

Was wenn... ?

Das Jahr 2022 stellt Anleger bereits im ersten Monat vor grosse Unsicherheit. Nachdem Aktien, gemessen am MSCI World, am zweiten Handelstag noch einen Höchststand erreichten, liegen sie per 26. schon 7.8% im Minus. Zugleich schwächeln auch Staatsanleihen, angesichts der Inflations Sorgen kaum erstaunlich, und federn die Aktienverluste nicht ab. Die Basis-Diversifikation zwischen Aktien und Anleihen stösst heute an ihre Grenzen. Das Timeout diskutiert einen Lösungsansatz für diese Problematik.

Ausgangslage

Inflation ist in aller Munde und deutlich hartnäckiger, als von den Zentralbanken erwartet und erhofft. In den USA stieg der CPI weiter und notierte im Vorjahresvergleich um 7.0% höher, dem höchsten Wert seit 1982. Auch in Europa stieg die jährliche Inflation auf 5.3% (höchster Wert seit Aufzeichnungsbeginn in 1997). Als Reaktion auf die Fehleinschätzungen der Notenbanken erwarten die Märkte eine zunehmend restriktivere Geldmarktpolitik als baldige Antwort auf steigende Inflation. Die erwarteten Zinserhöhungen dürften insbesondere Wachstumsaktien unter Druck setzen (Diskontierung von weit in Zukunft liegenden Cashflows), welche die Aktienmarktrenditen in den letzten zwei Jahren dominierten (siehe Timeout Nr. 124). Zusätzlich sorgen sich Anleger um «Quantitative Tightening», d.h. um die Bilanzsummenreduktion der grössten Notenbanken, welche in den USA bereits kurz nach der ersten Zinserhöhung starten könnte (d.h. ab Q2 2022). Die letzte solche Reduktion in 2018 führte bereits zu heftigen Folgen für risikobehaftete Anlagen. Aktien korrigierten in Q4 2018 um rund 20%.

Auf dem Rücken der Pandemie wuchsen die globalen Notenbankbilanzsummen enorm an. Berücksichtigt man den Einfluss, den dieses Wachstum seit 2009 auf Vermögenswerte ausgeübt haben dürfte, erachten wir einen rasanten Abzug von Liquidität durch das FED als ein Hauptrisiko für die globalen Finanzmärkte.

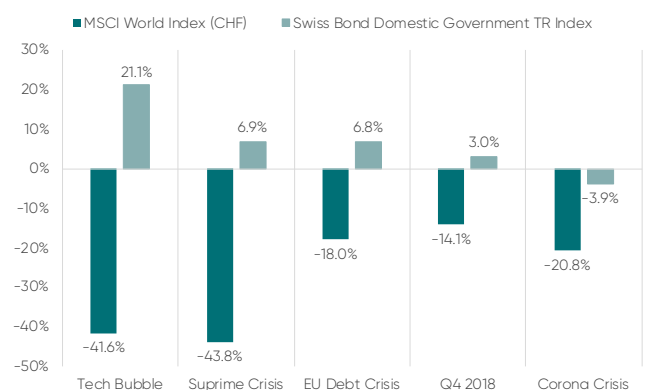
Strategisches Risikomanagement

SIGLO verfügt leider nicht über die magische Kristallkugel und verzichtet daher grundsätzlich auf Makro-Prognosen. Wir machen uns aber viele Gedanken zur Anlage-Allokation unserer Kunden. Konkret fragen wir

uns, wie traditionelle Portfolios robuster aufgestellt werden könnten, damit sie für alle möglichen in Zukunft denkbaren Szenarien gut gewappnet sind.

Wir erachten das strategische Risikomanagement als Hauptaufgabe für jeden professionellen Anleger. Dazu gehört für uns auch das Denken in möglichen Szenarien. «Was wenn...» ist in unserer Wahrnehmung eine Frage, die sich Anleger zu wenig häufig stellen. Nach 30 Jahren Bullenmarkt an den Anleihenmärkten fällt der Perspektivenwechsel natürlich auch schwer. Die aktuelle Entwicklung der Inflation darf vor diesem Hintergrund aber trotzdem nicht ignoriert werden. Falls sich Inflation als dauerhaftes Problem entpuppt, erwarten wir tiefgreifende Auswirkungen auf fast alle traditionellen Portfolios, da die Basisdiversifikation über Aktien und Anleihen in einem solchen Szenario nicht mehr funktionieren wird (ausser Zinsen sinken viel weiter unter Null als bisher). Selbst in einer nur moderaten Krise bieten Staatsanleihen aufgrund der tiefen Zinsen kaum Gewinnpotenzial. Sie sind damit nicht mehr in der Lage, Aktienverluste spürbar oder wirksam abzufedern. Die Abbildung zeigt die immer tieferen Renditen von Anleihen in früheren Krisen (gehedged in CHF). In der Corona-Krise im März 2020 verloren Aktien und Anleihen gar gleichzeitig an Wert.

Abbildung 1: CH-Staatsanleihen ggü. Aktien in Krisen



Strategisches Risikomanagement in Szenarien ist kein neues Konzept. Es erlangte bereits in den 80er Jahren z.B. mit Harry Browne's Permanent Portfolio oder Bridgewater's Allweather Portfolio Bekanntheit. Diese Konzepte wurden in einer Zeit entworfen, als Inflation ein deutlich grösseres Problem darstellte, aber rückten mit der deflationären Entwicklung in den letzten drei Dekaden leider etwas in Vergessenheit. Browne's Permanent Portfolio hielt je eine 25% Risiko-allokation zu Aktien, Anleihen, Cash und Gold. Aus

heutiger Sicht lassen sich solch hohe Allokationen zu Cash, Anleihen und Gold für verpflichtungsorientierte Anleger kaum rechtfertigen, da damit die benötigten Erträge nicht erreicht werden. Es gibt aber auch alternative Anlagebausteine mit positiven Renditeerwartungen, welche von Unsicherheit profitieren und dadurch ein traditionelles Portfolio robuster machen. Risikobewusste Investoren sollten diese alternativen Diversifikationsansätze und Ideen unbedingt prüfen.

SIGLOs Drawdown Management Lösung

Bei SIGLO fokussieren wir seit Gründung auf liquide Momentum Strategien. Wir haben sie bereits mehrfach in unseren Timeouts beschrieben (zuletzt vertieft in Nr. 100), weshalb wir uns an dieser Stelle kurzfassen: Momentum identifiziert systematisch Preistrends an Finanzmärkten und setzt darauf, dass sie sich fortsetzen. Sowohl fallende als auch steigende Trends werden gehandelt, unabhängig von Prognosen und Bewertungen. Trendstrategien werden in sämtlichen liquiden Anlageklassen (hauptsächlich via Futures) über unterschiedliche Zeithorizonte umgesetzt.

Ja richtig, Momentum-Strategien fallen unter den Sammelbegriff der «Hedge Funds», was von einigen Anlegern wie die Pest gemieden wird. Wir können die Frustration grundsätzlich sogar nachvollziehen. Als Gruppe (z.B. gemessen am HFRI Hedge Fund Index) versagten «Hedge Funds» in den letzten 15 Jahren sowohl bezüglich Renditen als auch Diversifikationsbeiträgen. Zudem liessen sie sich ihre bescheidenen Leistungen fürstlich entlohnen. Aus unserer Sicht gilt es aber zu beachten, dass Hedge Funds keine eigene Anlageklasse darstellen, sondern ein Sammelsurium von unterschiedlichen aktiven Strategien sind. Viele

davon verbessern traditionelle Portfolios zwar kaum, aber wenige bewusst gewählte dafür umso mehr. Die Auswahl von zuverlässigen Diversifikatoren muss dabei nicht dem Zufall überlassen werden. Akademische Artikel sowie langjährige praktische Erfahrung zeigen, dass stabile, ökonomisch nachvollziehbare und persistente Unterschiede zwischen verschiedenen Hedge Fund Strategien und Renditen vorliegen.

Wir ordnen die Hedge Fund Strategien deshalb in vier grundsätzliche Stile ein (siehe Timeout Nr. 122). Diese vier Stile weisen seit Jahrzehnten klare, spezifische und logisch erklärbare Risiko-Rendite-Eigenschaften und Profile auf. Die Basis für die gewählten Stile liegt in Renditeanalysen, bei denen wir Monatsrenditen von Hedge Funds denjenigen des MSCI World Aktienindex gegenüberstellen. Die Abbildung stellt die vier sich herauskristallisierenden und in sich selbst relativ homogenen Profile dar. Es sind dies die linearen, konvergenten, divergenten und absichernden Profile.

Zur Erinnerung: wenig Diversifikationspotential sehen wir in linearen Strategien, die per Definition eine hohe Korrelation mit Aktien aufweisen und daher auf echte Alphas angewiesen sind, also z. B. Equity Long-Short. Wir streiten die Existenz solcher Alphas nicht ab, aber erachten die ex ante Identifikation als enorm schwer. Von sehr viel grösserem Nutzen sind für uns einerseits konvergente Strategien, welche im Tail-Risiko nicht mit Aktien korreliert sind, wie z.B. ILS. Solche Anlagen stabilisieren traditionelle Portfolios und generieren gleichzeitig regelmässige Einkommen, womit sie die frühere Rolle der Staatsanleihen in traditionellen Portfolios heute wieder teilweise ausfüllen können. Andererseits zählen wir die divergenten Strategien zu

Stil	Linear	Konvergent	Divergent	Hedge
Eigenschaften	<p>Long-Bias, hohe Korrelation mit Aktien.</p> <p>Limitierte Diversifikationseffekte mit traditionellen Portfolios und daher wenig Mehrwert im Portfolio.</p>	<p>Stabiles und regelmässiges Einkommen, oft Carry-basiert, aber mit gewissen Tail-Risiken.</p> <p>Gute Diversifikation und Portfolio-Stabilisierung aber nur geringe Absorption von Stressphasen.</p>	<p>Tiefere und volatilere Renditen in normalen Marktumfeldern, hohes Gewinnpotenzial in Stressphasen. ("Krisen-Alpha")</p> <p>Top Diversifikationseigenschaften, Absorption und Liquidität in Krisen, wenig Potenzial in ruhigen Phasen.</p>	<p>Negative erwartete Renditen über die Zeit, nur positiv bei sehr gutem Timing.</p> <p>Absicherung gegen Aktienmarktverluste und Reduktion von Volatilität im Gesamtportfolio.</p>
Payoff vs. Aktien				



den nutzenstiftenden Strategien. Diese sind per Definition über einen ganzen Zyklus unkorreliert mit Aktienrenditen und entfalten in Phasen mit herben Aktienmarktverlusten ihre sehr positive Wirkung im Portfoliokontext. Ein Aushängeschild der divergenten Strategien sind die bereits erwähnten Trendfolger bzw. CTAs. Neben ihrer sehr hohen Liquidität, welche vollständig an die Anleger weitergegeben wird (viele CTAs bieten heute tägliche Rücknahmen an), hat sich auch kostenseitig in den letzten Jahren einiges getan (siehe Timeout 70). Flat-Fees von weniger als 1.0% p.a. sind keine Seltenheit. Damit ist zuverlässiges und professionelles Trend-Exposure heutzutage deutlich preiswerter zugänglich als vielen Anlegern bewusst sein dürfte. Auch bezüglich ihrer Transparenz sind viele CTAs keine Blackbox mehr. Ihre Positionierung und das Renditeverhalten sind gut nachvollziehbar und werden von gewissen Managern sogar täglich auf ihrer Website den Kunden zur Verfügung gestellt.

Nicht überraschend korrelieren Trendfolger i.d.R. hoch miteinander (>0.7), da sie ähnliche Ziele verfolgen. Dennoch streuen Renditen zwischen den einzelnen CTAs äusserst breit. Dies vor allem aufgrund von unterschiedlichen Trendhorizonten, Marktgewichten, Risikobudgets, Trading-Regeln etc.. Hinzu kommt die sehr tiefe Persistenz in den historischen monatlichen CTA-Renditen. Fehlende Renditepersistenz heisst, dass die Gewinner von heute durchaus die Verlierer von morgen sein können und umgekehrt. Wir müssen also bei der Auswahl und Beurteilung von CTAs sehr vorsichtig sein, wenn wir ihre Renditen interpretieren. Fehlende Persistenz gepaart mit hoher Renditedispersion spricht in unseren Augen klar für Multi-Manager-Ansätze. Diese verfolgen die Primärziele, das attraktive und sinnvoll diversifizierende Beta von Momentum- und Trend-Strategien zuverlässig und kosteneffizient abzuschöpfen sowie gleichzeitig das Einzel-Manager-Risiko signifikant einzudämmen.

Da klassische Trendfolger eine gewisse Anlaufzeit brauchen, um sich neuen Marktgegebenheiten anzupassen (i.d.R. ein bis zwei Wochen, je nach Marktdynamik), ergänzen wir Trend-Positionen in unserem Drawdown Management Ansatz mit weiteren geeigneten Bausteinen. Als zusätzlich divergentes Element kommen Global Macro Strategien zum Einsatz. Das Global Macro Universum ist aber äusserst heterogen und es weisen lange nicht alle Strategien das von uns gesuchte divergente Profil auf. Eine sorgfältige Due Diligence ist unabdingbar. Bei der Wahl achten wir neben guten Diversifikationseigenschaften gegen-

über traditionellen Anlagen auch auf tiefe Korrelation zu den Trendfolge CTAs, wodurch unsere Drawdown Management Lösung über einen weiteren Baustein diversifiziert wird, ohne das gewünschte, divergente Profil zu verwässern.

Drittens verwenden wir ebenfalls divergente aber im Schnitt etwas stärker absichernde Long Volatilitäts-Strategien (kurz Long Vol). Diese dienen als First Response in der Anfangsphase von Krisen, welche häufig mit abrupt fallenden Aktienmärkten und stark steigender Volatilität einhergehen. Dadurch erhöhen sich die Chancen unserer Drawdown Management Lösung, Gewinne bereits in der Anfangsphase einer sich anbahnenden Krise zu generieren. Zentral bei der Wahl von Long Vol-Strategien ist die Balance von Kosten (analog zu Put-Optionen) und Wirkungsgrad in Krisen. Unsere Long Vol-Strategien weisen über die Zeit eine positive erwartete Rendite auf. Dies im Gegensatz zu Long-Put-Strategien, die über die Zeit zwingend an Wert verlieren und daher ein optimales Timing erfordern (oder aber einfach nur die Reduktion von Volatilität beabsichtigen). Bei den CTAs kommt es hingegen in der ersten Phase von Krisen auf die Positionierung am Tag X an. Wenn Trendfolger «risk-on» sind, dann werden sie in der ersten Phase leiden.

Unsere Drawdown Management Lösung kombiniert verschiedene aber zuverlässig divergente Strategien (CTAs, Divergent Global Macro und Long Vol) in einer transparenten und kosteneffizienten Form. Damit sind wir für eine Vielzahl von Szenarien gewappnet. Zudem verwässert unsere Lösung die strategische Zielrendite eines Anlegers nicht, bietet aber Kunden jederzeit, und vor allem in Krisen, sehr hohe Liquidität.

Fazit

Was wenn sich ein Szenario abspielt, bei dem die Inflation global auf höheren Niveaus verharrt und risikobehaftete Anlagen unter Druck geraten? Was wenn wir eine Aktienmarktkorrektur erleben, bei der die altbekannte Unterstützung durch Staatsanleihen ausbleibt? SIGLO hat zwar nicht die Universallösung, aber mit der Drawdown Management Lösung einen Baustein, der in Phasen von Unsicherheit erhöhte Erfolgsaussichten aufweist und somit risikobewusste Anleger ansprechen sollte. Der einzige Zugang zu diesem Rendite-Profil liegt in alternativen Anlagen mit aktiven Handelsstrategien. Diese unterscheiden sich aber eben diametral von Klischee-Hedge-Funds sowohl bzgl. ihrer Liquidität und Kosten, als auch bzgl. ihren Diversifikationsmerkmalen und Transparenz.