

# Finreon Impulse

## 1. Ausgabe

März 2014

---

### Impulse aus der Praxis

Wie viel Potential haben Obligationen im nächsten Aktienmarktcrash?

### Impulse von Finreon

- Beta-Management mit dem Tail Risk Indikator?
- Economic Exposure Indexing – Überlassen Sie Ihre Regionengewichtung nicht dem Zufall

### Impulse aus der Akademie

- Portfolio insurance and prospect theory investors: Popularity and optimal design of capital protected financial products
  - Why does an equal-weighted portfolio outperform value- and price-weighted portfolios?
  - Tail Risk in Momentum Strategy Returns
- 



## Wie viel Potential haben Obligationen im nächsten Aktienmarktcrash?

**Auf den Diversifikationseffekt zwischen Aktien und Staatsanleihen konnte man sich in Krisenzeiten verlassen. Das „Flight to Quality“-Phänomen liess die Preise von sicheren Staatsanleihen im Falle eines Aktienmarktcrashs kräftig in die Höhe schnellen. Wird dies auch der Fall sein, wenn die Zinsen schon nahe bei Null liegen? Ein Blick auf Verhalten der Bond-Märkte in Japan im Jahre 2008 stimmt wenig zuversichtlich.**

Das letzte Jahr war für viele Vorsorgekassen äusserst positiv verlaufen. So lag die durchschnittliche Performance einer Schweizer Pensionskasse im Jahre 2012 bei 7.2% (Swisscanto Studie „Schweizer Pensionskassen 2013“). Diese hervorragende Rendite wurde vor allem durch die starke Entwicklung der Aktienmärkte ermöglicht. Auch in Zukunft werden Pensionskassen auf Aktien als Hauptrenditetreiber setzen müssen, denn Obligationen werfen kaum mehr etwas ab. Doch was, wenn der nächste Crash kommt? Können wir noch immer erwarten, dass Verluste auf Aktien durch Gewinne auf festverzinslichen Anlagen abgedeckt werden?

Um sich ein Bild über das Aufwärtspotential von Bonds in einem „Flight to Quality“-Szenario während einer Niedrigzinsperiode zu machen, schauen wir nach Japan. Dort waren die Zinsen während der Finanzkrise 2008 auf ähnlich tiefem Niveau wie heute in der Schweiz (knapp über 1% auf 10-jährigen Staatsanleihen). Der Gewinnsprung der japanischen Bonds während der Krisenmonate war deutlich schwächer, da die Zinsen nach unten weniger Spielraum hatten. Entsprechend konnten die Aktienverluste kaum kompensiert werden (nur 1 Franken Gewinn auf langfristigen Staatsanleihen pro 4.10 Franken Verlust auf Aktien). Schweizer Investoren konnten diese Verluste im 2008 noch viel stärker durch Gewinne auf den Festverzinslichen kompensieren (1 Franken Gewinn auf langfristigen Eidgenossen pro 1.60 Franken Verlust auf Aktien).

Wir sind überzeugt, dass eine sinnvolle Investmentstrategie immer auf dem kontrollierten und bewussten Eingehen von Risiken basieren sollte. Im heutigen politischen und makroökonomischen Umfeld ist dies wahrer denn je. Gegeben die Schwierigkeit sich effektiv zu diversifizieren, betrachten institutionelle Investoren vermehrt den Einsatz von aktivem Risiko-Management zur Verhinderung von grossen Substanzverlusten. Möglichkeiten dazu bieten Tail Risk Management, Volatilitäts-kontrollierte Investments, Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI) oder optionsbasierte Ansätze.

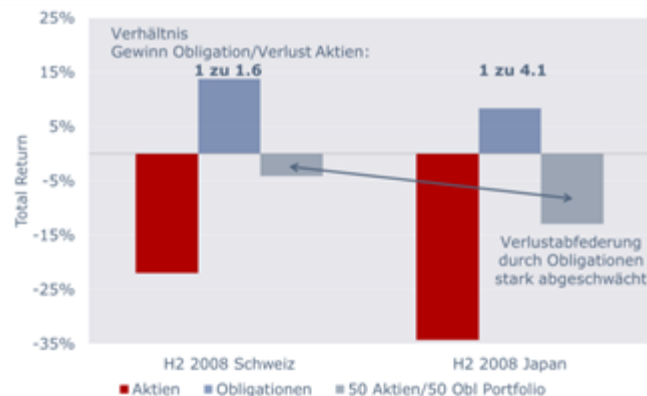


Abbildung 1: Performance von Aktien und Staatsanleihen; Aktien Schweiz – SPI Total Return (TR), Obligationen Schweiz – SBI Government 10Y+ TR; Aktien Japan – TOPIX TR; Obligationen Japan – Citigroup WGBI Japan 10+Y TR; Zeitraum 30.6.2008 bis 31.12.2008; Quelle: Finreon, Datastream

### Schlussfolgerungen

- ➔ Auf dem heutigen Zinsniveau bieten Staatsanleihen ein stark vermindertes Potential zur Abfederung von Aktienverlusten in der nächsten Krise
- ➔ Aktive Risikomanagement Strategien sind deshalb wichtiger denn je um grosse Substanzverluste zu vermeiden

## Beta-Management mit dem Tail Risk Indikator

**Die Steuerung des Beta in einem Aktienportfolio ist von grösster Bedeutung und sollte bewusst vorgenommen werden, denn die Renditedifferenz zwischen einem defensiven und einem offensiven Aktienportfolio fällt oft massiv aus. Ein erfolgsversprechender Ansatz um das Beta eines Portfolios zu steuern bietet der Finreon Tail Risk Indikator.**

Während die wichtigste Entscheidung eines Investors die Aufteilung des Vermögens zwischen Aktien und Obligationen ist, so ist auch die Ausrichtung innerhalb des Aktienportfolios von grosser Bedeutung. Wie defensiv oder offensiv man sich positionieren möchte kann beispielsweise durch die Sektorallokation gesteuert werden. So führen eine Übergewichtung des Versorgungsektors (Utilities) oder der Konsumgüterbranche (Consumer Staples) zu einer defensiveren Ausrichtung. Der Investor kann aber auch einfach Aktien mit tiefer Volatilität gegenüber Titeln mit hoher Volatilität oder hohem Beta vorziehen um damit die Sensitivität zum Gesamtmarkt zu reduzieren. Wie wichtig diese Steuerung ist, zeigt der Vergleich des S&P 500 Low Volatility mit dem S&P 500 High Beta Index. So hat die absolute Renditedifferenz zwischen den beiden Indizes in rund der Hälfte aller Kalenderjahre seit 1997 über 30% betragen.

Die Marktsensitivität eines Aktienportfolios sollte also sehr bewusst gelenkt werden. Eine Möglichkeit dazu bietet der Finreon Tail Risk Indikator, welcher ursprünglich zur Steuerung der globalen Aktienquote entwickelt wurde. Der Indikator misst das Risiko eines Tail Events in systematischer Weise und steuert damit das Aktienexposure. Unsere Forschungsergebnisse haben nun gezeigt, dass der Tail Risk Indikator auch gewinnbringend zur Steuerung des Betas innerhalb eines 100%-Aktienmandates eingesetzt werden kann. Dabei wird in Phasen von tiefem gemessenen Tail Risk in „high beta“-Aktien investiert und bei hohem Tail Risk in ein „low volatility“-Portfolio umgeschichtet. Eine Umsetzung mit liquiden und kostengünstigen ETFs ist heute für den US-Markt problemlos möglich und die Testresultate sehen vielversprechend aus. Die beschriebene Strategie (weisse Linie) erzielte eine substantiell bessere Rendite als der S&P 500 (dunkelgraue Linie) bei vergleichbaren Risikocharakteristika.



Abbildung 2: Simulation einer Strategie basierend auf dem Finreon Tail Risk Indikator, welche 100% in S&P 500 High Beta investiert, wenn niedriges bis mittleres Risiko gemessen wird (grün), und 100% in S&P 500 Low Volatility, wenn erhöhtes bis hohes Risiko gemessen wird (rot); Quelle: Finreon

### Schlussfolgerungen

- Ob ein reines Aktienportfolio defensiv („low volatility“-Titel) oder aggressiv („high beta“-Aktien) ausgerichtet ist, kann eine jährliche Renditedifferenz von 30%+ zur Folge haben
- Die Aggressivität eines Portfolios, oder sein Beta, sollte deshalb bewusst gesteuert werden, beispielsweise mit einem risikobasierten Ansatz wie der Finreon Tail Risk Indikator

## Economic Exposure Indexing – Überlassen Sie Ihre Regionengewichtung nicht dem Zufall

**Eine zielgenaue Ausrichtung des Aktienportfolios bezüglich Ihrer makroökonomischen Aussichten ist mit herkömmlichen Aktienindizes oft nur ungenau zu vollziehen. Aktienindizes selektieren ihre Titel zumeist aufgrund des Domizils ohne das Exposure eines Unternehmens zu ausländischen Absatzmärkten zu betrachten. Wollen Sie die regionale Aktiengewichtung in Ihrem Portfolio effektiv aufgrund der Abhängigkeit von globalen Absatzmärkten steuern, können Ihnen Economic Exposure Indizes helfen.**

Aufgrund der Globalisierung operieren Unternehmen zunehmend grenzüberschreitend und haben damit ein sogenanntes Economic Exposure zu Wirtschaftsräumen ausserhalb ihres Heimmarktes. So machte Nestlé im Jahre 2012 rund 43% seiner Umsätze in Emerging Markets, während die schweizweiten Umsätze nur rund 1.6% ausmachten. Was tun, wenn Sie zum Beispiel an eine positive Entwicklung der Emerging Markets glauben, während Sie einen negativen Ausblick auf Europa haben? Die Übergewichtung eines herkömmlichen Index mit in Emerging Markets domizilierten Titeln und die Untergewichtung eines normalen Europa-Index sind nicht die einzigen und oft nicht die effizientesten Lösungen.

Finreon hat seit längerem Forschung im Bereich Economic Exposure Indexing betrieben und einige interessante Erkenntnisse gewonnen. Diese Indizes, welche Aktien gemäss ihrem regionalen Sales Exposure selektieren, haben einige interessante Eigenschaften, welche sich stark von herkömmlichen Indizes unterscheiden.

So konnten in Developed Markets domizilierte, jedoch stark in Emerging Markets engagierte Unternehmen (>50% Sales Exposure in Emerging Markets), über den Zeitraum Juli 2003 bis Juni 2013 eine Outperformance von 4.9% p.a. gegenüber den marktgewichteten Developed Market Indizes erzielen, da sie vom starken Wachstum der Emerging Markets in diesem Zeitraum profitierten. Wenn Sie eine negative Prognose auf den Europäischen Wirtschaftsraum haben, können Sie europäische Multinationals mit geringem Binnenmarkt-Sales Exposure (<25% Europa-Exposure) gegenüber ihren lokalen Gegenspielern (>75% Europa-Exposure) vorziehen. Die Renditedifferenz zwischen diesen beiden Indizes lag über die letzten 10 Jahre bei rund 3.4% p.a.



— Dev. Mkt. Titel mit > 50% Emerg.Mkt.-Exposure — S&P Dev. Mtk. Proxy



— Europäische Titel mit >75% Europa-Exposure  
— Europäische Titel mit 0-25% Europa-Exposure  
— S&P Europe 350

Abbildung 3, oben: Developed Market Titel mit > 50% Emerging Market Sales Exposure aus S&P 500, S&P Europe 350, S&P/TOPIX 150 (Japan), S&P TSX 60 (Kanada), S&P/ASX 50 (Australia) und S&P Asia 50 Universum; S&P Developed Market Proxy: 35% S&P 500, 40% S&P Europe 350 und 25% S&P Asia 50;

Abb. unten: Europäische Aktien aus S&P Europe 350 Universum mit europäischem Sales Exposure;

### Schlussfolgerungen

- ➔ Aktienindizes entscheiden einzig auf Basis des Domizils eines Unternehmens über dessen Zugehörigkeit zu einem Index
- ➔ Das tatsächliche Exposure weicht bei den meisten Unternehmen stark von dieser Einteilung ab
- ➔ Eine Auswahl von Investments auf Basis des Economic Exposure ist bei konkreten Meinungen zu bestimmten Regionen zielführender

### Portfolio insurance and prospect theory investors: Popularity and optimal design of capital protected financial products

Hubert Dichtl & Wolfgang Drobetz, Journal of Banking & Finance, 2010

Diese Studie erklärt die Popularität von Portfolio Insurance Strategien und kapitalgarantierten Produkten mit Argumenten der Behavioural Finance. Insbesondere wird Cumulative Prospect Theory der Nobelpreisträger Kahnemann und Tversky verwendet. Diese Theorie besagt, dass Investoren sensibler auf Verluste reagieren als auf Gewinne. Zudem erklärt sie, dass Investoren die Relevanz von extremen, aber sehr unwahrscheinlichen, Ereignissen stark überschätzen. Die Autoren simulieren verschiedene Absicherungsstrategien mit Monte Carlo-Methoden und historischen Daten. Die Ergebnisse zeigen, dass Portfolio Insurance Strategien gemäss der zitierten Theorie vorzügliche

Eigenschaften besitzen. Die Analyse zeigt zudem auf, wie Portfolio Insurance Produkte konzipiert und strukturiert werden sollten um die Erwartungen des Prospect Theory Investors zu erfüllen.

#### Schlussfolgerungen

- Die Anwendung von aktiven Risikomanagement-Strategien zur Verhinderung grosser Substanzverluste ist auch aus theoretischer Sicht optimal

### Why does an equal-weighted portfolio outperform value- and price-weighted portfolios?

Yuliya Plyakha, Raman Uppal & Grigory Vilkov, EDHEC-Risk Institute Working Paper, 2012

Die Autoren vergleichen die Performance eines gleichgewichteten Portfolios mit der von marktwert- und preisgewichteten Portfolio auf Basis U.S.-amerikanischer Aktien über die letzten 40 Jahre. Ihre Ergebnisse zeigen, dass das gleichgewichtete Portfolio hinsichtlich aller relevanten Performane-Parameter überlegen ist. Das gleichgewichtete Portfolio schlägt die preis- und wertgewichteten Portfolios da es einerseits mehr systematische Risiken nimmt und zusätzlich ein positives Alpha aufweist. Die höhere systematische Rendite entsteht durch höheres Exposure zum Markt sowie Size und Value Faktoren. Das höhere Alpha ergibt sich

einzig durch das monatliche Rebalancing zur Beibehaltung der Gleichgewichtung, welches hilft temporäre Über- und Unterbewertungen einzelner Titel auszunutzen.

#### Schlussfolgerungen

- Marktwertgewichtete Indizes erwirtschaften seit über 40 Jahren aufgrund diverser Konstruktionsmängel signifikant weniger Rendite als alternative Konzepte

### Tail Risk in Momentum Strategy Returns

Kent Daniel, Ravi Jagannathan & Soohun Kim, Working Paper 2012

Die Autoren untersuchen Strategien die das Momentum von einzelnen Aktien ausnutzen über den Zeitraum von 1927 bis 2010 hinsichtlich ihrer Tail Events. In 13 von 1002 Monaten erleiden diese Strategien Verluste von über 20 Prozent pro Monat. Auf Basis eines Modells mit persistenten ruhigen und turbulenten Zuständen, welche jeweils vorhersehbar sind. Alle Tail Events der Momentum-Strategie fallen auf die turbulenten Monate und lassen sich so auf Basis des Modells vorhersehen und vermeiden. Eine dynamische Strategie welche turbulente Monate vermeidet hat ein doppelt so hohes Sharpe Ratio wie eine statische Momentum-Strategie. Unter dem Gesichtspunkt eines möglichen Timings

erscheint der Momentum-Effekt daher umso mehr eine Marktanomalie zu sein.

#### Schlussfolgerungen

- Strategien auf Basis von Momentum in einzelnen Titel können grosse Substanzverluste erleiden, welche durch Tail Risk Management der Strategie vermieden werden können.

## **Kontakt**

Finreon AG, Oberer Graben 3, 9000 St. Gallen

Telefon: +41 71 230 08 06, Email: [info@finreon.ch](mailto:info@finreon.ch), Web: <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. Der Name sowie das Produkt und die Methodik IsoPro® und Finreon Tail Risk Control® sind geistiges Eigentum der Finreon AG und als solches geschützt. Historische Renditen sind keine Garantie für zukünftige Erträge