

SIGLO Timeout Nr. 4

Alles hat ein Ende nur die Wurst hat zwei

Einleitung

Dass es sich beim Refrain des bekannten Lieds von Stephan Remmler aus dem Jahr 1987 um eine allgemein bekannte Unwahrheit handelt, wurde den Investoren in der vergangenen Krise deutlich vor Augen geführt. Neben der Wurst haben auch Renditeverteilungen von Anlagen zwei Enden. Die von allen Investoren gern gesehene rechte Seite mit ihren positiven Ausprägungen wird der linken Seite mit ihren negativen Renditen natürlich vorgezogen. Deshalb aber die linke Seite zu vernachlässigen wäre ein grosser Fehler. Eine Möglichkeit, das unliebsame linke Ende der Verteilung zu bändigen, liegt in der Diversifikation. Rückblickend kann man vereinfacht zum Schluss kommen, dass in den letzten zwei Krisen einzig Anlagen in Staatsanleihen die gewünschten schützenden Eigenschaften aufgewiesen haben. In diesem Timeout gehen wir darauf ein, weshalb wir dieser Annahme vorausblickend kritisch gegenüberstehen.

Eigentlich ist alles ganz einfach, oder?

Aktien sind die dominante Risiko- und Ertragsquelle der meisten Portfolios. In den vergangenen Dekaden haben Investoren unterschiedliche Ansätze verfolgt, diese Dominanz zu brechen und ihre Anlagen breiter abzustützen. Rückblickend erscheint es fast, als ob es neben Liquidität nur eine Anlageklasse gegeben habe, welche in den Krisen 2002 und 2008, Aktienrisiken diversifizierte: Staatsanleihen. Diese sogenannte „Basisdiversifikation“ hat sowohl in der Dotcom- als auch in der Finanzkrise funktioniert. Staatsanleihen waren nicht nur tief korreliert, sondern haben vielen Portfolios auch einen signifikanten Renditebeitrag in den Krisenjahren geliefert.

Der „Greenspan – Put“ ist abgelaufen

Der solide Renditebeitrag der Staatsanleihen war eine direkte Folge der geldpolitischen Eingriffe der Nationalbanken. Diese haben durch vehemente Zinssenkungen den Markt in beiden Krisen mit Liquidität versorgt und dadurch versucht, die wirtschaftliche Aktivität wieder anzukurbeln. Diese monetären Eingriffe wurden auf Grund ihrer belebenden Wirkung für risikobehaftete Anlagen wie Aktien im Jahr 2002 als „Greenspan – Put“ bekannt.

Seit Ausbruch der Krise mitte 2008 wurde und wird das Zinsinstrument der

Nationalbanken voll ausgeschöpft und mit alternativen Instrumenten wie beispielsweise dem Quantitative Easing (QE) ergänzt. Durch QE wurden bzw. werden die internationalen Zinskurven gezielt flach und tief gehalten.

Vorausblickend hat dies für die Investoren eventuell unangenehme Konsequenzen. Wir fragen uns unter Berücksichtigung der aktuellen Lage an den internationalen Zinsmärkten nicht nur, inwiefern Investoren mit gemischten Portfolios ein Ertragsproblem haben, sondern auch wie sie mit dem inhärenten Risikomanagement Problem umgehen. Es ist aus unser Sicht durchaus denkbar, dass;

- a) Staatsanleihen im Krisenfall nach wie vor tief korreliert sind, jedoch auf Grund des tiefen Zinsniveaus nur noch einen sehr bescheidenen Renditebeitrag liefern können (wir gehen davon aus, dass Nominalzinsen nicht unter 0 fallen werden).

oder

- b) Staatsanleihen und Aktien zeitgleich an Wert verlieren, wenn z.B. die Verschuldungs-Problematik diverser Staaten nicht unter Kontrolle gebracht werden kann (Stichwort „Sovereign Credit Risk“).

Wir vertreten deshalb die Hypothese, dass im aktuellen Zinsumfeld bei einem Krisenfall der Diversifikationseffekt von Staatsanleihen und Aktien deutlich schwächer ausfallen würde als in den beiden vergangenen Krisen im Jahr 2002 und 2008. Mit anderen Worten ist der Greenspan Put abgelaufen und das linke Ende der Wurst ist ungeschützt.

Finanzökonomischer „Elchtest“

In den letzten 10 Jahren ist es zu zwei bedeutenden Finanzkrisen gekommen, wobei die zweite in Sachen Umfang und Heftigkeit um einiges grösser war als die erste. Wenn wir historisch noch weiter zurückgehen, stellen wir fest, dass sich die Zeitspannen zwischen Krisen nicht nur verkürzen. Es scheint auch, als ob sich die Krisen in ihrer Magnitude verstärken. Parallel dazu beobachten wir, dass die politischen Eingriffe in das System ebenfalls einschneidender und umfangreicher werden. Ähnlich einem Auto, das ins Schlittern gerät, während der Fahrer versucht, dieses durch immer heftigeres Gegensteuern wieder in den Griff zu kriegen; bis es schliesslich kippt.

Ein Investor der wirklich einen langen und vor allem pfadunabhängigen Anlagehorizont hat, kann diese Krisen einfach aussitzen und schadlos überstehen. In unserer Auto-Analogie bedeutet das, dass er sein Fahrzeug auch mal ausbrechen lassen kann, ohne gleich zu befürchten, in ein Hindernis zu prallen. Seine Strasse ist breit und unbefahren. Viele Investoren sehen sich jedoch in finanziellen Fragen mit schmaler Fahrbahn, Gegenverkehr und Hindernissen konfrontiert. Sie sind gezwungen, bei Extremereignissen einzugreifen und ihren ursprünglich eingeschlagenen Pfad zu ändern, um einen drohenden Crash zu vermeiden. Für diese restringierten bzw. pfadabhängigen Investoren ist es unerlässlich, sich in ihren Portfolios vor starken Schwankungen zu schützen bzw. das Ausbrechen ihres Autos zu verhindern.

Handlungsoptionen

Ein pfadabhängiger Investor befindet sich aktuell in der ungemütlichen Situation, dass

seine „Hauptversicherung“ aus den beiden letzten Krisen nicht mehr vollumfänglich zu greifen droht (die Basisdiversifikation spielt nicht mehr). Und gleichzeitig werden die möglichen Schadensfälle in der Tendenz noch häufiger und extremer. Wir sehen folgende Handlungsoptionen, um mit der beschriebenen Problematik umzugehen:

- a) **Risikoverminderung:** er vermindert sein Engagement und dadurch sein Risiko, jedoch auch sein Ertragspotential. Dies ist insbesondere dann keine Alternative, wenn der Investor einem Ertragsdruck ausgesetzt ist.
- b) **Diversifikation (Umschichtung):** er tauscht seine Risiken, indem er andere Renditequellen erschliesst, die zusätzliche Risikoprämien beinhalten (Tausch von Beta zu Beta). Alternativ versucht er, durch aktives Management zusätzlichen Mehrwert zu generieren (Beta zu Alpha). Für Investoren mit geschickter Auswahl und Timing sicherlich ein denkbarer Weg.
- c) **Absicherung:** er kauft sich eine „Art“ Anlage-Versicherung, welche im Verlustfall zumindest teilweise seinen Ausfall im restlichen Portfolio deckt.

Für viele institutionelle Anleger ist Option a) auf Grund des Ertragsdruckes bzw. -zwangs keine echte Handlungsalternative. Auf Chancen und Risiken der Option b) „Diversifikation“ sind wir bereits in unserem Timeout „Pizzen, Pizzerien, Portfolios, Prego!“ eingegangen. In der Folge möchten wir uns deshalb auf den Sinn und Zweck von Absicherungsstrategien für ein gemischtes Portfolio konzentrieren.

Gedanken zu Absicherungsstrategien

Absicherungsstrategien sind Risikomanagement Instrumente, welche zum Ziel haben, das Portfolio im Krisenfall zu schützen. Die langfristig erwarteten Renditen von Absicherungsstrategien sind oft negativ. Man spricht vielfach auch von einer „Negative Carry Strategy“. Ein Investor muss bereit sein, einen Teil seiner positiven

erwarteten Rendite auf der rechten Seite der Verteilung abzugeben, um sich vor stark negativen Realisationen auf der linken Seite der Verteilung zu schützen.

Die Umsetzung ist dabei entscheidend. Eine Absicherungsstrategie macht nur Sinn, wenn sie die erwartete Renditeverteilung des Gesamtportfolios so verändert, dass der Investor gegenüber der Option Risikoverminderung nach Kosten besser gestellt ist (d.h. beispielsweise besser als mit einer simplen Absicherung über Futures). Dies ist nur der Fall, wenn das Absicherungsportfolio ein asymmetrisches Auszahlungsprofil aufweist.

Das Aufsetzen einer Absicherungsstrategie ist ein mehrstufiger Prozess, in welchem der interessierte Investor unterschiedliche Fragen beantworten muss. Diese sind in Abbildung 1 zusammengefasst.

Abbildung 1: Ziele und Rahmenbedingungen von Absicherungen



© SIGLO Capital Advisors AG

In einem ersten Schritt muss die Frage beantwortet werden, welche Risiken man überhaupt absichern will und inwieweit man Basisrisiken in Kauf nehmen kann. Direkt damit verbunden ist die Frage, ab welchem Level diese Versicherung greifen soll und wie viel man vom Gesamtportfolio absichern möchte. Wie viel Ertragspotential man für die gewünschte Versicherung aufgeben muss, ist zudem mit den Fragen verbunden,

mit welcher Reaktionszeit und über welchen Zeithorizont sie wirken soll. Die geeignete Kapitaleffizienz (Leverage), das rechtliche Rahmenwerk (Stichwort Nachschusspflicht) und mögliche Gegenpartei Risiken sind weitere Eckpunkte, welche in einem Absicherungs-Konzept verankert werden müssen.

Umsetzung

Wir haben uns in den letzten Monaten intensiv mit denkbaren Varianten zur Implementierung einer Absicherungsstrategie für verschiedene Portfolios auseinandergesetzt. Je nach dem, wie der einzelne Investor vorangehende Fragen beantwortet, drängt sich ein ganz bestimmter Mix von gezielten Programmen, Instrumenten und Strukturen auf. Zudem erfordern unterschiedliche Portfolios auch unterschiedliche Ausrichtungen, weshalb es aus unserer Sicht keine „One-Size-Fits-All“ Lösung gibt.

Zusammenfassung

Investoren mit gemischten Portfolios haben im aktuellen Tiefzinsumfeld nicht nur ein Ertrags- sondern auch ein Risikomanagementproblem. Auch wenn rückblickend die Basisdiversifikation zwischen Staatsanleihen und Aktien während den letzten beiden Krisen funktioniert hat, sind wir skeptisch, ob diese Beziehung auch vorausblickend hält. Mit dem Bewusstsein, dass nicht nur die Wurst zwei Enden hat, sollte sich ein Investor gezielt mit der Problematik der linken Verteilungsseite auseinandersetzen. Ein intelligentes und zielgerichtetes Absicherungskonzept stellt aus unserer Sicht mehr als nur eine Handlungsoption dar.