

Finreon Impulse

5. Ausgabe

Dezember 2018

Impulse aus der Praxis

- Verbesserte Konvexität durch Risikomanagement

Impulse von Finreon

- Wann kommt es zu Momentum Crashes?
- Nobelpreisträger Myron Scholes: Statische SAA ist teuer

Impulse aus der Akademie

- The Customer Knows Best
 - Multifactor Index Construction
 - The Impact of Volatility Targeting
-



Verbesserte Konvexität durch Risikomanagement

In der aktuellen Marktsituation, geprägt von niedrigen Zinsen und erhöhten Turbulenzen, suchen institutionelle Investoren nach Anlagen, um die **Konvexität der Renditeverteilung zu erhöhen**. Neben alternativen Anlagen setzen Investoren dabei vermehrt auch auf **Risikomanagement**, um bewusst das Risiko von grossen Substanzverlusten zu reduzieren.

Was versteht man unter **Konvexität**? Unter Konvexität versteht man einen (leichten) **Verzicht auf das Aufwärtspotenzial** einer Strategie im Gegenzug für eine **starke Reduktion des „Abwärtspotenzials“** bzw. des möglichen Drawdowns. Als einfaches **Beispiel** dient die **Put-Absicherung** (siehe Abbildung 1). Durch die Kombination von Basiswert und Put kann der Anleger das Downside-Potenzial beschränken, während das Upside-Potenzial nur leicht verringert wird. Die Beschränkung des Downside wird dabei mit einer Versicherungsprämie (Preis des Puts) erkauft (siehe Abbildung 1).

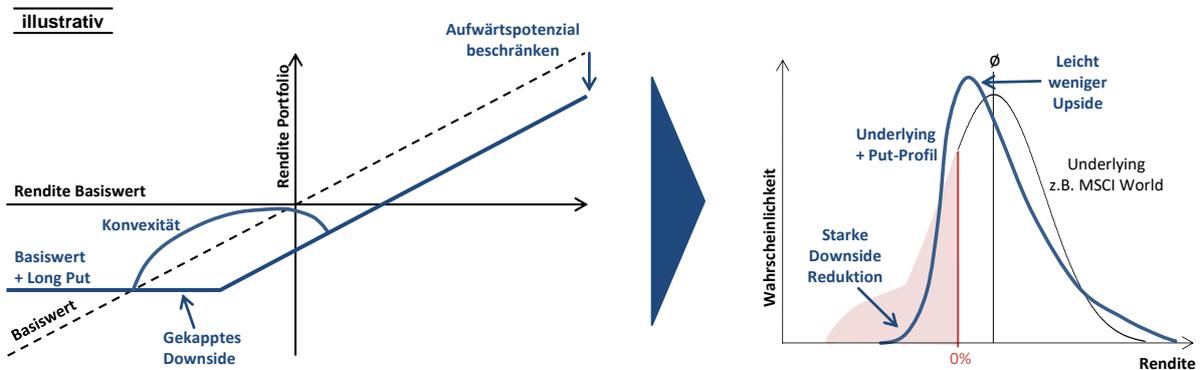


Abbildung 1: Payoff-Profil einer Aktien + Put-Absicherung und Einfluss auf die erwartete Renditeverteilung
Quelle: Finreon Research

In der Praxis greifen institutionelle Investoren aber meist auf **alternative Anlagen** oder Formen von **systematischem Risikomanagement zurück, um Konvexität** in der erwarteten Renditeverteilung zu erreichen. Alternative Anlagen haben den Vorteil, dass sie eine tiefe Korrelation und damit ein Diversifikationspotenzial mit sich bringen, leiden jedoch teilweise unter erhöhter Komplexität und Kosten. Dagegen sind Risikomanagement-Lösungen meist von Transparenz und relativ tiefen Kosten gekennzeichnet.

Abbildung 2 zeigt drei einfache, gemischte Portfolios ohne/mit alternativen Anlagen und Risikomanagement:

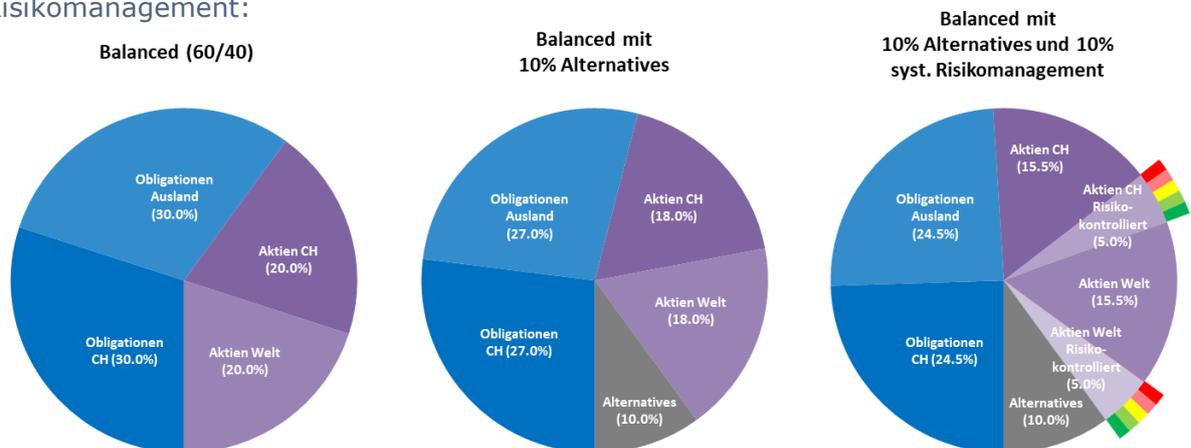


Abbildung 2: Drei gemischte Portfolios im Vergleich

Bemerkungen: Obligationen CHF = SBI; Obligationen FW = Barclays Global Aggregate CHF-hedged; Aktien Schweiz = SPI; Aktien Ausland = MSCI Welt. Als Proxy für alternative Anlagen wird HFRI Fund Weighted Hedge Fund TR verwendet. Die Messungen und die Umsetzung des systematischen Risikomanagements basieren auf dem Finreon Tail Risk Control®.

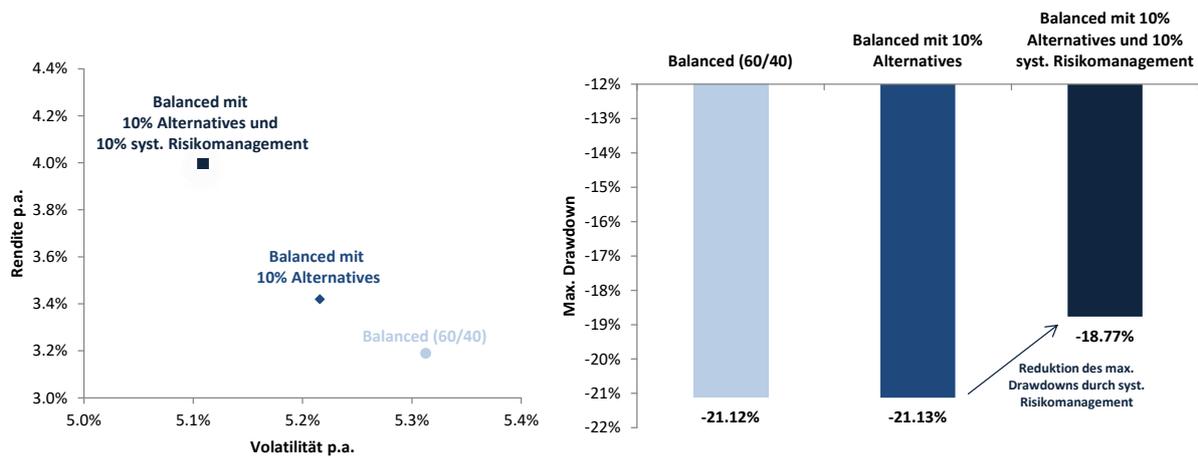


Abbildung 3: Rendite/Risiko und Drawdowns der drei gemischten Portfolios
 Quelle: Finreon Research, Bloomberg, Thomson Reuters. Zeitraum: 01/2001-06/2018.

Abbildung 3 zeigt Rendite/Risiko und Drawdown der drei Portfolios für den Zeitraum von 2001-2018 und liefert folgende Rückschlüsse:

- Durch die Beimischung von **alternativen Anlagen** kann das **Rendite-Risiko-Profil verbessert werden**, da die Volatilität leicht gesenkt und das Renditepotenzial erhöht wird.
- Durch die Ergänzung mit **systematischem Risikomanagement** innerhalb der Aktienquote kann nicht nur die Rendite erhöht, sondern auch die Volatilität und der **maximale Drawdown reduziert** werden. Die geringeren Drawdowns entstehen durch die Reduktion der Aktienquote in Hochrisikophasen.

Eine Investition in alternative Anlagen wie Hedge Funds erfüllt also ihre Konvexitätsfunktion. Der zusätzliche Einsatz von Risikomanagement, wie die risikokontrollierte Steuerung der Aktienquote, verbessert die Konvexität weiter und beugt vor allem grossen Verlusten vor. Entsprechend sind Investoren gut beraten, für die Erhöhung der Portfoliokonvexität auf beide Anlageklassen zu setzen.

Schlussfolgerungen

- **Konvexität** beschreibt den leichten **Verzicht auf das Aufwärtspotenzial** für eine starke **Reduktion des „Abwärtspotenzials“** bzw. des möglichen Drawdowns.
- Die Mehrheit der institutionellen Investoren **erhöht die Konvexität** des Portfolios **über alternative Anlagen** und **systematisches Risikomanagement**.
- Während alternative Anlagen das Rendite-Risiko-Profil über eine Reduktion der Volatilität und eine Renditesteigerung verbessern, erzielt ein Portfolio mit einer **risikokontrollierten Bandbreitenbewirtschaftung** der Aktienquote auch **tiefere Drawdowns**.

Phase 1: Bullenmarkt = Momentum Überrendite

In einer Phase steigender Märkte setzt eine Momentum-Strategie in der Tendenz auf Titel mit einem hohen Beta und gewichtet dagegen Titel mit einem tiefen Beta unter. Durch das hohe Marktexposure partizipiert die Strategie überproportional am Bullenmarkt.

Phase 2: Langsame Trendumkehr = Momentum Überrendite

Typischerweise endet ein Bullenmarkt mit einer graduellen Trendumkehr in ein neues (Hoch-)Risikoregime. Da der Regimewechsel in der Regel langsam geschieht, bleibt der Momentum- Strategie genug Zeit, um das Portfolio in Tiefrisikotitel umzuschichten und das Beta des Portfolios zu senken.

Phase 3: V-förmige Trendumkehr = Momentum Crash

Das Ende eines Crashes ist normalerweise durch eine stark überverkaufte Situation geprägt, was oft in einer V-förmigen Trendumkehr resultiert. In einem solchen Marktumfeld kann die Momentum-Strategie das Beta-Exposure des Portfolios nicht schnell genug anpassen: Die Strategie ist immer noch stark in Tief-Beta-Titeln investiert. In Kombination mit einer raschen Markterholung kann eine substantielle Underperformance entstehen. Ein solcher Momentum Crash kann grundsätzlich auch bei einer Trendumkehr von einem Bullen- zu einem Bärenmarkt entstehen, jedoch ist ein solcher Umschwung selten so abrupt wie von einem Bären- zu einem Bullenmarkt.

Als **Lösung** für das Problem der Momentum Crashes bietet sich der **Residual Momentum-Faktor** an: Diese Strategie setzt auf Aktien mit einem hohen titelspezifischen Momentum. Dabei reduziert sich die Gefahr von Momentum Crashes, da beim Residual Momentum die Rendite einer Aktie um deren Marktbeta bereinigt wird. Zusätzlich hilft auch die **Diversifikation über mehrere Faktorprämien**, die Risiken von Einzelfaktoren zu neutralisieren.

Schlussfolgerungen

- Eine Momentum-Strategie investiert in Titel, die **in jüngerer Vergangenheit** eine **überdurchschnittliche Rendite** erzielt haben.
- Bei einer **schnellen, V-förmigen Trendumkehr** ist das Marktbeta-Exposure einer Momentum-Strategie der Marktbewegung entgegengesetzt, sodass es zu einem Momentum Crash kommen kann.
- Ein **Momentum Crash** droht **tendenziell eher** bei einer **raschen Erholung nach einem Aktienmarkt-Crash**.
- Durch die **Residual Momentum** Faktorprämie oder die **Diversifikation über mehrere Faktoren** lassen sich die Risiken von Momentum Crashes reduzieren.

Nobelpreisträger Myron Scholes: Statische SAA ist teuer

Finreon hat an der Innovate2Invest 2018 Konferenz von STOXX in London teilgenommen und konnte sich mit führenden Akteuren der Praxis und Akademie austauschen. Sehr aufschlussreich war dabei die Präsentation von Nobelpreisträger Prof. Myron Scholes über den Einfluss von Tail Risiken auf die langfristige Rendite und die grosse Bedeutung von Risikomanagement.



Abbildung 1: Innovate2Invest 2018, STOXX's Jahreskonferenz in London. Panel Diskussion mit Jan-Carl Plagge (STOXX), Lukas Plachel (Finreon), Michael Kinney (Mercer) und Laurent Trottier (Amundi).

Im Rahmen der Konferenz hat **Prof. Myron Scholes** (Stanford Professor und Nobelpreisträger im Jahre 1997 für das Black-Scholes-Modell zur Bewertung von Optionen) einen **Vortrag** zum Thema „*The Evolution of Investment Management: The Cost of Constraints*“ gehalten. Die Kernaussage war dabei, dass der **Fokus** von Investoren auf der **Vermeidung von negativen Tail Events** liegen soll, da der im Tail Event entstehende Substanzverlust grossen Einfluss auf die langfristige Rendite hat.

Während ein **systematisches Risikomanagement** im Positiven wie im Negativen die extremen Ausprägungen der Verteilung langfristiger Renditen reduziert, **steigt die kumulierte Rendite** für die überwiegende Mehrheit der Szenarien durch das Risikomanagement deutlich an. **Gegenüber einer statischen Asset Allokation** kann so in den meisten Marktphasen nicht nur hinsichtlich des Risikos sondern auch mit Blick auf die langfristige Rendite ein **deutlicher Mehrwert** erzielt werden.

Anders als die Schätzung von erwarteten Renditen hält Prof. Scholes die **Messung von (Tail) Risiken** für deutlich einfacher. Als mögliche Lösung empfiehlt er, das Tail Risiko des Marktes anhand von Marktpreisen für Put-Optionen (=Versicherungsprämien) zu messen und die Aktienquote im Portfolio entsprechend der Risikomessung zu steuern. Abbildung 2 zeigt die Renditeverteilung eines risiko-gesteuerten Aktienportfolios im Vergleich zu einem statischen Aktienportfolio:

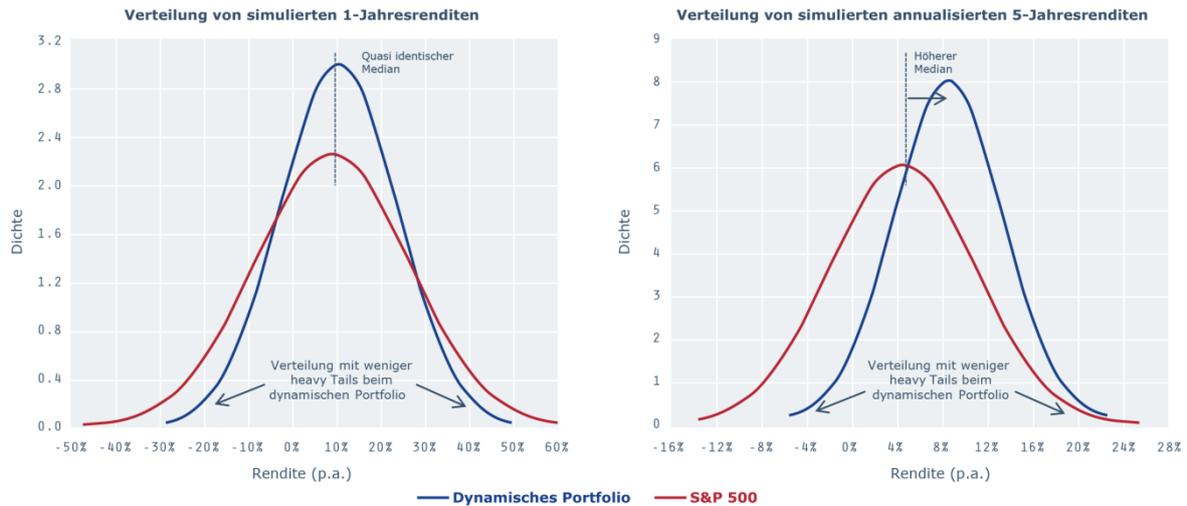


Abbildung 2: Beispiel zu den Vorteilen von Risikomanagement aus der Präsentation von Prof. Myron Scholes Bemerkung: Das dynamische Portfolio wird mittels Risikomessungen von Optionspreisinformati-
onen gesteuert. Zeitraum: 1996-2015.

- Wie auf der linken Seite ersichtlich, **reduziert** das Risikomanagement bei der Verteilung der **1-Jahresrenditen** die **Volatilität** und somit die „**heavy Tails**“ im Vergleich zum statischen Portfolio. Im Median steigt die Rendite dabei auf Jahresbasis nur leicht an.
- Bei der Betrachtung der annualisierten **5-Jahresrenditen** (rechte Seite) fällt zusätzlich auf, dass ein Risikomanagement über längere Zeit durch die **Reduktion von Substanzverlusten** auch im Median zu einer **deutlich höheren Rendite** führt.

Prof. Scholes schloss seinen Vortrag mit dem Hinweis ab, dass sich die meisten Investoren implizit oder explizit an Benchmarks ausrichten und sich dadurch um den Durchschnitt bewegen. Dieses "relative Denken" resultiert dabei in weitgehend statischen Allokationen zu Anlageklassen - das Portfolio der Investoren entspricht meist der SAA. Diese statischen Portfolios beinhalten per Definition keine Risikokontrolle, was zu hohen Kosten in Form reduzierter Renditen führt. Entsprechend folgert Prof. Scholes, dass eine **statische SAA sehr teuer ist** und ein **dynamisches Risikomanagement** zu bevorzugen ist.

Schlussfolgerungen

- Der **Umgang mit Tail Risiken** ist einer der wichtigsten Entscheide im Asset Management und kann einen erheblichen Einfluss auf die langfristigen Renditen haben.
- Deswegen hat der Nobelpreisträger in London betont, welcher Bedeutung einem **dynamischen Risikomanagement** zukommt. Basis dafür kann beispielsweise das von den Marktteilnehmern erwartete Tail Risiko sein, welches aus Optionspreisen extrahiert werden kann.

The Customer Knows Best

Die Autoren analysieren mehr als 14.5 Mio. Produktbewertungen auf Amazon.com von 2004 bis 2015 und finden, dass diese wertvollen Informationen über Aktienpreise enthalten. Sie liefern zeitnahe Informationen über den Verkaufserfolg, die sich insbesondere in den Finanzkennzahlen der Unternehmen erst verzögert widerspiegeln.

Aktien von Produktherstellern mit sehr guten Bewertungen erzielen gegenüber Herstellern mit schlechten Produktbewertungen im Durchschnitt eine monatliche Outperformance von 0.55% bis 0.73%. Diese Outperformance hat auch Bestand, wenn für mögliche erklärende Variablen wie z.B. die Profitabilität kontrolliert wird. Daneben lassen sich anhand der Produktrezensionen auch Umsätze sowie Gewinnüberraschungen besser prognostizieren.

Quelle: Jiekun Huang, Journal of Financial Economics, 2018

Schlussfolgerungen

Produktbewertungen enthalten wertvolle Informationen über den Erfolg eines Unternehmens. Es lassen sich damit auch Renditen vorhersagen, da gute Bewertungen sich in einer besseren Aktienperformance niederschlagen.

Multifactor Index Construction

Im Bereich des Multi-Faktor-Investierens wird häufig zwischen zwei verschiedenen Vorgehensweisen unterschieden. Der Bottom-Up-Ansatz aggregiert die Scores (= normalisierten Kennzahlen) von verschiedenen Faktoren zu einem Gesamtscore und zieht diesen zur Titelselektion und –gewichtung heran. Der Top-Down-Ansatz dagegen konstruiert für jeden Faktor ein separates Portfolio und mischt die einzelnen Faktoren zu einem Gesamtportfolio.

Laut diesem Forschungspapier besteht in der Praxis kein klarer linearer Zusammenhang zwischen Scores und Renditen, wie ihn der Bottom-Up-Ansatz annimmt. Des Weiteren ist dieser Ansatz anfälliger gegenüber Data Mining und Backfitting, so dass die scheinbar bessere Performance eventuell nur ein statistisches Artefakt darstellt. Zuletzt führt dieser Ansatz zu einer hohen Portfoliokonzentration in wenigen Titeln, welche das Portfoliorisiko erhöht.

Quelle: Amenc, Goltz & Sivasubramanian, The Journal of Index Investing, 2018

Schlussfolgerungen

Ein Bottom-Up-Ansatz des Multi-Faktor-Investierens weist gegenüber dem Top-Down-Ansatz einige Schwachstellen wie ein höheres Data Mining Risiko, eine reduzierte Transparenz und eine höhere Portfoliokonzentration auf.

The Impact of Volatility Targeting

Unter Volatility Targeting Strategien versteht man Strategien, bei denen eine risikoreiche Anlage über die Zeit hinweg dynamisch mit einer Cash-Allokation kombiniert wird, so dass zu jedem Zeitpunkt das gleiche Portfoliorisiko genommen wird.

Es gibt eine Vielzahl von Forschungspapieren, die zeigen, dass derartige Strategien ein positives Alpha und eine höhere Sharpe Ratio erzielen können. Die Autoren zeigen, dass diese Beobachtung vor allem für Anlagen wie Aktien und Kreditrisiken gilt, wogegen sie für Obligationen, Währungen und Rohstoffe nicht zu beobachten ist. Allerdings kann für alle Anlageklassen mit dieser Strategie die Renditeverteilung verschoben werden. Die Verteilung wird schmaler und es werden weniger negative Extremrisiken eingegangen, da die Risikoallokation in Zeiten von steigenden Risiken reduziert wird. Auch im Multi-Asset-Kontext kann von einer derartigen Risikosteuerung profitiert werden.

Quelle: Harvey, Hoyle, Korgaonkar, Rattray, Sargaison & Van Hemert, Working Paper, 2018

Schlussfolgerungen

Eine Risikosteuerung des Portfolios führt bei Aktien und Kreditrisiken zu höheren Alphas und Sharpe Ratios. Darüber hinaus können über Anlageklassen hinweg Extremrisiken vermieden und Risiken über die Zeit ausgeglichener eingegangen werden.

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.