



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 26/04/2024

Absicherung der Aktienanlage: Pech gehabt

von PABLO DUARTE

Zusammenfassung

Die Zinsstrukturkurve, einst zuverlässiger Rezessionsindikator, sendet seit 2022 falsche Signale. Absicherungen, die auf dieser Basis erfolgen, sind zumindest kurzfristig riskant.

Abstract

The yield curve, once a reliable recession indicator, has been sending the wrong signals since 2022. Portfolio Hedging on this basis is risky, at least in the short term.



Anhand eines Modells zur Konjunkturprognose, das auf der Zinsstrukturkurve basiert, stellten wir letztes Jahr eine Strategie zur Absicherung eines Aktienportfolios mit Put-Optionen vor. Wenn der Aktienpreis unter den Ausübungspreis der Option fällt, kann der Verfall des Portfoliowerts verringert werden. Bleibt der Aktienpreis über dem Ausübungspreis, verliert der Anleger die Prämie, die für die Absicherung bezahlt wurde. Die konkrete Anwendung folgte folgender Regel: Die Put-Option wird gekauft, wenn die ex-ante Rezessionswahrscheinlichkeit 50 % übersteigt. Die Absicherung wird aufgelöst, wenn die Erholungswahrscheinlichkeit 90 % übersteigt. Die Zinsstrukturkurve lieferte das wichtigste Signal für die Berechnung der Wahrscheinlichkeiten. In unserem Experiment zeigten wir, dass diese Strategie über einen langen Zeitraum eine leichte Überrendite bei gleichzeitig reduzierter Volatilität erzielen könnte.

Allerdings gaben wir der Analyse die folgende Warnung für die unmittelbare Zukunft mit:

„Der Erfolg der Absicherungsstrategie hängt von der Richtigkeit der Rezessionssignale ab. Wie bei jedem Modell, basieren die Prognosen auf den Regelmäßigkeiten, die man aus der Vergangenheit entnehmen kann. Jedes Mal könnte es allerdings anders kommen. Das Modell hätte die Rezessionen von 1990 und 2020 verpasst. Für die aktuelle Konjunkturentwicklung besteht dagegen das Risiko einer Fehlprognose des Rezessionsbeginns.“¹

Dieses Risiko ist eingetreten. Unsere post-mortem Analyse zeigt, dass Konjunkturprognosen sehr unsicher und Absicherungsstrategien auf der Grundlage solcher Prognosen zumindest kurzfristig riskant sind.

„Soft Landing“, statt „Hard Landing“

Laut unserem Modell überstieg die Rezessionswahrscheinlichkeit im April 2023 50 % und aktivierte die Absicherungsstrategie unseres hypothetischen Aktienportfolios. Jedoch wuchs die US-Wirtschaft im Jahr 2023 dank eines starken Konsums schneller als erwartet. Die Industrie erholte sich gegen Ende des Jahres, und der Arbeitsmarkt blieb trotz steigender Leitzinsen stabil. Entgegen den Erwartungen war eine „sanfte Landung“, also eine Reduktion der Inflation ohne eine Rezession, doch erreichbar.

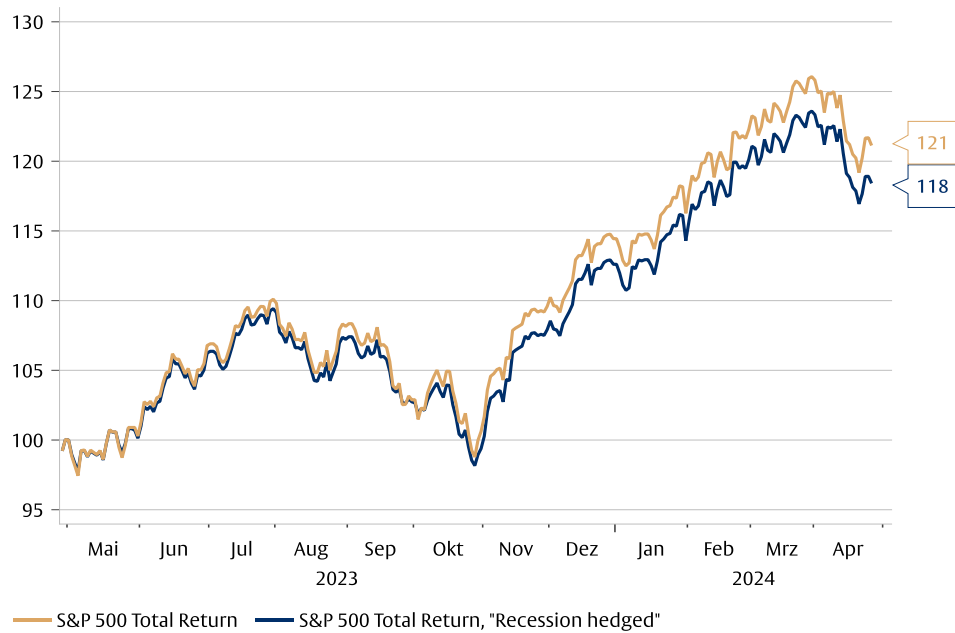
Seit der Aktivierung unserer Absicherungsstrategie im April 2023 hätte der Investor die Prämien für die Put-Optionen (Abb. 1) verloren. Trotzdem bleibt die Gesamtrendite des Portfolios, das seit seiner Auflage im Jahr 1986 mit dieser Strategie geführt wird, höher als die eines Portfolios ohne Absicherung (Abb. 2). Allerdings hat sich

¹ Siehe Duarte, P. (2023), [Inverse Zinsstrukturkurve – und nun?](#), Studie, Flossbach von Storch Research Institute.



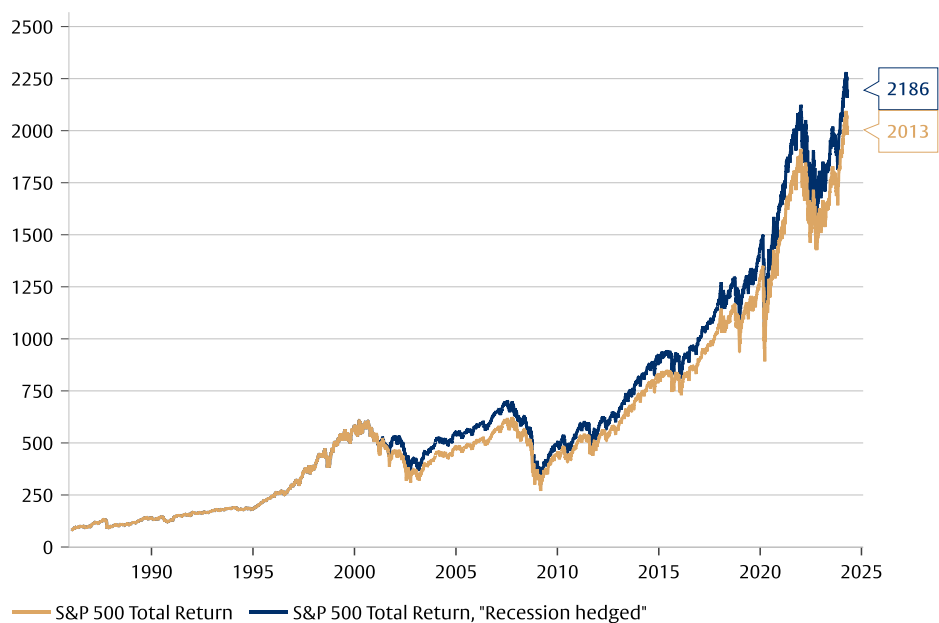
der Vorsprung der durchschnittlichen Jahresrendite durch die Verluste im letzten Jahr von 30 Basispunkten auf 24 Basispunkte verringert.

Abbildung 1: S&P 500, „recession hedged“, mit und ohne Absicherung ab April 2023



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Daten vom 26.04.2024.

Abbildung 2: S&P 500, „recession hedged“, mit und ohne Absicherung



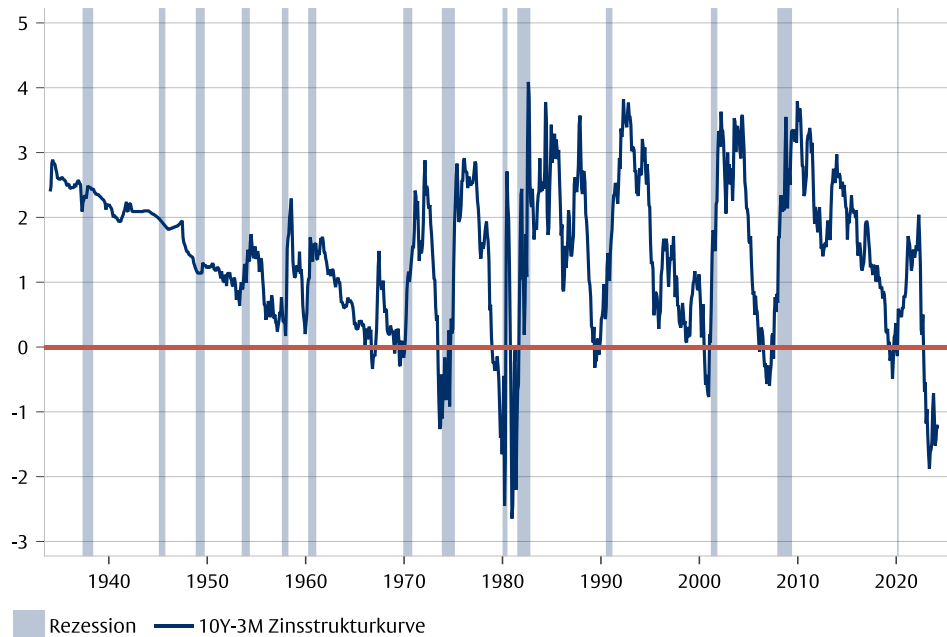
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, S&P Global. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Daten vom 25.04.2024. Die Daten der Absicherung sind: Okt.2000 bis Sep. 2001, Nov. 2006 bis Mär. 2008 und seit April 2023.



Ist die Zinskurve noch ein Rezessionsvorbote?

Unser Modell war fehlerhaft, weil es auf der Zinsstrukturkurve basiert. Seit den 1970er Jahren, als die Fed die Kontrolle über die Zinsstrukturkurve aufgab, führten Inversionen der Zinsstrukturkurve stets zu einer Rezession (Abb. 3). Eine invertierte Kurve bedeutet, dass die Renditen für Anleihen mit kurzer Laufzeit höher sind als die für Anleihen mit längerer Laufzeit. Dies ist unüblich, da Investoren, die Anleihen bis zur Endfälligkeit halten, normalerweise eine höhere Rendite für die längere Bindungsfrist fordern. Die Kurve invertiert daher nur, wenn Investoren erwarten, dass die kurzfristigen Zinsen aufgrund einer bevorstehenden Rezession in der Zukunft gesenkt werden. Die starke Inversion Ende 2022 wurde daher als deutliches Rezessionssignal interpretiert.

Abbildung 3: USA, 10Y3M Zinsstrukturkurve und Rezessionen

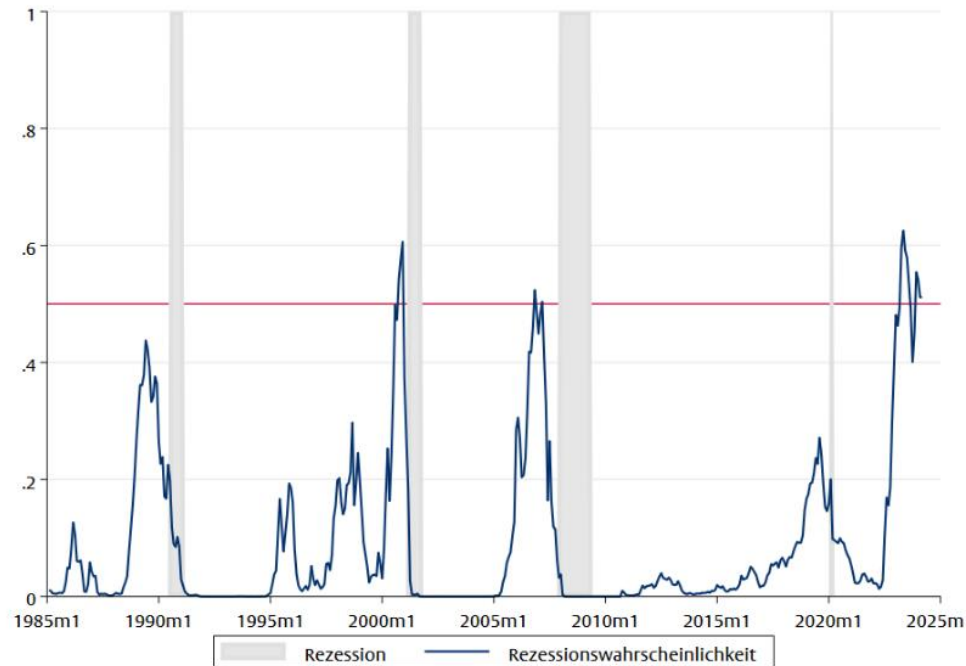


Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, NBER, Federal Reserve. Daten vom 24.04.2024.

Das Narrativ eines „sanften Landens“ wurde jedoch durch die Konjunkturdaten be-
stärkt. Auf den Märkten wurde eine Senkung der kurzfristigen Zinsen erwartet,
auch aufgrund der von der Fed unterstützten Perspektive, dass die Inflation besiegt
worden sei. Diese Erwartung hat sich mittlerweile korrigiert, da die Inflation nicht
wie erwartet zurückging. Trotzdem könnte eine Rezession noch eintreten. Unser
Modell berechnet derzeit eine Rezessionswahrscheinlichkeit, die immer noch hö-
her ist als unmittelbar vor der Finanzkrise 2007/2008 (Abb. 4).



Abbildung 4: Ex-ante Rezessionswahrscheinlichkeit



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, FRED, eigene Berechnungen. Daten von: 26.04.2024

Fazit

Die Zinsstrukturkurve galt als verlässlicher Rezessionsindikator. Seit 2022 gibt sie jedoch falsche Signale. Folglich ging die Prämie einer auf diesen Signalen erfolgten Portfolioabsicherung verloren. Dies könnte sich ändern, falls die Wirtschaft in den kommenden Monaten doch noch in die Rezession fällt. Dann könnte das seit 1986 abgesicherte Portfolio gegenüber dem Vergleichsportfolio wieder aufholen. Bleibt eine Rezession noch längere Zeit aus, ginge aber auch der über die Zeit aufgelaufene Überschuss verloren und die Absicherung wäre auch langfristig von Nachteil gewesen.

Nur ganz wenige Investoren würden wohl das Durchhaltevermögen für eine sehr langfristige Absicherung aufbringen, auch wenn sich diese nach Jahrzehnten als erfolgreich erweisen würde. Für die meisten ist der Anlagehorizont kürzer – und daher die Absicherung riskant. Möglichen Mehrerträgen in eine Rezessionsphase stehen Mindererträge in längeren Wachstumsphasen der Wirtschaft gegenüber.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk, Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. Pablo Duarte *Redaktionsschluss* 26. April 2024