

Finreon Impulse

12. Ausgabe

Juni 2021

Impuls von Finreon

Risikokontrolliertes Investieren:

New Normal oder Rückkehr zur Normalität?

Impuls aus der Akademie

The Economics of the Fed Put



Impuls von Finreon

Risikokontrolliertes Investieren: New Normal oder Rückkehr zur Normalität?

Die Coronavirus-Krise traf den Markt so abrupt wie kaum eine andere Krise zuvor. Aufgrund der enormen Stützungsmaßnahmen war aber auch die Erholung rasant. Wenngleich die Krise nicht als Blaupause für zukünftige Verwerfungen dienen kann, ist sie dennoch auch Ausdruck immer schneller werdender Marktbewegungen. Für Investoren drängt sich die Frage auf, wie sie in einem solchen Umfeld ihre Risiken am besten kontrollieren können ohne auf die Aktienrisikoprämie zu verzichten.

Autor:
Benjamin von Haase, M.Sc., CFA
Head of Risk Control & Multi Asset



Autor:
Alexander Gruber, Ph.D. HSG
Head of Economic Research & Advisory und Lehrbeauftragter an der Universität St.Gallen (HSG)



Coronavirus-Krise: Abrupter Crash und rasche Erholung

Die Coronavirus-Krise war in vielerlei Hinsicht **einzigartig**: Erstens wurden die **Angebots- und Nachfrageseite** der Wirtschaft noch nie so plötzlich und gleichzeitig getroffen. Dies kreierte beispiellose Unsicherheit. Zweitens war die Krise auf einen **exogenen Schock** zurückzuführen. Sie ist also nicht – wie beispielsweise die Finanzkrise – endogen als Folge stetig zunehmender Risiken aus dem Wirtschaftssystem heraus entstanden, sondern unvermittelt über ein Regime rekordtiefer Marktschwankungen hereingebrochen. Drittens geschah sie in einer Zeit, in der die **Notenbanken am Markt schon omnipräsent** waren. Ihre kontinuierlichen Eingriffe seit der Finanzkrise hatten **aber zu keiner nennenswerten Güterpreis-inflation geführt**. Viertens schlug die Pandemie auch **mit einer beeindruckenden und abrupten Härte zu**. Das Bruttoinlandsprodukt und die Märkte brachen weltweit so stark ein wie selten zuvor in einem so kurzen Zeitraum. Die Einzigartigkeit der Krise widerspiegelt sich auch im grafischen Vergleich: **Abbildung 1** zeigt, dass der **Tiefpunkt an den Märkten nach dem Vorkrisenhöchststand in der Corona-Krise bereits nach 28 Handelstagen erreicht** war. **In der Finanzkrise** hatte dies beispielsweise noch **353 Handelstage** gedauert.



Abbildung 1: Corona-Krise an den Märkten im Vergleich - Abrupter Crash, schnelle Erholung
(Quelle: Finreon Research)

Wegen der Art und Schärfe der Krise, weil ein Schuldiger an der Krise dieses Mal fehlte und weil Inflationsängste längst der Vergangenheit anzugehören schienen, griffen Notenbanken (Stichwort «**Fed Put**») und Staaten in einem noch nie gesehenen Masse zu **Stützungsmaßnahmen**. Für den Moment hat dieser von Geld- und Fiskalpolitik gemeinsam orchestrierte Brückenbau in Bezug auf die Renditedimension **funktioniert**. Die **Märkte** haben sich von ihren Tiefs in der Corona-Krise am 23. März 2020 so **rasch erholt** wie nie zuvor nach einem derart grossen Crash. Wie **Abbildung 1** illustriert, haben für den S&P 500 Index **110 Handelstage gereicht um 100% seiner Verluste in der Corona-Krise wiedergutmachen**. In der Finanzkrise hatte dies **1067 Tage** gedauert.

Coronavirus-Krise keine Blaupause für künftige Verwerfungen, aber Ausdruck schneller werdender Marktbewegungen

Einige Aspekte der Coronavirus-Krise dürften sich so in einer nächsten Marktverwerfung wohl nicht wiederholen. So sind gleichzeitige Schocks der Angebots- und Nachfrageseite historisch äusserst selten. Auch die exogene und abrupte Natur der Krise wird nur selten in ähnlicher Ausprägung erneut auftreten.

Klar ist allerdings auch, dass sich das **Marktumfeld in einigen Punkten strukturell und nachhaltig verändert** hat. So fällt bei einem Blick auf die Daten auf, dass die **Risiken**, die Investoren für Kursgewinne in Kauf nehmen müssen, seit einiger Zeit **steigen**. **Deutlich schnellere Kurskorrekturen sind beispielsweise bereits eine langjährige Entwicklung**. Ein Blick auf die Verteilung der Returns des MSCI World Total Return Index zeigt, dass für den Zeitraum 2006-2019 über ein 10-Tagesfenster in 5% der Fälle Kursverluste von -5.2% oder mehr aufgetreten sind. Für die Periode 1990-2005 betrug die Verluste für das gleiche 10-Tagesfenster am 5% Perzentil noch lediglich -3.9%.

Die **Gründe** dafür sind vielfältig: So führen **politische und geldpolitische Treiber** zu vergleichsweise schnellen Veränderungen der Risikoneigung im Markt. Zudem begünstigen **zeitnah und breit verfügbare Informationen** eine Konzentration der Handelsaktivität. Die Zunahme von **Trendfolge- sowie risikogesteuerten Ansätzen** (Risikobudgets, Risk Parity, etc.) tat ihr übriges.

Weil die dauerhafte Wirksamkeit von und die Bereitschaft zu geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen nicht in Stein gemeisselt sind, gleicht die aktuelle Situation einem **Tanz auf einem Vulkan**. Dessen **Ausbruch** wurde **durch die massiven Eingriffe** im schlimmsten Fall lediglich **in die Zukunft verschoben**. Einige Risiken (z.B. Kapitalfehlallokationen, Anreize zu exzessiver Risikoneigung) könnten dadurch sogar zugenommen haben. Neueste Forschungsergebnisse zeigen ausserdem, dass es **in den vergangenen Jahrzehnten** trotz des «**Fed Puts**» **zu grossen Crashes** gekommen ist (Cieslak und Vissing-Jorgensen, 2020).¹

Risikomanagement in nervösen Märkten

Die Kombination aus **langfristig hohen Crash-Risiken** bei gleichzeitig **zunehmender Marktdynamik** stellt auch etablierte Risikomanagement-Ansätze vor neue Herausforderungen. Im Sinne einer **Evolution** gilt es dabei, bewährte Ansätze unter **Beibehaltung der grundlegenden Mechanismen und Erwartungen** stetig weiterzuentwickeln.

¹ Cieslak and Vissing-Jorgensen (2020). *The Economics of the Fed Put*. Review of Financial Studies.

Die **Corona-Krise** ist dabei **Verpflichtung und Chance zugleich**, bietet sie doch die Gelegenheit auch neuere Datentypen über mehr grosse Marktbewegungen als nur die Finanzkrise und die Dotcom-Blase hinweg zu analysieren. Für den seit zehn Jahren bewährten **Finreon Tail Risk Indikator** ermöglicht dies beispielsweise erstmals den Einsatz von **Intraday-Daten**, um künftig beim Aus- und vor allem Wiedereinstieg eine Veränderung des Crash-Risikos noch **schneller** erfassen zu können.

Das Potenzial solcher Messungen zeigt **Abbildung 2**, welche eine **Intraday-Volatilität** (blaue Linie) mit ihrem End-of-Day-Pendent (rote Linie) vergleicht. Während die End-of-Day-Messung besonders den Risiko-Rückgang im Verlaufe der **Corona-Krise** nur langsam erfassen kann, gelingt dies der Intraday-Messung aufgrund der höheren Anzahl an Datenpunkten innerhalb deutlich kürzerer Frist.

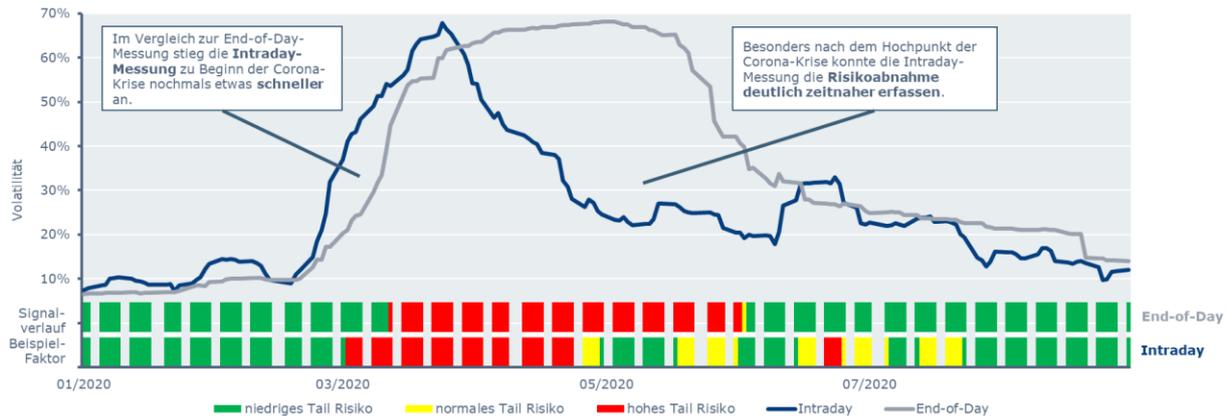


Abbildung 2: Vergleich Volatilitäts-Messung Intraday vs. End-of-Day
(Quelle: Finreon Research)

Der zur Messung gehörige **Signalverlauf** (Abbildung 2 unten) einer solchen Intraday-Messung, welcher Phasen mit hohem (rot), normalem (gelb) und niedrigem (grün) Tail Risiko identifiziert, zeigt im Vergleich mit der End-of-Day-Messung aber auch, dass die schnellere Reaktion in isolierter Betrachtung auch in mehr **Signalwechseln** münden würde. Die **Diversifikation** über eine Vielzahl robuster Risikomessungen – auch aus dem End-of-Day-Bereich – bleibt damit auch mit Verfügbarkeit von Intraday-Daten unverzichtbar. Im Falle des **Finreon Tail Risk Indikators** werden in der **per Mitte 2021 optimierten Risk Engine** daher nicht nur **Innovationen im Intraday-Bereich**, sondern auch bei den **Tagesend-Messungen**, der **Kalibration** der einzelnen Faktoren sowie der **Aggregation zum Gesamtsignal** integriert. Die Corona-Krise dient dabei stets als wertvoller Katalysator für eine sich entwickelnde Marktstruktur, niemals jedoch als Blaupause für zukünftige Krisen. Denn eines ist sicher: **Die nächste Krise ist bestimmt wieder «einzigartig»!**

Schlussfolgerungen

- Die **Coronavirus-Krise traf den Markt so hart und rasch wie kaum eine andere Krise vorher**
- Aufgrund der riesigen Stützungsmaßnahmen war aber auch **die Erholung rasanter**
- Generell ist **schon länger eine zunehmende Frequenz solch kurzer aber schneller Crashes erkennbar**
- Mit einem **Mix aus innovativen Neuerungen und bewährten Risikomessungen** können sich Investoren **optimal auf die Risiken** in einem solchen Umfeld **einstellen ohne auf die Aktienrisikoprämie zu verzichten**

Impuls aus der Akademie

The Economics of the Fed Put



Autor:
Alexander Gruber, Ph.D. HSG
Head of Economic Research & Advisory und
Lehrbeauftragter an der Universität St.Gallen (HSG)

Der **Einfluss der Aktienmarktentwicklung auf die Geldpolitik** ist seit geraumer Zeit ein wichtiges Thema unter Volkswirten und Marktteilnehmern. In den vergangenen Jahren wurde die Bedeutung dieser Thematik dadurch verstärkt, dass die **Fed oft dafür kritisiert** wurde, **sich bei geldpolitischen Lockerungen zu sehr von negativen Entwicklungen am Aktienmarkt leiten zu lassen** und volkswirtschaftlichen Daten zu wenig Aufmerksamkeit zu schenken.

Seit Mitte der 1990er Jahre hat die US Notenbank direkt **nach Aktienmarkteinbrüchen tatsächlich in vielen Fällen geldpolitische Lockerungen beschlossen. Aber warum?** Die Kausalität dieser empirischen Beobachtung sowie die genauen Mechanismen im Hintergrund sind dabei schwer zu identifizieren. Cieslak und Vissing-Jorgensen greifen deshalb zu einer **innovativen Textanalyse**.

Diese **zeigt**, dass **negative Aktienmarktentwicklungen** vor einem Fed Meeting **tatsächlich einer der stärksten Indikatoren für geldpolitische Entscheidungen** sind. **Starke Aktienmärkte haben hingegen keinen Einfluss**. Der genaue Wirkungsmechanismus ist einleuchtend und spannend: Die **Geldpolitiker** sorgen sich um den Vermögenseffekt. Konkret **fürchten** sie, **dass die Menschen** nach Kursverlusten an den Börsen **den Konsum zurückfahren** könnten. Weil dies das Wirtschaftswachstum kausal negativ beeinflussen würde, **passen** die Notenbanker ihre **Wachstumsprognosen nach unten an und leiten folglich oft geldpolitische Lockerungen ein**. Cieslak und Vissing-Jorgensen betiteln diesen Mechanismus als sogenannte «driver view». **Als rein vorauslaufender Indikator** für die Wirtschaftsentwicklung («predictor view») **spielt der Aktienmarkt** hingegen **interessanterweise kaum eine Rolle**.

Die Autoren finden **keine Evidenz für eine Überreaktion** der Notenbanker auf die Aktienmarktentwicklung in der «driver view», der über diese Adjustierung der makroökonomischen Wachstumserwartungen hinausgeht. Ihre **Entscheidungen scheinen durch volkswirtschaftliche Erwartungen also gut abgestützt** zu sein. Während die **Zentralbanker** im Nachgang von negativen Aktienmarktentwicklung also adäquat zu handeln scheinen, **scheinen** sie möglichen **zukünftigen Anreizproblemen für Investoren nur unzureichend Rechnung zu tragen**: Obwohl den Geldpolitikern durchaus bewusst ist, dass der «Fed Put» Marktteilnehmer dazu verleiten könnte, exzessive Risiken einzugehen («Moral Hazard»), scheint nur eine kleine Gruppe von ihnen darauf Rücksicht zu nehmen.

Quelle: Anna Cieslak and Annette Vissing-Jorgensen (2020). The Economics of the Fed Put, The Review of Financial Studies.

Schlussfolgerungen

Lassen sich Notenbanker zu sehr vom Aktienmarkt und zu wenig von volkswirtschaftlichen Faktoren leiten? Die Autoren belegen, dass **negative Aktienmarktentwicklungen** vor einem Fed Meeting **tatsächlich einer der stärksten Indikatoren für geldpolitische Entscheidungen** sind («Fed Put»). Die Notenbanker **fürchten, dass die Menschen** nach Kursverlusten an den Börsen **den Konsum zurückfahren** könnten. Weil dies das Wirtschaftswachstum kausal negativ beeinflussen würde, **adjustieren** sie ihre **Wachstumsprognosen nach unten** und leiten **folglich oft geldpolitische Lockerungen** ein. Die Autoren finden **keine Evidenz für eine Überreaktion** der Notenbanker auf die Aktienmarktentwicklung. **Allerdings** sind sie besorgt, dass möglichen **zukünftigen Anreizproblemen für Investoren unzureichend Rechnung getragen** wird. Der Fed Put könnte Marktteilnehmer also dazu verleiten, exzessive Risiken einzugehen.

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
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.