

Was sind die Auswirkungen für institutionelle Investoren?

DIE COVID-19 PANDEMIE

Eberhard Schwarz

Es wurde schon viel geschrieben seit und während des Ausbruchs der Covid-19-Pandemie und es ist zu erwarten, dass uns diese Thematik noch geraume Zeit in der einen oder anderen Form begleiten wird. Die nachfolgenden Ausführungen wollen nicht, noch können sie den Anspruch erheben, ein umfassendes wissenschaftliches Bild in (makro-)ökonomischer Hinsicht über diese Pandemie und ihre Auswirkungen auf die wirtschaftlichen Fundamentaldaten sowie auf die einzelnen Assetklassen des Anlageuniversums institutioneller Investoren abzugeben. Vielmehr sollen sie gleichsam einer Kolumne einen Meinungsbeitrag liefern.

Wie nachfolgender Chart und Tabelle zeigen, begleiten uns Epidemien – nicht Pandemien wie im Fall der Covid-19-Pandemie, und das ist ein wesentlicher Unterschied – in den letzten zwanzig Jahren mit unterschiedlicher, aber stetiger Häufigkeit. Basierend auf den Daten von Charles Schwab war die Reaktion der Märkte auf vergangene Epidemien verhalten beziehungsweise kurzlebig. So gewann der MSCI All Countries World Index durchschnittlich 0,4% einen Monat nach Epidemien, 3,1% in der darauffolgenden 3-Monats-Periode

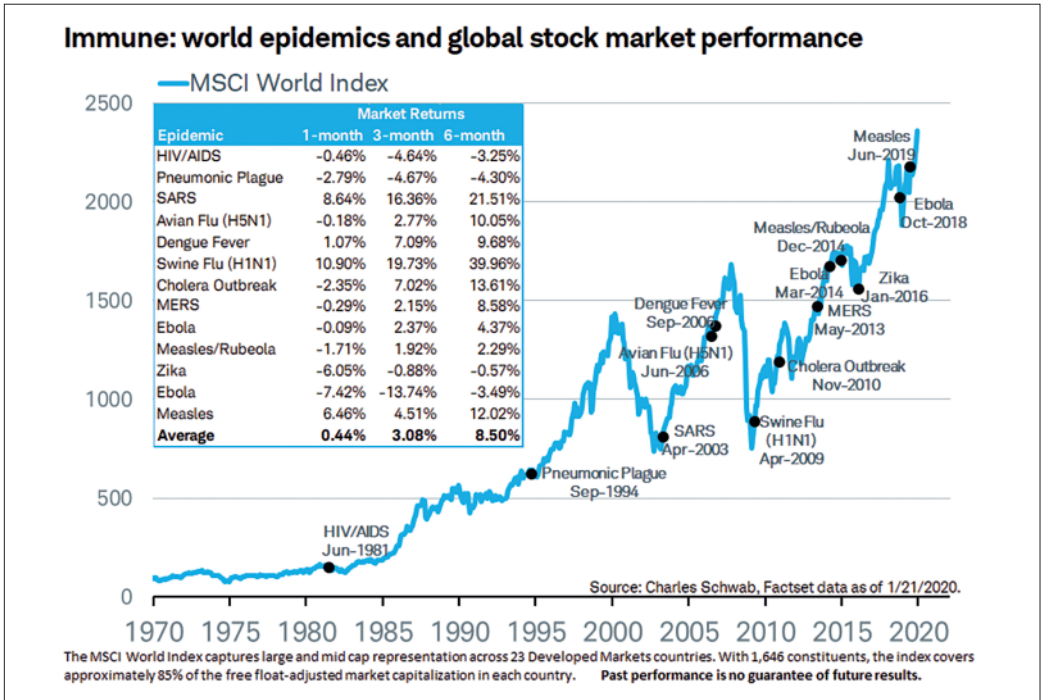


Abb. 1: Globale Epidemien und Aktienmarkt-Performance

Quelle: MarketWatch (published by Dow Jones & Co.), 24. Februar 2020; Charles Schwab, Datenstand per 21. Januar 2020

und 8,5% auf 6-Monats-Sicht. Dabei war der Rebound nach SARS in 2003 und nach der Schweinepest in 2009 besonders deutlich, wohingegen die Auswirkungen der Ebola-Epidemie in 2014 nachhaltig negativer waren. Gewiss waren die Ausgangssituation und die Rahmenbedingungen bei diesen Ereignissen nicht immer gleich.

Und dies gilt auch für die derzeitige Covid-19 Krise. Der ökonomische „Fallout“ der Pandemie übertrifft jedoch alle Epidemien der Vergangenheit bei weitem. Auch im Vergleich zur Finanzkrise 2009 stehen wir hier vor ganz anderen Herausforderungen. So wurde in den betroffenen Ländern sowohl ein Angebotschock als auch ein Nachfrageschock ausgelöst, der länger andauern wird, als uns die Entwicklung an der Börse mit ihrem massiven Einbruch zu Beginn der Covid-19-Pandemie und ihrer zwischenzeitlichen, teilweisen Erholung Glauben machen will.

Die Aktienmärkte sind im Zuge der Pandemie dramatisch eingebrochen, die Spreads von High-Yield-Anleihen des Unternehmenssektors haben sich genauso wie die Spreads der Staatsanleihen in den Emerging Markets deutlich ausgeweitet. Auch die Kapitalmarkt-

ströme in die Emerging Markets Funds kehrten sich um, insbesondere im Falle von Hartwährungsinvestments. Vor dem Hintergrund der Flucht in Kasse und vermeintliche sichere Assets gab es Anzeichen von US-Dollar-Knappheit. Die sich rasch reduzierende Risikofreudigkeit der Investoren führte zu einer Serie von stützenden Eingriffen der Zentralbanken wie Zinssenkungen, Maßnahmen zur Stützung der Liquidität und in einer Vielzahl von Fällen zum Ankauf von Assets wie im Falle der US Federal Reserve, der Europäischen Zentralbank sowie der britischen und japanischen Zentralbank.

Trotz dieser Maßnahmen der Zentralbanken und auch getätigter Konjunkturprogramme auf internationaler wie nationaler Ebene der einzelnen Länder geht der IMF in seinem Ausblick Juni 2020 von einer Kontraktion der Weltwirtschaft um -4,9% (für Deutschland -7,8%) in 2020 aus, und dies nach einer Wachstumsprognose für den globalen Output in Höhe von 2,9% (für Deutschland 0,6%) im Ausblick zur weltwirtschaftlichen Lage per Oktober 2019; dies entspricht somit einer Korrektur der globalen Wachstumsprognose um rund 7,8% (für Deutschland rund -8,4%) nach unten für das Jahr 2020 per Datenstand Juni 2020. Eine schwächere globale Nachfrage drückt jedoch die Rohstoffpreise, Rohstoff-Exporteure sehen sich einer erhöhten Belastung ihrer finanziellen Tragfähigkeit ausgesetzt und die realwirtschaftlichen Aktivitäten werden gebremst. Die weitere Entwicklung der Covid-19- Pandemie und die damit verbundenen wirtschaftlichen Auswirkungen bleiben nach Einschätzung des IMF von Unsicherheit geprägt. Natürlich könnte eine frühzeitige Entdeckung einer Therapie oder eines Impfstoffes gegen Covid-19 die Erholung der wirtschaftlichen Lage beschleunigen. Einerseits zeichnet sich eine derartig „schnelle“ medizinische Lösung nach Meinung verschiedener Experten derzeit nicht ab, andererseits bestehen Risiken struktureller Veränderungen im Verhalten der Unternehmen und Haushalte, die zu länger andauernden Störungen der Angebotsketten und damit auch zu einer Schwächung der Gesamtnachfrage führen könnten. Beispiele für solche Veränderungen sehen wir derzeit im Segment Touristik & Transport.

Was bedeuten diese Entwicklungen für die Portfolien institutioneller Investoren und ihre Vermögensallokation? Die durch die Covid-19-Pandemie bedingten Turbulenzen der Finanzmärkte treffen beispielsweise auch die Pensionskassen in der Schweiz. Dies zeigen die ersten Ergebnisse der von Complementa jährlich durchgeführten Risiko-Check-up-Studie. Die Studie wird seit 1995 alljährlich zur aktuellen Lage schweizerischer Pensionskassen erstellt und ist mit mehr als 400 Teilnehmern mehr als repräsentativ. Gemäß dem ersten Rücklauf der Studienteilnehmer verbuchten die Kapitalanlagen der Pensionskassen in den ersten vier Monaten eine negative Rendite von -3,9%. Dadurch sinkt der durchschnittliche Deckungsgrad von 107,9% auf 103,0%. Die hinzugewonnenen Deckungsgradpunkte aus dem außergewöhnlich erfolgreichen Anlagejahr 2019 sind damit bei den Teilnehmern der Studie bereits fast vollumfänglich aufgebraucht (Stand: Anfang Mai 2020).

Möglich wird diese Studie durch ein zunehmend umfangreicheres Risiko-Controlling, das die Investoren insbesondere seit der Finanzmarktkrise implementiert haben und das die Auswirkungen auf die Portfolien der Investoren nicht verhindert, aber sicherlich gelindert haben sollte.

Complementa unterstützt mit dem sog. Complementa-Risiko-Monitor eine ganzheitliche Risiko-Berichterstattung und Risikoauswertung für ihre Kunden. Die Beurteilung der Performance eines aktiven Asset Managers erfolgt nur dann angemessen, wenn ebenso evaluiert wird, mit welchem eingegangenen Risiko die erzielte Performance erwirtschaftet wurde. Gleichmaßen soll der Complementa-Risiko-Monitor im Rahmen einer Ex-post-Betrachtung dazu beitragen, den Blickwinkel des Investors für das Gesamtportfolio oder einzelne Assetklassen nicht überwiegend auf die erzielte Performance zu richten, sondern auch transparent zu machen, mit welchem Risiko und insbesondere auch welcher Verteilung auf die einzelnen Risikofaktoren diese Gesamtperformance erzielt wurde. Die Anforderungen großer institutioneller Investoren gehen jedoch über ein Risiko-Monitoring und ein Risiko-Controlling hinaus, indem Investmententscheidungen ex-ante unter Risikogesichtspunkten bzw. Risikoszenarien evaluiert werden sollen. Eine Annäherung daran findet im Complementa-Risiko-Monitor statt, indem in einem ersten Schritt Stressszenarien der Vergangenheit über die bestehende Vermögensallokation des Investors „gelegt“ und die Auswirkungen auf Bewertung sowie Deckungsgrad ermittelt werden. Wie aber auch im Rahmen der Covid-19-Pandemie zu erfahren war, liefert die Zukunft ein unerschöpfliches Reservoir an Überraschungen für die Marktteilnehmer. Von daher muss es Ziel sein, sich nicht lediglich auf historische Stressszenarien bei der Portfolioanalyse zu beziehen, sondern auch mögliche Stressszenarien der Zukunft zu entwickeln; darin besteht derzeit sicherlich die größte Herausforderung.

Die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Deckungsgrad, die Risikobudgets und die Risikoneigung der Investoren im laufenden Jahr ist der eine Effekt; der andere betrifft die Frage nach der langfristigen Vermögensallokation, d.h. nach der Strategischen Asset Allokation („SAA“). Denn wie meinte der bekannte Finanzwissenschaftler der Yale School of Management, Roger G. Ibbotson: „On average, 90 percent of the variability of returns and 100 percent of the absolute level of return is explained by asset allocation.“ Die Festlegung einer Anlagestrategie ist somit eine der zentralen Aufgaben, welche Institutionelle Investoren zu erfüllen haben. Eine gute Anlagestrategie zeichnet sich dadurch aus, dass sie auch während starker Turbulenzen an den Finanzmärkten mit ruhigem Gewissen gehalten werden kann, da emotionsgetriebene Anpassungen in einem hektischen Umfeld den Anlageerfolg nicht verbessern werden. Daher ist es wichtig, dass die Entscheidungsträger die verschiedenen Dimensionen von Risiko und Rendite ihrer gewählten Anlagestrategie und ihr Verhalten während Krisenszenarien kennen, so dass sie diese überzeugt – in guten wie in schlechten Tagen – vertreten können.

Institutionelle Investoren stellen Ihre Anlagestrategie in der Regel auf Assetklassen ab und ermitteln die genaue Kombination mittels mathematischer Optimierungsverfahren. Dies kann mit Fokus auf die Anlageseite erfolgen – sog. Asset-only-Modelle optimieren die Asset Allokation anhand eines vorgegebenen Anlageuniversums – oder zusätzlich unter Berücksichtigung der Verpflichtungsseite (z.B. Pensionsverpflichtungen). Das vorrangige Ziel ist die Festlegung einer individuellen Anlagestrategie, welche auf die Leistungsziele, Risikofähigkeit und Risikobereitschaft des Investors zugeschnitten ist. Maßgeblich für die Ergebnisse dieser Verfahren sind neben den unterschiedlichen Modellvarianten die Renditeperspektive und die Risikomodellierung der verschiedenen Assetklassen.

Das Complementa-Modell beispielsweise basiert dabei auf den neuesten wissenschaftlichen Erkenntnissen und integriert die Nicht-Normalverteilung von Renditen, modelliert Schiefe und „fat tails“ sowie nicht-lineare Abhängigkeiten. Dies ist von hohem Nutzen für den Investor, weil bei der Anwendung von nicht-linearen Abhängigkeiten das zu beobachtende Verhalten zwischen den Anlageklassen gerade bei extremen Marktbewegungen besser modelliert wird als bei klassischen Ansätzen. Bei der Risikomodellierung stellen ferner die Alternativen Anlagen und Immobilienanlagen insofern eine gewisse Herausforderung dar, als dass sie meist nicht gelistete Investments sind und damit weniger häufige Bewertungen aufweisen als börsennotierte Investments. Dies führt tendenziell dazu, dass die Korrelationen mit anderen Anlageklassen und das eigene Risiko unterschätzt werden können. Aus diesem Grund können neben dem Einsatz von Optimierungsverfahren auch die Hilfestellungen und Drittmeinungen von Anlageexperten wie Investment Consultants ein Erfolgsfaktor für die Durchführung von Strategieoptimierungen sein. Unabhängige Anlageexperten sind aufgefordert, den Prozess kundenspezifisch zu unterstützen, die modellierten Outputs kritisch zu hinterfragen und ein Verständnis für die unterliegenden ökonomischen Treiber der jeweiligen SAA zu haben. Des Weiteren sollten die Anlageexperten auch einen Blick auf die Umsetzbarkeit der vorgeschlagenen Strategie haben.

Im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie stellt sich nun die Frage, inwiefern die ökonomischen Folgen langfristiger Natur sein werden. Falls es sich nur um kurzfristige Verwerfungen handeln sollte, so sollte dies auf die langfristigen Renditeperspektiven keinen wesentlichen Einfluss haben. Sollten sich jedoch längerfristige Folgen einstellen, wie beispielsweise ein über eine längere Zeit tief bleibendes Niveau der Unternehmensgewinne, so müsste dies auch in den Inputdaten des jeweils verwendeten Modells und den zugrundeliegenden ökonomischen Überlegungen reflektiert werden. Interessant ist schließlich die Überlegung, inwieweit sich der in Abb. 2 (folgende Seite) dargestellte Auf- und Ausbau der alternativen Assets wie Infrastruktur, Private Debt sowie Insurance Linked Securities, Letztere gewiss eine Schweizerische Besonderheit im DACH-Raum, unter den Nachwirkungen der Covid-19-Pandemie entwickeln wird.

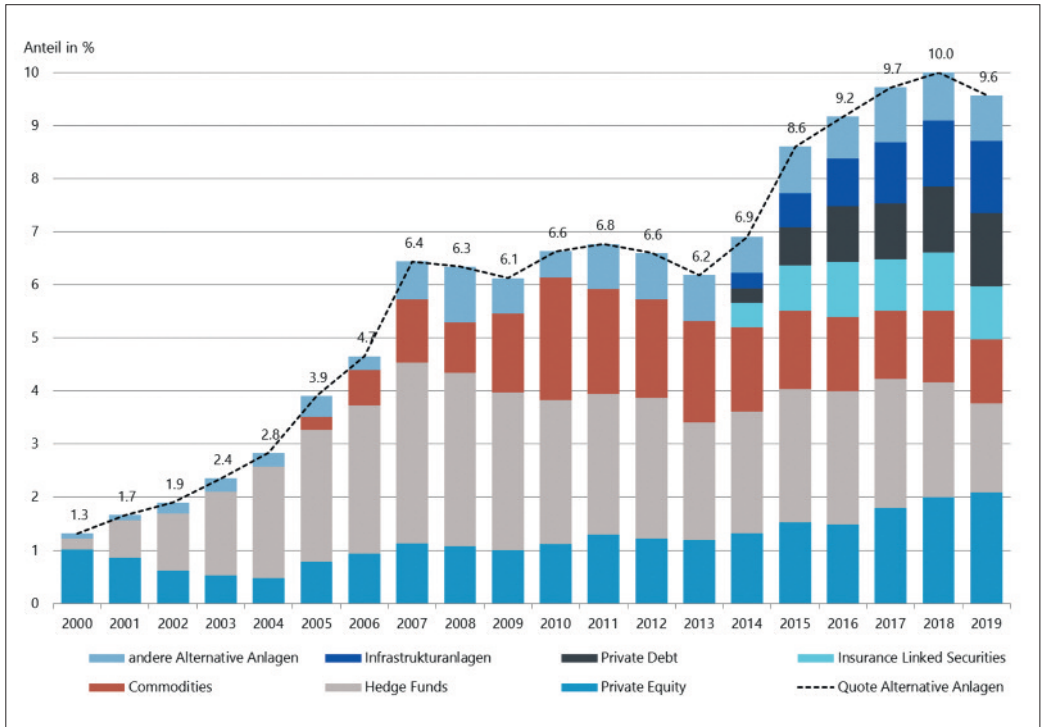


Abb. 2: Entwicklung alternativer Assets in der Vermögensstruktur institutioneller Kunden im Zeitablauf

Quelle: Complemta, Risiko-Check-up 2020, Studie zur aktuellen Lage schweizerischer Pensionskassen, Datenstand per 31. Dezember 2019

Alternative Investments werden von vielen Investoren mit dem Ziel getätigt, bei vergleichsweise geringem Risiko einen langfristig konstanten Cash-flow zu vereinnahmen, und dies unabhängig von wirtschaftlichen Zyklen. Hierbei gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass viele alternative Anlageklassen mit Illiquiditätsrisiken verbunden sind, deren Tragbarkeit durch den Investor im Vorfeld zu evaluieren ist. Die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie im Falle von Infrastrukturinvestments, beispielsweise auf den Luftverkehr und damit auch auf Flughäfen, macht deutlich, wie schnell sich scheinbar sichere Infrastrukturinvestments als deutlich risikobehaftete Investments erweisen können. In vielen Ländern befindet sich die Mehrheit der Flughäfen zwar immer noch in Staatsbesitz (Zentralregierung oder lokale Regierungseinheiten), was staatliche Stützungsmaßnahmen nahelegt. Aber es gibt auch Flughäfen im Besitz privater Investoren, die aufgrund des vermeintlichen sicheren Investment Cases – stabile Erträge mit langer Laufzeit – Eigentümer geworden sind, wie beispielsweise internationale Pensionsfonds. Derzeit sehen sich die Flughäfen gleichermaßen wie die Fluglinien mit mehreren Problemen konfrontiert. Während die Frage nach dem ökologisch nachhaltigen Luftverkehr in der Zukunft schon im

Vorfeld der Covid-19-Pandemie zu Verunsicherungen bei Investoren geführt hat, müssen die Entwicklungen der letzten Monate geradezu zu einer Zeitenwende bei den (möglichen) privaten Infrastruktur-Investoren geführt haben. Gemäß der Investorinfo Q1/2020 der Lufthansa Group ist beispielsweise das Passagieraufkommen der Lufthansa German Airlines im Monat März 2020 um -68,1% im Vergleich zum Vorjahr zurückgegangen. Davon entfallen auf den Hub Frankfurt ein Rückgang von -66,9% sowie auf den Hub München ein Rückgang von -70,2%. Im April 2020 mussten die Airlines der Lufthansa gar einen Einbruch der Fluggäste um 98,1% im Vergleich zum Vorjahr verkraften. Damit sehen sich nicht nur die Airlines, sondern auch die Flughäfen einer extremen Belastung ihrer Cash-flow-Situation ausgesetzt. Somit ist nicht auszuschließen, dass in der Folge einige Projektentwicklungen auf diesem Gebiet möglicherweise um Jahre verschoben werden. Grundsätzlich sind wir jedoch vor dem Hintergrund des andauernden Niedrigzinsumfeldes der Meinung, dass Infrastrukturinvestments wie andere alternative Assets bei den Investoren weiterhin ausgebaut werden. Einerseits verfügen diese Assets in der Regel über eine lange Laufzeit, was dem Matching der Duration der Passivseite, beispielsweise bei Pensionsfonds und Versicherungen, entgegenkommt. Andererseits werden sie aufgrund des grundsätzlich weiterhin geltenden Profils stabiler, vorhersagbarer Cash-flows als Zinssurrogate eingesetzt. Aufgrund der langfristigen Bindung an derartige Investments und der damit fehlenden Möglichkeit, aus dem Investment kurzfristig auszusteigen, empfiehlt es sich jedoch, die Charakteristika der verschiedenen Arten von alternativen Assets und ihren Fit mit den anlegerspezifischen Anforderungen im Vorfeld abzugleichen. An dieser Stelle ist ein unabhängiger Dienstleister von Nutzen, der nicht vertriebsgetriebe einzelne Investmentopportunitäten in den Vordergrund stellt, sondern zunächst die Vor- und Nachteile der Investmentarten beleuchtet. Ferner gilt zu beachten, dass verschiedene alternative Anlagen große Renditedispersionen zwischen den besten und schlechtesten Managern aufweisen, aus diesem Grund kommt der Due Diligence und Managerselektion besondere Bedeutung zu.

Zum Abschluss nehmen wir nochmals Bezug auf das Juni-Update des Ausblicks zur weltwirtschaftlichen Lage des IMF, der von einem starken synchronen Abschwung für die fortgeschrittenen Ökonomien wie für die Schwellenländer in 2020 ausgeht, insbesondere wenn man China bei der Betrachtung der Schwellenländer außen vor lässt. Auch wenn die politischen Fiskalmaßnahmen in den fortgeschrittenen Ökonomien durchweg positiv bewertet werden – das Volumen der globalen Fiskalmaßnahmen beläuft sich auf rd. 10 Billionen US-Dollar (ex ante der Beschlüsse des EU-Gipfels Mitte Juli 2020) –, legt sich ein anderer Schatten über die wirtschaftliche Lage der kommenden Generationen. Die öffentliche Verschuldung gemessen in Relation zum GDP erreicht ein historisches Rekordniveau (vgl. Abb. 3).

In der Folge der Finanzmarktkrise 2008/2009 waren verschiedene Staaten der Europäischen Union wie Griechenland, Irland oder Portugal einer Staatspleite sehr nahe. Die damals ergriffenen Maßnahmen wie Rettungsschirme etc. belasten die Haushalte einzel-

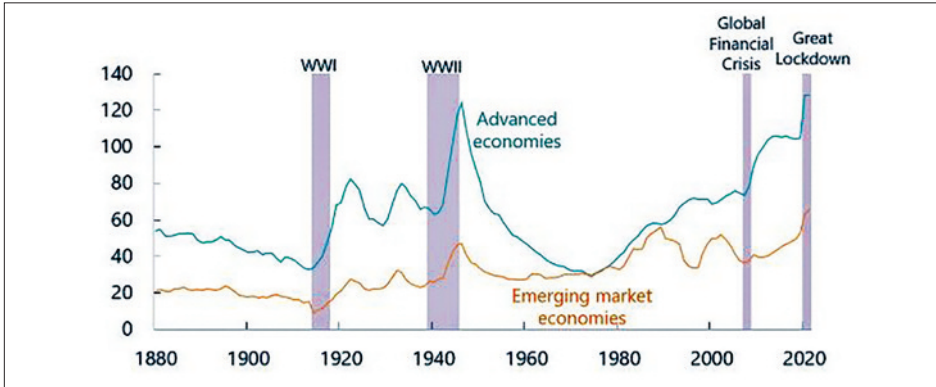


Abb. 3: Öffentliche Verschuldung in Prozent des GDP

Quelle: IMF, World Economic Outlook, Juni 2020: Reopening from the Great Lockdown: Uneven and Uncertain recovery.

ner Länder genauso wie die derzeit implementierten Fiskalpakete. Das wird auch für die auf dem EU-Gipfel von Mitte Juli 2020 beschlossenen Maßnahmen gelten, auf die sich die in einer beispiellosen Marathonsitzung teilnehmenden Regierungsvertreter geeinigt haben. So notwendig diese in der aktuellen Zeit auch sein mögen, sie können nicht darüber hinwegtäuschen, dass sie von Staaten eingegangene Schulden sind, die ihren Bürgern und zukünftigen Generationen irgendwann und irgendwie in Rechnung gestellt werden. Dies gilt auch für mögliche Auswirkungen auf das Vermögen institutioneller Investoren und deren Universum an Anlageklassen; es empfiehlt sich, sich auf diese möglichen Auswirkungen weitsichtig vorzubereiten und auch hier in Szenarien zu denken. Dabei gilt aber auch: Szenarien beinhalten sowohl negative wie positive Verläufe. Und wenn wir zurück-schauen, stellen wir fest, dass jedem noch so tiefen Tal wieder ein Aufschwung folgte. Oder um Johann Wolfgang von Goethe zu zitieren:

„Es ist ein Fehler bei Fußreisen, dass man nicht oft genug rückwärts sieht, wodurch man die schönsten Aussichten verliert.“



Eberhard Schwarz ist Repräsentant Deutschland bei der Complementa GmbH mit Sitz in München.
Kontakt: info@complementa.de