denen wir zusammenarbeiten. Wie wir diese auswählen. Ob diese ihren gesunden Menschenverstand walten lassen dürfen. Ob sie Ihnen auch Stopp sagen dürfen. Und ob sie es schaffen, die gemeinsam mit Ihnen festgelegten langfristigen Überzeugungen in eine kluge Asset-Allokation umzusetzen. Eine Asset-Allokation, welche ihre eigenen, menschlichen Fähigkeiten optimal mit den neuesten Technologien, die computerbasiertes Investieren ermöglicht, zu kombinieren weiss.

IMPRESSUM

AUSGABE: Februar 2015

HERAUSGEBER: OPIRO Finance Partners AG, Landstrasse 40, FL-9495 Triesen

REDAKTION: Magnus Pirovino mit freundlicher Unterstützung von Hubert Günter

GESTALTUNG: agentur mehrwert, Zelgweg 34, CH-5405 Baden

© 2015 OPIRO Finance Partners AG, Triesen (FL), www.opiro.li