

## SIGLO Timeout Nr. 116 – Liquidität fürs Rebalancing

### Inhalt

Strategische Anlageallokationen definieren Quoten sowie Ober- und Untergrenzen für erlaubte Anlageklassen im Gesamtportfolio institutioneller Anleger. Nähert man sich den Grenzen wegen Marktpreisschwankungen oder übertritt sie sogar, wird in der Regel rebalanciert. Das bedeutet, die gegenüber der Strategie untergewichtete(n) Anlage(n) zu kaufen und die übergewichteten zu veräussern. In Aktienmarktkrisen ist klar, was man kaufen soll. Weniger klar ist heute aber, welche Anlagen man dafür verkaufen soll bzw. woher man Liquidität für Aktienkäufe beschafft. Wir haben den Eindruck, dass die Liquidität traditioneller Anleihen dabei oft überschätzt wird. Das Timeout erörtert dieses Problem und beschreibt einen Lösungsweg mit DM-Portfolios.

### Trivialdefinition Liquidität

Liquide Anlagen zeichnen sich banal ausgedrückt dadurch aus, dass man sie am Markt rasch und zu einem ökonomisch vertretbaren sowie aktuellen Preis verkaufen kann. Rasch heisst innerhalb eines oder weniger Tage. Was ökonomisch sinnvoll ist, bleibt natürlich immer subjektiv. Fest steht jedoch, dass die Transaktionskosten wie Geld-Brief-Spannen eng sein müssen, damit man beim Verkauf möglichst den gesamten aktuellen Wert in Form von Cash erhält. Wir verzichten hier auf sophisticatedere Ansätze oder Formeln für die Liquidität wie z.B. die von Amihud, weil sie unsere Erörterung nicht weiterbringen. Auch messen wir die Geld-Brief-Spannen nicht im Detail, sondern beschränken uns auf grobe, qualitative aber realitätsnahe Schätzungen.

### Zeitvariable Geld-Brief-Spannen

Die von Market Makers gestellten Geld-Brief-Spannen sind für keine Anlageklasse stabil, sondern variieren über die Zeit. In volatilen Marktphasen erhöhen sie sich häufig, weil die Market Makers verständlicherweise weniger Risiko auf ihr Buch nehmen möchten. Zentral in unserem Timeout ist die Liquidität für die vermeintlich sicheren traditionellen Anleihen.

Die Erfahrungen aus dem Jahr 2020 zeigen, wie signifikant diese Zeitvariabilität ausfallen kann. Anekdotische Beispiele aus Gesprächen mit Managern illustrieren das Ausmass: Geld-Brief-Spannen von Eidgenossen lagen im März 2020 inmitten der Coronakrise im hohen einstelligen Prozentbereich und kulminierten bei rund 10%. US Treasuries blieben zwar im tiefen einstelligen Bereich, was aber nicht heisst, dass die Verkäufe damals nicht

auch signifikante Transaktionskosten von 1-2% generiert hätten. Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating lagen irgendwo dazwischen, je nach Emittent und Sektor, und boten somit auch keine ideale Liquidität für Verkäufe zur Finanzierung der Aktien.

### Ansätze beim Rebalancing

Vor diesem Hintergrund raten wir Anlegern, die häufig unterstellte Absicherungsfunktion von vermeintlich sicheren Anleihen kritisch zu hinterfragen. Nicht nur weil sie im Umfeld negativer Zinsen kein Einkommen generieren und keine Renditebeiträge mehr abwerfen, sofern Zinsen nicht weiter fallen, sondern weil sie sich in Aktienmarktkrisen nicht ideal für kostengünstige Rebalancings eignen. Natürlich gibt es noch andere Gründe, IG-Anleihen zu halten z.B. Wertaufbewahrung in Krisen, aber dies klappt nur nominal und nicht real.

Man mag dieser Überlegung entgegenhalten, dass ein Anleihenverkauf immer noch besser sei, als illiquide Anlagen wie Immobilien oder Privatmarkt-Fonds zu Schleuderpreisen auf den Markt zu werfen. Das stimmt zwar, nur löst es das Rebalancing-Problem nicht. Eine mittelmässige Massnahme zu verteidigen, in dem man eine schlechtere nicht ergreift, wirkt ja nicht sehr überzeugend. Man könnte auch argumentieren, dass in vielen Krisen gar kein Rebalancing notwendig ist, weil sich Preise riskanter Anlagen sowieso immer erholten. Auch das ist nicht falsch, aber in Anbetracht der raschen und heftigen Erholungen in den letzten Krisen (Q2 2009 oder Q2 2020) hätten sich Rebalancings gelohnt, vor allem wenn regelbasierte und konsequent umgesetzte. Im Timeout Nr. 32 diskutierten wir bereits vor

Jahren akademische Artikel dazu. Die Empirie zeigt zudem, dass sich Rebalancings auch aus Risikoüberlegungen lohnen, da sie strategienahe Risikoallokationen im Zeitablauf ermöglicht, was vielen Investoren mit gesetzlich garantierten Verpflichtungen hilft.

### Liquiditätsbeschaffung

Es wäre also hilfreich, wenn man über einen im Voraus definierten «Topf» mit Anlagen verfügt, der zuverlässig und ohne signifikante Transaktionskosten Liquidität zum Kauf von Aktien in Krisen bereitstellen kann. Dieser wirkt quasi wie ein Puffer für schlechte Tage und würde allfällige, hitzige Diskussionen während Krisen vermeiden, welche Anlagen nun zu Gunsten der Aktien abzubauen seien.

Pragmatische Leser mögen einwerfen, dass simple Cashquoten für diesen Zweck schon seit Ewigkeiten bekannt sind und lediglich in gewissen Phasen etwas umstritten waren, weil es als effizienter galt, stets voll investiert zu sein. Dem wollen wir im Umfeld negativer Zinsen nicht grundsätzlich widersprechen, da die Opportunitätskosten der Cashhaltung gegenüber einer Anlage in Anleihen auf ein Minimum gesunken sind. Aber wir geben zu bedenken, dass die Cashhaltung von heute nicht ganz kostenlos ist (sofern keine Deals mit Banken bestehen), was die Suche nach geeigneteren Puffer-Anlagen und Liquiditätsquellen für ein Rebalancing anregt. Zudem stellt sich bei hohen strategischen Quoten für Cash die Frage, ob es wirklich die Aufgabe institutioneller Anleger sein soll, einfach «nur» strategisch Cash zu halten. Wir bezweifeln es und beschreiten daher andere Lösungswege.

#### **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](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

### DM-Portfolios und Ansätze

Attraktiv als Ersatz und/oder Ergänzung von Anleihen und Cash als Puffer und Quelle für Liquidität in Krisen erscheinen uns liquide, unkorrelierte bzw. fundamental unabhängige Anlagen, die im besten Fall positive Renditen über die Zeit erzielen und dabei realistische Chancen auf Stabilität oder sogar Gewinne in Aktienmarktkrisen aufweisen. Wir sind der Ansicht, dass einige alternative Strategien wie Divergent Macro oder Trendfolger solche Ansprüche bei sorgfältiger Auswahl erfüllen können. Bündelt man sie in einem Portfolio, wird auch die Problematik der Streuung von Managerrisiken adressiert. Man spricht vom sogenannten Drawdown Management (DM) bzw. von DM-Portfolios. In früheren Timeouts haben wir bereits Gedanken und Erfahrungen zu DM-Bausteinen beschrieben, weshalb wir hier auf eine Wiederholung verzichten.

Gute DM-Portfolios richten sich nach individuellen Kundenzielen. Je nach Priorisierung wird der Diversifikation, der Liquidität und der Krisenabsicherung mehr oder weniger Gewicht in ihrem DM-Portfolio zuteil. Von der Zielgewichtung hängen auch die laufenden Kosten des DM-Portfolios ab (TER der Fonds sowie Prämien für Long Volatilität und/oder für normale Putoptionen auf Aktien). Je mehr Schutz, desto teurer. Nutzen und Kosten von individuell konzipierter DM-Portfolios wären dann mit jenen reiner traditioneller IG-Bond-Quoten im Gesamtportfolio zu vergleichen. Dabei schliessen sich DM- und Bondquoten nicht aus, sondern ergänzen sich evtl. sogar, was langfristig die Chance erhöht, Strategien durchzuziehen und Anlageziele zu erreichen.

