

SIGLO Timeout Nr. 107 – Stand der Dinge am 27. März 2020

Inhalt

Im Stil des letzten Timeouts möchten wir mit dieser aktualisierten und etwas breiteren Übersicht bis und mit 27. März 2020 unseren Lesern helfen, den Überblick über die aktuelle Lage an den Finanzmärkten zu behalten und die Entwicklungen verschiedener Anlageklassen zu verfolgen. Wir listen Fakten und Erklärungen von Managern auf, verzichten aber auf deren Prognosen. Wir beobachten momentan heftigere Preisbewegungen innerhalb einzelner Tage als normalerweise in ganzen Jahren. Um diese aussergewöhnliche und herausfordernde Situation adäquat zu dokumentieren, erhöhen wir die Frequenz unserer Beobachtungen, damit wir uns in Zukunft lebendiger darin erinnern können, was in den ereignisreichen Tagen vom März 2020 geschah und was wir daraus lernen können.

Traditionelle Anlagen bis am 27. März 2020

Zuerst wieder der Blick auf die traditionellen Anlageklassen, wobei wir grosszügig runden: Der SMI gewinnt in der Woche vom 23. Bis 27. März 4.3% und verliert seit Anfang Jahr rund -15.9% in CHF. Der MSCI World in USD legt in der genannten Woche 10.7% zu und liegt damit seit Jahresstart noch bei -22.7%. Der Barclays Global Corporate IG-Index gewinnt 3.4% in USD, was seit Anfang 2020 noch einen Verlust von -5.6% bedeutet. IG-Staatsanleihen rentieren gemäss dem FTSE WGBI Index hedged in CHF mit 1.2% in der Woche und mit 2.9% für das bisherige Jahr. Der SBI AAA-BBB verliert schliesslich in der Woche bis 27. März -0.2% in CHF, was die Rendite seit Jahresbeginn auf -3.6% senkt.

Die umfangreichen Hilfsprogramme und die Ankündigungen ausgedehnter Käufe von IG-Anleihen (nicht nur Staats-, sondern auch Unternehmensanleihen) durch verschiedene Regierungen und Zentralbanken werden von zahlreichen Kommentatoren als Hauptgrund für die starke Erholung der globalen Aktien- und auch IG-Anleihenmärkte genannt. Darin wird auch ein Hauptunterschied zur Finanzkrise in 2008 geortet, als unklar war, ob und wie Zentralbanken und Regierungen die Wirtschaft unterstützen würden. Heute bestreitet hingegen kaum ein Manager, dass der Staat alles Mögliche unternehmen sollte, ja sogar muss, um negative Effekte für die gesamte Realwirtschaft zu kompensieren oder zumindest signifikant zu lindern.

Einstimmig sahen sich Manager auch in ihrer Sicht bestätigt, wonach das Renditepotenzial

von Staatsanleihen in Krisen wegen der tiefen Ausgangszinsen sowieso limitiert war, weil niemand Zinsen bei -5% oder mehr erwartet. So profitierten eigentlich nur US-Treasuries von den Zinssenkungen, weil das FED als einzige Notenbank noch über Spielraum verfügte. Die Wirkung der Massnahme blieb bisher fast unsichtbar und viele Manager kommentieren den Schritt als «eine zu frühe Verschwendung von wertvollem Potenzial».

Ein Blick auf den historischen Kontext verrät, dass für Aktien das Shiller Cape PE (rollende PEs über 10 Jahre anstelle kurzfristiger PEs) in den USA von periodischen Hochs über 30x über die letzten Jahre per 27. März 2020 auf rund 25x gefallen ist, was immer noch fast 50% über dem langfristigen Schnitt der letzten 130 Jahre von 17x liegt. Als Vergleich stehen Shiller Cape PEs für Europäische und EM-Länder bei rund 12x respektive 10x, je nach Definition des Aktienuniversums und damit unter ihrem historischen Schnitt.

Loans und Private Debt

Senior Secured Loans (SSL) gewinnen in der Woche vom 23. bis 27. März 2020 gemäss CSL Index nur 2.4% in USD, was zwar den Verlust bisher in 2020 auf 15.7% senkt, aber im Vergleich zu Aktien und fast allen Anleihen bescheiden wirkt. Die im BVV2 als traditionell eingestufteten HY-Bonds, die identische Non-Investment-Grade Ratingkategorien abbilden wie SSL, legten in dieser Woche um 4.4% zu, was zum Jahresverlust von -15.3% führt.

Es mag überraschen, dass die unbesicherten HY-Kreditinstrumente mit historisch tieferen

Recovery Raten im bisherigen Krisenverlauf weniger verlieren als die in der Kapitalstruktur höher positionierten SSL-Titel. (historische Recovery Raten 30 Tage nach der Ausfallankündigung für die letzten zwei Dekaden liegen gemäss JPM für SSL bei rund 66% und für HY-Anleihen bei rund 40%. Ultimate Recovery Raten, d.h. nach Abschluss von Restrukturierungen, beliefen sich für SSL gemäss Moody's in den letzten gut 30 Jahren bei über 80%, während sie für unbesicherte HY-Bonds unter 48% lagen.)

Populäre Erklärungen verweisen auf die erwähnten Unterstützungsprogramme (in den USA), die umfangreiche Käufe von IG-Bonds ankündigten und evtl. eine Ausweitung auf HY-Anleihen ermöglichen (zumindest auf die Fallen Angels, d.h. Titel, die ihren IG-Status aufgrund von Ratingreduktionen verlieren), während staatliche Käufe von Loans bisher gemäss Konsens der Anleger offenbar nicht erwartet werden. Andere Manager verweisen auf die höhere Quote von Titeln mit B-Rating im SSL-Universum, die vor zehn Jahren unter 40% lag und heute bei fast 60% steht, während diese Quote im HY-Universum konstant unter 40% blieb.

Verfallsrenditen für SSL-Anlagen liegen zwar am 27. März 2020 wieder auf einstelligem Niveau mit 9.8% in USD, was im historischen Kontext aber ausserordentlich hoch bleibt. Durchschnittliche Preise der Titel im CSLLI liegen bei 80.4%. Zum Vergleich stehen die Verfallsrenditen für globale HY-Anleihen bei 10.1% in USD und durchschnittliche Preise bei gut 82.1%. Wir beobachten in diesem Zusammenhang die erstaunlich ausgeprägte Homogenität in der Deutung der Zahlen unter Managern. Es besteht ein breiter Konsens, wonach die Preise per 27. März unglaubliche Einstiegschancen bieten, da die Breakeven Loss Rates (siehe letztes Timeout) nach wie vor enorm seien. Dafür werden oft Parallelen zur Finanzkrise bemüht, welche zeigen, dass man bei solch hohen Abschlägen eigentlich blind zukaufen sollte und damit zweistellige Renditen erzielt. Einzig die von uns befragten Fonds im Distressed-Bereich weisen oft auf die unverändert hohe Unsicherheit und das noch nicht gebannte Gefahrenpotenzial an den globalen Kreditmärkten hin, weshalb die

meisten von ihnen ihr Geld nur vorsichtig und langsam investieren bzw. investieren werden.

Wir fühlen uns nach wie vor nicht in der Lage, aussagekräftige Renditen für Private Debt zu liefern, obwohl wir in den letzten Tagen vielen Telefonkonferenzen zuhörten. Analog zur Mehrheit der HY- und SSL-Fonds erwarten die DL-Manager im Schnitt eine rasche und heftige Erholung. Zudem böten zweistelligen Verfallsrenditen auf Deals beste Einstiegsmöglichkeiten und die dafür eingegangenen Risiken würden ausreichend entschädigt. Angaben zu Höhe und Umfang von Wertberichtigungen auf bestehenden Kreditanlagen bleiben spärlich und kaum repräsentativ. Es wirkt, als hofften viele DL-Manager auf eine V-förmige Erholung der Kreditkurse und der Realwirtschaft, damit ihre starre Bewertung zu Kosten früher oder später wieder korrekt sei. Wir hoffen das auch, aber befürchten, dass eine längere Phase von Unsicherheit und anhaltend hohen Loss Rates irgendwann bei einigen Fonds zu bösen Überraschungen in Form von erheblichen Wertberichtigungen führen könnten.

CTAs, Macro und Optionen

Systematische Trendfolge-Strategien zeigen seit Jahresbeginn das übliche breit gestreute Muster an Renditen. Der SG Trend Index liegt bis 27. März bei 1.8% (YTD), und der breiter gefasste SG CTA bei -1.0%. Reversals sind bekanntlich Gift für längere Trendstrategien, weshalb Verluste in Aktien nicht überraschen. Doch das Ausmass hielt sich in Grenzen, weil die äusserst hohe Volatilität die Gewichte und Exposures in Aktien bei vielen Fonds limitierte. Die Gewinne bei Trendfolge CTAs fielen in 2020 bisher auf US-Staatsanleihen (long) und einigen Rohstoffen (short Energie und Industriemetalle) an. Währungen halfen im schwierigen Monat März ebenfalls (long US Dollar), allerdings nicht in der Woche vom 23. März. Hohe Diversifikation über Rohstoffe und Währungen erscheint uns besonders in Anbetracht der global tiefen Zinsen bzw. des limitierten Gewinnpotentials wichtig.

Unsere These, wonach CTAs über Zyklen hinweg mit traditionellen Anlagen unkorrelierte Renditen abliefern und Krisenalpha bieten, bleibt für uns weiterhin in Takt.

Long Positionen im VIX und in Aktienputs boten seit Jahresbeginn den klar höchsten Krisenschutz, obwohl sie in der Woche vom 23. März einen Teil der Gewinne einbüssten. Wer sich z.B. am Jahresanfang einen 20%-out-of-the-money Put auf den S&P 500 Index mit Maturität am 19. Juni 2020 gönnte, zahlte dafür 18.7 USD. Am 18. März freute er sich über den Kurs von 390.1 (dank der impliziten Volatilität von über 56%). Per 27. März lag der Kurs noch bei 254.1 (mit impliziter Vola von gut 43%), was immer noch einen netten, aber deutlich tieferen Gewinn bedeutet. Wer sich Puts mit Laufzeiten bis Ende Jahr kaufte, konnte seinen Einsatz bis am 23. März fast verneunfachen und bis 27. März immerhin noch rund versechsfachen.

Auch der tägliche VIX kam zwar von der Pike von über 80 aus der Vorwoche zurück, aber pendelte in der Woche bis am 27. März nach wie vor zwischen 60 und 65 herum, was rund vier bis fünf Mal höher ist als in normalen Marktphasen. Oft als Index für die Angst der Anleger bezeichnet, kann die aktuell noch sehr hohe Verunsicherung unter Anlegern gut am VIX abgelesen werden. Entsprechend teuer wirkt der Kauf kurzläufiger Putoptionen zur Absicherung von Aktienrisiken am Markt. Gleichzeitig bleibt die abschöpfbare Prämie mit einer Short Put Strategie hoch. Allerdings empfehlen wir solche Strategien wirklich nur Anlegern, die bei bestimmten Preisniveaus auf jeden Fall noch Aktien zukaufen bzw. rebalancen wollen und zugleich kein Problem mit einer Hebelung in ihren Anlagen haben.

Insurance Linked Securities (ILS)

ILS-Instrumente wie die Cat Bonds blieben auch in der Woche vom 23. bis 27. März von Turbulenzen weitgehend unberührt, weshalb wir im Vergleich zum letzten Timeout nichts Neues zu berichten haben. Auch wenn heute im Lebensbereich nicht von Verlusten auszugehen ist, erscheint uns eine generelle Entwarnung noch zu früh. Mehr zur spezifischen Situation in der Anlageklasse ILS und den Prämien folgt in einem späteren Timeout.

Der Entscheid, ob die zwei zum Coronavirus exponierten Pandemiebonds der Weltbank ausgeübt werden oder nicht, steht ebenfalls noch aus, weil die Beurteilung des Faktors Wachstumsrate von neuinfizierten Fällen momentan noch nicht abgeschlossen ist.

Was nun?

Shiller Cape PE, Credit Spreads, CTAs, VIX: Ist das Glas nun halb voll oder halb leer? Je nach Interpretation der Lage bietet sich dem Betrachter die Möglichkeit eines Ausstiegs bevor das Glas ganz leer ist oder aber eine interessante Einstiegs- bzw. Rebalancing-möglichkeit, bevor sich das Glas wieder füllt. Leider verfügen wir "nur" über ein Glas und keine Kristallkugel. Entsprechend empfehlen wir institutionellen Anlegern grundsätzlich, an ihren langfristig gewählten und mit ALMs abgestützten Strategien festzuhalten. Trotzdem bleiben wir an den Märkten dran und berichten über Änderungen des Wasserpegels, im vollen Bewusstsein, dass momentan andere Dinge viel, viel wichtiger und dringender sind.

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

