

SIGLO Timeout Nr. 106 – Stand der Dinge am 20. März 2020

Inhalt

Noch nie in der Geschichte unserer Timeouts fiel es uns so schwer, unsere Gedanken zu Papier zu bringen. Es gäbe so viel zu beschreiben, und trotzdem ist nichts davon relevant im Vergleich zu den Herausforderungen im Gesundheitssektor und den drohenden Konsequenzen durch die ergriffenen Massnahmen für unzählige Menschen und ihre Unternehmen. Dennoch erachten wir es als unsere Pflicht, gerade in schwierigen Zeiten die Situation genau zu beobachten und unseren Kunden jederzeit unterstützend zur Seite zu stehen. So möchten wir mit der Übersicht bis am 20. März 2020 über die von uns abgedeckten Anlageklassen Informationen liefern, damit sich Kunden und institutionelle Leser mehr Zeit für wichtigere Fragestellungen nehmen können und trotzdem über den Stand der Dinge in Anlageklassen wie ILS, PD und HFs im Bilde sind.

Ausgangslage am 20. März 2020

Aufgrund der hohen Volatilität in den Preisen von Anlageinstrumenten darf die Bedeutung von Momentaufnahmen nicht überschätzt werden. Uns ist klar, dass bereits in wenigen Stunden alles wieder anders aussehen kann. Trotzdem benötigen Anleger Orientierungspunkte, um die Situation und die Aussichten in ihren Portfolios einschätzen zu können. Deshalb berichten wir im Timeout über den Stand der Dinge in den von uns abgedeckten alternativen Anlageklassen per Ende des Tages am 20. März 2020. Wir orientieren uns dabei an Konfuzius und Jürgen Klopp, weil die beiden wissen, was sie alles nicht wissen. Daher fokussiert dieses Timeout nur Fakten und listet objektive Zusammenhänge auf.

Als Grundlage für die folgenden Vergleiche dienen Renditen traditioneller Anlageklassen, welche wir kurz in Erinnerung rufen: Der SMI rentiert seit Anfang Jahr bis und mit 20. März mit rund -20% in CHF und der MSCI World in USD mit -30%. Investment Grade (IG) Bonds verlieren gemäss Barclays Global Corporate Index -8.7% in USD, was enttäuschen dürfte, da man sich von vermeintlich sicheren IG-Unternehmensanleihen wohl mehr Schutz erhofft. In Timeout Nr. 92 haben wir auf die Risiken der lang anwachsenden und hohen BBB-Quote hingewiesen, die für uns einen Hauptgrund für diese Wertverluste liefert. IG-Staatsanleihen gewinnen gemäss dem FTSE WGBI Index hedged in CHF gut 2%, was vor allem an den positiven Beiträgen durch die gesenkten US-Zinsen erklärt werden kann. Der SBI AAA-BBB verliert in dieser gleichen Zeitperiode hingegen knapp -2.9%.

Insurance Linked Securities (ILS)

Bis Ende der Beobachtungsperiode blieben ILS-Instrumente, d.h. vor allem Cat Bonds, von den Turbulenzen fast unberührt. Wir beobachten im Schnitt über die ILS-Fonds in unseren Peergroups Renditen zwischen +1% und -2% seit Jahresbeginn. Einzelne Titel wurden mit Abschlägen gehandelt, was wir auf einen Verkaufsdruck bei Anleihenfonds zurückführen, die sich mit Off-Benchmark-Positionen zwecks Renditeerhöhung in Cat Bonds engagierten und diese nun auflösen. Die kausale Unabhängigkeit wirkt also bisher.

Direkt exponiert zum Coronavirus sind zwei von der Weltbank emittierte Pandemiebonds (PEF A und PEF B) mit Nominalwerten von USD 225 Mio. respektive USD 95 Mio. Zwei Kriterien für eine maximale Auszahlung (PEF A zahlt maximal 16.7% aus für eine Corona-Epidemie, PEF B 100%) basierend auf den totalen Todesfällen (>2'500) und mindestens zwanzig Todesfälle in einem weiteren Land ausserhalb des Ursprungslandes sind bereits erfüllt. Als entscheidendes drittes Kriterium für die Auszahlung bleibt die von der WHO ermittelte Wachstumsrate nach 84 Tagen ab Ausbruch (wird erst nach dem 23. März 2020 ermittelt). Der ILS-Markt geht heute von einer Auszahlung aus, wodurch diese Bonds im Sekundärmarkt mit einem entsprechenden Abschlag bewertet werden.

Andere extreme Mortalitätsrisiken, die in den ILS-Markt transferiert wurden, setzen eine Pandemie bzw. extreme Pandemieszenarien in Industrieländern voraus. In einem Szenario müssten Todesfälle im fünfstelligen Bereich

in einem Industrieland wie Kanada, Australien oder Grossbritannien erfolgen. Der extreme Pandemiefall (Wiederholung der Spanischen Grippe) setzt Todesfallzahlen voraus, die 1% der Population in Ländern wie den USA, Australien oder Kanada ausmachen. Per 20. März 2020 befinden wir uns (noch) nicht in der Nähe solcher Szenarien.

Private CRI-Kontrakte im Property & Casualty-Bereich können je nach Vertrag Verluste aus Betriebsunterbrüchen decken. Die Deckung ist aber oft spezifisch auf Naturkatastrophen beschränkt, worunter keine Pandemien fallen, weshalb wir heute nicht mit signifikanten Verlusten rechnen.

Loans und Private Debt

Senior Secured Loans (SSL) büssten bis ans Tagesende vom 20. März 2020 gemäss CSLL Index global im Schnitt rund 17% in USD seit Jahresstart ein, wobei rund zwei Drittel der Verluste in der letzten Woche eintraten. Als Vergleiche dienen die im BVV2 als traditionell eingestufteten High Yield (HY) Bonds, welche identische Non-Investment-Grade Rating-Kategorien abbilden und in diesem Zeitraum gemäss CS Indizes bei rund -19% stehen. Hauptgrund für Differenzen ist der signifikant höhere Anteil an HY-Emittenten aus dem Energiesektor in den USA (rund 12% im HY Universum vs. rund 3% im SSL Universum). Die Liquidität im SSL-Markt ist tief, ebenso die CLO-Aktivität und die Geld-Brief-Spanne daher hoch, was aktiven Handel erschwert.

Verfallsrenditen für SSL-Anlagen liegen nach dem 20. März 2020 erstmals seit der 2008er Finanzkrise wieder im zweistelligen Bereich, d.h. konkret bei gut 10% p.a.. Coupons, die zu den heutigen Bedingungen reinvestiert werden, tragen leicht mehr als die Hälfte dazu bei und erwartete Kapitalgewinne bei Rückzahlung von par bei Maturität den Rest.

Wer mit diesen aktuellen Werten eine Break-even Loss Rate von 10% (entsprechend der obgenannten SSL-Verfallsrendite) berechnet, sieht, dass die impliziten Ausfallraten 20% und die impliziten Recovery Raten 50% betragen können, um mit einer Buy-and-Hold Strategie in SSL langfristig und ohne Trading auf eine schwarze Null zu kommen. Auf dem Höhepunkt der letzten grossen Krise lag die

Ausfallrate für SSL unter 15%, während die Recovery Raten im Schnitt bei über 70% betragen, was in Loss Rates unter 5% mündete. Fairerweise sei angemerkt, dass diese Werte erst im Nachhinein vorlagen, als sich die Lage entspannte, während sie in mitten der Krise noch dramatischer aussahen und die Indizes kurzfristig Verluste von über 30% auswiesen.

Bei Private Debt Anlagen wie Direct Lending erscheint uns die Angabe von Renditen bis am 20. März 2020 nicht angebracht, weil die Bewertung der gehaltenen Titel oft zu Kosten erfolgt und kaum aussagekräftig ist. Zudem ist mit hohen Diskrepanzen zwischen Fonds, Strategien und Managern zu rechnen, weil sowohl die Qualität der vergebenen Kredite als auch die Restrukturierungsfähigkeiten der DL-Teams stark variiert. Von uns befragte Investoren erwarten, dass Kreditausfallraten im Schnitt ähnlich hoch ausfallen werden wie für SSL-Anlagen, Recovery Rates aber im Schnitt höher sein sollten, weil die DL-Deals im Schnitt umfangreicher besichert und kreditorenfreundlicher dokumentiert seien.

Trendfolge CTAs und Macro

Systematische Trendfolge-Strategien zeigen seit Jahresbeginn das übliche breit gestreute Muster an Renditen. Der SG Trend Index liegt bis am 20. März bei knapp +2%, der etwas breiter gefasste SG CTA bei knapp -1%. Die Volatilitäten und die Geschwindigkeit der Verluste erschwerten es vielen Fonds, sich zu positionieren und führten vernünftigerweise zu Senkungen der Exposures. Erfolgreichere CTAs profitierten von Trends in Rohwaren (short Industriemetalle und Energierohstoffe) und Währungen (long USD). Auf den Aktien war es hingegen fast unmöglich, mit mittel- bis langfristigen Trendmodellen Geld zu verdienen. Klassische Trendfolger drehten erst in der zweiten Märzwoche auf short. Zwar gingen CTAs mit Staatsanleihenpositionen in die Krise, diese warfen aufgrund der tiefen Zinsen nur geringe Renditen ab und kosteten zuletzt sogar. Die Arbeitshypothese, wonach CTAs über Zyklen zu traditionellen Anlagen unkorrelierte Renditen liefern und Krisen-alpha aufweisen, bleibt aber weiterhin gültig.

Unter den Macro-Strategien zeigt sich wie erwartet auch ein heterogenes Bild. Die beobachtete Renditestreuung mutet auf den

ersten Blick fast surreal an. Long Volatility Manager, welche die für sie schwierigen Jahre vor der Krise überlebten und Kunden bei der Stange halten konnten, rapportieren teilweise dreistellige Renditen. Bei den aktuellen VIX-Niveaus von über 65 auf wöchentlicher Basis und einer Pike über 90 vervielfachte sich der Wert ihrer Optionen. Dies erklärt auch, weshalb Long Positionen im VIX und in Aktienputs bisher den besten Krisenschutz boten. Gleichzeitig sei bemerkt, dass viele Long-Vol-Strategien ihre über die Jahre aufgelaufenen Drawdowns noch nicht wett gemacht haben, was die zentrale Herausforderung beim Timing von Anlagen in allen Arten von Optionen unterstreicht. Systematische Macro-Fonds, erlitten heftige Verluste, weil in erster Linie die Panikverkäufe wegen Pandemien nicht modelliert waren.

Trotz enormer Differenzen in Fondsrenditen ist festzuhalten, dass auf Diversifikation ausgerichtete CTAs und Macro Portfolios bisher stabilisierend wirkten und als Quelle für Liquidität bei Aktienrebalancings in Frage kommen. Ob das den Ansprüchen verschiedener Kunden genügt, hängt in unseren Augen vor allem von den zuvor gemachten Versprechen ab. Leider sehen die Renditen bei vielen anderen HF-Strategien mit höheren Aktienbetas, aber auch Leverage, im Schnitt deutlich düsterer aus, was deren Eignung als Diversifikatoren in den institutionellen Portfolios erneut in Frage stellen dürfte, sofern ein Anleger über keine signifikanten Fähigkeiten in der Selektion und im Timing von erfolgreichen Fonds verfügt.

Zusätzliche Fakten

Mittel- und langfristige Trendfolge CTAs profitieren, wenn vorherrschende Trends in Währungen und Rohwaren weitergehen und sich stabilere Trends bei Aktien abzeichnen. Heftige Reversals dürften hingegen Verluste auslösen. Long-Vol-Anlagen dürften ihre Gewinne einbüßen, wenn implizite Volatilitäten von ihren Rekordniveaus herunterkommen und sich die Aktienmärkte entspannen.

Die drei grossen Ratingagenturen senken wie erwartet ihre Noten für diverse Unternehmen. Im Universum von IG-Unternehmensanleihen sind mehr als die Hälfte mit einem der drei BBB Ratings bezeichnet. Früher oder später dürften einige davon unter die IG-Grenze auf BB und damit aus populären Anleihenindizes sowie institutionellen IG-Portfolios fallen. Analog wirkt es plausibel, dass gewisse SSL- und HY-Titel von aktuell B auf CCC runtergestuft werden, was ihre Haltbarkeit in CLOs erschwert. Die Millionfrage lautet, ob dies in den jetzigen Preisen schon eskomptiert ist.

Dem gegenüber stehen umfangreiche Hilfsversprechungen diverser Zentralbanken und Regierungen, wonach sie die Realwirtschaft unterstützen und schützen werde. Auch hier wissen wir nicht, ob überhaupt - und wenn ja, in welchem Umfang - diese Hilfen bereits in Marktpreisen reflektiert sind. Fest steht nur, dass die bis jetzt ergriffenen Massnahmen nur auf Zinsen, IG-Unternehmensanleihen und die Banken fokussieren, während der Grossteil der drohenden Kreditprobleme und Ausfälle eher Klein- und Kleinstbetriebe trifft.

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

