

Was haben die Investoren aus der Finanzkrise gelernt?

Bei Finanzkrisen mögen die individuellen Auslöser vielleicht einzigartig sein, doch treten Finanzkrisen wie diejenige 2008/09 immer wieder auf. Welche Erkenntnisse lassen sich nun aber aus der letzten Finanzkrise ziehen und welche Ansätze für Investoren lassen sich daraus ableiten, um in solchen Stressphasen Verluste – wenn auch nicht ganz auszuschliessen – zumindest jedoch deutlich abfedern zu können?



Von Chris Neunkirchner
Head Portfolio Management Schweiz
Valartis Bank AG

Liquiditätsrisiko

Institutionelle wie auch private Investoren waren in der Finanzkrise 2008/09 fast durchgängig von Problemen der Marktilliquidität (die Umstände, mit welchen die Anlagen wieder verkauft werden können und wie rasch man die Liquidität zurückerhält) betroffen. Am stärksten von der Liquiditätskrise betroffen waren Anlagen in Hedge Funds und Private Equity, aber auch solche in Anleihen. Anlagen in Aktien hingegen erwiesen sich mit Abstand als am wenigsten problematisch. Selbst in grossen Stressphasen, in welchen kaum handelbare Preise am Markt feststellbar waren, blieben Aktien liquide. Somit blieben die Aktien die Anlageklasse, bei der man noch entsprechende Liquidität fand, wenn sie gebraucht wurde.

Investoren, welche tendenziell eigentlich über einen längerfristigen

Anlagehorizont verfügen würden, sind seit der Finanzkrise 2008/09 oftmals nicht mehr bereit, Liquidität am Markt zur Verfügung zu stellen, mussten doch viele Investoren aufgrund von Liquiditätsbedarf zu Verkäufen um jeden Preis schreiten.

Risikoreichere Anlagen

Aufgrund von Ertragsüberlegungen sind vor allem Pensionskassen, aber auch Versicherungen, zunehmend zu Verpflichtungsversprechungen gezwungen, risikoreichere Anlagen zu suchen und in solche zu investieren. So wurden in der letzten Zeit denn auch Anlagen in Anleihen aus Schwellenländern zu einem regelrechten Modethema.

Man erhofft sich dort einen erhöhten Ertrag und die Aussicht auf einen satten Währungsgewinn. Dass diese Anlagethemen oftmals sehr stark mit Aktienindizes korreliert sind und damit keine echte Risikodiversifizierung ermöglichen, wird dabei häufig gerne übersehen.

IT: Gleiche Risikomanagementsysteme, ähnliche «Stop-loss»-Mechanismen und sich selbst verstärkende Systeme

Aufgrund der Tatsache, dass Investment-Banken oftmals mit denselben Risikomanagementsystemen arbeiten, wenden diese auch ähnliche Mechanismen bei der Umsetzung an. «Stop-loss»-Mechanismen bringen es nun mit sich, dass mit generell höheren Volatilitäten gerechnet werden muss. Da etwa drei Viertel des Börsenhandels automatisch von Softwareprogrammen ausgeführt werden, wird es solche schnellen Bewegungen und starken Einbrüche immer wieder geben. Ein Kursverfall löst irgendwo auf der Welt

automatisch Stops aus, die dann weitere Verkäufe nach sich ziehen. Als aktuelles Beispiel kann die rasante Talfahrt im Goldpreis Mitte April dieses Jahres herangezogen werden. Gemäss Angaben der weltgrössten Warenerminbörse Comex wurde der Goldhandel am Morgen des 12. April mit Verkaufsaufträgen für 100 Tonnen Gold eröffnet und zwei Stunden später wurden nochmals 300 Tonnen Gold verkauft. Zum Vergleich: Die Schweizer Nationalbank verfügt über Goldbestände von 1'400 Tonnen. Gemäss Aussagen der Comex waren Verkäufer eindeutig nicht enttäuschte Investoren. Vielmehr trug das Ganze die Handschrift eines konzertierten Verkaufs, der mit einem Schock den Preis gezielt nach unten zu drücken und eine weitere Verkaufswelle auszulösen versuchte. Dieser «Flash Crash» war eine rein technische Korrektur und hat mit der fundamentalen Bewertung des Goldes nichts zu tun. Mit solchen kurzfristigen Bewegungen und steigenden Volatilitäten müssen wir in diesen Börsenzeiten leben.

Auswirkungen der Krise auf die Asset Allocation

Rückblickend lässt sich feststellen, dass während der Krise 2008/09 die Asset Allocation bei institutionellen und privaten Investoren signifikant umgestellt wurde. Die Effekte der Krise waren generell am grössten bei Aktien und Anleihen. Bei den Aktien konnte eine Divergenz zwischen Aktien aus etablierten Ländern und solchen aus Schwellenländern festgestellt werden. Interessanterweise wurden relativ wenig Abflüsse aus den gemeinhin als schwankungsanfällig angesehenen Schwellenländern festgestellt, während die Abflüsse bei Aktien aus den etablierten Ländern drastisch ausfielen.

Wie hat die Krise die durchschnittliche Asset Allocation der Investoren beeinflusst?

An der traditionellen Asset Allocation, nach der diversifizierte, risiko-minimierende und ertrags-maximierende Portfolios zusammenstellt werden, ist kritisiert worden, dass sie grosse Verluste in der letzten Finanzkrise nicht verhindern konnte. Bekanntlich sind damals die Korrelationen verschiedener Anlageklassen in Richtung 1 gestiegen. Das bedeutet, dass sich verschiedene Anlageklassen, die sich unabhängig voneinander bewegen sollten, gleichläufig bewegten – sprich miteinander grosse Verluste verzeichnen mussten. Investoren haben nun begonnen, andere Ansätze zu suchen, um in der Zukunft solche starken Verluste zu vermeiden oder zumindest die eingegangenen Risiken besser zu verstehen.

Verbreiterung der Asset Allocation

Ein mögliches Konzept besteht in der Suche nach unkorrelierten Anlagen, um so die Asset Allocation zu verbreitern. Solche zusätzlichen, unkorrelierten Anlagen können z.B. Katastrophenanleihen sein. Auch Cat-Bonds sind interessante Anlagen, um zu unkorrelierten Anlageerträgen zu kommen. Dies sind Anleihen, die dem Emittenten – in der Regel Versicherungsunternehmen oder Rückversicherer – dazu dienen, den finanziellen Schaden, der ihnen durch Naturkatastrophen entsteht, auf zusätzliche Investoren zu verteilen, um im Schadensfall nicht den gesamten Schaden übernehmen zu müssen.

Langfristige Investitionen in Infrastruktur oder Agrarland sind weitere interessante Möglichkeiten, nicht nur für institutionelle Investoren mit einem langen Anlagehorizont. Um zu unkorrelierten Anlageerträgen zu gelangen, sollten sie verstärkt auch von privaten Investoren in Betracht gezogen werden.

Neue Asset Allocation

Ein weiterer möglicher Ansatz kann die Unterteilung der bestehenden Asset Allocation auf fundamentale Makrorisiken sein.

Im Zuge der letzten Finanzkrise gehen Denkanstösse in die Richtung, neben der klassischen (traditionellen) Einteilung der Anlageklassen (Liquidität,

Anleihen, Aktien, Alternative usw.) die Asset Allocation in verschiedene Risikofaktoren aufzuteilen. Die Idee ist, verschiedene ökonomische Facetten von Risiken aufzuzeigen, um diese bewusst einzugehen oder zu vermeiden. Dies, weil sich gezeigt hat, dass am Finanzmarkt das Risiko einer zu grossen Konzentration immer wieder die Ursache von Krisen ist. Deshalb sollte sich jeder Anleger über die fundamentalen Risikokomponenten Gedanken machen. Als Risikofaktoren lassen sich z.B. die folgenden berücksichtigen:

1. *Liquiditätsrisiko:*
Kontokorrentguthaben
2. *Zinsrisiko:*
Staatsanleihen
3. *Wachstumsrisiko:*
Aktien, Unternehmens-,
Hochzins- und Wandelanleihen
4. *Inflationsrisiko:*
inflationsgeschützte Anleihen,
Gold und Silber
5. *Realwertrisiko:*
Immobilien, Infrastruktur,
Agrarrohstoffe

Erfolgt nun eine neue Umgruppierung einer traditionellen Asset Allocation gemäss diesen fünf verschiedenen Risikofaktoren, kommt man zu einer interessanten Feststellung: Im Vergleich zur klassischen Asset Allocation ergibt sich ein höherer Informationsgehalt über die Risikofaktoren für die Investoren. Führt man sich eine ausgewogene Aufteilung vor Augen, so erfolgt oft eine starke Konzentration beim Faktor Wachstumsrisiko. Es hat sich in der Krise gezeigt, dass die Aktien- und Unternehmensanleihenpreise oftmals eben doch positiv korreliert sind.

Beachtung von Risiken

Nach der Krise hat das Risikomanagement ebenfalls an Bedeutung gewon-

nen. Investoren legen nun noch mehr ihren Fokus auf Markt- und Kreditrisiken in ihren Portfolios, um exzessive Risiken zu vermeiden. Im Reporting sehen wir den Trend hin zur vermehrten Analyse, wo die Renditen entstehen oder aber verlorengehen. Einige Investoren sind über sogenannte «Tail Risks» (sehr hohe Risiken, welche aber in ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit sehr selten sind) besorgt und versuchen, sich gegen diese Risiken abzusichern. Ein solcher Schutz ist schwierig zu implementieren und kostspielig.

Investoren sind sich heutzutage auch viel mehr der Kreditrisiken bei Staatsschuldnern bewusst und in diesem Bereich viel wählerischer geworden. Besonders trifft dies seit der letzten Finanzkrise auf Schuldner aus der Eurozone zu. Als Konsequenz haben sich etliche Investoren von öffentlichen Schuldnern verabschiedet und wenden sich vermehrt Privatunternehmen zu. Ebenfalls werden die Implikationen von Problemen, welche länderübergreifend sind – verursacht durch Staaten oder aber Institutionen wie Banken –, kritisch beurteilt.

Fazit

Investoren, die sich an den Anlagemärkten engagieren, sind letzten Endes nie frei von Risiken. Um potenzielle Verluste wirksam begrenzen zu können, gilt es deshalb, in der Asset Allocation diesen Risiken systematisch zu begegnen. So achten beispielsweise die Portfolio Manager der Valartis Bank im Kundeninteresse gezielt darauf, wirklich unkorrelierte Anlagen zu evaluieren und in den Portfolios einzusetzen. Voraussetzung dafür ist, die Anlagechancen und -risiken der einzelnen Instrumente wie auch im Portfoliokontext fundamental zu verstehen.

c.neunkirchner@valartis.ch
www.valartisbank.ch