



MARKET INSIGHT

Juni / Juli
2019



DIE ATTRAKTIVITÄT VON STRATEGIEN MIT GERINGER VOLATILITÄT



MARCO BONAVIRI
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

«Es ist eine bekannte mathematische Tatsache im Finanzbereich: Um langfristig eine bessere Performance zu erzielen, ist es wichtiger, den Schaden in Bärenmärkten zu begrenzen als die Performance in Bullenmärkten zu maximieren.»

Im Rückblick ist der Aktienbullenmarkt, der 2009 im Zuge der globalen Finanzkrise begann, näher am Ende als am Anfang. Daher nimmt die Begeisterung für defensive Aktienstrategien nach mehr als zehn Jahren eines fast ununterbrochenen Anstiegs der Aktienindizes wieder zu. Es gibt eine Vielzahl von Definitionen, was eine defensive Aktienstrategie ist¹. Wir orientieren uns da lieber an ihren Zielen: Reduzierung der Volatilität und des maximalen Verlustes (maximum drawdown) sowie risikoadjustierte Outperformance. Aus dieser Perspektive ergeben sich Strategien mit geringer Volatilität (Low Volatility).

DER FAKTOR LOW VOLATILITY

Strategien mit geringer Volatilität sind nicht neu und basieren auf statistischen Merkmalen von Aktien und einem Ranking-Algorithmus. Die Abbildung von Low Volatility ist allerdings einer der Faktoren, die neben Grössen-, Bewertungs- und Momentumfaktoren besonders gut dokumentiert und von Praktikern und Akademikern gesucht werden. Sie ist auch als Risikoprämie oder Marktanomalie bekannt. Die Geschichte dieses Faktors ist jedoch turbulenter, da diese Marktanomalie dem Grundprinzip des Finanzmarktes widerspricht, nämlich dass die Rendite proportional zum Risiko ist. Theoretisch sollten weniger risikoreiche Anlagen eine geringere Rendite generieren. Leider zeigen die in den letzten Jahrzehnten gesammelten empirischen Erkenntnisse für diese schöne Theorie, dass Aktien mit geringer Volatilität eine risikoadjustierte Rendite aufweisen, die höher ist als der Markt -dies über alle Regionen, Marktsegmente und Zeiträume hinweg.

Die US-Ökonomen Robert Haugen und James Heins waren die ersten, die 1972 in den Ameisenhaufen traten², indem sie den Nachweis des besten Risiko-/Rendite-Verhältnisses für niedrig volatile Aktien erbrachten. In einer Zeit, die von der modernen Portfoliotheorie (MPT) und dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) dominiert wird, ist ihre Arbeit nicht begeistert aufgenommen worden. Dass es sich bei dem Risiko nicht um eine «Prämie» handelte, war für die damaligen Experten einfach keine Option. Es dauerte lange Zeit und der Übergang

zum neuen Jahrtausend, bis diese Anomalie endlich erkannt und durch eine Vielzahl prominenter Studien bestätigt wurde.

Investoren in hochvolatilen Wertpapieren sind sich von vornherein des hohen Risikos bewusst. Ihr Interesse wird durch die Möglichkeit eines höheren Gewinns begünstigt. Diese Präferenz für Lotterien ist ein gut dokumentiertes psychologisches Phänomen in der Behavioral Finance. Eine weitere Erklärung ist, dass Vermögensverwalter, die an einem Benchmark-Index gemessen werden, einen Anreiz haben, in Ihre High-Beta-Wertpapiere zu investieren, was zu deren Überbewertung führt.

MHR VERDIENEN DURCH WENIGER VERLIEREN

Um das Verhalten des Low Volatility Factor zu testen, haben wir eine «naive» Strategie ohne Einschränkungen entwickelt. Wir investieren jeden Monat in die 100 am wenigsten volatilen Aktien des S&P 500 Index. Das Ergebnis der letzten 20 Jahre ist beeindruckend: fast 9% jährliche Outperformance bei einer Reduktion der Volatilität um mehr als 20% und einer signifikanten Verbesserung des Risiko-Rendite-Verhältnisses. Obwohl sich Aktien mit geringer Volatilität parallel zum Markt bewegen, wird die Bandbreite der Bewegungen aufgrund ihrer geringeren Sensitivität (Beta kleiner als 1) abgeschwächt. Aber der ganze Reiz von Low Volatility liegt darin, dass diese Strategie weniger vom Rückgang als vom Anstieg erfasst und somit ein Performance-Profil mit einer positiven Asymmetrie darstellt. Die empirische Beobachtung der aufeinanderfolgenden Aufwärts- und Abwärtsphasen des S&P 500 seit 2000 bestätigt, dass die kumulierte Outperformance bei Rückgängen grösser ist als die Underperformance von Bullenmärkten und somit einen besseren Risiko-Rendite-Trade-off bietet.

Es ist eine bekannte mathematische Tatsache im Finanzbereich: Um langfristig eine bessere Performance zu erzielen, ist es wichtiger, den Schaden in Bärenmärkten zu begrenzen als die Performance in Bullenmärkten zu maximieren. Ein Verlust von -5% wird durch einen Anstieg von 5,3% wieder ausgeglichen. Aber ein Rückgang von 50% erfordert eine Performance von

100%, um auf das ursprüngliche Niveau zurückzukehren. Dieser Basiseffekt spricht für Aktien mit geringer Volatilität, da sie bei einer Korrektur der Aktienmärkte statistisch weniger wahrscheinlich sinken werden. Wieso konzentrieren sich aber nur wenige Vermögensverwalter auf die Minimierung von Drawdowns? Das liegt daran, dass sie nicht den Luxus haben, auf eine grössere Korrektur zu warten. Sie müssen schnell eine Outperformance generieren, um die verwalteten Vermögen zu erhalten oder erhöhen.

SEKTORKONZENTRATION

So unglaublich die historischen Ergebnisse von Low Volatility auch sind, gibt es viele Kritiker. Und die Risiken einer generischen Strategie sind beträchtlich - beginnend mit der Sektorkonzentration. Die geringe Volatilität einer Aktie ist auf eine geringere Unsicherheit über die Aussichten eines Unternehmens zurückzuführen, die auf bestimmten grundlegenden Attributen wie stabilen Erträgen und Cash-Flows sowie einer starken Bilanz beruht. Einige Wirtschaftszweige heben sich aus diesem Blickwinkel der Analyse ab. Und die Mitglieder desselben Sektors weisen im Allgemeinen eine ziemlich ähnliche Volatilität auf. Das Ergebnis sind branchenspezifische Wetten, wie unser Low Volatility Basic-Portfolio zeigt, das in den letzten 20 Jahren durchschnittlich Übergewicht in Versorgungsunternehmen und nicht-zyklischem Konsum sowie Untergewicht in Technologiewerten war. Diese sektoralen Abweichungen stellen ein Konzentrationsrisiko dar, da ein wesentlicher Teil des Portfolios denselben Risikofaktoren (z.B. makroökonomisch oder regulatorisch) ausgesetzt ist. Obwohl es sicherlich verlockend ist, diese sektoralen Verzerrungen zu reduzieren, haben Studien gezeigt, dass das sektorale Engagement für mehr als die Hälfte der Verringerung der Volatilität verantwortlich ist. Die neutrale Version auf den Sektoren unserer Low Volatility-Strategie weist zwar einen geringeren Tracking Error auf, geht aber auf Kosten einer höheren Volatilität und eines maximalen Drawdown als die uneingeschränkte Strategie.

ZINSENSITIVITÄT, BEWERTUNG UND UNDERPERFORMANCE IM BULLENMARKT

Strategien mit geringer Volatilität werden auch wegen ihrer angeblichen Zinssensitivität kritisiert. Nach diesem Argument würde die historische Outperformance von Low Volatility aus der Konzentration in Sektoren resultieren, die seit mehr als drei Jahrzehnten vom strukturellen Rückgang der Zinssätze profitieren. Wir haben die vierteljährliche Überrendite unserer generischen Strategie gegenüber der vierteljährlichen Schwankungsbreite der 10-jährigen US-Zinssatz zurückgenommen. Das Ergebnis war eine umgekehrte Relation mit einem Korrelationskoeffizienten von -0,5. Wir sind uns zwar einig, dass diese einfache Analyse das absolute Zinsniveau nicht berücksichtigt, sind aber der Meinung, dass die Überrendite auf Low Volatility viel stärker von Marktentwicklungen als von Zinsschwankungen abhängt. Die Flucht in qualitativ hochwertige US-Staatsanleihen übt gerade bei Marktturbulenzen Druck auf die Zinsen aus, wenn Low Volatility über der Performance liegt.

Mit der Explosion der in Low-Vol-Strategien investierten Vermögenswerte - gemäss Schätzungen mehr als 300 Milliarden US-Dollar - halten einige Experten die Strategie für überannt (overcrowded) und überbewertet. Diese Kritik ist begründet, wie die relative Bewertung unseres Low-Vol-Portfolios zeigt, das auf dem höchsten Stand seit zehn Jahren liegt (PE forward). Studien haben jedoch gezeigt, dass eine hohe Bewertung nicht mit der künftigen relativen Performance korreliert ist³.

Für aktive Vermögensverwalter ist die eigentliche Herausforderung von Low Vol die Underperformance im Bullenmarkt aufgrund der geringeren Sensitivität gegenüber Marktbewegungen. Strategien mit geringer Volatilität übertreffen ihre Benchmark nur dann, wenn die kumulierte Outperformance in Baisse-Phasen es ihnen ermöglicht, die kumulierte Underperformance in Hausse-Phasen zu übertreffen. Es werden daher Börsenzyklen einer gewissen Grössenordnung benötigt, damit Low-Vol-Konzepte ihre Outperformance erzielen können. Nur wenige professionelle Anleger sind bereit, ein Karriererisiko einzugehen, indem sie in

eine Strategie investiert bleiben, die seit mehreren Jahren hinter der Erwartung zurückbleibt - hoffend, dass sie diese Performance-Lücke «wieder aufholen», wenn der Markt ausreichend korrigiert.

ÜBER EINE GENERISCHE STRATEGIE HINAUS

Die Risiken der Sektorenkonzentration und der Underperformance im Bullenmarkt einer generischen Low-Volatility-Strategie sind zwei Dinge, die sich die meisten Vermögensverwalter angesichts der Wettbewerbsfähigkeit dieser Branche nicht leisten können. Dennoch zeigen Studien, dass es möglich ist, das Low Vol anzupassen, um diese inhärenten Verzerrungen zu reduzieren und gleichzeitig das risikoadjustierte Renditeprofil im Vergleich zum Markt deutlich zu verbessern. Diese Änderungen verwässern zwar den volatilitätsmindernden Effekt etwas und verschlechtern den Risiko-Rendite-Kompromiss gegenüber der Basisstrategie leicht. Dafür haben sie den Vorteil, dass sie für Anlageexperten rentabler und realistischer werden. Ein gewisser Kompromiss ist daher notwendig, aber es lohnt sich, ein Rendite-/Risikoportfolio zu erreichen, das attraktiver ist als der Markt.

In diesem Zusammenhang zeigen unsere Recherchen, dass die sequentielle Verwendung von Bewertungs- und Qualitätsfiltern sowie die Kombination mit anderen Faktoren wie Dividendenrendite und alternativen Risikomassen von wesentlichem Interesse sind. Eine alternative Lösung besteht darin, eine uneingeschränkte Low-Vol-Strategie mit einem dynamischen Sensitivitätsanpassungsmodell (Beta) über Positionen in künftigen Indizes an den Markt zu kombinieren. Die Strategie erhöht somit ihr Engagement durch synthetischen Leverage, bis sie im Bullenmarkt ein neutrales Beta von 1 erreicht und diese Positionen im Bärenmarkt auflöst. Dazu ist ein Overlay-Modell erforderlich, um langfristige Markttrends zu identifizieren. Obwohl diese Art von Markt-Timing oft als fast unmöglich kritisiert wird, zeigt unsere Arbeit, dass es möglich ist - wenn auch sehr unvollkommen -, die wichtigsten Marktphasen mit bestimmten Techniken zu identifizieren.

«Low Vol hat ein ausgezeichnetes Diversifikationspotenzial in einer multifaktoriellen quantitativen Strategie.»

WELCHER PLATZ IN DEN PORTFOLIOS?

Low Vol hat ein ausgezeichnetes Diversifikationspotenzial in einer multifaktoriellen quantitativen Strategie. Es weist nur eine geringe Korrelation mit anderen eher zyklischen Faktoren auf. Daher ist die Kombination von Low Vol mit dem Faktor Momentum besonders attraktiv, weil sie in Bullenmärkten besser ist aber in Korrekturphasen hinter den Erwartungen zurückbleibt. Daher steht die Kombination oft im Mittelpunkt vieler quantitativer Strategien (einschliesslich der von uns).

Innerhalb von Portfolios mit mehreren Anlageklassen ist das Engagement in Aktien mit geringer Volatilität sicherlich attraktiv. Die strategische Zuordnung eines Teils der Aktien zu einer Low-Vol-Strategie reduziert den Beitrag der Aktien zum Portfoliorisiko, typischerweise die aktive Klasse, die den Risikobeitrag dominiert. Alternativ kann der Aktienanteil bei gleichbleibendem Risiko steigen. Die gleiche Logik gilt innerhalb eines geografisch zugeordneten Aktienportfolios. Angesichts der höheren Volatilität von Aktien aus Schwellenländern erscheint uns ein Kernebeteiligung in dieser Region durch eine Strategie mit geringer Volatilität besonders attraktiv.

¹ Understanding Defensive Equity, NBER Working Paper, Robert Novy-Marx, 2014

² On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premiums in the Capital Markets, Robert A. Haugen and A. James Heins, 1972

³ The Valuation of Low Volatility, S&P Dow Jones Indices, Fei Mei Chan and Craig J. Lazzara, November 2016



WICHTIGER HINWEIS - Dieses Dokument wird von der REYL & Cie Holding AG oder / und einem ihrer Organe (im Folgenden „REYL“ genannt) herausgegeben und dient lediglich zu Informationszwecken und ist für die interne Verwendung bestimmt. Diese Dokument stellt weder eine persönlich Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Der Inhalt ist nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Er darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist. Alle Anlageentscheidungen liegen in der alleinigen Verantwortung des Empfängers und stützen sich ausschliesslich auf die Einschätzung seiner persönlichen Umstände sowie seiner eigenen Interpretation der Informationen. Die Informationen und Daten dieses Dokuments stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert REYL, ihre Verwaltungsratsmitglieder, Direktoren, Mitarbeiter, Vertreter und Aktionäre, weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen. Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die zukünftige Wertentwicklung. Das Dokument wurde von einer Abteilung erstellt, die nicht der organisatorischen Einheit der Finanzanalyse unterstellt ist. REYL unterliegt unterschiedlichen rechtlichen und regulatorischen Anforderungen, und es kann vorkommen, dass möglicherweise daher Wertpapiere und Anlageprodukte nicht in allen Rechtsordnungen und / oder für alle Personen angeboten werden können. REYL hat nicht die Absicht, Wertpapiere und Anlageprodukte in Ländern und Rechtsordnungen anzubieten, wo dies rechtlich und aufsichtsbehördlich untersagt ist. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich lokal zu informieren.