XAIA
INVESTMENT

Das negative Basis Investment in turbulenten Märkten

Jan-Frederik Mai
XAIA Investment GmbH
Sonnenstraße 19, 80331 München
jan-frederik.mai@xaia.com

Datum: 7. April 2025

Kurzzusammenfassung

- Hohe Volatilität am Finanzmarkt bedingt auch eine leicht höhere Volatilität in den negativen Basis Strategien.
- Anders als bei anderen Assetklassen sind dauerhafte Marktwertverluste per Konstruktion ausgeschlossen.
- Trotz temporärer Marktwertverluste steigert die hohe Volatilität unsere Ertragserwartung für das laufende Jahr 2025.
- **Das Risiko-Return-Profil des negativen Basis Investments ist über alle Assetklassen hinweg in der aktuellen Marktsituation unschlagbar attraktiv!**

1 Implikationen der aktuellen Marktturbulenzen

Die letzten Tage erlebten wir an den Finanzmärkten den stärksten Abverkauf seit dem Corona-Sommer 2020. Ausgelöst wurden die heftigen Marktturbulenzen durch die Zollankündigungen des amerkanischen Präsidenten Donald Trump, welche wiederum Gegenzölle wichtiger Handelspartner wie China nach sich zogen. Zum aktuellen Stand ist noch schwer abzuschätzen, wie weit dieser Handelskrieg noch ausartet, insofern ist auch unklar, ob die Turbulenzen sich noch deutlich ausweiten oder nicht. Diese Begebenheiten führten nahezu in allen Assetklassen zu einer stark gestiegenen Volatilität. Dies betrifft auch unsere negativen Basis Strategien, wenngleich diese sich im Allgemeinen durch eine sehr geringe Volatilität von fast allen anderen Assetklassen abheben. Aber gerade wegen der in üblichen Marktphasen fast nicht vorhandenen Volatilität sticht ein Marktwertverlust, wie wir ihn seit Mitte Februar in unseren Fonds verzeichnen, besonders ins Auge. Die Year-to-Date Performance unseres Flagship-Fonds XAIA Credit Basis II bleibt aus diesem Grund bislang klar hinter den Erwartungen zurück.
Allerdings ist das kein Grund zur Sorge. Die temporären Marktwertverluste reflektieren einen Markt von sich ausweitenden Basispaketen und damit außerordentlich attraktiven Investitionsmöglichkeiten, die unsere Erwartungen für den Ausblick auf die Gesamtjahresperformance 2025 spürbar ansteigen lassen. Um diese beiden Aspekte besser zu verstehen, erläutern wir im folgenden Abschnitt 2 den typischen Performance-Verlauf einer beispielhaften negativen Basis Position. Das wichtigste und sehr attraktive Charakteristikum einer negativen Basis Position ist die Tatsache, dass jegliche Marktwertverluste per Konstruktion nur temporär sein können. Dies liegt schlicht an der Tatsache, dass ein negatives Basis Investment eine feste Laufzeit hat und man als Mindestertrag immer die Möglichkeit hat, die Position bis zum Laufzeitende zu halten und so die eingekaufte negative Basis zu vereinnahmen. Da wir in unseren Fonds immer negative Basislevels mit einem attraktiven laufenden Ertrag einkaufen, liefert jede Einzelposition demzufolge im schlechtesten Fall mindestens

eine Performance über Geldmarkt bis Laufzeitende, in aller Regel aber mehr, wenn die negative Basis frühzeitig kleiner wird. Ein dauerhafter Wertverlust ist grundsätzlich ausgeschlossen, wenn man die Positionen so konservativ implementiert, wie wir das tun (Vermeidung von legalen Risiken und Leverage, überwiegende Vermeidung von Call- und Mismatch-Risiken). Diesen Gesichtspunkt teilt das negative Basis Investment mit einem Geldmarktinvestment, welches wir aber über Jahre hinweg spürbar outperformen konnten. Die Absenz der Möglichkeit einer dauerhaften Wertminderung unterscheidet die negative Basis als Assetklasse dagegen ganz maßgeblich von vielen anderen Assetklassen, wie etwa Aktien, Währungen, Rohstoffen oder Immobilien, wo disruptive makroökonomische Entwicklungen zu einer dauerhaften Wertberichtigung führen können. Und auch ein Anleiheinvestment hat zwar eine endliche Laufzeit, aber dessen potenzielle Überrendite über Geldmarkt (in Form eines Credit Spreads) muss als Kompensation für ein dauerhaftes Wertverlustrisiko im Zahlungsausfall gesehen werden.
Als Fazit bleibt zu ziehen, dass das Risiko-Ertrags-Profil des negativen Basis Investments ausgesprochen attraktiv ist. Das Risiko ist durchweg beschränkt auf ein Marktschwankungsrisiko der negativen Basis, welche man im schlimmsten Fall immer aussitzen kann. Zudem ist die Schwankung der durchschnittlichen negativen Basis in unseren Fonds relativ zum Gesamtmarkt äußerst stabil. Stark spürbare Anstiege der negativen Basis, wie zuletzt, beschränken sich auf Zeiten sehr stark ausgeprägter Gesamtmarktvolatilität und bieten stets ansprechende Investmentchancen, die zur garantierten Erholung zusätzlich auch noch die bisherigen Ertragserwartungen steigern.

2 Performance-Verlauf einer negativen Basis Position

Eine gegen Zins- und FX-Risiken abgesicherte negative Basis Position, wie wir sie in unseren Fonds implementieren, liefert bis spätestens zu ihrer Endfälligkeit mindestens denselben Ertrag wie eine Floating Rate Anleihe, welche den 3m-Euribor zuzüglich einer Margin in Höhe der negativen Basis bei Kauf abwirft. Anders als bei einem Anleiheinvestment ist ein Zahlungsausfall ausgeschlossen, da die Kreditausfallversicherung einen potenziellen Zahlungsausfall der zugrunde liegenden Anleihe absichert. Allerdings kann das Investment während seiner Laufzeit temporäre Marktwertverluste erleiden, vor allem in turbulenten Marktsituationen. In diesem Fall steigt die gemessene negative Basis an und es ist potenziell lukrativ, die bestehende Position zu vergrößern. Die negative Basis ist der alleinige Risikofaktor, der diese Marktschwankungen verursacht. Zur akkuraten Messung der negativen Basis seien die Leser:innen auf Knecht, Mai (2025) verwiesen, und für eine Erläuterung und Einordnung der Ursachen für die Existenz der negativen Basis auf Mai (2024). Im aktuellen Umfeld ist es wichtig zu wissen, dass unter den verschiedenen Ursachen für die negative Basis ein großer Verkaufsdruck, wie in turbulenten Marktphasen auf breiter Front vorherrschend, sowohl die wichtigste als auch die angenehmste ist. Denn zum Einen kann man in solchen Situationen mengenmäßig und lukrativ einkaufen. Und zum Anderen besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass sich ein hohes Level der negativen Basis zeitnah wieder

einengt, da eine Stresssituation selten lange Bestand hat. Abbildung 1 visualisiert typische Performance-Verläufe einer beispielhaften negativen Basis Position mit 5-jähriger Laufzeit. Während die gepunktete Linie den erwarteten Verlauf eines Investments in eine risikofreie 3m-Euribor Floating Rate Anleihe darstellt, liegt die erwartete Performance des negativen Basis Investments eben wegen des gekauften negativen Basislevels darüber (gestrichelte Linie). Die tatsächliche Performance über die Laufzeit unterliegt im Allgemeinen aber Marktschwankungen, da das gekaufte negative Basislevel größer oder kleiner werden kann. Es gibt dann nur drei mögliche Ausgänge einer Basisposition:

- Grüner Pfad: Die negative Basis engt sich vorzeitig so stark ein, dass ein frühzeitiger Verkauf des Investments sinnvoll ist. In diesem Fall liefert das Investment mehr Performance als das anfänglich eingekaufte negative Basislevel vermuten ließ. Das ist der häufigste Fall, was sich daran zeigt, dass die Performance unserer Fonds in den vergangenen Jahren fast immer über dem Durschschnitt der negativen Basen des Fondsbestands lag, und zwar über unterschiedliche Marktphasen (Corona, Ukrainekrieg, Zinswende) hinweg, siehe Abbildung 2. Dies wäre nicht möglich, wenn wir den Großteil unserer Positionen bis Laufzeitende halten.

- Roter Pfad: Die negative Basis engt sich während der Laufzeit nicht so sehr ein, dass ein frühzeitiger Verkauf sinnvoll ist. In diesem Fall hält man die Position bis zum Laufzeitende und verdient am Ende exakt diejenige Über-Performance über 3m-Euribor, welche man bei Einkauf als negative Basis gemessen hat.

- Orangener Pfad: Es tritt ein Zahlungsausfall in der zugrunde liegenden Anleihe ein. In diesem Fall endet das Investment vorzeitig mit der Auszahlung der Entschädigung durch die Kreditausfallversicherung. In diesem seltensten Fall ist die Performance mindestens so hoch wie es die erwartete Performance bis zum Zahlungsausfall suggeriert, häufig aber sogar höher aufgrund der Beschaffenheit der Kreditausfallversicherung, die in solchen Szenarien besondere Opportunitäten bieten kann, worauf wir an dieser Stelle aber nicht näher eingehen wollen.

In allen Fällen kann temporär auch eine Unterperformance zum Geldmarkt entstehen, wenn die negative Basis sich ausweitet, so wie es in einer starken Abverkaufphase am Markt üblicherweise geschieht.

References

J.-F. Mai, An anatomy of the origins of the negative bond-CDS basis, *XAIA Homepage Artikel* (2024).

N. Knecht, J.-F. Mai, The negative basis: buy the bond or sell credit default swap protection?, *XAIA Homepage Artikel* (2025).

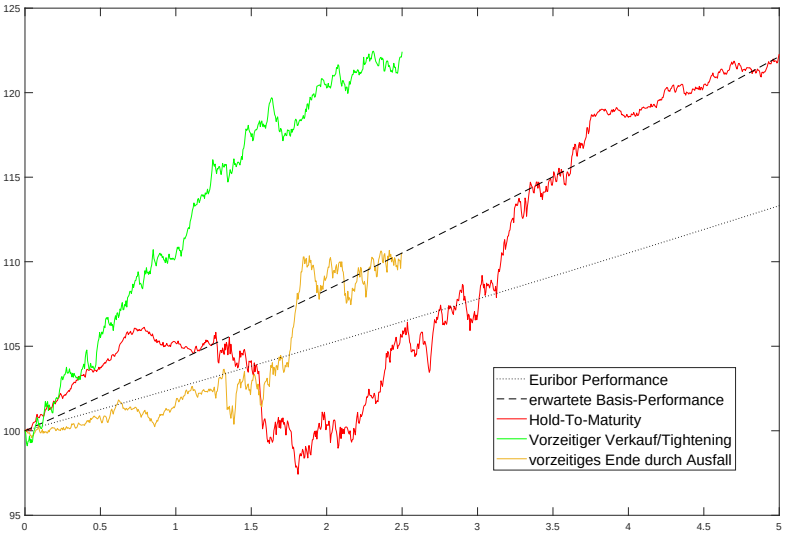


Abbildung 1: Mögliche Performance-Verläufe einer beispielhaften negativen Basis Position mit 5-jähriger Laufzeit.

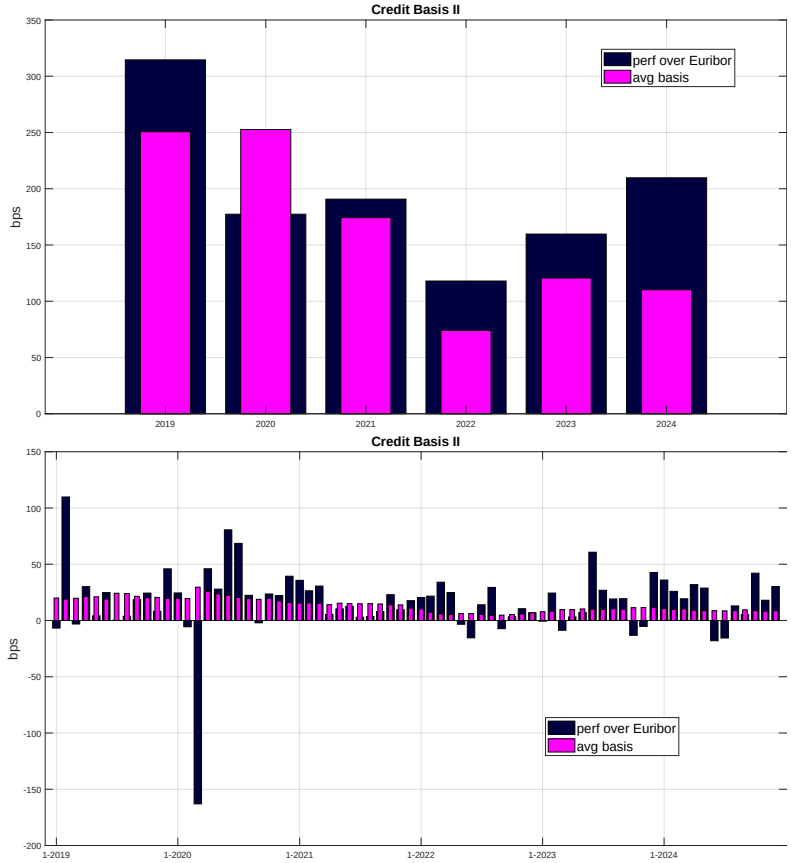


Abbildung 2: Oben: Jährliche Über-Performance über 3m-Euribor unseres Fonds XAIA Credit Basis II seit 2019. Unten: Monatliche Über-/Unter-Performance über 3m-Euribor unseres Fonds XAIA Credit Basis II seit 2019