

Finreon Impulse

2. Ausgabe

September 2014

Impulse aus der Praxis

- Von Risikoprämien auf Obligationen profitieren bei reduzierten Substanzverlusten

Impulse von Finreon

- Outperformance/Diversifikationseigenschaften von zufällig gewichteten Portfolios
- Die verschiedenen Gesichter des Marktportfolios

Impulse aus der Akademie

- Low Risk Stocks Outperform within All Observable Markets of the World
- Volatility Harvesting: Why Does Diversifying and Rebalancing Create Portfolio Growth?
- Portfolio of Risk Premia: A New Approach to Diversification



Von Risikoprämien auf Obligationen profitieren bei reduzierten Substanzverlusten

Die Sorge vor Marktwertverlusten auf weiterhin hohen Obligationenbeständen treibt viele institutionelle Investoren dazu, die Duration Ihrer Portfolios zu verkürzen. Dabei werden die Kosten einer Short Duration Positionierung gegenüber der Benchmark häufig unterschätzt. Grundsätzlich sollten Investoren auch im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld Zins- und Kreditrisiken bewusst eingehen, um von der langfristigen Risikoprämie bei Obligationen zu profitieren. Eine systematische Risikokontrolle auf Zins- und Kreditrisiken kann dabei helfen, Substanzverlusten vorzubeugen.

Institutionelle Schweizer Anleger sind aufgrund ökonomischer sowie regulatorischer Rahmenbedingungen vielfach auf Obligationen als risikoarme Anlageklasse mit konstantem Cash Flow angewiesen. Das zurzeit historisch tiefe Zinsniveau macht es dabei jedoch fortlaufend schwieriger, die erwünschte Sollrendite zu erwirtschaften. Es herrscht ein eigentlicher Anlagenotstand.

Risikoprämie	Zinsen	Credit	Kumuliert
Annulaisiert	3.02 %	1.26 %	4.25 %
Kumuliert	141 %	45 %	250 %

Tabelle 1 (Zeitraum 1984-2014)

Die Sorge vor Marktwertverlusten auf noch immer hohen Obligationenbeständen treibt viele institutionelle Investoren dazu, die Duration Ihres Portfolios zu verkürzen. Zwar kann so das Risiko von Verlusten als Folge eines Zinsanstiegs reduziert werden; gleichzeitig wird jedoch die ohnehin schon tiefe erwartete Rendite weiter geschmälert, kostet doch eine verkürzte Duration Investoren fortlaufend Rendite in Form entgangenem Carry- und Roll-Down Einkommens. Dies gilt sowohl in historischem als auch aktuellem Kontext. In den vergangenen vierzig Jahren hat eine Absicherung vor einem Anstieg des 5-jährigen US-Zinssatzes so durchschnittlich 1.65% p.a. (kumuliert 120%) gekostet. Auch im heutigen Niedrigzinsumfeld sind die Kosten einer solchen Absicherung enorm. So

bedarf es aktuell eines Anstiegs des 5-jährigen US-Zinssatzes um ca. 2% über drei Jahre, um die Kosten für eine Absicherung zu neutralisieren. Damit sich eine Verkürzung der Duration positiv auf die Rendite auswirkt, müssten die Zinsen entsprechend noch stärker ansteigen.

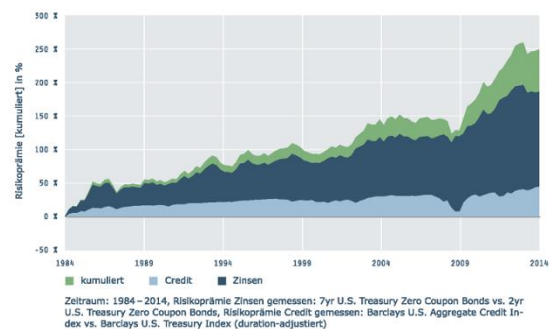


Abbildung 1: Kumulierte Risikoprämie (Credit und Zinsen)

Auch wissenschaftliche Untersuchungen zeigen in diesem Kontext, dass Zins- und Kreditrisiken langfristig durch eine systematische Risikoprämie entschädigt werden. Betrachtet man erneut die letzten dreissig Jahre im US Markt, so konnten Investoren mit einer Anlage in langlaufende Unternehmensanleihen eine um 4.28% p.a. (kumuliert 250%) höhere Rendite erzielen, als mit einer Anlage in kurzlaufende Staatsanleihen (siehe Abbildung 1, Tabelle 1). Historisch betrachtet waren ausgeprägte Zinsanstiege äusserst selten und führten in den letzten dreissig Jahren in nur drei Fällen zu negativen Jahresrenditen bei US Treasu-

ries. Jedoch kann gerade im aktuellen Niedrigzinsumfeld eine starke Zunahme des Zinsniveaus zu Substanzverlusten führen (siehe Abbildung 2). Auch Substanzverluste aufgrund von Krisen an den Kreditmärkten haben an Bedeutung und Häufigkeit zugenommen. Besonders in Zeiten systemischer Krisen (Finanzkrise 2008, Europakrise 2011) weisen Unternehmensanleihen starke Abschläge auf. Dies bedeutet jedoch nicht, dass Investoren auf die langfristigen Risikoprämien

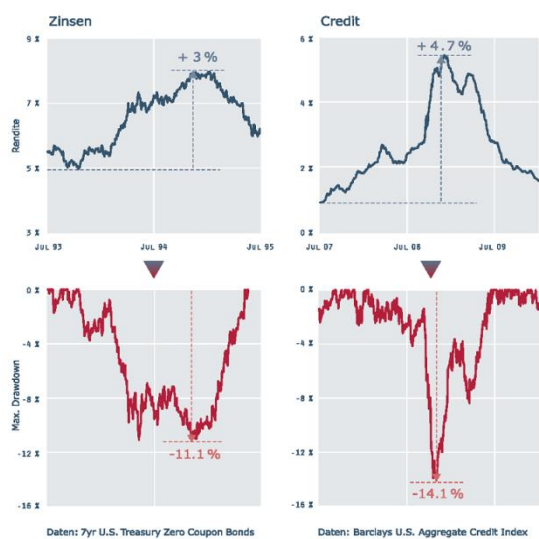


Abbildung 2: Substanzverluste bei steigenden Zinsen und Credit Spreads

Schlussfolgerungen

- Die historischen und aktuellen Kosten für eine Short Duration Positionierung gegenüber einer Benchmark werden von Investoren häufig unterschätzt.
- Investoren sollten Zins- und Kreditrisiken auch im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld bewusst eingehen, um von der langfristigen Risikoprämie auf Zins- und Kreditrisiken zu profitieren und den Anlagenotstand zu entschärfen.
- Um Substanzverlusten vorzubeugen, kann eine systematische Risikokontrolle auf Zins- und Kreditrisiken angewendet werden, mit deren Hilfe eine Obligationenportfolio dynamisch in Risikophasen abgesichert und positioniert werden kann.

Wenn Sie mehr über Risikoprämien ohne Substanzverluste erfahren möchten, lesen Sie weiter unter [Finreon Fixed Income Risk Control®](#).

Outperformance/Diversifikationseigenschaften von zufällig gewichteten Portfolios

Sogar zufällig gewichtete Portfolios schlagen das marktkapitalisierte Portfolio. Diese ist bedingt durch kontinuierliches Kaufen von günstigen Titeln und Verkaufen von teuren Titeln mithilfe von regelmässigem Rebalancing auf das zufällige Portfolio. Die zu Grunde liegende Marktineffizienz ist dabei weitgehend unkorreliert über verschiedene Märkte und Regionen. Wer intelligente Gewichtungsmechanismen auf verschiedenen Märkten einsetzt, muss daher keine Klumpenrisiken in der Outperformance befürchten.

Um die Ineffizienz marktgewichteter Indizes aufzuzeigen braucht es weder promovierte Wissenschaftler, noch hochbezahlte Analysten. Es genügt ein Besuch im Affengehege des örtlichen Zoos. Liess man seit 2001 jedes Quartal einen Affen Portfolios aus Weltaktientiteln zufällig gewichten, so konnte jedes von 1'000 so konstruierten Zufallsportfolios den marktkapitalisierten Index risikoadjustiert schlagen (siehe Abbildung 1). Die durchschnittliche Outperformance von 2-3% p.a. gegenüber dem marktkapitalisierten Index ist bedingt durch das kontinuierliche Rebalancing der Portfolios, bei dem das Gewicht eines Titels im Portfolio von seinem Marktpreis entkoppelt wird. Mit jedem Rebalancing zurück auf das Zufallsportfolio werden so Titel systematisch günstig gekauft und teuer verkauft.

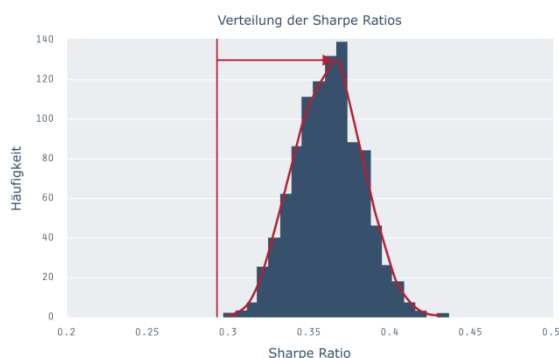


Abbildung 1: Verteilung der Sharpe Ratios

Obwohl dieser Effekt auf allen Märkten zu beobachten ist, sind die Überrenditen, die durch Marktineffizienzen auf verschiedenen Märkten erzielt werden können, kaum miteinander korreliert (siehe

Tabelle 1). Dies erklärt sich vor allem dadurch, dass Schwankungen um den fairen Wert fortlaufend und weitgehend unabhängig von Marktregimen auftreten. Ineffizienzen der Marktgewichtung können so parallel über mehrere Märkte ausgenutzt werden, ohne dass Klumpenrisiken in der Outperformance entstehen. Während besonders auf kleineren Märkten wie der Schweiz zufällige Portfolios einen hohen Tracking Error und ausgeprägte Drawdowns gegenüber der marktkapitalisierten Benchmark aufweisen können, wird die Outperformance einer Kombinationsstrategie umso stabiler, je mehr über verschiedene Märkte diversifiziert wird (siehe Abbildung 2).

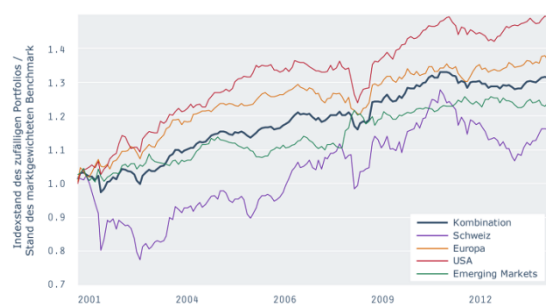


Abbildung 2: Performance der zufällig gewichteten Portfolios

Der Einsatz von Rebalancingstrategien über verschiedene Märkte führt also nicht zu Konzentrationsrisiken, sondern stabilisiert das Portfolio. Wenngleich das Beispiel der Zufallsgewichte dies eindrucksvoll aufzeigt, ist eine solche Gewichtung in der Praxis aufgrund ihrer ebenfalls zufälligen Risikostruktur jedoch nicht ideal. Abhilfe schafft hier eine sophisticatede Rebalancingstrategie, die neben der Ausnutzung von Marktineffizi-

enzen gleichzeitig das Portfoliorisiko an jenes des Marktes anpasst.

Random Portfolios	Schweiz	Emerging Markets	Europa	USA
Schweiz	86.9%	- 4.1%	28.3%	46.8%
Emerging Markets	- 4.1%	66.9%	7.8%	- 0.1%
Europa	28.3%	7.8%	69.4%	37.1%
USA	46.8%	- 0.1%	37.1%	86.9%

Tabelle 1: Korrelationen der einzelnen zufälligen Portfolios

Schlussfolgerungen

- *Die Marktkapitalisierung ist ineffizient und wird durch zufällig gewichtete Portfolios konsistent übertroffen.*
- *Dieser Effekt wird durch die Entkoppelung von Preis und Gewicht mittels regelmässigem Rebalancing erzielt.*
- *Der Einsatz von Rebalancingstrategien über verschiedene Märkte hilft, die Outperformance gegenüber marktkapitalisierten Benchmarks erheblich robuster zu gestalten.*

Wenn Sie mehr über zufällig gewichtete Portfolios erfahren möchten, lesen Sie weiter unter [Finreon IsoPro®](#).

Die verschiedenen Gesichter des Marktportfolios

Passive Anlagen sind bei Weitem nicht so statisch, wie es auf den ersten Blick scheint. Exposures zu Renditequellen wie Size, Value und Momentum schwanken dynamisch und zumeist zum Nachteil des Investors. So können die Prämien dieser Faktoren nicht systematisch abgeschöpft werden, während ihre Nachteile in Form erhöhter Drawdowns gleichwohl getragen werden.

Geht es darum, den Erfolg von Aktienstrategien zu evaluieren, wird in aller Regel eine passive Benchmark herangezogen. Die Idee dahinter ist einfach: Eine Gewichtung von Aktien nach Marktkapitalisierung erscheint die intuitivste aller Anlagestrategien, da sie nach einer einmaligen Investition keiner weiteren Bewirtschaftung bedarf. Daraus leitet sich die Vorstellung einer „passiven“, „statischen“ Strategie ab, die sich als natürlicher Referenzpunkt für die Performanceevaluation oder für günstige Investitionen in den Aktienmarkt geradezu aufdrängt. Passivität wird vor diesem Hintergrund auf die Untätigkeit des Verwalters reduziert. Dagegen spricht an sich nichts. Allerdings erwartet man im Allgemeinen von einer passiven Strategie eine gewisse Beständigkeit. Genau hier liegt aber das Problem von klassischen passiven Anlagestrategien: Sie sind nicht statisch.



Abbildung 1: Faktorexposures des Marktportfolios

Warum? Die Finanzmarktforschung hat in den letzten 25 Jahren verschiedene Renditequellen, sogenannte Faktoren, identifiziert. Es hat sich gezeigt, dass ein

Grossteil der erwirtschafteten Renditen eines Portfolios vom Exposure zu diesen Faktoren abhängt. So weiss man beispielsweise, dass Investitionen in kleine Titel (Size), günstige Titel (Value) und Titel mit positiver kürzlicher Preisentwicklung (Momentum) überdurchschnittlich gut rentieren. Das Problem liegt nun darin, dass das Marktportfolio sein Exposure zu diesen und weiteren Renditequellen über die Zeit dynamisch auf- oder abbaut. Entsprechend verändert das Marktportfolio unkontrolliert seine Eigenschaften und sein Renditepotential; mal überwiegen Value Titel, mal Momentum Titel oder Anteile an Unternehmen mit beliebigen anderen Eigenschaften (siehe Abbildung 1).

Diese Schwankungen beeinträchtigen nicht nur die Transparenz einer passiven Strategie, sie stellen gleichzeitig auch ein Risiko dar, insbesondere wenn man den Mechanismus von Blasenbildungen betrachtet: Während der Dotcom Blase (1995 – 2000) baute das Marktportfolio immer mehr Momentum Exposure auf, weil ehemalige Gewinner (Momentum Titel) durch ihren erhöhten Preis ein erhöhtes Gewicht erhielten. Dies ging zu Lasten von kleinen (Size) und günstigen (Value) Titeln. Zum Höhepunkt der Blase bestand das Marktportfolio so überwiegend aus riskanten (=hohes Beta) Momentum Titeln, während kleine Titel und Titel mit Substanz deutlich an Gewicht verloren hatten. Durch das Platzen der Blase wurden die Momentum Titel überdurchschnittlich in Mitleidenschaft gezo-

gen, während Value und Size Titel häufig deutlich besser abschnitten und ein Portfolio so vor grösseren Verlusten bewahren konnten (siehe Abbildung 2). Durch diese Zusammenhänge wird das passive Marktportfolio regelmässig besonders hart getroffen. Direkte, diversifizierte Investitionen in die verschiedenen Renditequellen hingegen ermöglichen einen sanfteren Ritt durch solche Turbulenzen und erhöhen so das langfristige Renditepotential bei gleichzeitiger Risikoreduktion.

Ein weiterer, vielleicht noch gewichtigerer Nachteil von passiven Anlagen ist deren systematisches negatives Exposure zu entschädigten Renditequellen, was die langfristige Rendite nachhaltig beeinträchtigt. In Abbildung 1 ist beispielsweise das durchschnittlich negative Exposure zu Size und Value deutlich erkennbar, während die in Abbildung 2 ausgewiesenen Überrenditen sowohl für Size als auch für Value erahnen lassen, wie schädlich diese negativen Exposures für das Marktportfolio sind.



Abbildung 2: Überrenditen von Faktorstrategien

Schlussfolgerungen

- *Passive Anlagen haben schwankende und systematisch negative Exposures zu entschädigten Renditequellen wie Size, Value und Momentum.*
- *Besonders bei Blasenbildungen wird das passive Marktportfolio durch diese Eigenschaft regelmässig besonders hart getroffen.*
- *Eine direkte, diversifizierte Investition in die verschiedenen Renditequellen ermöglicht ein effizientes Portfolio auf Basis gezielter Steuerung der Exposures.*

Wenn Sie mehr über schwankende Faktor Exposures erfahren möchten, lesen Sie weiter unter [Finreon Equity Multi Premia®](#).

Low Risk Stocks Outperform within All Observable Markets of the World

In ihrer Analyse von 21 entwickelten und 12 aufstrebenden Märkten zeigen Baker & Haugen (2012), dass in allen Ländern Aktien mit geringem Risiko (im Sinne von Volatilität) eine höhere Rendite erzielen als risikoreiche Aktien. Risikoarme Titel könnten somit eine deutlich höhere Sharpe Ratio erzielen als risikoreiche Titel. Dies widerspricht den Fundamenten der modernen Portfoliotheorie, welche besagt, dass eine höhere Rendite nur mit höherem systematischem Risiko möglich ist.

Da eine höhere Rendite trotz niedrigerem Risiko erzielt wird, fallen risikobasierte Erklärungsansätze aus. Baker & Haugen (2012) erklären diese Anomalie mit Vergütungsmodellen für Investment Manager sowie der Agenturtheorie (Principal Agent Theory):

- Boni bzw. Performance Fees für Investment Manager führen zu

optionsartigen Auszahlungen, deren erwarteter Wert erhöht werden kann, indem ein risikoreicheres Portfolio gehalten wird.

- In Sitzungen eines Investmentkomitees aber auch gegenüber Kunden werden vor allem die Aktien vorgeschlagen, die eine spannende Geschichte haben. Diese Aktien sind tendenziell volatil, wogegen defensive Aktien als langweilig betrachtet werden.
- Daneben erfahren volatile Aktien auch eine stärkere Abdeckung durch Finanzanalysten und sind in den Medien präsenter.

Quelle: Nardin L. Baker & Robert A. Haugen, Working Paper, 2012.

Schlussfolgerungen

Risikoarme Titel erzielen langfristig eine höhere Rendite als risikoreiche Titel. Besonders risikoadjustiert ist die Renditedifferenz beachtlich. Diese höhere Rendite lässt sich nicht mit risikobasierten Ansätzen erklären, aber mit verhaltensökonomischen Ansätzen wie der Agenturtheorie.

Volatility Harvesting: Why Does Diversifying and Rebalancing Create Portfolio Growth?

Die Wachstumsrate einer beliebigen Aktie über mehrere Perioden setzt sich aus ihrer erwarteten arithmetischen Rendite abzüglich der Hälfte ihrer Varianz zusammen. Somit reduziert eine hohe Volatilität eines Einzeltitels die langfristige, kumulierte Rendite.

Bouchey et al. (2012) zeigen, dass durch systematisches Rebalancing zu Ausgangsgewichten der negative Einfluss der Volatilität der Einzeltitel auf die Performance verringert werden kann, was sich als Rebalancing Bonus, bzw. einer Outperformance zu einem reinen Buy and Hold Portfolio bemerkbar macht. Ein Portfolio kann somit eine positive Rendite erzielen, obwohl sich der Durchschnitt der Einzeltitel im Portfolio sich nicht bewegt. Selbst bei einem Random Walk führt dieses systematische Rebalancing zu einer positiven Rendite (Drift) und

benötigt daher keine Trendumkehr in den Märkten. Der Effekt wird allerdings durch eine Trendumkehr verstärkt, wogegen er durch Trendphasen abgeschwächt wird.

Durch regelmässiges Rebalancing kann somit die langfristige Wachstumsrate des Portfolios erhöht werden, während zugleich die Portfoliokonzentration, das Downside Risiko und die Volatilität des Portfolios verringert werden. Dieser Effekt beschränkt sich nicht nur auf Aktien, sondern gilt generell für alle Arten von Anlagen. Besonders stark ist er allerdings bei einem Portfolio aus risikoreichen Einzelanlagen, die untereinander kaum korreliert sind.

Quelle: Paul Bouchey, Vassilii Nemtchinov, Alex Paulsen & David M. Stein, The Journal of Wealth Management, 2012.

Schlussfolgerungen

Durch systematisches Diversifizieren und Rebalancing eines Portfolios kann langfristig eine Überrendite erzielt werden. Diese Überrendite ist nicht durch überlegene Prognosefähigkeiten, Aktienausswahl oder durch einen Informationsvorteil bedingt, sondern durch das Rebalancing an sich.

Portfolio of Risk Premia: A New Approach to Diversification

Ein Portfolio, welches sich aus traditionellen Anlageklassen zusammensetzt leidet unter hoher Risikokonzentration in Aktien und hoher Volatilität. Somit rückten bei vielen Investoren alternative Anlageklassen wie Rohstoffe, Hedge Funds oder Private Equity in den Fokus. Aber auch diese alternativen Anlageklassen sind Aktien- und Bondrisiken ausgesetzt.

Ein Idealportfolio würde breit diversifiziert in verschiedene, voneinander unabhängige Renditetreiber investieren. Spezifische Risikoprämien, die sich innerhalb von vielen Anlageklassen finden, bieten sich hierfür an. Allerdings werden diese spezifischen Risikoprämien meist von Aktien- und Bondprämien dominiert und müssen z.B. mit Hilfe von Short-Selling und Derivaten abgetrennt werden.

So finden sich neben den klassischen Anlageklassen-risikoprämien (Aktienrisikoprämie, Zinsrisikoprämie) sogenannte Style Prämien (Size, Value, Momentum, Low Volatility, etc.) und Strategieprämien (Merger Arbitrage, Convertible Arbitrage, Carry Trade, etc.). Werden diese kaum korrelierten Prämien als Bausteine zur Portfoliokonstruktion benutzt, können deutlich besser diversifizierte Portfolios erschaffen werden. Somit kann bei einer ähnlichen Rendite, die Volatilität auf ein Drittel reduziert werden, was zu einer Verdreifachung der Sharpe Ratio führt.

Quelle: Jennifer Bender, Remy Briand, Frank Nielsen & Dan Stefek, The Journal of Portfolio Management, 2010.

Schlussfolgerungen

Eine Portfolioallokation anhand von traditionellen Anlageklassen führt zu volatilen und hinsichtlich Risikotreibern wenig diversifizierten Portfolios. Werden kaum korrelierte Risikoprämien als Portfoliobausteine genutzt, können deutlich besser diversifizierte Portfolios konstruiert werden, die eine ähnliche Rendite bei massiv reduziertem Risiko erzielen.

Finreon AG – Ein Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG)

Das Unternehmen Finreon AG entstand als Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG) und gilt heute als etablierte und kompetente Partnerin, wenn es um innovative Anlagekonzepte im Bereich der Vermögensverwaltung und dem Advisory institutioneller Kunden geht. Die Lösungen der Finreon AG basieren auf langjähriger Praxiserfahrung und neuesten Erkenntnissen aus der Forschung mit modernen Finanzmarkttheorien.

CEO

Dr. Ralf Seiz
Lehrbeauftragter Universität St.Gallen

Kontakt

Finreon AG
Oberer Graben 3
CH-9000 St.Gallen

+41 71 230 08 06

info@finreon.ch

www.finreon.ch

Disclaimer

Diese Unterlagen und die darin enthaltenen Informationen sind nur für ausgewählte qualifizierte Investoren bestimmt und vertraulich. Eine Reproduktion oder eine Weiterverwendung ist nicht erlaubt. Die vorliegende Dokumentation stellt weder eine Empfehlung noch eine Offerte zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Sie dient lediglich zu Informationszwecken. Obwohl Finreon AG bestrebt ist, den Inhalt dieses Dokuments korrekt und vollständig zu halten, wird keine Garantie für dessen Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit gegeben. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus diesen Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Historische Renditen sind keine Garantie für zukünftige Erträge.