



Partisan Strategie Fonds (CHF)

Strategiesitzung 4. Quartal 2013: Risiken in Krisensituationen

Die zweite Strategiesitzung beschäftigte sich schwerpunktmässig mit Risiken des Fonds. Ziel war vor allem, mögliche Entwicklungen des Partisan in Krisensituationen besser abschätzen und verstehen zu können.

Zu diesem Zweck rekonstruierten wir mittels einer *historischen Simulationen*, wie sich der Partisan während der grossen Krisen der letzten gut 100 Jahre verhalten hätte. Wir verglichen die Entwicklung des Fonds auch relativ zur Kaufkraft von Geldmarktanlagen, was einmal mehr deutlich machte, dass Cash auf mittel- und längerfristige Sicht keineswegs sicherer ist, als ein breit diversifiziertes Portfolio.

Zudem fragten wir in „*reverse Szenarios*“, was heute an den Finanzmärkten geschehen müsste, damit der Partisan 15%, 30% oder gar 50% seines Wertes verlieren würde.

Bevor wir uns jedoch in Zahlen verlieren, wollen wir auf die Bedeutung eines der wichtigsten und doch allzuoft vernachlässigten Instruments des Risikomanagements eingehen: die persönliche Beteiligung der Entscheidungsträger an allfälligen Verlusten (*skin in the game*).

Skin in the Game und (Tail-) Risiken

Das Partisan Management Team hat insgesamt ca. 4 Mio. CHF des persönlichen Vermögens im Partisan Strategiefonds (CHF) angelegt. Der hauptverantwortliche Portfoliomanager hat mehr als die Hälfte seines Vermögens in den Fonds investiert. Die für die Anlagen verantwortlichen Personen sind damit von allfälligen Verlusten unmittelbar, stark und persönlich betroffen.

Warum erwähnen wir dies in Zusammenhang mit dem Thema „Risiken in Krisensituationen“? Manche Risiken in Finanzprodukten sind von aussen kaum erkennbar, und bleiben selbst Experten oft verborgen. Es handelt sich dabei typischerweise um sog. „Tailrisks“, Risiken mit zwar geringer Eintrittswahrscheinlichkeit, dafür aber stark negativen Auswirkungen, wenn sie eintreten. Das sind beispielsweise versteckte Kreditrisiken, Liquiditätsrisiken, rechtliche Risiken oder Risiken, die sich nur bei einer sehr starken Rezession manifestieren. Während der Finanzkrise 2008/09 haben viele Anleger, aber auch Banken oder Pensionskassen aufgrund solcher fast unsichtbarer Risiken große Teile ihres Vermögens, bzw. Kapitals verloren.

Wie kann man sich gegen derartige Risiken schützen? Weit effektiver als Regulierungen, detaillierte Produktanalysen oder komplexe Risikomodelle ist die Beteiligung der Entscheidungsträger an allfälligen Verlusten: Dies hält die Verantwortlichen vor der Inkaufnahme überhöhter Risiken ab und zwingt sie, mit den notwendigen Risiken besonders ernsthaft und überlegt umzugehen.

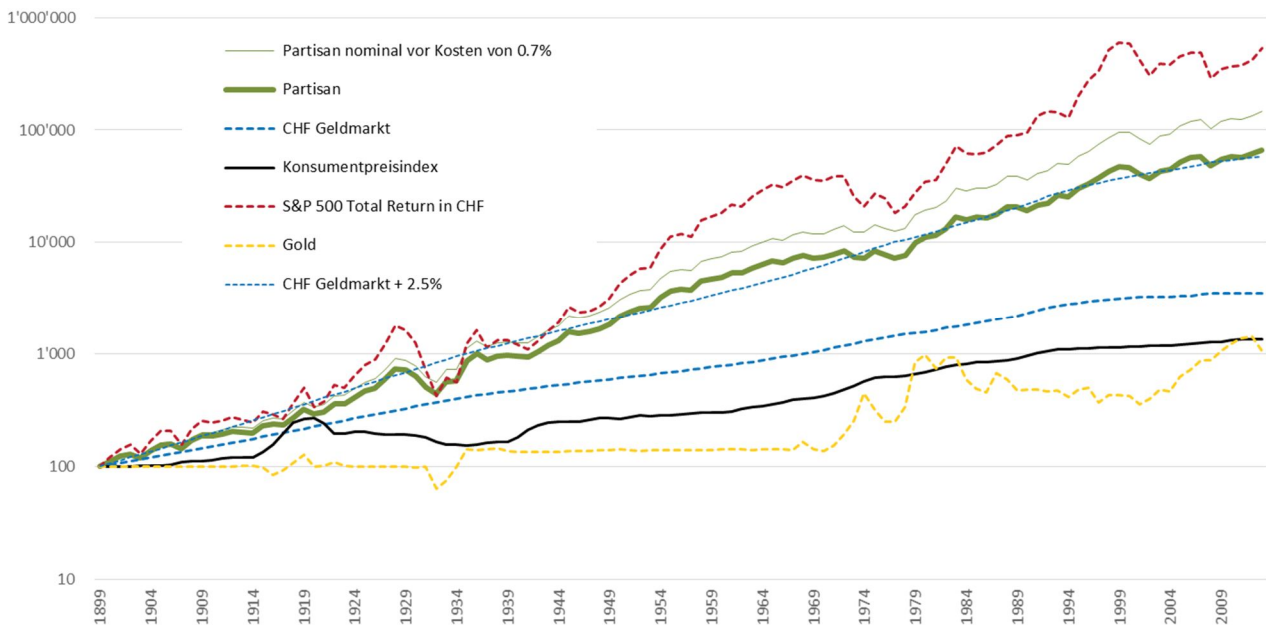
Das gilt natürlich weit über die Finanzbranche hinaus. Interessante Hintergründe und Zusammenhänge zu diesem Thema erläutert Nassim Taleb in einem hörenswerten Podcast unter anderem am Beispiel von Architekten zu babylonischer Zeit: http://www.econtalk.org/archives/2013/09/taleb_on_skin_i.html

Historische Szenarien

Um das Verhalten des Fonds in verschiedenen Krisensituationen besser abschätzen zu können, simulierten wir die Entwicklung des Partisan über die letzten gut hundert Jahre, basierend auf der heutigen Asset Allocation¹. Im folgenden zeigen wir die wichtigsten Ergebnisse.

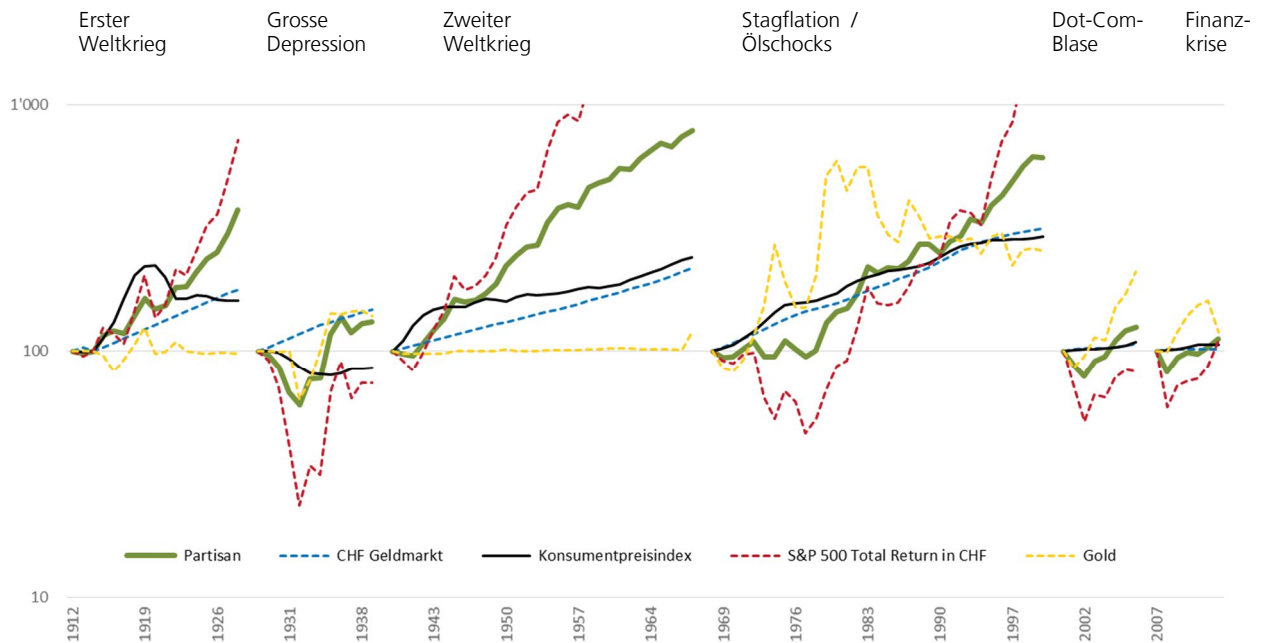
¹ Aufgrund fehlender Daten für verschiedene Anlageklassen und aus Komplexitätsgründen mussten für diese Simulationen verschiedene Annahmen getroffen werden. Im Anhang werden diese offengelegt.

Langfristige Entwicklung des Partisan im Vergleich mit verschiedenen Anlageklassen und dem Konsumentenpreisindex:

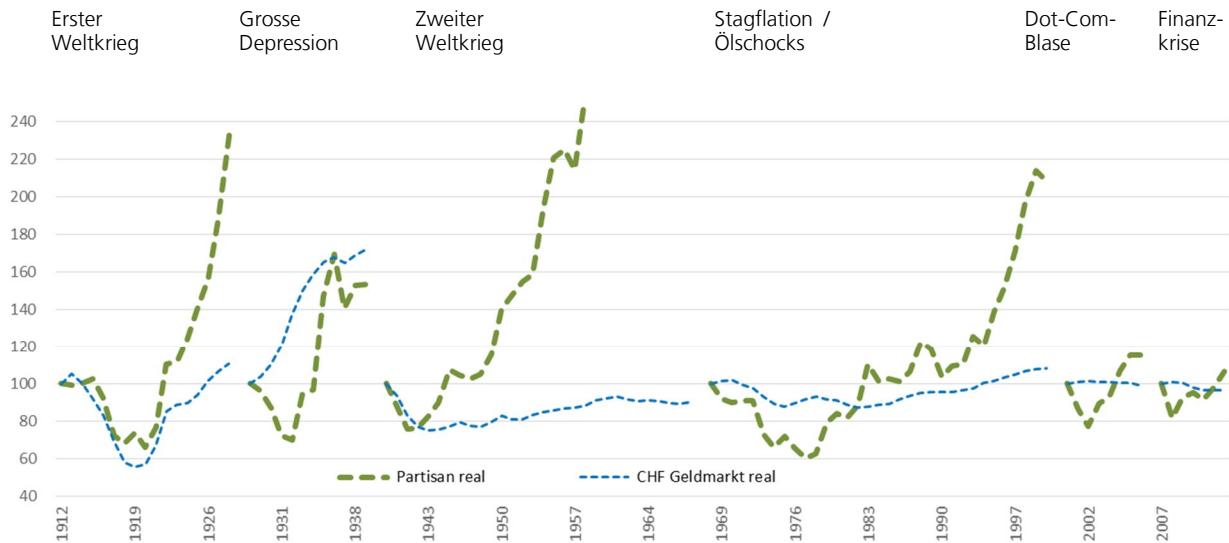


Im langfristigen Trend erzielte der Partisan nach Kosten eine Rendite von ca. 2.5% über einer Geldmarktanlage. Dies entspricht den Erwartungen: Haupttreiber der Rendite sind langfristig vor allem die 45% Aktien, welche im Durchschnitt eine Risikoprämie von ca. 4-5% (vor Kosten) über Geldmarkt abwarfen: in der Grafik repräsentiert durch den S&P 500 Aktienindex. 10% Edelmetalle (repräsentiert durch Gold) haben inflationsbereinigt praktisch 0% rentiert, d.h. die Preisentwicklung entspricht im Durchschnitt in etwa dem Konsumentenpreisindex. Dafür haben die Edelmetalle zeitenweise aber wesentlich zur Stabilisierung des Gesamtportfolios beigetragen.

Entwicklung jeweils ab Beginn einer Krise auf 100 normiert:



Inflationsbereinigte Kaufkraftentwicklung des Partisan im Vergleich mit Geldmarktanlagen, jeweils ab Beginn einer Krise auf 100 normiert:



Kaufkraftbereinigt erwies sich das breit diversifizierte Portfolio des Partisan in Zeiten sehr hoher Inflation wie im ersten Weltkrieg gegenüber einer Geldmarktanlage als robuster. In Krisen mit niedriger Inflation oder gar Deflation wie während der grossen Depression schnitt der Partisan naturgemäss schlechter ab als Geldmarktanlagen. In der Regel wurden diese Verluste jedoch innert 4 bis 10 Jahren (nach der Stagflation der 70er Jahren erst nach 14 Jahren) wieder vollständig wettgemacht. Dies im markanten Gegensatz zu Geldmarktanlagen, welche sehr viel länger brauchten, um sich von Kaufkraftverlusten zu erholen.

1. Weltkrieg: die aus Anlegersicht wichtigste Entwicklung war ein rascher und starker Anstieg der Inflation aufgrund einer starken Geldmengenerhöhung durch den Aufbau eines grossen Portfolios an Staatspapieren durch die Nationalbank. Dies auf dem Hintergrund rasch steigender Budgetdefizite der öffentlichen Hand. Das Preisniveau war bei Kriegsende mehr als doppelt so hoch wie bei Kriegsbeginn. Entsprechend erlitten sämtliche Anlageklassen und damit auch der Partisan trotz teilweise erheblicher nominaler Gewinne grosse reale Verluste (-33%). Die grössten Kaufkraftverluste erlitten in dieser Periode jedoch nicht Aktieninvestoren, sondern Inhaber von Konten, Bargeld und Geldmarktanlagen, welche durch Inflation nahezu die Hälfte ihres Vermögens verloren.

Große Depression: Als Folge des Börsencrash von 1929 und dem Zusammenbruch der Weltwirtschaft erlitten zunächst Aktionäre sehr große Verluste. Verstärkt wurden diese für Schweizer Investoren noch durch starke Abwertungen des Pfund (1931) und des USD (1933) infolge der Aufgabe des Goldstandards.

Trotz Abfederung der Währungsverluste durch die teilweise Währungsabsicherung (vgl. dazu Reporting Oktober 2013), erlitt der Partisan in dieser Zeit mit ca. -40% die grössten nominellen Verluste seit 1900.

Gleichzeitig sanken jedoch die Konsumentenpreise von 1929 bis 1934 um ca. 20%. Gemessen an der Kaufkraft verlor der Partisan in dieser Phase deshalb „nur“ ca. 30%. Durch die anschliessende Erholung der Aktienmärkte wurden die Verluste dieser grossen Wirtschaftskrise im Partisan bereits 1935 wettgemacht.

2. Weltkrieg: Rein finanziell ging die grösste Katastrophe der Menschheit am Partisan mit einem maximalen Kaufkraftverlust von gut 20% erstaunlich glimpflich vorüber. Allerdings sind diese Zahlen aufgrund der Kriegswirtschaft mit vielen administrierten Preisen, Devisenmarkteinschränkungen, etc. mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren.

Stagflation der 70er Jahre: Charakteristisch ab Ende der 60er Jahre war weltweit eine stetig zunehmende Inflation bei gleichzeitig stagnierender Wirtschaftsentwicklung und zunehmender Arbeitslosigkeit. Der Edelmetall- und Immobilienanteil im Partisan trugen in dieser Zeit wesentlich zu einer Dämpfung der Kaufkraftverluste im Partisan bei. Zwischen 1968 und 1977 hätte der Fonds zwar nur ca. 5% verloren. Aufgrund der hohen Inflation bedeutete dies aber erhebliche Kaufkräfteinbussen von ca. 40%.

Ab Ende der 70er Jahre setzten im Gefolge der wieder an Geldwertstabilität und langfristigem Wachstum orientierten Politik insbesondere unter Volcker, Thatcher und Reagan, aber auch in der Schweizerischen Nationalbank, starke und anhaltende Gewinne an den Aktien- und Obligationenmärkten ein, welche die vorangehenden Verluste bereits Anfang der 80er Jahre kompensierten.

Reverse Szenarios

Wir fragen, was an den Finanzmärkten geschehen müsste, damit der Fonds einen bestimmten Verlust erleide. Die folgende Auswahl an Szenarien ist natürlich willkürlich, gibt aber trotzdem ein gewisses Gefühl, was für Bewegungen es in etwa bräuchte, um einen Verlust von 15%, 30% oder 50% im Partisan zu verursachen.

	Aktien- und Immobiliencrash			Gleichzeitige Verluste in allen Anlageklassen		
	-15%	-30%	-50%	-15%	-30%	-50%
Partisan (nominal)	-15%	-30%	-50%	-15%	-30%	-50%
Aktien und Immobilien	-30%	-60%	-100%	-16%	-32%	-53%
Edelmetalle	-	-	-	-16%	-32%	-53%
Fremdwährungen	-	-	-	-16%	-32%	-53%
Zinsänderung	-	-	-	1.5%	3.0%	5.0%

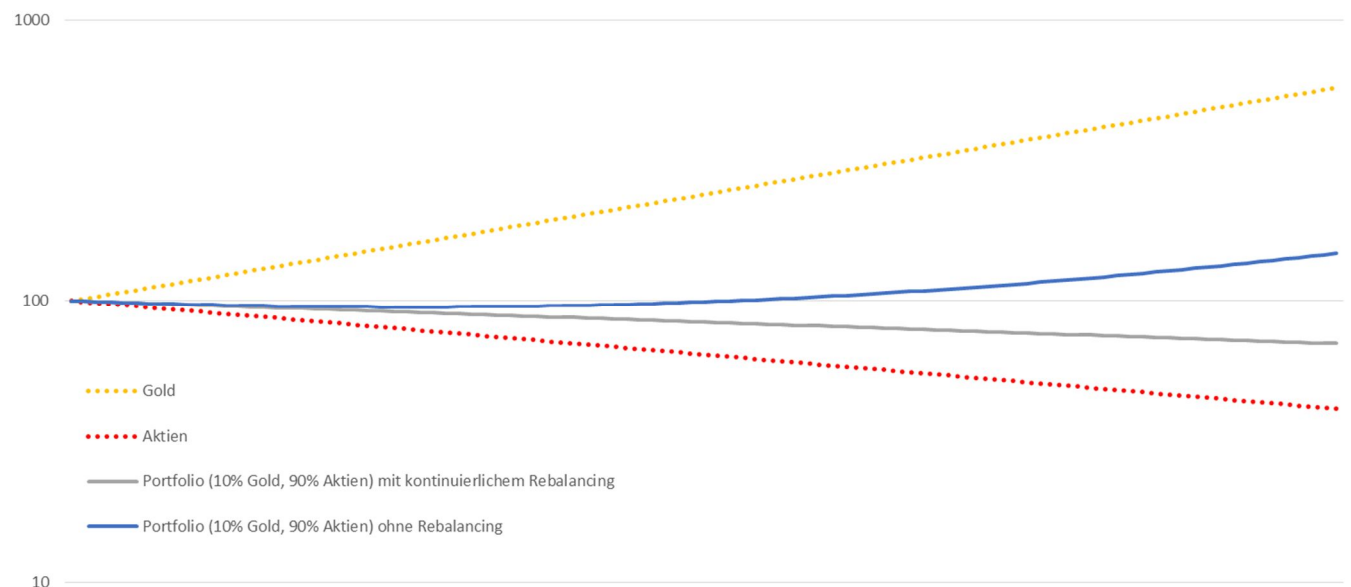
Konsequenzen für unsere Anlagestrategie: Verzicht auf automatisches Rebalancing

Aufgrund der historischen Simulationen wurde uns bewusst, wie stark in gewissen Konstellationen der Effekt eines regelmässigen Rebalancings sein kann. Ungünstig ist der Effekt in anhaltenden, entgegengesetzten Trends verschiedener Anlageklassen. Rebalancing heisst in dieser Situation, die ‚schlechten‘ Anlagen dauernd aufzustocken, während die ‚guten‘ Anlagen verkauft werden. In gewisser Weise widerspricht dies dem Diversifikationsgedanken.

Besonders negativ hätte sich kontinuierliches Rebalancing in den 70er Jahren ausgewirkt, als Aktien über Jahre stark an Wert verloren, während sich der Preis von Edelmetallen vervielfachte. Der Partisan (simuliert mit jährlichem Rebalancing) verlor in der Periode von 1968 bis 1977 ca. 5%, während er ohne jegliches Rebalancing ca. 25% zugelegt hätte.

Wie lange solche Trends anhalten, weiss man natürlich erst nachträglich. Trotzdem haben wir uns entschlossen, Rebalancing-Entscheidung in Zukunft bewusst zu treffen und auf ein mechanisches und kontinuierliches Rebalancing zu verzichten, um das Portfolio nicht zu anfällig auf extreme Verluste in einer einzelnen Anlageklasse zu machen.

Die folgende Grafik zeigt schematisch den Effekt des Rebalancings in einer anhaltenden Trendsituation, wie wir sie Ende der 60er und Anfang der 70er Jahre hatten:



Anhang 1: Annahmen und Quellen zu den historischen Simulationen

Datenfrequenz: jährlich
 Rebalancing: jährlich
 Zeitreihen, Gewichte, Quellen:

Anlageklasse	Verwendete Zeitreihen, Approximationen und Annahmen	Partisan Zielallokation	Simulation	Quellen
Geldmarkt CHF	Banken Spareinlagen	15%	17%	SNB
Nominal Bonds	Zinssätze für Obligationenanleihen CHF (Obligationen Fremdwährungen hedged durch Obligationen CHF approximiert)	12%	15%	SNB
Inflation Linked Bonds	Approximation durch CPI (d.h. Annahme: Realzinsen = 0%)	8%	8%	Bundesamt für Statistik
Aktien CH	bis 1971: S&P500 (Total Return), in CHF hedged bis 1989: DAX Index (Total Return) in CHF hedged ab 1989: SPI Index (Total Return)	18%	18%	http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm SNB Bloomberg
Aktien International	bis 1971: S&P500 (Total Return) in CHF hedged seit 1971: MSCI World (Total Return) in CHF hedged	27%	27%	http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm SNB Bloomberg
Gold	New York Marketprice	6%	6%	www.measuringworth.com
Silber	New York Marketprice	2%	2%	www.measuringworth.com
Platin	bis 1988: approx. durch 50% Gold + 50% Silber seit 1988: Platin	2%	2%	Bloomberg
Immobilien	bis 1970: S&P500 Total Return in CHF bis 2005 Immobilienpreisindex seit 2005 CreditSuisse Real Estate Fund Internat.	5%	5%	http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm Wüest und Partner Bloomberg
Versicherungsbasierte Anlagen	Durch Geldmarkt und Bonds ersetzt, da keine langen Zeitreihen verfügbar	5%	0%	
Fremdwährungs-Exposure	USD Geldmarkt in CHF / CHF Geldmarkt	18%	18%	www.measuringworth.com , SNB, Bloomberg
Inflation Schweiz	Konsumentenpreisindex Schweiz			Bundesamt für Statistik
Kosten	Total Expense Ratio: 0.65% p.a. Transaktionskosten: 0.05% p.a.			

Anhang 2: Maximale Verluste und Erholungszeit

Die folgende Tabelle zeigt pro Krise den jeweils maximalen Verlust seit dem Höchststand vor der Krise, nominal und real. Zum Vergleich wird auch der jeweilige Kaufkraftgewinn oder Verlust einer CHF Geldmarktanlage gezeigt. Im weiteren wird jeweils die Zeit vom Höchststand vor der Krise bis zu einem neuen Höchststand nach der Krise erwähnt.

Krise			Partisan		Geldmarkt	Konsumentenpreise	Anzahl Jahre bis zu vollständiger Erholung des Partisan	
	von Ende	bis Ende	nominal	real	real		nominal	real
1. WK	1913	1918	36%	-33%	-40%	104%	-	9
Grosse Depression	1928	1932	-40%	-30%	37%	-14%	7	7
2. WK	1938	1942	9%	-23%	-22%	42%	5	6
70er	1968	1977	-5%	-40%	-8%	58%	7	14
Dot Com	2000	2002	-21%	-23%	1%	2%	6	6
Finanzkrise	2007	2009	-6%	-8%	0%	2%	3	4