

Partisan Strategie Fonds (CHF)

Risiko in Krisensituationen

Zur Abschätzung der Risiken in Extremsituationen rekonstruieren 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 deutlich 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, dass der Partisan 15%, 30% oder gar 50% seines Wertes verlieren würde.

Bevor wir uns jedoch in Zahlen verlieren, möchten wir auf die Bedeutung des wichtigsten und doch sehr oft vernachlässigten Instruments der Riskosteuerung und -kontrolle eingehen: „*Skin in the game*“, unsere persönliche Beteiligung an allfälligen Verlusten.

Skin in the Game und (Tail-)Risiken

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

Warum erwähnen wir dies in Zusammenhang mit dem Thema Risiken in Krisensituationen?

Gewisse Risiken in Finanzprodukten sind von aussen kaum erkennbar, und bleiben selbst Experten oft verborgen. Es handelt sich dabei typischerweise um sog. „*Tailrisks*“, das sind Risiken mit zwar geringer Eintrittswahrscheinlichkeit, dafür aber stark negativen Auswirkungen, wenn sie einmal eintreten. Oft sind das 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 im Übrigen weit über die Finanzbranche hinaus. Hoch interessante Hintergründe und Zusammenhänge zu diesem Thema erläutert Nassim Taleb in einem Interview (Podcast) unter anderem am Beispiel von Architekten zu babylonischer Zeit:

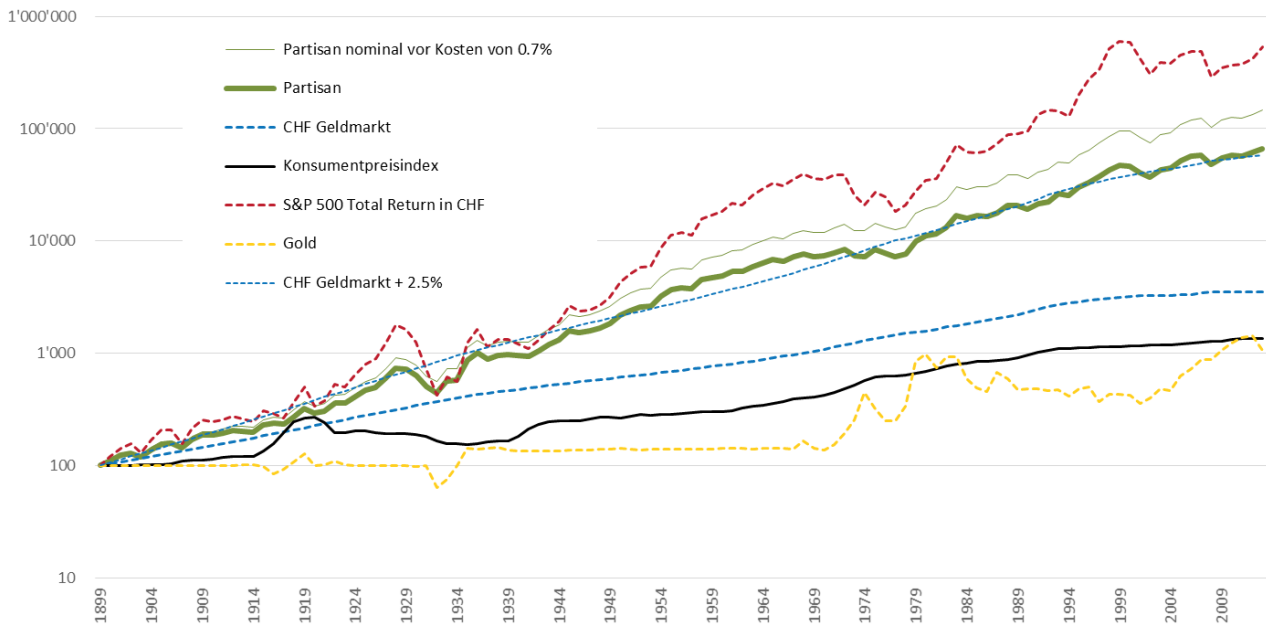
http://www.econtalk.org/archives/2013/09/taleb_on_skin_i.html

Historische Szenarien

Um das Verhalten des Fonds insbesondere in 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.

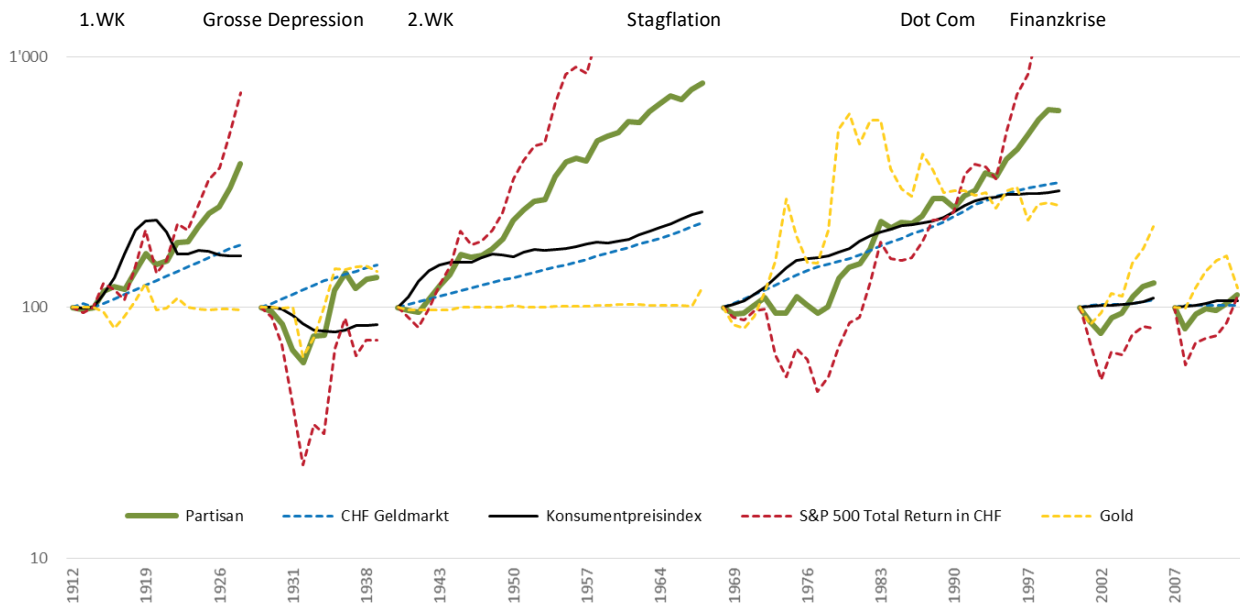
Langfristige Entwicklung des Partisan im Vergleich mit verschiedenen Anlageklassen und dem Konsumentenpreisindex:

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

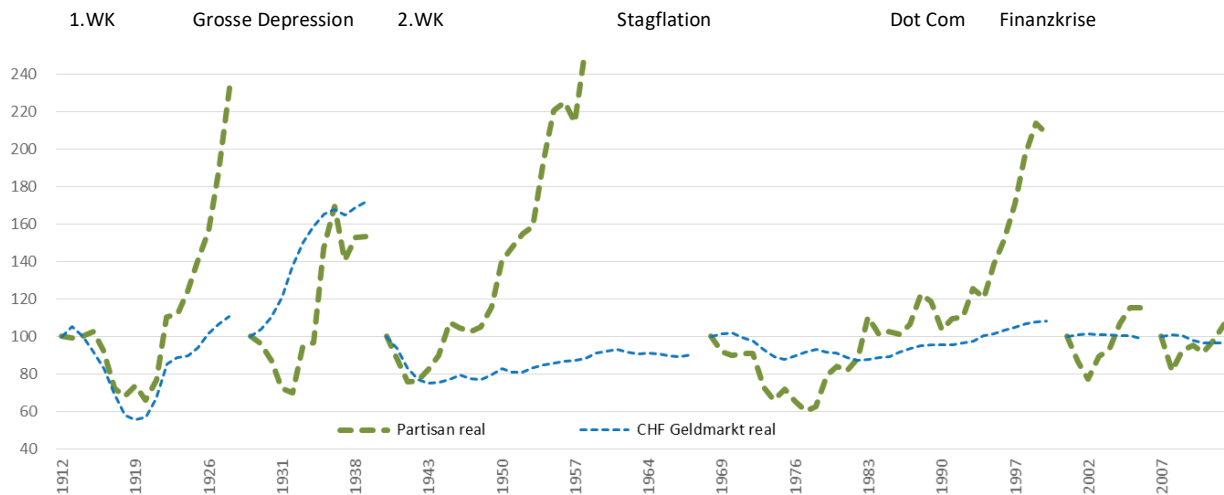


Im langfristigen Trend erzielte der Partisan nach Kosten eine Rendite von ca. 2.5% über einer Geldmarktanlage. Dies entspricht den Erwartungen: Haupttreiber der Rendite sind langfristig vor allem die 45% Aktien, welche im langfristigen Durchschnitt eine Risikoprämie von ca. 4-5% (vor Kosten) über Geldmarkt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

Entwicklung jeweils ab Beginn einer grossen Krise:



Inflationsbereinigte Kaufkraftentwicklung des Partisan im Vergleich mit Geldmarktanlagen, jeweils ab Beginn einer grossen Krise:



Kaufkraftbereinigt erwies sich das breit diversifizierte Portfolio Partisan in Zeiten hoher Inflation wie im ersten Weltkrieg auch gegenüber einer Geldmarktanlage als robuster. In Krisen mit niedriger Inflation oder gar Deflation wie während der Grossen Depression erlitt er naturgemäss höhere Verluste. In der Regel wurden diese Verluste jedoch innert 4 bis 10 Jahren (Stagflation: 14 Jahre) wieder vollständig wettgemacht. Dies im markanten Gegensatz zu Geldmarktanlagen, welche viel länger brauchten um sich von den Verlusten 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 natürlich auch der Partisan trotz teilweise erheblicher nominaler Gewinne erhebliche reale Verluste. Die grössten Kaufkraftverluste erlitten in dieser Periode jedoch nicht Aktieninvestoren, sondern Inhaber von Konten, Bargeld und Geldmarktanlagen.

Grosse Depression: Zunächst erlitten vor allem Aktien in der Folge des Börsencrash von 1929 und dem Zusammenbruch der Weltwirtschaft 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 nominalen Verluste.

Gleichzeitig sanken jedoch die Konsumentenpreise von 1929 bis 1934 um ca. 20%. Entsprechend waren die Kaufkraftverluste geringer. Kaufkraftmässig verlor der Partisan in dieser Phase deshalb „nur“ ca. 30%. Durch die anschliessende Erholung der Aktienmärkte wurden diese Verluste der grössten Wirtschaftskrise der letzten hundert Jahre jedoch bereits 1935 wieder vollständig wettgemacht.

2. Weltkrieg: Aus rein finanzieller Sicht eines Partisananlegers ging die grösste Katastrophe der Menschheit mit einem maximalen Kaufkraftverlust von ca. 10% erstaunlicherweise relativ glimpflich vorbei. 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 trugen wesentlich zu einer Dämpfung der Kaufkraftverluste im Partisan bei.

Die folgende Tabelle zeigt die Krisen 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.

² Vgl. dazu Ernst Baltensperger, Der Schweizerfranken - Eine Erfolgsgeschichte, Verlag NZZ, Zürich 2012, S.144 ff.

Krise			Partisan		Geldmarkt	Konsumentenpreise	Anzahl Jahre bis zu vollständiger Erholung des Partisan	
	von Ende	bis Ende	nominal	real	real		nominal	real
1. WK	1913	1919	61%	-28%	-42%	122%	-	9
Grosse Depression	1928	1932	-40%	-30%	37%	-14%	7	7
2. WK	1938	1944	37%	-10%	-23%	52%	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

Reverse Szenarios

Wir fragen, was an den Finanzmärkten geschehen müsste, damit der Fonds einen bestimmtem Verlust erleidet. Die folgende Auswahl an Szenarien ist natürlich willkürlich, nichtsdestoweniger geben sie ein gewisses Gefühl, was für Bewegungen es in etwa braucht, um einen Verlust von 15, 30 oder 50% im Partisan zu verursachen.

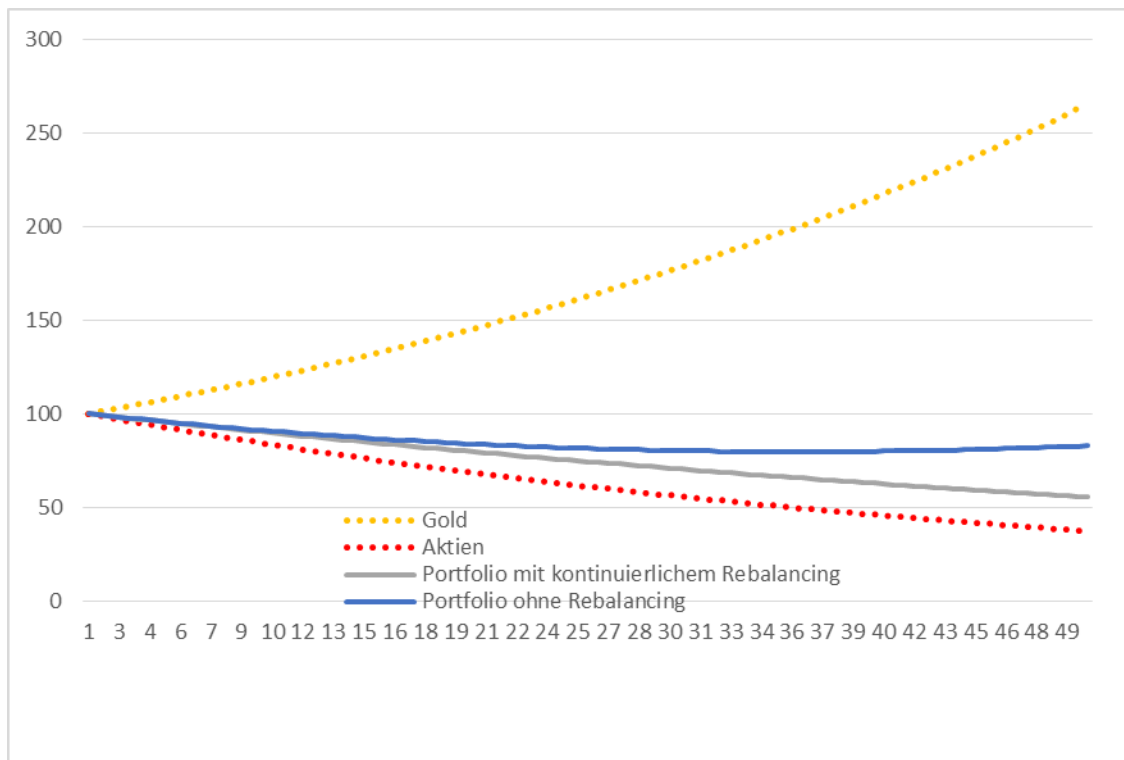
	Aktien- und Immobiliencrash			Gleichzeitige Verluste in allen Anlageklassen		
Partisan (nominal)	-15%	-30%	-50%	-15%	-30%	-50%
Aktien und Immobilien	-30%	-60%	-100%	-16%	-32%	-53%
Edelmetalle	-	-	-	-16%	-32%	-53%
Fremdwährungen	-	-	-	-16%	-32%	-53%
Zinsänderung	-	-	-	1.5%	3.0%	5.0%

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 deutlich hätte sich das Rebalancing in den 70er Jahren ausgewirkt, als Aktien über Jahre stark an Wert verloren, während Edelmetalle gleichzeitig stark stiegen. 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. Natürlich sind solche Trends erst im Nachhinein ersichtlich.

Trotzdem haben uns entschlossen, Rebalancingentscheide in Zukunft aktiv zu treffen und auf einen automatischen Mechanismus zu verzichten, um das Portfolio nicht zu anfällig auf extreme Verluste in einer einzelnen Anlageklasse (zum Bsp. Edelmetalle) zu machen. Die Kehrseite ist natürlich eine geringere Rendite, wenn die entsprechende Anlageklasse wieder steigt.



Anhang: Annahmen und Quellen zur historischen Simulation

- Datenfrequenz: jährlich
- Rebalancing: jährlich
- Kosten: 0.7% (Total Expense Ratio: 0.65% p.a. + Transaktionskosten: 0.05% p.a.)
- Zeitreihen, Gewichte, Quellen:

Anlageklasse	Verwendete Zeitreihe, bzw. Approximation	Partisan Zielallokation	Simulation	Quellen
Geldmarkt CHF	Banken Spareinlagen	15%	17%	SNB
Nominal Bonds	Zinssätze für Obligationenanleihen CHF (Obligationen Fremdwährungen gehedget durch Obligationen CHF approximiert)	12%	15%	SNB
Inflation Linked Bonds	Approxiamtion durch CPI	8%	8%	Bundesamt für Statistik
Aktien CH	bis 1971: S&P500 Total Return in CHF gehedged bis 1989: DAX Index in CHF gehedged ab 1989: SPI Index	18%	18%	http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm SNB Bloomberg
Aktein International	bis 1971: S&P500 Total Return in CHF gehedged seit 1971 MSCI World in CHF gehedged	27%	27%	http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm SNB Bloomberg
Gold	New York Marektprixe	6%	6%	www.measuringworth.com
Silber		2%	2%	www.measuringworth.com
Platin	bis 1988: approx. durch 50% Gold + 50% Silber seit 1988: Platin	2%	2%	www.measuringworth.com Bloomberg
Immobilien	bis 1970: S&P500 Total Return in CHF bis 2005 Immobilienpreisindex seit 2005 Credit suisse real estate fund international	5%	5%	http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm Wüest und Partner Bloomberg
Versicherungsbasierte Anlagen	Durch Geldmarkt und Bonds ersetzt, da keine Zeitreihen	5%	0%	
Fremdwährungsexposure	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. Depotgebühren des Kunden: 0.1% p.a.			