

SIGLO Timeout Nr. 111 – Alternative Verteidigungsstrategien

Inhalt

Das Timeout schliesst unmittelbar ans letzte an, wo wir die Bedeutung von Regimen erörterten und blindes Vertrauen in vergangene Datenreihen kritisch hinterfragten. Wir schlossen mit der Konklusion, dass Anlagen in Staatsanleihen mit tiefen bzw. sogar negativen Renditen für uns Sinn ergeben, wenn sie als Quelle zur Liquiditätsbeschaffung im Krisenfall dienen. Der Einsatz als Verteidigung gegen Verluste in Aktienmarktkrisen ist hingegen aufgrund des limitierten Gewinnpotentials im heutigen Tiefzinsumfeld arg geschwächt. In Analogie zum Teamsport hat dieser altgediente Verteidiger seinen Zenit überschritten und an Zuverlässigkeit eingebüsst. In diesem Timeout schauen wir uns deshalb alternative Verteidiger und Verteidigungsstrategien an und zeigen auf, wie sich diese in der ereignisreichen ersten Hälfte 2020 geschlagen haben.

Voraussetzungen für Ersatzverteidiger

Um überhaupt für die Rolle als Alternative zu Staatsanleihen in Frage zu kommen, sind für uns zwei zentrale Eigenschaften zu erfüllen:

Erstens muss die Liquidität der Alternative ein flexibles Rebalancing ermöglichen. Das Spektrum reicht dabei von täglich bis zu vierteljährlich. Darüber hinaus geht für uns (zu) viel Flexibilität verloren. Zweitens sollte die Alternative eine über Marktzyklen tiefe, im Idealfall sogar negative Korrelation mit Aktien aufweisen, besonders in Krisen. Permanente negative Korrelation ist aber keine zwingende Voraussetzung, da dies auch bei den Staatsanleihen nicht erfüllt ist. Um auf die Sportanalogie zurückzukommen, bieten sich für uns Verteidiger an, welche offensiv Akzente setzen und sogar Tore schießen können. Positive Renditeerwartungen stellen für uns aber keine Voraussetzung (mehr) dar, weisen doch heute die meisten Staatsanleihen netto in CHF abgesichert negative Verfallsrenditen auf. Ausgewählte alternative Anlagen können daher im Gesamtportfoliokontext nützliche Eigenschaften bieten und erscheinen besser gegen verschiedenste «Angriffe» gerüstet.

«Sichere Häfen» zur Verteidigung

In Frage kommen für uns sogenannte «Safe Haven» Anlageklassen, zu denen wir auch solide Staatsanleihen zählen, d.h. solche, die im Krisenfall stabilisierend auf die Portfoliorendite wirken. Dazu gehört auch **Gold**, das sich aufgrund seiner Werterhaltungseigenschaften seit jeher grosser Beliebtheit erfreut und historisch zuverlässigen Krisenschutz bot, auch in diesem Jahr. Gold neigt aber in

den ersten Phasen vergangener Aktienkrisen (deflationäre Schocks) häufig zu Schwäche, d.h. wird von Angreifern regelrecht überrannt. Mit fallenden Realzinsen (aufgrund von Zinssenkungs- und/oder höheren Inflationserwartungen) fängt sich normalerweise das Edelmetall dann aber und wird schliesslich zu einem zuverlässigen defensiven Anker. Das Verhalten in den letzten Monaten bestätigt unsere These: Gold verlor in den volatilsten Tagen (24. Februar bis 23. März) etwa 10% an Wert, war aber eine der wenigen positiven Anlageklassen sowohl in Q1 und Q2 2020 (YTD bei rund 17% in USD per Ende Juni). Staatsdefizite und historische Notenbankeingriffe sprechen heute durchaus für Gold. Die Schwierigkeit besteht aber darin, dass Gold für uns ein Spekulationsobjekt bleibt, das weder Zins- oder Dividendenzahlungen noch sonstige Risikoprämien abliefern. Auch eignet sich diese Art der Verteidigung wegen der verzögerten Reaktionszeit weniger für ein rasches, opportunistisches Umsteigen auf Angriff (Transition bzw. Anlage-Rebalancing).

Neben Edelmetallen weisen auch die **Fluchtwährungen** gute Kriseneigenschaften auf, was aus unserer Sicht zumindest in die Diskussion rund um die Absicherungsquote miteinfließen sollte. Durch eine Währungsabsicherung können zwar Verluste auf ausländischen Anlagen gemindert werden. Aber ein bewusstes FX-Exposure kann auch als Kompensation für die aus CHF-Sicht teure Währungsabsicherung (Zinssatzdifferenzial plus Basis) gesehen werden. Aus CHF-Sicht sah man bis Jahresmitte eine Aufwertung von fast 4% ggü. dem USD. In der Krise selbst

gewann der CHF zunächst 6%, verlor diese aber in der zweiten und dritten Märzwoche wieder. Insgesamt ist der FX-Verteidiger also nicht sehr zuverlässig (hohes Basisrisiko) und lässt sich sehr leicht von externen Faktoren ablenken. Ein weiteres Problem liegt darin, dass sich kein Land eine starke Währung leisten will bzw. kann (obwohl von Politikern das Gegenteil beteuert wird), weshalb wohl Notenbankeingriffe zur Regel geworden sind.

Aktive Verteidigung

Neben Safe Havens gibt es Absicherungs- und aktive Handelsstrategien, welche zu Verteidigungszwecken eingesetzt werden. Um die Katze aus dem Sack zu lassen: Es gibt für uns keine einzelnen Verteidigertypen, die alle gesuchten Eigenschaften permanent erfüllen können. Gründe sind Trade-Offs zwischen Wirkungskraft im Krisenfall (Krisengewinn), Kosten in normalen Zeiten («Bleeding») und Basisrisiko (Zuverlässigkeit). Generell gilt: je stärker und zuverlässiger die Verteidigung, desto höher ihre Kosten. Hinzu kommt, dass nicht jeder Angriff (sprich jede Krise) gleich von statten geht und der Krisenverlauf einen entscheidenden Einfluss auf den Erfolg einer Abwehrstrategie ausübt. Allein schon deshalb empfiehlt sich ein diversifizierter Ansatz mit mehreren Verteidigern zur Absicherung.

Absicherungsstrategien

Eine dem Portfolio angepasste Aktien **Put-Strategie** bietet den besten Schutz, gerade bei panikartigen Krisen wie in Q1 2020. Doch ihre Kosten sind hoch, besonders in einem von Unsicherheit geprägten Markt mit hoher impliziter Volatilität und hohen Prämien. Wer also nicht über Timing-Fähigkeiten verfügt, was in der Finanzwelt eher die Regel ist als im Profisport, braucht für die Verteidigungsstrategie ein hohes Budget. Nichtsdestotrotz, wer anfangs 2020 über Aktien-Puts in den Büchern verfügte, durfte sich zuerst auf die Schulter klopfen und sich danach den Kopf darüber zerbrechen, ob überhaupt und wann genau die Gewinne realisiert werden sollten (sofern zuvor kein Plan verabschiedet wurde). Die 20%-Out-of-the-Money-Put-Option auf dem S&P 500, welche wir im Timeout 106 als Beispiel betrachteten, die sich im Höhepunkt der Krise im Wert verzwanzigfachte, wäre bei Verfall am 19. Juni 2020 bei einer buy-and-hold Strategie wertlos ausgebucht worden.

Ohne dies zu werten (Renditeglättung bzw. Volatilitätssenkung beitet auch ihren Wert), zeigt es uns, dass Put-Strategien zahlreiche schwierige Entscheide erfordern wie Kosten, Gewinnabschöpfung, Rebalancing, etc..

Etwas Abhilfe schaffen **Tailhedge** und **Long Volatility Strategien**, welche ähnliche Ziele wie Puts verfolgen (Krisengewinne), aber zu tieferen Kosten (Bleeding). Dafür gehen sie Kompromisse ein bzgl. Wirkungsgrad im Krisenfall (tiefer) und Zuverlässigkeit (höheres Basisrisiko). Zudem nehmen sie dem Investor teilweise (mandatsabhängig) den Entscheid zur Gewinnrealisierung ab. Nach rund zehn Jahren «Dürre» (d.h. tiefe/sinkende Volatilität und steigende Aktien) profitierten sie im März 2020 von den heftigen Kursverwerfungen und hoher Volatilität in vielen Anlageklassen und Märkten und erzielten Traumergebnisse. Tailhedge Strategien, gemessen am CBOE EH Tail Risk HF Index, erzielten +57.2% in Q1 2020. In Q2 trotzten sie der V-förmigen Kurs-erholung und verloren als Gruppe nur -4.6%. Long Volatility Strategien haben im Vergleich zu reinen Tailhedge Fonds kein explizites Absicherungsmandat und fokussieren eher auf absolute Renditen, d.h. sie kaufen nicht um jeden Preis Volatilität. Sie sind in der Regel auch breiter diversifiziert, weisen dafür aber auch meist ein höheres Basisrisiko und geringere Konvexität auf. In Q1 2020 erzielten sie mit +31.8% ebenfalls ein hervorragendes Resultat (gemessen am CBOE EH Long Volatility HF Index) und beeindruckten uns mit nur sehr geringen Gewinnrückgaben von rund -1.0% im darauffolgenden Quartal.

Divergente Handelsstrategien

Neben zuverlässigen, aber auch teuren Verteidigern gibt es liquide Handelsstrategien mit interessanten Kriseneigenschaften, vergleichbar mit einem defensiven Mittelfeld im Fussball. Gemeint sind divergente Strategien wie wir sie bereits in den Timeouts Nr. 90 und Nr. 100 beschrieben haben und sie an dieser Stelle nicht erneut im Detail einführen.

Für klassische **Trendfolge CTAs** mit einem mittleren bis längeren Trendhorizont war der bisherige Verlauf der Krise eher frustrierend. Unmittelbar nach ihrer Neupositionierung auf fallende Aktienmärkte, sorgten die Stimulus

Massnahmen für eine 180 Grad Kehrtwende. Immerhin erzielten sie dank Gewinnen auf Fixed Income (long) und Energie (short) in Q1 2020 ein im Durchschnitt positives Ergebnis und erfüllten so die Erwartungen. In Zahlen ausgedrückt erzielten Trendfolger in Q1 2020 2.3% aber verloren im Q2 -3.1% (gemäss SG Trend Index). Die hohe Volatilität an vielen Märkten führte wie erhofft dazu, dass sie ihr Exposure generell reduzierten und Verluste in Q2 damit wenigstens überschaubar blieben. Der Jahresverlust stammt hauptsächlich aus Aktien (in Q1 auf Long-Positionen und in Q2 auf den Shorts). Im zweiten Quartal kamen zusätzliche Verluste von der Dollarschwäche und der Erholung im Energie-Komplex dazu.

Die «Artenvielfalt» bei **Short-Term Trading CTAs** (Anlagehorizont von bis zu 20 Tagen) bleibt enorm. Neben Momentum (kurzfristige Trends) werden auch andere Strategien wie Mean-Reversion oder Pattern Recognition (sich wiederholenden Muster an Märkten) eingesetzt. Als Gruppe (gemäss SG Short-term Trading Index) erging es ihnen mit 3.9% in Q1 gut, und sie gaben bei den Reversals in Q2 2020 weniger zurück (-0.9%), womit sie im ersten Halbjahr 3.0% erzielten. Die für uns im Fokus liegenden Momentum/Vol Breakout Strategien erfüllten Erwartungen mit hohen Gewinnen in der ersten Märzhälfte ebenfalls. Danach sorgten starke tägliche Bewegungen in beide Richtungen für schwierigere Phasen.

Analog zu Long-Vol-Strategien erlebten auch **diskretionäre Global Macro Strategien** ein Comeback in Q1 2020 mit teilweise hohen

Gewinnen auf Staatsanleihen (besonders in den USA) und Volatilität (SG Discretionary Macro Trading Index -0.5% in Q1 und 4.1% in Q2). Das heterogene Strategie-Set führte wie erwartet zu breiter Renditestreuung. So gab es auch weniger erfreuliche Zahlen aus der Ecke der Value-orientierten oder der EM-Fonds, doch die agieren für uns sowieso eher im Stil von Stürmern als von Verteidigern. Weiter und überraschender bekundeten viele **systematische Strategien** Schwierigkeiten (SG Quantitative Macro Trading Index -5.0% in Q1 und -0.5% in Q2). Dazu zählen wir auch Strategien, die in früheren Krisen brillierten. Besonders die längerfristigen fundamentalen Strategien mit wenig Trend und Sentiment Signalen (schnellere Reaktionszeit), wurden in der Coronakrise auf dem falschen Fuss erwischt und profitierten nur bescheiden von der Erholung in Q2, da die Risiken reduziert und die Positionen angepasst wurden.

Fazit

In unseren Augen entsprach die Leistung der einzelnen Verteidiger unseren Erwartungen, inkl. den altgedienten Haudegen aus der Welt der Staatsanleihen. Andere Enttäuschungen wie z.B. Systematic Macro in Q1 2020 sind in diversifizierten Portfolios, die für jegliche Art von Angriffen gewappnet sein sollten und in ruhigen Zeiten wenig kosten, unvermeidbar. Umso wichtiger ist es für Teamsportarten als auch für Anlageportfolios, dass Schwächen einzelner Spieler von anderen ausgeglichen werden. Deshalb legen erfolgreiche Coaches viel Wert auf die Mischung von Spielertypen und auf ihre spezifische Rolle auf dem Feld.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

