



Partisan Strategie Fonds (CHF)

Strategiesitzung 2. Quartal 2014: Kreditrisiken und Absicherung von Aktienrisiken

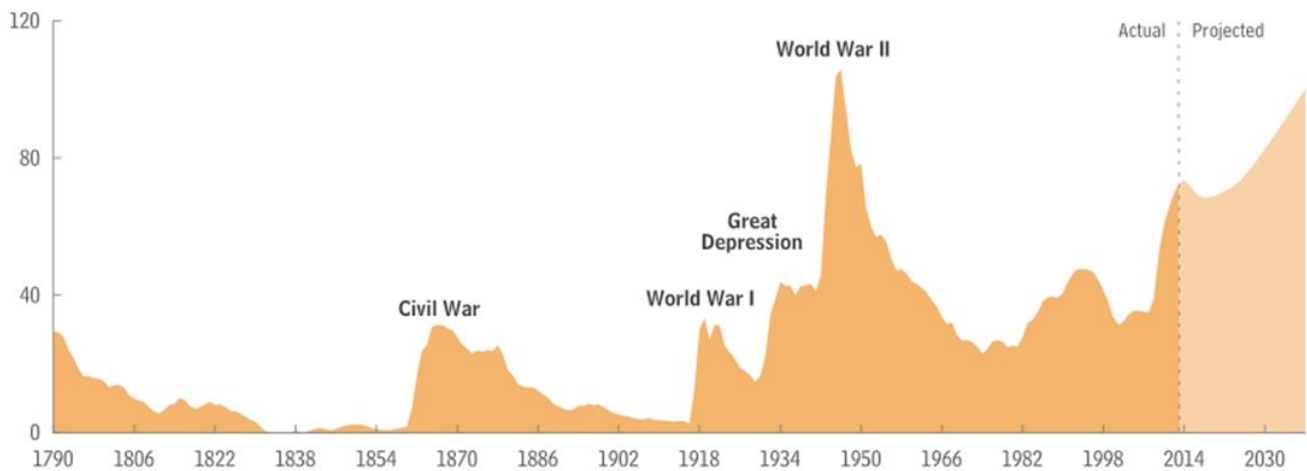
An den Finanzmärkten herrscht Champagnerlaune. Die Aktienkurse steigen scheinbar ohne Grenzen. Die Prämien für Kreditrisiken von hoch verschuldeten Staaten und Unternehmen betragen nur noch einen Bruchteil der Werte von 2012. Die aktuellen Zinsen wie auch die meisten Zinsprognosen sind so tief wie noch nie.

Widerspiegeln die Finanzmärkte die tatsächlichen Risiken korrekt? Ist die Welt so rosig, wie sie derzeit an den Börsen erscheint?

Ohne in Schwarzmalerei zu verfallen, sollte über all den positiven Signalen von den Finanzmärkten und über den wieder besseren Nachrichten von der Konjunkturfront nicht vergessen werden, dass viele Probleme ungelöst bleiben. Die steigenden Kurse sind denn wahrscheinlich auch zu einem wesentlichen Teil auf die grosszügige Liquiditätsversorgung der Notenbanken und nicht nur auf fundamentale Verbesserungen zurückzuführen.

Kreditrisiken von Staaten

Fatal bleibt insbesondere die nach wie vor zunehmende Verschuldung der meisten entwickelten Staaten, in der Grafik stellvertretend dargestellt am Beispiel der USA:



Federal Debt Held by the Public as Percentage of Gross Domestic Product

Quelle: Congressional Budget Office

Diese gigantischen Schulden müssen früher oder später abgebaut, bzw. bezahlt werden. Dies kann erfolgen über:

- Steuer- und Abgabenerhöhungen
- Schuldenrestrukturierung oder Zahlungsverweigerung zulasten einzelner oder aller Gläubiger
- Inflation, d.h. reale Entwertung der Schulden
- Wirtschaftswachstum, d.h. Abbau der Schuldenlast relativ zur Wirtschaftskraft

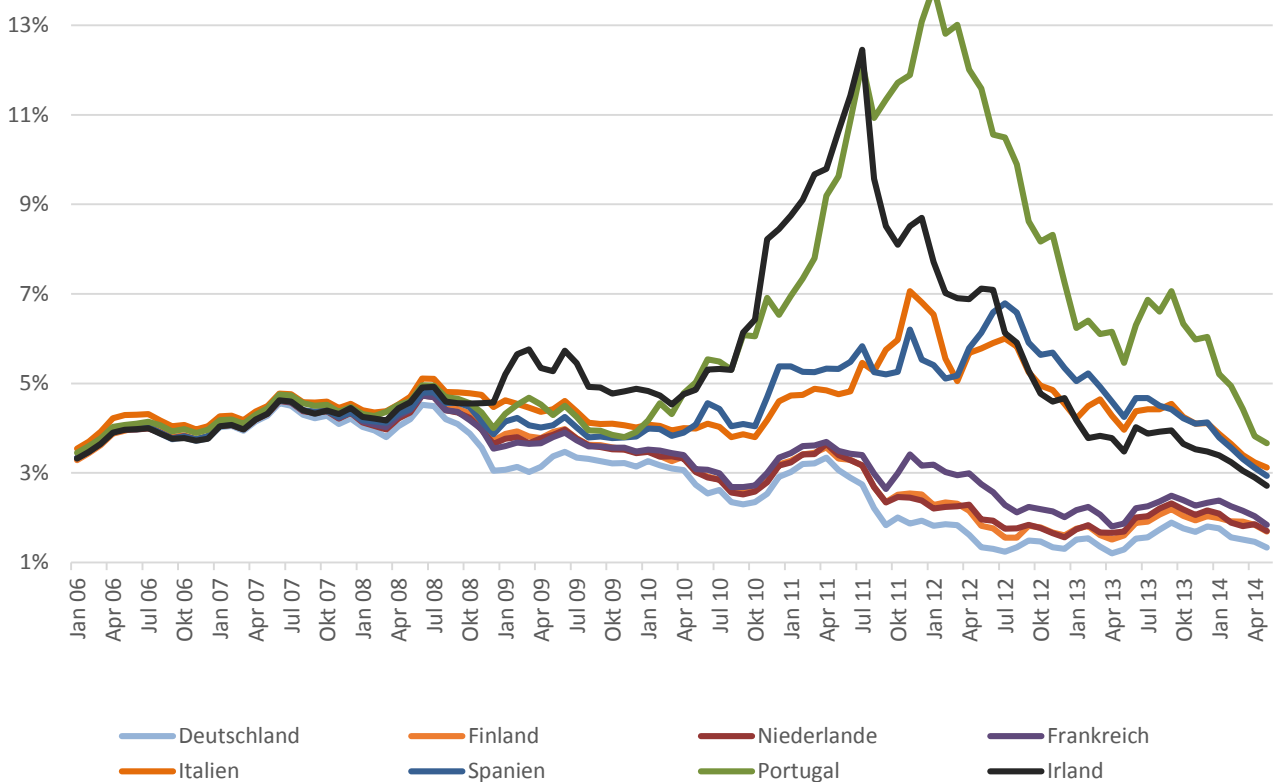
Wir vermuten, dass **Staaten mit Verschuldung in eigener Währung** wie die USA einen wesentlichen Teil ihrer Schulden durch Inflation „entsorgen“ werden. Die damit verbundene, tendenzielle Abwertung der Währung führt gleichzeitig zu einer erhöhten Wettbewerbsfähigkeit und damit möglicherweise auch zu einem Abbau der Schulden durch Wirtschaftswachstum. Restrukturierungen zulasten der Inhaber von Obligationen betrachten wir als unwahrscheinlich, wenn auch nicht ausgeschlossen.

Anders beurteilen wir die Lage für die **hochverschuldeten Euro-Staaten**. Zu hohe Reallöhne schwächen insbesondere in den Südstaaten die Wettbewerbskraft und damit das Wirtschaftswachstum. Eine Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit über eine Währungsabwertung ist nicht möglich, ohne den EUR Raum zu verlassen. Die Alternative - eine markante Senkung der Nominallöhne - ist politisch schwer durchsetzbar. Ein Schuldenabbau über

Wirtschaftswachstum wird dadurch behindert. Auch ein Abbau der Schulden über Inflation wird durch die Währungsunion erschwert. Er setzt voraus, dass andere, weniger verschuldete EUR-Länder die Kosten der Entschuldung grossenteils mitzutragen bereit sind. Einiges weist bisher zwar in diese Richtung. Wie weit die weniger verschuldeten Staaten wie beispielsweise Deutschland (78% des Bruttoinlandprodukts), Finnland (49%) oder Estland (6%) jedoch bereit sind, diese Kosten zu übernehmen, ist jedoch unsicher. Mit Schuldenrestrukturierungen ist deshalb eher zu rechnen.

Dazu kommt noch, dass mit der zunehmenden „Vergemeinschaftung“ der Schulden im EUR-Raum für die einzelnen Staaten systematische Anreize zu einer weiteren Verschuldung geschaffen werden: wer sich am wenigsten verschuldet, muss am Ende für die Schulden der andern aufkommen. Ob diese Vergemeinschaftung über implizite oder explizite Garantien, über Eurobonds oder Marktinterventionen und Aussagen der EZB erfolgt, ist dabei sekundär. Inwieweit sich diese Anreize zur Verschuldung durch zentrale Kontrollmechanismen auf Dauer beherrschen und unterdrücken lassen, ist fraglich¹.

Wie weit die EUR Staaten den Weg der Vergemeinschaftung der Schulden in den Augen der Märkte bereits gegangen sind, wird an der Entwicklung der Renditen von langlaufenden Staatsanleihen der verschiedenen EUR Staaten deutlich. Wie sonst könnte die extreme Konvergenz der Renditen seit 2012 interpretiert werden?



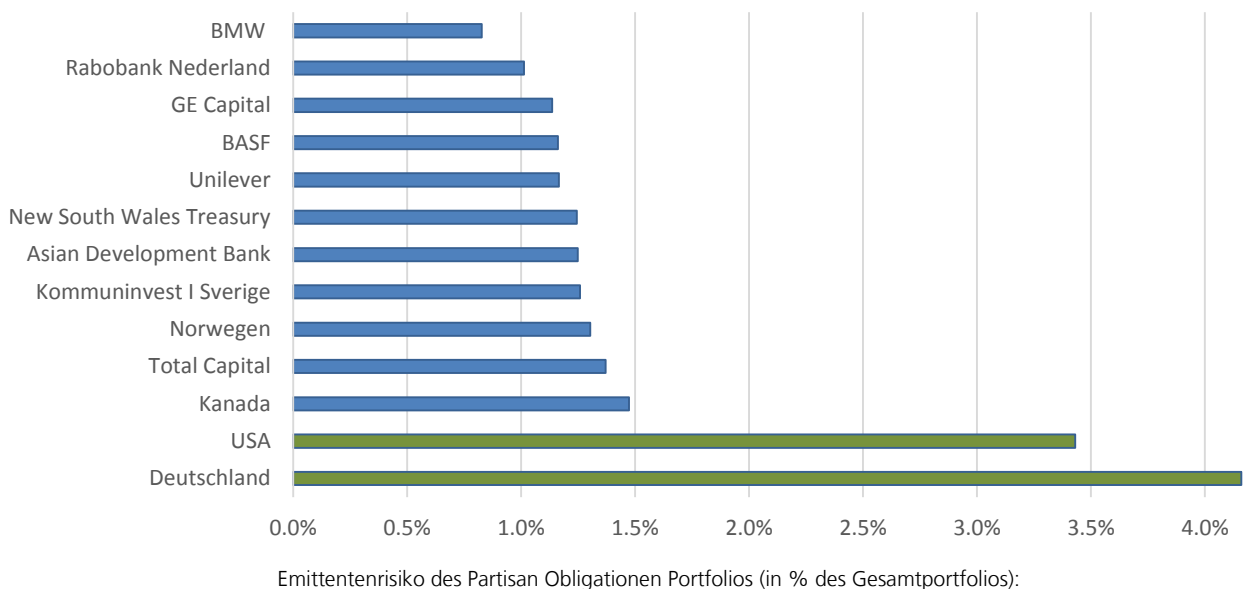
Renditen 10-jähriger Staatsanleihen ausgewählter EUR Staaten

Quelle:ECB

¹ Vgl. dazu zum Beispiel: Kai A.Konrad und Holger Zschäpitz : Schulden ohne Sühne? Verlag C.H. Beck, München 2010. Eine hervorragende, auch für Laien gut verständliche Analyse von Ursachen und Folgen der Staatsschuldenkrise im Euro Raum.

Konsequenzen für die Partisan Anlagestrategie:

Angesichts dieser Situation beschränken wir das Kreditrisiko gegenüber hoch verschuldeten Staaten und insbesondere gegenüber hochverschuldeten EUR Staaten soweit wie möglich. Stattdessen diversifizieren wir in Anleihen gut gerateter Unternehmen und Staaten mit verhältnismässig geringer Verschuldung. Das Obligationenportfolio ist wie folgt auf Schuldner aufgeteilt:

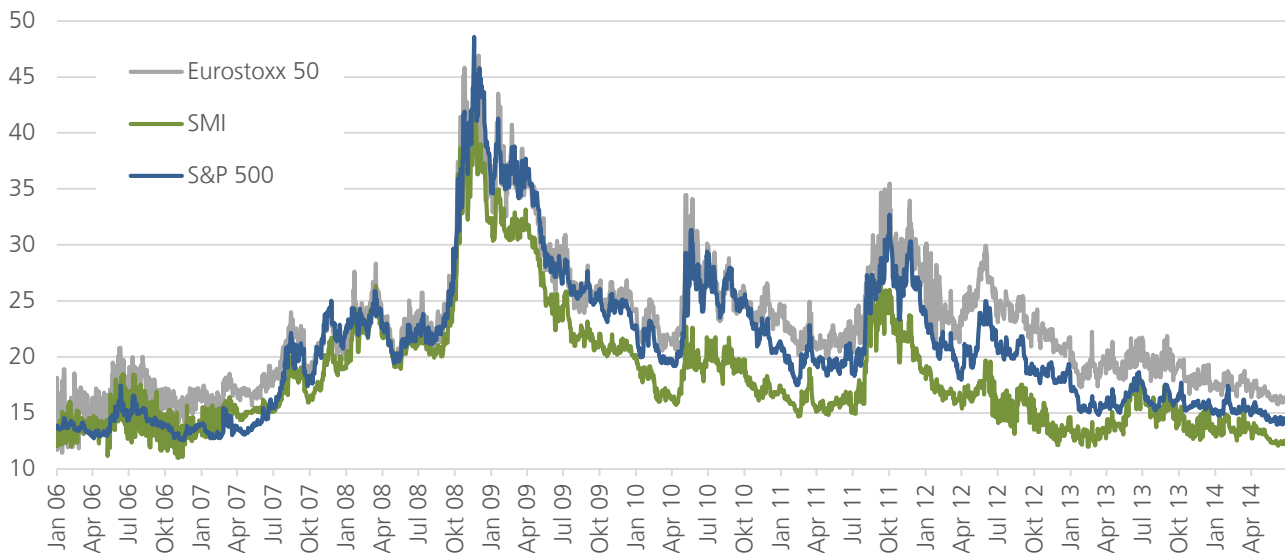


Das Engagement in deutschen und amerikanischen Staatsanleihen betrifft das Segment der inflationsgeschützten Anleihen, wo keine nichtstaatlichen Emittenten zur Verfügung stehen. Auf französische und italienische Anleihen verzichten wir auch in diesem Segment, weil das erhöhte Kreditrisiko u.E. nicht mehr genügend entschädigt wird.

Absicherung von Aktienrisiken

Die Risikoprämien, also der Preis für die Übernahme von Risiken, ist über die letzten Monate und Jahre nicht nur für staatliche (und andere) Kreditrisiken, sondern insbesondere auch für Aktienrisiken stark gesunken. Dies kann an den Preisen von Putoptionen abgelesen werden. Eine Putoption ist das Recht (aber nicht die Pflicht), eine Aktie oder einen Aktienindex zu einem im Voraus bestimmten Preis zu verkaufen. Der Inhaber der Option hält damit eine Versicherung gegen das Risiko, dass die Aktie einen bestimmten Verlust überschreitet. Der Verkäufer der Option tritt dagegen als Versicherer auf. Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung der Preise² von Optionen auf Aktienindices während der letzten Jahre.

² Die Preise sind in der Form „impliziter Volatilitäten“ dargestellt, ein Mass für die Preise von Optionen.



Preise für Optionen auf Aktienindizes (Implizite Volatilitäten, at the money, Laufzeit 1 Jahr)

Dieser Preisrückgang kann grundsätzlich zwei mögliche Ursachen haben:

- das *Risiko* stark fallender Aktienkurse wird von den Marktteilnehmern *effektiv* als deutlich *geringer* eingeschätzt als noch vor zwei Jahren. Deshalb ist ihre Zahlungsbereitschaft für die Absicherung gesunken.
- Die *Risikobereitschaft* der Marktakteure ist *gestiegen*. Die Nachfrage nach Absicherung des Risikos von Verlusten ist deshalb gesunken.

Beide Faktoren spielen wahrscheinlich eine Rolle. Sie gründen zumindest teilweise in der Geldpolitik der letzten Jahre³.

Bei der erstgenannten Ursache kann man sich natürlich fragen, ob die Marktteilnehmer die Risiken richtig einschätzen. Auf diese Frage gibt es keine objektive Antwort. Eine erhöhte Risikobereitschaft bedeutet dagegen, dass der Preis für die Absicherung von Kursrisiken objektiv gefallen ist.

Konsequenzen für die Partisan Anlagestrategie:

Wir haben entschieden, ca. ein Viertel der Aktien mittels Optionen gegen sehr große Verluste langfristig abzusichern⁴.

- Einerseits misstrauen wir der sorglosen Risikoeinschätzung der Märkte bis zu einem gewissen Mass. Allzu oft hat die Geschichte gezeigt, wie rasch sich überschwänglicher Optimismus ins Gegenteil kehren kann, das letzte Mal bei Ausbruch der Finanzkrise.
- Andererseits sehen wir in den historisch tiefen Optionsprämien die Chance, einen Teil unseres Aktienportfolios preiswert abzusichern.

Leitgedanke war dabei entsprechend der Strategie des Partisan auch hier der Abbau eines Klumpenrisikos, nämlich des Risikos weltweit stark fallender Aktienkurse.

³ Für die Zusammenhänge zwischen Geldpolitik, Risiko und Risikoaversion vgl. Geert Bekaert, Marie Hoerova and Marco Lo Duca: Risk, Uncertainty and Monetary Policy

⁴ Konkret haben wir 2.5-, bzw. 4.5-jährige Optionen auf den S&P 500, bzw. auf den Eurostoxx 50 Index mit Strikpreisen von ca. 85% bzw. 90% des aktuellen Indexstandes gekauft. Technisch wurde dies u.a. aus steuerlichen Erwägungen gemäss der Put-Call-Parität nicht durch den Kauf von Putoption sondern durch die Substitution von Aktienfutures mit Calloptionen implementiert.

Weiterführende Literatur für Interessierte

Zur den amerikanischen Staatsfinanzen:

George P. Shultz, Michael J. Boskin, John F. Cogan, Allan H. Meltzer and John B. Taylor:

The Magnitude of the Mess We're In

Wall Street Journal, 16 September 2012

Unangenehme Fakten zur Entwicklung der amerikanischen Staatsfinanzen.

<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303561504577497442109193610>

Zur Schuldenentwicklung in den EUR Staaten:

Kai A. Konrad und Holger Zschäpitz :

Schulden ohne Sühne?

Verlag C.H. Beck, München 2010.

Eine hervorragende, auch für Laien gut verständliche Analyse von Ursachen und Folgen der Staatsschuldenkrise im Euro Raum.

<http://www.amazon.de/Schulden-ohne-S%C3%BChne-Absturz-Staatsfinanzen/dp/3406606881>

Staatsfinanzen im historischen Kontext:

Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff:

Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten

IMF Working Paper, WP/13/266, December 2013

Die aktuelle Verschuldungssituation und deren Entwicklung im langfristigen historischen Kontext.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13266.pdf>

Zum Zusammenhang zwischen Geldpolitik, Unsicherheit und Risikoaversion:

Geert Bekaert, Marie Hoerova and Marco Lo Duca: Risk:

Risk, Uncertainty and Monetary Policy

European Central Bank, Working Paper Series NO 1565 / July 2013

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1565.pdf>