

# Finreon Impulse

## 6. Ausgabe

**Mai 2019**

---

### **Impulse aus der Praxis**

- From Boom to Bust: Zinsstruktur, Aktienmarktvolatilität und Aktienpreise über den Marktzyklus

### **Impulse von Finreon**

- Defensive Schweizer Aktien – Mehr als nur Nestlé, Novartis und Roche
- Absolute Rendite oder Outperformance: Die Qual der Wahl jedes Investors

### **Impulse aus der Akademie**

- Size Matters, if You control Your Junk
  - Working Your Tail Off: Active Strategies Versus Direct Hedging
  - Crowding, Capacity, and Valuation of Minimum Volatility Strategies
- 



# From Boom to Bust: Zinsstruktur, Aktienmarktvolatilität und Aktienpreise über den Marktzyklus

Die Fed hat die US Leitzinsen in den letzten Jahren schrittweise angehoben. Zinsen auf 10jährige US Staatsanleihen liegen nur noch leicht darüber. Zugleich kam es im Vorjahr zu grossen Volatilitätsausschlägen am Aktienmarkt. Steht eine signifikante Preiskorrektur also unmittelbar bevor?

Volkswirtschaften und Aktienmärkte bewegen sich in wiederkehrenden Zyklen. Schon Friedrich von Hayek und Ludwig von Mises, Begründer der österreichischen Lehre vom Konjunkturzyklus, gingen in ihren Werken den Ursachen dieser „Booms“ und „Busts“ auf den Grund. In der Tat durchlief der **weltweite Aktienmarkt seit Beginn der 1990er Jahre zwei solcher Wellenbewegungen**. Beide kulminierten in grossen Aktienmarktseinbrüchen: In der Dotcom-Krise ab 2000 und in der Finanzkrise ab 2007.

Eine **Analyse der systematischen Zusammenhänge zwischen der Steilheit der US Zinsstrukturkurve und der Aktienmarktvolatilität** hilft dabei, die aktuelle Stellung im Konjunkturzyklus sowie mögliche Preisbewegungen besser einordnen zu können (siehe Abbildung 1):

- **In der ersten Phase** dieser Zyklen („**Erholung**“) sind die Leitzinsen aus der Rezession kommend tief, während die langfristigen Zinsen wegen der starken Wachstumsaussichten steigen. Aktienmärkte legen zu, die Volatilität sinkt.
- **In der zweiten Phase** („**Boom**“) werden die Leitzinsen wieder erhöht. Die Volatilität ist tief. Die mittelfristigen Wachstumsaussichten bleiben ausgezeichnet. Aktienmarktinvestments lohnen sich weiterhin.
- **In der dritten Phase** („**Verlangsamung**“) zieht die Fed die Zinsschraube weiter an. Gleichzeitig trüben sich die Wachstumsaussichten aber ein. Die Zinsstrukturkurve wird flacher und es kommt zu volatilen Phasen am Aktienmarkt.
- **Erfolgreiche Investoren vermeiden vor allem Phase vier** („**Rezession**“). In dieser materialisieren sich enorme Kursverluste. Die Marktvolatilität ist hoch und die langfristigen Zinsen fallen. Notenbanken reagieren mit sehr entschlossenen Leitzinssenkungen was die Steilheit der Zinsstrukturkurve wieder in die Höhe treibt.

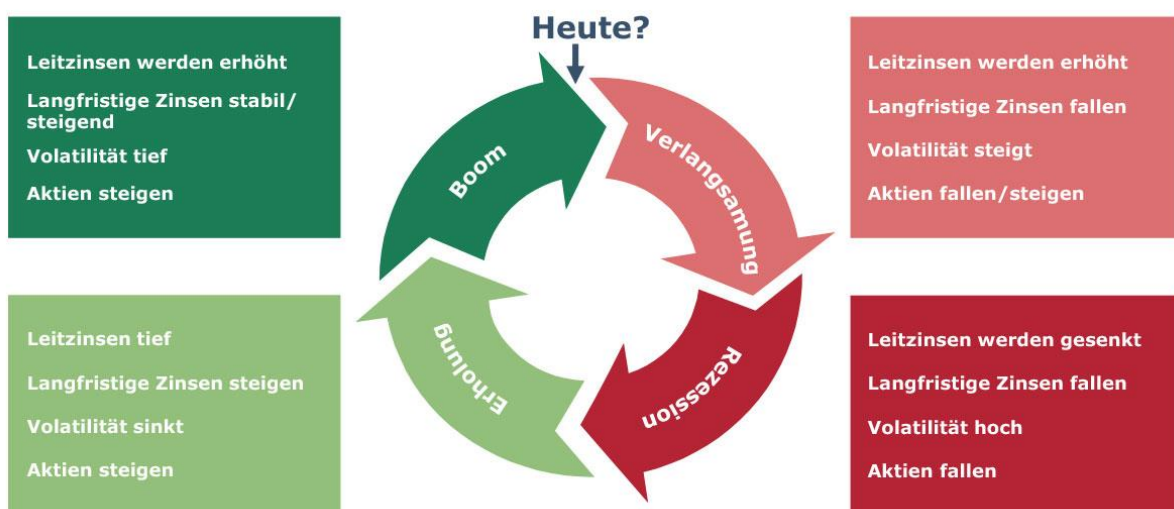
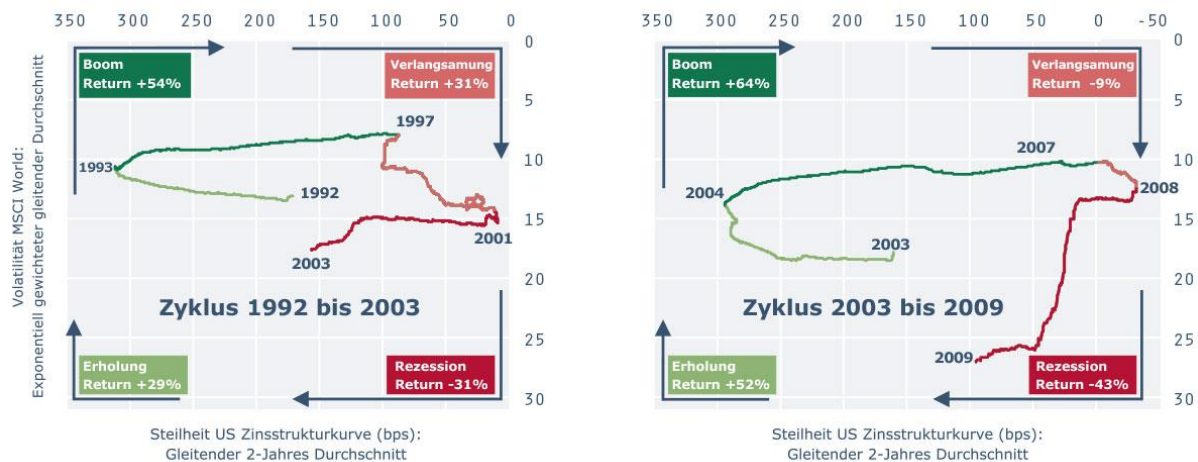


Abbildung 1: Konzept - Zinsen, Aktienmarktvolatilität und Aktienpreise über den Marktzyklus

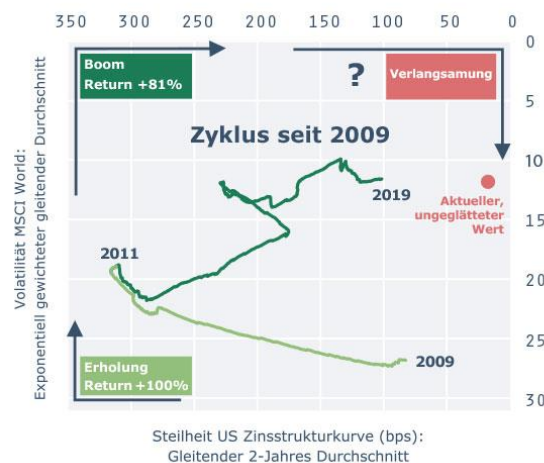
Diese vier Phasen lassen sich anhand **des kreisförmigen Verlaufs der Steilheit der Zinsstrukturkurve und der Aktienmarktvolatilität** für die vergangenen beiden Marktzyklen **hervorragend empirisch aufzeigen** (siehe Abbildung 2).



Quelle: Bloomberg, Finreon Research, CME Group Research; Zeitraum: April 1992 bis April 2018; Bei der Volatilität handelt es sich um einen exponentiell gewichteten gleitenden Durchschnitt der Volatilität des MSCI World Total Return Index. Die Steilheit der Zinsstrukturkurve entspricht dem rollierenden 2-Jahres Mittel der Differenz zwischen den Yields auf 10jährige US Treasuries und der US Federal Funds Rate.

**Abbildung 2: Empirie - Zinsen, Aktienmarktvolatilität und Aktienpreise über zwei vergangene Zyklen**

Im aktuellen Marktzyklus befinden wir uns zwischen Phase zwei und drei (Abbildung 3), wobei die Erholungs- und Boomphasen, getrieben von unkonventionellen und ausgeprägten Zentralbankeingriffen, mit 10 Jahren bereits aussergewöhnlich lange andauern. Aus historischer Perspektive bedeutet dies, dass die Zinsstrukturkurve flacher und die Aktienmarktvolatilität möglicherweise höher wird. **Wenn der Aktienmarkt so darauf reagieren sollte, wie in den vergangenen beiden Zyklen, wäre in ein bis drei Jahren mit dem Beginn einer grossen Korrektur zu rechnen.**



**Abbildung 3: Empirie - Zinsen, Aktienmarktvolatilität und Aktienpreise über den aktuellen Zyklus**

Allerdings gibt es bedeutende Unterschiede zu früheren Einbrüchen: Erstens sind Zentralbanken bereits jetzt stark im Markt aktiv und haben den Ausstieg unter direkter Kontrolle. Zweitens laufen sie nicht Gefahr, die Kontrolle über die Inflationsentwicklung zu verlieren, was sie in früheren Zyklen dazu gezwungen hatte, die Leitzinsen weiter anzuheben. Drittens sind die Märkte durch die Geldpolitik der letzten Jahre stark verzerrt.

## Schlussfolgerungen

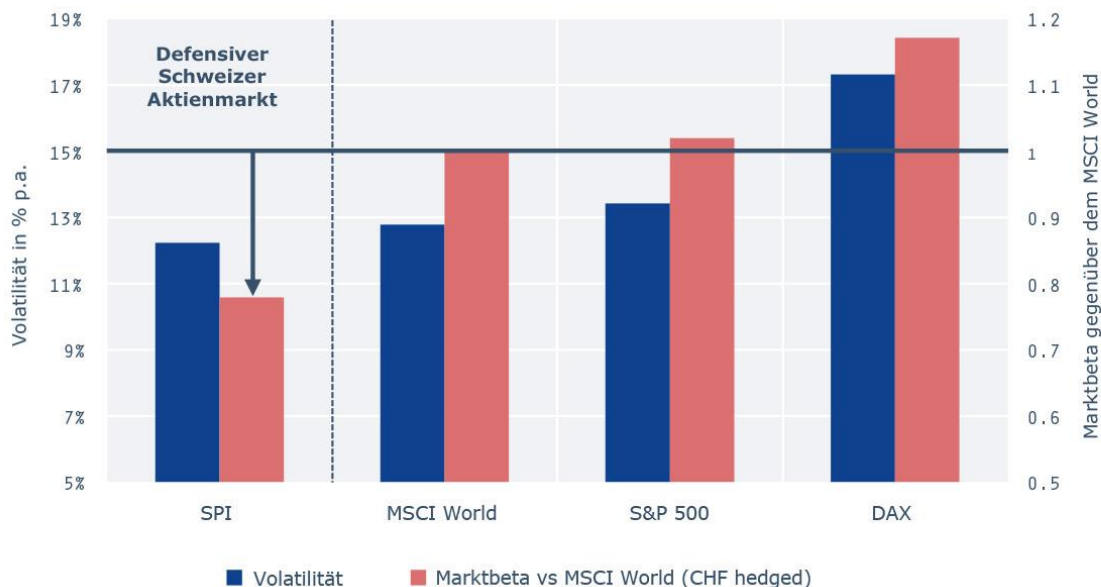
- Die **Wirtschaft bewegt sich in Zyklen, die oft in** Substanzverlusten an den Aktienmärkten und **einer Rezession kulminieren**
- Der Zusammenhang zwischen der Zinsstrukturkurve und der Aktienmarktvolatilität folgt einem **Vier-Phasen-Zyklus**
- **Aktuell befinden wir uns zwischen der Boom- und der Verlangsamungs-Phase** eines solchen Zyklus
- **Eine Korrektur könnte bevorstehen,** auch wenn es bedeutende Unterschiede zu früheren Kurseinbrüchen zu bedenken gilt

# Defensive Schweizer Aktien - Mehr als nur Nestlé, Novartis und Roche

Die Schwergewichte Nestlé, Novartis und Roche dominieren den Schweizer Aktienmarkt und prägen den defensiven Charakter des Swiss Performance Index (SPI). Die gleiche Defensivität lässt sich aber auch ohne diese Klumpenrisiken durch eine breit diversifizierte Anlage in defensive Schweizer Qualitätstitel erreichen.

Inzwischen sind seit der Finanzkrise 10 Jahre vergangen, der Konjunkturzyklus ist mittlerweile weit fortgeschritten und viele Investoren bereiten ihre Portfolios auf die erwartete Abkühlung vor. Hierbei sind **defensive Aktienanlagen** ein populäres Instrument: Ohne das Renditepotential übermässig zu schmälern, lassen sich damit im Vergleich zu «normalen Aktien» die Volatilität sowie die maximalen Verluste reduzieren.

Aufgrund eines signifikanten **Home Bias** haben viele Schweizer Investoren generell eine **defensive Aktienallokation** im Portfolio. So ist der SPI im internationalen Vergleich einer der **defensivsten Leitindizes** und lässt sich mit einer Volatilität von 12.2% und einem Beta von 0.78 vs. MSCI World (CHF hedged) fast schon mit einem Minimum Volatility Index vergleichen (siehe Abbildung 1).

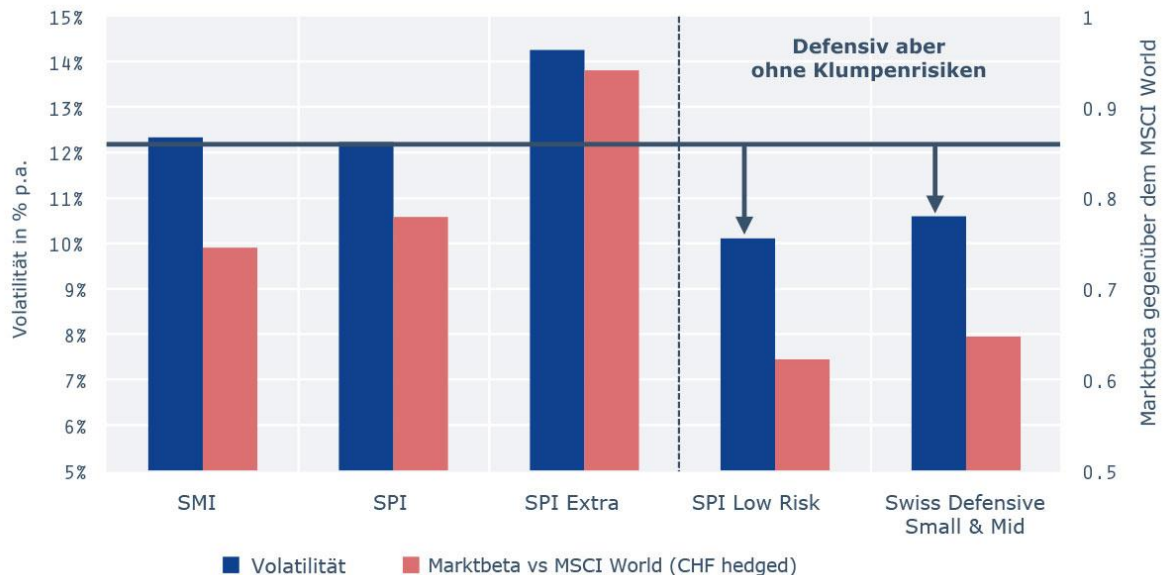


**Abbildung 1: Volatilität (links und blau) und Marktbeta (rechts und rot) verschiedener globaler Aktienindizes (abgesichert in CHF) zwischen Januar 2004 und Oktober 2018.**

Diese defensive Ausprägung des SPIs lässt sich vor allem auch durch die **hohe Gewichtung der drei Indexschwergewichte** Nestlé (20.9%), Novartis (14.9%) und Roche (13.7%) erklären, welche in den zwei defensiven Industrien Nahrungsmittel und Pharma konzentriert sind. Bei defensiven Portfolios geht es im Normalfall allerdings um **Risikovermeidung**. Die mit den drei Schwergewichten einhergehenden Klumpenrisiken widersprechen diesem Ziel.

Glücklicherweise gibt es im SPI auch **abseits der Indexgiganten defensive Titel welche sich für eine Investition anbieten**: Zwei Strategien für ein **defensives, breit diversifiziertes Schweizer Aktienportfolio ohne Klumpenrisiken** werden im Folgenden vorgestellt:

- Der **SPI Low Risk Index** setzt auf die 30 defensivsten Aktien der Top 60 des SPI und gewichtet diese Aktien wiederum anhand der Risikoparität.
- Bei der **Swiss Defensive Small & Mid Strategie** werden die grössten 20 Titel des SPI sogar ganz ausgeschlossen und breit diversifiziert in die defensivsten Titel des SPI Extra investiert. Der Sicherstellung der Handelbarkeit illiquider Titel wird dabei viel Beachtung geschenkt, so dass nicht fehlende Liquidität mit niedriger Volatilität verwechselt wird.



**Abbildung 2: Volatilität (links und blau) und Marktbeta (rechts und rot) verschiedener Schweizer Aktienindizes und -strategien zwischen Januar 2004 und Oktober 2018.**

In Abbildung 2 ist ersichtlich, dass beide Portfolios sogar im Vergleich zum defensiven SPI Index nochmals eine **substantielle Reduktion** der Risiken ermöglichen, dies jedoch ohne die **Klumpenrisiken Nestlé, Novartis und Roche einzugehen** und ohne an Out-performance-Potential einzubüssen.

Um also vom defensiven Profil des Schweizer Aktienmarktes zu profitieren, muss der Investor nicht auf drei defensive Indexgiganten (wie im SPI) setzen, sondern kann die Defensivität auch alternativ über eine breit diversifizierte Investition in eine Vielzahl an Schweizer Qualitätstitel erreichen. Gerade die Schweizer Small and Mid Caps Landschaft ist geprägt durch viele defensive **«Swiss Champions»** mit Marktführerschaft in bestimmten Nischen, hervorragendem Management sowie soliden Geschäftsmodellen. Wieso also auf nur auf ein Pferd (Nestlé, Novartis, Roche) setzen, wenn man das gleiche defensive Profil auch mit einer breit diversifizierten Investition erreichen kann?

## Schlussfolgerungen

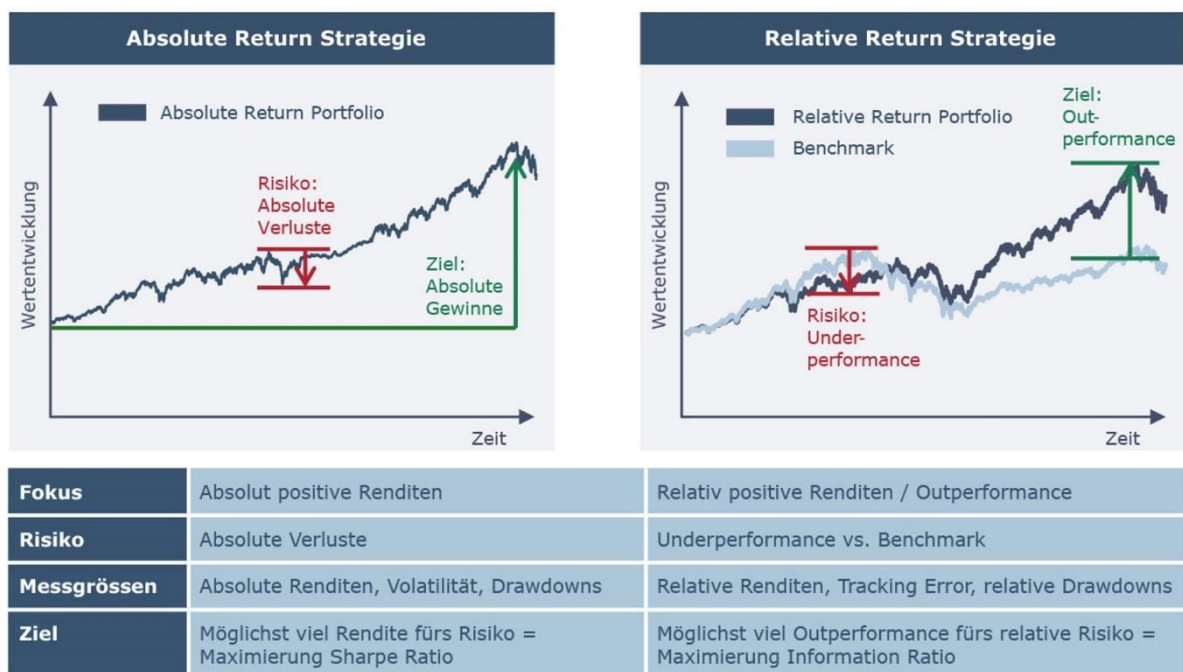
- Der Schweizer Hauptindex SPI gilt vor allem wegen den drei defensiven Schwergewichten **Nestlé, Novartis und Roche** im internationalen Vergleich als **defensiv**
- Bei defensiven Portfolios geht es im Normalfall aber um **Risikovermeidung**. Die dem SPI **inhärenten Klumpenrisiken** widersprechen diesem Ziel
- Die zwei beschriebenen Beispiele zeigen, dass sich defensive Strategien auf dem Schweizer Aktienmarkt auch ohne die Klumpenrisiken des SPI und selbst bei expliziten Small- und Mid-Cap-Portfolios erfolgreich umsetzen lassen. Diese **Portfolios** weisen eine **stärker defensive Ausrichtung** auf und **vermeiden zugleich Klumpenrisiken**
- Finreon bietet optimale Lösungen in diesem Bereich



## Absolute Rendite oder Outperformance: Die Qual der Wahl jedes Investors

Für Investoren ist es entscheidend, sich über das Ziel ihrer Vermögensallokation im Klaren zu sein: Wollen sie möglichst eine Benchmark oder Peergruppe übertreffen (relative Returns) oder möglichst positive Renditen erzielen (absolute Returns)? Je nach Ziel fallen die optimalen Portfolios substantiell unterschiedlich aus.

In der Diskussion stellen wir oft fest, dass Investoren sich zwar grundsätzlich an absoluten Erträgen orientieren, sich aber gleichzeitig an einer Peergruppe messen und das Portfolio entsprechend ausrichten. In diesen Fällen ist somit **unklar**, was für den Investor das **Risiko** darstellt: Orientiert er sich am **absoluten Risiko eines Wertverlustes** oder am **relativen Risiko einer Underperformance** im Vergleich zu einer Benchmark/Peer-Gruppe (siehe Abbildung 1):



**Abbildung 1: Charakteristika der absolute Return Strategie vs. relative Return Strategie. Quelle: Finreon Research**

Der **absolute Return Ansatz** verfolgt das Ziel, in unterschiedlichsten Marktphasen eine möglichst **positive Rendite** zu erwirtschaften: Entsprechend gilt es, für das absolute Risiko (z.B. Volatilität) möglichst viel Rendite zu erzielen (Maximierung des Sharpe Ratios). Mögliche Massnahmen beinhalten dabei z.B.:

- Anlageklassen mit **möglichst positiven Renditen** und **tiefen Risiken** zu wählen
- **Innerhalb von Anlageklassen** in Strategien mit einem hohen Sharpe Ratio zu investieren, z.B. durch den **Einsatz von defensiven Aktienbausteinen**
- **(Gross-)Verluste** durch **Risikomanagement** zu kontrollieren
- **Nicht entschädigte Risiken** wie z.B. Währungsrisiken oder Klumpenrisiken zu vermeiden bzw. abzusichern



**Der relative Return Ansatz** orientiert sich dagegen an einer **Benchmark** und versucht, diese durch **gezielte Abweichungen zu übertreffen**. Folglich gilt es, für einen bestimmten Tracking Error möglichst viel Outperformance zu erzielen (Maximierung des Information Ratios). Mögliche Massnahmen beinhalten dabei z.B.:

- Auf Stufe Anlageklasse bzw. innerhalb einer Anlageklasse nur dann von der Benchmark abzuweichen, wenn man dafür **eine (systematische) Outperformance erwartet. Dies bedeutet z.B.:**
  - Im Vergleich zu einer Benchmark **bewusst Faktorprämien** (Value, Size etc.) **abzuschöpfen**, welche langfristig eine Outperformance versprechen
  - Von der **Länder- und Sektorallokation einer Benchmark nicht abzuweichen**, wenn davon keine Outperformance erwartet werden kann

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen wurden basierend auf dem bekannten Pictet BVG Index 2015<sup>1</sup> (Aktienquote 40%) je ein gemischtes Portfolio<sup>2</sup> mit Fokus auf **absoluten Renditen** und Fokus auf **relativen Renditen** simuliert (Resultate siehe Abbildung 2).

	Pictet BVG 2015	Absolute Return Portfolio	Relative Return Portfolio
<b>Return p.a.</b>	3.31%	5.42%	5.65%
<b>Absolute Risiken</b>			
Volatilität p.a.	6.26%	3.53%	6.23%
Max Drawdown	25.13%	8.86%	18.25%
Ø Drawdown	3.96%	1.05%	2.28%
Sharpe Ratio	0.46	1.22	0.81
<b>Outperformance p.a.</b>	-	2.11%	2.34%
<b>Relative Risiken</b>			
Tracking Error p.a.	-	3.78%	1.92%
Max. rel. Drawdown	-	5.01%	2.21%
Ø rel. Drawdown	-	2.20%	0.35%
Information Ratio	-	0.56	1.22

**Abbildung 2: Vergleich absoluter und relativer Risiken zweier gemischter Portfolios. Datenquelle: Finreon Research, Zeitraum 2001-2018**

<sup>1</sup> Für weitere Details, siehe: [https://www.am.pictet/de/switzerland/articles/lpp-indices#PAM\\_Section\\_2](https://www.am.pictet/de/switzerland/articles/lpp-indices#PAM_Section_2)

<sup>2</sup> Die Allokationen und die Details der beiden Portfolios werden auf Anfrage gerne offengelegt

Der **Vergleich** der Ergebnisse offenbart dabei folgende **Erkenntnisse**:

- 1) Trotz der unterschiedlichen Allokationen kann mit beiden Ansätzen **gegenüber der Pictet BVG 2015 Benchmark** über den Zeitraum von 2001 bis 2018 **eine Outperformance** erzielt werden.
- 2) Das **absolute Return Portfolio** reduziert **absolute Risiken** wie Volatilität und maximale Verluste
- 3) Das **relative Return Portfolio** hingegen **reduziert relative Risiken** wie den Tracking Error oder maximale relative Verluste
- 4) Es besteht ein **Trade-Off**: Die Fokussierung auf absolute Renditen geht mit einem hohen Tracking Error einher (absolute Return Portfolio), die Fokussierung auf relative Renditen mit hohen absoluten Risiken ähnlich der Benchmark (relative Return Portfolio).

Aufgrund des Zielkonfliktes zwischen dem relative und dem absolute Return Ansatz ist es dabei von **grösster Bedeutung** für den Investor, festzulegen welches das für ihn relevante Risiko darstellt. Möchte er möglichst Wertverluste vermeiden oder orientiert er sich bei seinen Investitionen an Benchmarks/Peers? Sobald das Ziel klar definiert ist, können anschliessend **optimierte Portfolios** gebildet werden, welche die Wahrscheinlichkeit der Zielerreichung maximieren.

## Schlussfolgerungen

- Bei der Entscheidung für eine **absolute oder relative Anlagestrategie** ist einzig und allein die **Risikopräferenz** des Investors **entscheidend**
- **Relative (absolute) Return Portfolios** gehen **geringe relative (absolute)**, jedoch **hohe absolute (relative) Risiken** ein. Es besteht ein Trade-Off, denn Investoren können nicht beide Ziele gleichzeitig erreichen
- Durch gezielte Massnahmen ist es **aber möglich, gemischte Portfolios mit Blick auf beide Ziele zu optimieren**
- Die breite Lösungspalette von **Finreon bietet sowohl relativ- also auch absolut-orientierten Investoren die passenden Bausteine**. Finreon unterstützt diese bei der optimalen Konstruktion

## Size Matters, if You control Your Junk

---

Die Size Prämie sah sich basierend auf dem Vorwurf eines schwachen Leistungsausweises immer wieder Kritik ausgesetzt: Sie sei anderen gängigen Prämien unterlegen, variere stark über die Zeit, hätte seit ihrer Entdeckung an Outperformance eingebüsst, sei vor allem auf besonders kleine Microcaps zurückzuführen und funktioniere international nur bedingt.

Die Autoren dieses Papers zeigen allerdings, dass diese Einwände grossteils unberechtigt sind, wenn für Qualität kontrolliert wird und man sogenannte „Junk-Firmen“ ausschliesst. Unter Beachtung dieses Kriteriums weisen sie eine signifikante Prämie nach, die über die Zeit stabil ist, nicht nur wegen Microcaps entsteht und in 30 verschiedenen Industrien und auf 24 internationalen Aktienmärkten funktioniert. Die „wiederauferstandene“ Size Prämie ist in ihrer Grössenordnung und Bedeutung mit den Value und Momentum Anomalien vergleichbar.

**Quelle: Clifford Asness, Andrea Frazzini, Ronen Israel, Tobias J. Moskowitz und Lasse H. Pedersen, Journal of Financial Economics, 2018**

### Schlussfolgerungen

*Relevanz und Existenz der Size Prämie wurden in der Vergangenheit immer wieder angezweifelt. Asness, Frazzini, Israel, Moskowitz und Pedersen zeigen allerdings, dass sie mit den Value und Momentum Prämien auf einer Stufe steht, wenn man sie richtig anwendet und für Junk-Titel adäquat kontrolliert.*

# Working Your Tail Off: Active Strategies Versus Direct Hedging

---

Die Autoren vergleichen zwei Ansätze, welche das Tail Risiko von Aktien in einem traditionellen Portfolio bestehend aus Aktien und Anleihen absichern: Den direkten Ansatz mit Optionen und den indirekten Ansatz, der das Risiko mit aktiven Strategien so zu steuern versucht, dass das Aktienrisiko auch ohne Derivate reduziert werden kann.

Asvanunt, Nielsen und Villalon verwenden dazu Daten für den Zeitraum von 1985 bis 2012 und schliessen aus Ihrer Analyse, dass der direkte Ansatz zwar in den schlimmsten Aktienmonaten einer Krise den verlässlicheren Schutz darstellt, dass die Vorteile daraus aber in den Folgemonaten aussergewöhnlich schnell wieder aufgezehrt werden. Über einen Mehrmonatszeitraum in Krisenphasen hingegen schneiden beide Strategien gleich gut ab, was wiederum impliziert, dass die indirekte Absicherungsstrategie insgesamt eine deutliche Outperformance erzielt, welche vor allem den langen Nicht-Krisenphasen entspringt.

**Quelle: Attakrit Asvanunt, Lars N. Nielsen und Daniel Villalon, The Journal of Investing, 2015**

## Schlussfolgerungen

*Indirekte Absicherungsstrategien für extreme Negativereignisse an den Aktienmärkten versprechen langfristig eine Outperformance gegenüber direkten Absicherungen mit Optionen. Dieser starke Leistungsausweis ist vor allem den Kosteneinsparungen in ruhigen Marktphasen zuzuschreiben.*

# Crowding, Capacity, and Valuation of Minimum Volatility Strategies

---

Minimum Volatility Strategien sind Smart Beta Ansätze, die vor allem auf möglichst geringe Risiken abzielen. In den zwölf Monaten bis Ende Juni 2016 flossen insgesamt 7.8 Milliarden USD in 17 US ETFs, die eben diese Strategie abbilden. Dies sind lediglich 0.04% der aggregierten Marktkapitalisierung der zugrundeliegenden Titel. Die Kapazität in diesen Strategien ist gross, weil traditionelle, aktiv verwaltete Fonds dazu neigen, Aktien mit relativ hoher Volatilität überzugewichten. Wenn all diese aktiven Fonds auf eine neutrale Position in diesen Titeln wechseln würden, würden insgesamt 600 Milliarden USD in Minimum Volatillity Strategien fließen. Die Autoren ziehen den Schluss, dass die Mitte 2016 gültigen Bewertungen solcher „MinVol“ Strategien im historischen Vergleich nicht sonderlich hoch standen und dass sie mit der beobachteten Outperformance solcher Ansätze in Phasen hoher Unsicherheit durchaus vereinbar waren.

**Quelle: Andrew Ang, Ananth Madhavan und Aleksander Sobczyk, The Journal of Index Investing, 2017**

## Schlussfolgerungen

*Minimum Volatility-Strategien waren Mitte 2016 (und wohl auch heute) weder überwertet noch nahe an ihren Kapazitätsgrenzen. Die Gründe dafür liegen auf der Hand: Erstens, haben aktive Fonds einen grossen Bias in Aktientiteln mit hoher Volatilität, den es erst einmal zu kompensieren gilt, und zweitens waren die Bewertungen in von grosser Unsicherheit geprägten Marktphasen historisch gesehen sogar noch höher.*

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

---

**Das Unternehmen Finreon** 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 von Finreon 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](mailto:info@finreon.ch)

[www.finreon.ch](http://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.