

Finreon Impulse

10. Ausgabe

November 2020

Impuls von Finreon

Von kleinen Turbulenzen und grossen Crashes: Ein zweistufiger Ansatz zum Aktienrisikomanagement

Impuls aus der Akademie

The Conservative Formula: Quantitative Investing Made Easy



Impuls von Finreon

Von kleinen Turbulenzen und grossen Crashes: Ein zweistufiger Ansatz zum Aktienrisikomanagement

Nach den starken Bullenmärkten 2019 wurden die Aktienmärkte anfangs 2020 durch den «Corona»-Schock erschüttert. Wie kann mit solchen grossen Kurskorrekturen umgegangen werden? Eine systematische Analyse teilt das Risiko für Wertverluste in «Turbulenzen» und «Crashes» auf und zeigt auf, wie Investoren ihr Portfolio durch zwei komplementäre Ansätze vor Substanzverlusten schützen können.

Autor:
Simon T. Müller, M.A. HSG
Head of Business Development



Autor:
Julian Wössner, M.A. HSG
Business Development



Turbulenzen und Crashes

Wertverluste, sogenannte Drawdowns, bergen das grosse Risiko, die Substanz eines Investmentportfolios **über lange Zeiträume zu zerstören**. Ein **Wertverlust von 50%** des Portfolios benötigt dabei eine **Wertsteigerung von 100%**, um nur schon wieder das Anfangsniveau zu erreichen. Grundsätzlich gilt es, zwischen zwei Arten von Wertverlusten zu unterscheiden: **Turbulenzen** und **Crashes**. **Turbulenzen** zeichnen sich durch **Wertverluste von -10% bis -30%** aus und treten relativ häufig auf. **Crashes** hingegen sind seltene Ereignisse, die jedoch zu **substantiellen Wertverlusten von -30% bis -80%** führen können. Abbildung 1 verdeutlicht diesen Umstand am Beispiel der jährlich rollierenden Wertverluste des MSCI World Index:

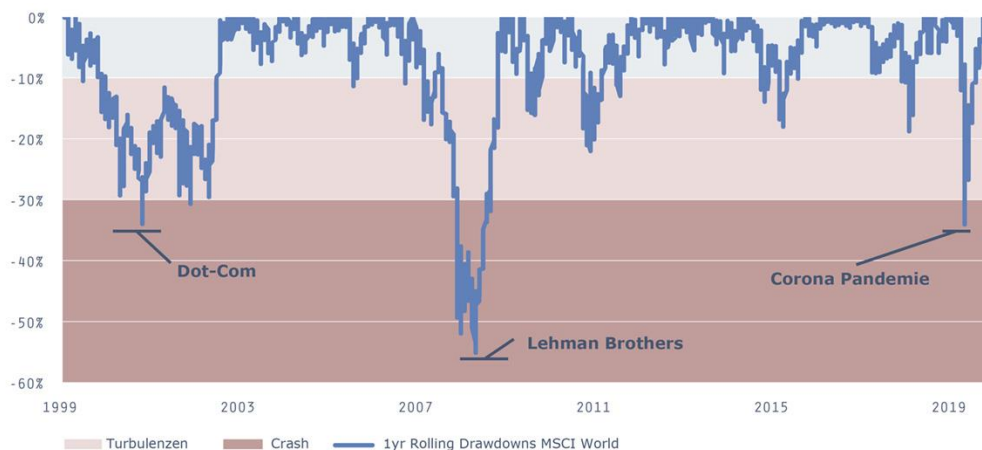


Abbildung 1: 1yr Rolling Drawdowns des MSCI World NR Index im Zeitraum von 31.12.1999 – 30.10.2020.
Daten: Refinitiv.

Während **Crash-Ereignisse** (dunkelrot) im Schnitt nur **circa alle zehn Jahre auftreten** (drei Mal in den letzten 20 Jahren), kommt es **durchschnittlich ca. alle zwei Jahre zu Turbulenzen** (hellrot).

Doch wie können sich Marktteilnehmer gegen diese beiden **Aktienrisiken schützen**?

Ein defensives Portfolio für „kleine“ Turbulenzen

Eine defensive Ausrichtung eines Aktienportfolios kann grundsätzlich mittels zwei Ansätzen erreicht werden: **Titelselektion** und **Portfoliokonstruktion**.

Bei der (Bottom-Up) **Titelselektion** werden gezielt solche Aktientitel ins Portfolio aufgenommen, welche defensive Charakteristika bzw. eine historisch tiefe Renditeschwankung aufweisen. So reagieren beispielsweise Firmen aus dem Gesundheitswesen oder nichtzyklische Konsumgüterfirmen in der Regel relativ neutral auf Wirtschaftsabschwünge.

Methoden der (Top-Down) **Portfoliokonstruktion** wie z.B. die Minimum-Varianz Optimierung hingegen nutzen gezielt die historischen Renditeschwankungen der einzelnen Titel, um so (unter gewissen Nebenbedingungen) ein Portfolio mit einer möglichst geringen zukünftigen Schwankung zu erstellen. Dabei werden Aktien mit einer niedrigen historischen Volatilität und einer geringen Korrelation übergewichtet, während Titel mit einem hohen Risikobeitrag untergewichtet werden.

Das resultierende, **defensive Portfolio** zeichnet sich in der Regel durch eine **Risikoreduktion von ca. 20%-25%** (Volatilität und maximale Verluste) im Vergleich zu einem breiten Aktienmarktindex aus, was sich gerade bei „**kleineren**“ **Turbulenzen** als Schutzmechanismus sehr bewährt hat.

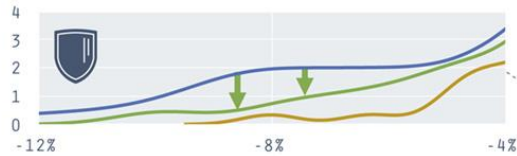
Risikokontrolle des Portfolios mittels Absicherungen bei grossen Crashes

Anders sieht es bei selten auftretenden **Crashes** aus. Hier ist der Einbruch so gross, dass auch defensive Portfolios Substanzverluste aufweisen, da Sie immer zu 100% in Aktien investiert sind. In diesen Phasen kann eine **Risikokontrolle mittels Absicherung des Aktienexposures (Beta) bis 100%** einen **effektiven Schutz** liefern.

Bei einer solchen **Risikokontrolle** wird das **Crash-Risiko** (Tail Risiko) an den Aktienmärkten **systematisch gemessen**. Dabei wird auf der Basis von täglichen Preisdaten eine prognosefreie und objektive Einschätzung des aktuellen Crash-Risikos vorgenommen. Basierend auf dieser **Risikomessung wird das Aktienexposure im Portfolio systematisch gesteuert**: Bei stark steigenden Risiken wird das Aktienexposure im Portfolio abgesichert, während bei tiefen Crash Risiken voll an den Aktienmärkten partizipiert wird.

Abbildung 2 verdeutlicht, wie Defensivität und Risikokontrolle die Verteilung der monatlichen Renditen eines Portfolios beeinflussen. Während das **defensive Portfolio (MSCI World MinVol)** vor allem in Zeiten von **Turbulenzen** Sicherheit bietet, stellt die **Risikokontrolle (Beta-Absicherung)** vor allem eine **Absicherung** gegen **Crashes** dar.

Defensivität bei Turbulenzen



Risikokontrolle bei Crashes

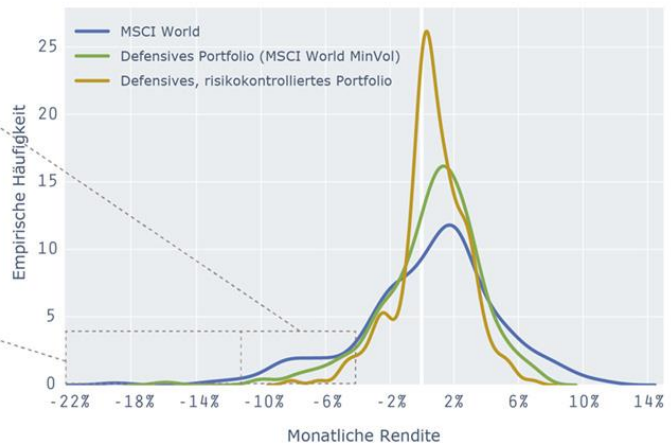
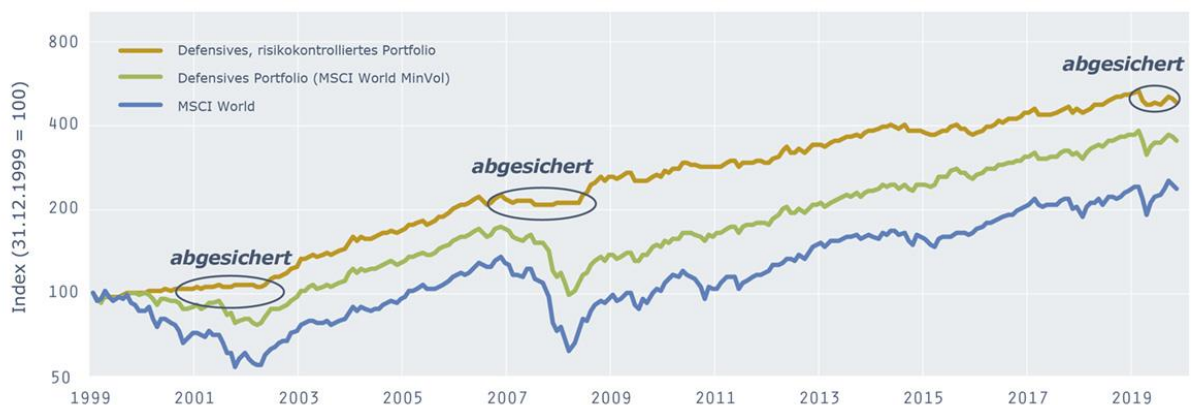


Abbildung 2: Dichteverteilung der monatlichen Renditen des MSCI World NR, eines defensiven Portfolios (MSCI World MinVol NR) und eines defensiven, risikokontrollierten Portfolios (MSCI World MinVol NR & Beta Absicherung). Daten: 31.12.1999 – 30.10.2020. Quelle: Refinitiv, Finreon Research.

Durch die Kombination der beiden Schutzmechanismen „Defensives Portfolio“ + „Risikokontrolle“ kann so ein Portfolio mit **konvexem Renditeprofil erstellt** werden: der Verzicht auf einen kleinen Teil des Upside-Potentials geht mit **einer grossen Reduktion des Downside-Potentials** einher.

Die Kontrolle über beide Risiken führt zu einer robusten Outperformance

Eine Kombination beider Ansätze kann also Schutz gegen **Turbulenzen wie auch Crashes** bieten. Abbildung 3 zeigt die Simulation eines solchen risikokontrollierten, defensiven Portfolios (MSCI World MinVol + Beta-Absicherung).



	MSCI World	Defensives Portfolio (MSCI World MinVol)	Def., risikokontrolliertes Portfolio
Rendite p.a.	4.2%	6.2%	7.9%
Volatilität p.a.	15.4%	11.0%	7.5%
Rendite/Risiko	0.3	0.6	1.1
Max. Drawdown	57.8%	48.2%	13.6%

Abbildung 3: Net Return Index des MSCI World, eines defensiven Aktienportfolios (MSCI World MinVol) und eines defensiven risikokontrollierten Aktienportfolios (MSCI World MinVol & Beta-Absicherung). Zeitraum: 31.12.1999 – 30.10.2020. Daten: Refinitiv, Finreon Research.

Durch die **Risikokontrolle werden hohe Wertverluste** gerade in den Zeiträumen von 2000-2002 und 2007-2009 **vermieden**. Die **defensive Portfolioausrichtung** vermindert **gleichzeitig die Schwankungen des investierten Kapitals**, da Turbulenzen reduziert werden. Besonders risikoadjustiert weist das defensive, risikokontrollierte Portfolio deutlich attraktivere Eigenschaften auf, wobei zusätzlich die maximalen Wertverluste im untersuchten Zeitraum substantiell reduziert werden.

Die jüngsten Marktentwicklungen zeigen den Nutzen von Risikomanagement

Im Zuge der Corona-Virus (COVID-19) Pandemie mussten die Märkte **starke Wertverluste** verzeichnen. Abbildung 4 zeigt die Wertentwicklung der drei Portfolios und eine Aufschlüsselung der Drawdown-Reduktion der jeweiligen Risikomanagement Ansätze. Nach Beginn der Krise am 19. Februar 2020 verlor der MSCI World Index **einen Drittel an Wert (-34%)**. Dabei war die Zeit bis zum 05. März von **steigender Volatilität** geprägt (**Turbulenzen**): In diesem Umfeld bot eine **defensive Portfoliokonstruktion** einen **guten Schutz**, um die resultierenden Wertverluste abzufedern. In der Zeit nach dem 05. März materialisierten sich schliesslich die Unsicherheiten, und ein **grosser Wertverlust (Crash) im MSCI World** war die Folge. In diesem Umfeld konnte die Defensivität alleine keinen ausreichenden Schutz mehr bieten und der MSCI World MinVol wurde gleichsam von grossen Drawdowns erfasst wie der MSCI World (-29.2%).

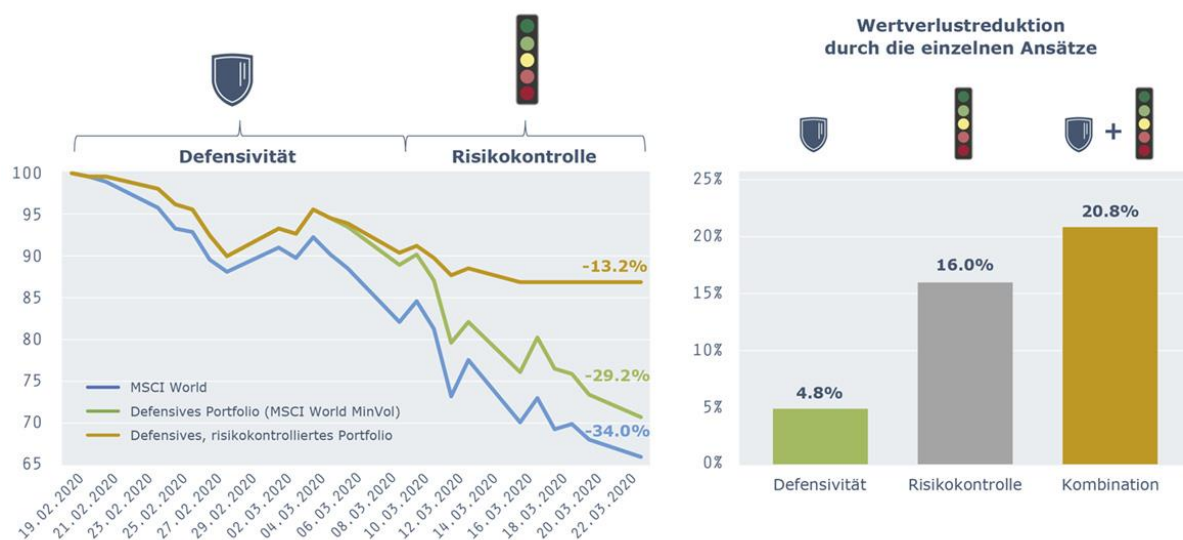


Abbildung 4: Wertentwicklung des MSCI World NR Index, eines defensiven Aktienportfolios (MSCI World MinVol NR) und eines defensiven risikokontrollierten Aktienportfolios (MSCI World MinVol & Beta-Absicherung) während der Corona-Pandemie. Zeitraum: 19.02.2020 – 23.03.2020. Daten: Refinitiv, Finreon Research.

Zu diesem Zeitpunkt konnte jedoch die **systematische Risikosteuerung** durch eine schrittweise Reduktion des Aktienexposures weitere **grosse Wertverluste verhindern**. Somit verzeichnete **das defensive risikokontrollierte Portfolio** per 23.03.2020 **nur einen Wertverlust von -13.2%**. Die Aufschlüsselung der Performance-Beiträge verdeutlicht dies. In der Phase vom 19. Februar 2020 bis zum 23. März 2020 sorgte **Defensivität** alleine für **eine Wertverlustreduktion von 4.8%**. Die zusätzliche **Risikokontrolle (Beta-Absicherung)** bot in der anschliessenden **Crash Phase einen soliden Schutz (+16.0%)**. Durch **eine Kombination der beiden Ansätze** konnte so in der Zeit vom 19. Februar 2020 bis zum 23. März 2020 gegenüber dem MSCI World ein um **20.8% geringerer Drawdown** erzielt werden.

Schlussfolgerungen

- An den Aktienmärkten existieren **zwei Arten von Risiken**, die zu Wertverlusten im Portfolio führen können: **Turbulenzen (-10% bis -30%)** und **Crashes (-30% bis -80%)**
- Ein **defensives Portfolio reduziert** effektiv die Auswirkungen von **Turbulenzen** im Portfolio
- **Risikokontrolle** ermöglicht es in **Crashes das Marktexposure** zu reduzieren und damit grosse Drawdowns zu reduzieren
- Eine **Kombination von Risikokontrolle und Defensivität** erzielt eine **substantielle, risikoadjustierte Outperformance** gegenüber einem Marktportfolio

Impuls aus der Akademie

The Conservative Formula: Quantitative Investing Made Easy

Zusammengefasst von:
Julian Wössner, M.A. HSG
Business Development



Blitz und van Vliet beschreiben in ihrem Paper eine «konservative Investmentformel». Diese ermöglicht es Investoren, volles und effizientes Exposure zu bekannten Faktorprämien zu erhalten und eine robuste, risikoadjustierte Outperformance zu erzielen. Dabei sortieren die Autoren Aktientitel aufgrund ihrer historischen Volatilität (Low Volatility), ihrer Netto-Ausschüttungsrate und ihres Momentums. Das Portfolio wird anschliessend so optimiert, dass ein hohes Exposure zu diesen Charakteristika erzielt wird. Die Autoren zeigen, dass ein solches Portfolio über die Zeit signifikant höhere Renditen erzielt als ein Vergleichsportfolio, welches Hochrisiko-Titel mit niedriger Netto-Ausschüttungsrate und niedrigem Momentum aufweist. Ausserdem erzielt das defensive, ausschüttungsstarke Portfolio eine niedrigere Volatilität (ex post) als das Vergleichsportfolio, was zu einem deutlich verbesserten Rendite/Risiko-Profil führt. Dieser Effekt lässt sich robust über viele Märkte (USA, Europa, Japan, Emerging Markets) und einen langen Zeitraum (1929 – 2016) identifizieren. Das diversifizierte Faktorportfolio ist darüber hinaus deutlich risikoärmer als ein Einzelfaktorportfolio, bei ähnlichen erzielten Renditen.

Quelle: Blitz, D., & van Vliet, P. (2018). The Conservative Formula: Quantitative Investing Made Easy. *The Journal of Portfolio Management*, 44(7), 24-38.

Schlussfolgerungen

Das Paper verdeutlicht, dass mit einer defensiven Portfoliokonstruktion langfristig eine robuste, risikoadjustierte Outperformance gegenüber dem Markt erzielt werden kann. Durch die Übergewichtung von Titeln mit niedriger historischer Volatilität und einer hohen Ausschüttungsrate wird ein diversifiziertes Exposure zu zahlreichen bewährten Faktoren erreicht. Dieses Konzept funktioniert unabhängig vom gewählten Anlageuniversum und über lange Zeiträume hinweg.

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.