

Erstes Börsenhalbjahr im Zeichen von Corona

Faktorprämien im Stresstest

Durch die Auswahl von Aktien nach bestimmten Kriterien (Faktoren) wie Wachstum oder Qualität lassen sich entsprechende Prämien abschöpfen. Wie funktionierte dieser Ansatz angesichts der Turbulenzen des ersten Halbjahrs 2020?

IN KÜRZE

Auch für Faktoren gilt: Während Phasen hoher Volatilität schnellen die Korrelationen hoch. Es überrascht nicht, welche Faktoren während des Absturzes bessere Resultate als der Gesamtmarkt erzielten und welche am stärksten von der Erholung profitierten.

Die globalen Finanzmärkte sind aufgrund des Coronavirus und der daraus resultierenden wirtschaftlichen Folgen im ersten Quartal 2020 regelrecht durchgeschüttelt worden. Hinzu kam ein Ölpreisschock infolge gescheiterter Verhandlungen über eine Drosselung der Fördermengen.

Auf den schnellsten Kurssturz an den Aktienmärkten in der Geschichte folgte im zweiten Quartal im Zuge der Lockerung der Lockdown-Massnahmen eine nicht ganz so fulminante, aber trotzdem historisch starke Erholung der Aktienkurse. Der Dow Jones Index verzeichnete das beste Quartal seit 1987. Der MSCI World Index legte im zweiten Quartal 2020 um 19.4 Prozent zu.

Die Notenbanken und Staaten vermochten mit ihren Unterstützungsmassnahmen die Wirtschaft mit Liquidität zu versorgen und die Märkte zu beruhigen. Investoren fokussierten infolgedessen wieder vermehrt auf risikoreichere Anlage-segmente. Ein analytischer Blick auf die verschiedenen Faktorprämien von Aktien zeigt, wie sich diese in der historisch volatilen Phase im ersten Halbjahr 2020 entwickelt haben.

Faktorprämien langfristig mit Überrendite

Wir unterscheiden zwischen den Faktorprämien Quality, Momentum, Growth, Value, Low Risk und Low Size. Qualitätsaktien haben nachhaltige Wettbewerbsvorteile und zeichnen sich durch finanzielle Stabilität und hohe Profitabilität aus. Dem Faktor Momentum lassen sich Aktien zuordnen, die sich in den letzten Monaten überdurchschnittlich gut entwickelt haben. Aktien von Unternehmen mit überdurchschnittlichem

Wachstum gehören zum Faktor Growth. Value-Aktien zeichnen sich durch eine tiefe Bewertung aus. Low Risk-Aktien erzielen mit wesentlich tieferen Kurschwankungen eine mit dem Markt vergleichbare Rendite. Aktien von klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen werden im Faktor Low Size zusammengefasst.

Erwiesenermassen liefern die genannten Faktoren eine langfristige Prämie gegenüber dem Gesamtmarkt. Diese Prämie ist jedoch abhängig vom Markt- und Konjunkturumfeld und fällt nicht immer gleich hoch aus. So rentieren Aktien mit tieferer Schwankungssensitivität in Zeiten wirtschaftlichen Abschwungs und einer Rezession überdurchschnittlich. Zyklische Value- und Low Size-Aktien hingegen werden in Phasen konjunktureller Erholung vermehrt nachgefragt. Der Faktor Quality funktioniert nahezu in sämtlichen Wirtschaftsphasen, wohingegen Momentum-Titel bei stabilen Trends am besten rentieren.

Entwicklung verschiedener Faktorprämien im ersten Halbjahr 2020

Der panikartige Ausverkauf an den Aktienmärkten im Februar, ausgelöst durch die Corona-Pandemie, erfolgte hinsichtlich der unterschiedlichen Faktorprämien wenig differenziert (siehe Grafik). Keine der genannten Faktorprämien konnte sich dem negativen Trend entziehen und sämtliche Prämien haben an Wert eingebüsst. Aktien wurden aufgrund der hohen Unsicherheit verkauft und Liquidität war Trumpf. Die Korrelationen der verschiedenen Faktorprämien sind in einer ersten Phase der Korrektur drastisch angestiegen und haben,



Adrian Schneider

Leiter Investment Center der Graubündner Kantonalbank

im Unterschied zu vergangenen Krisen, wenig diversifizierend gewirkt. Die Charakteristik der einzelnen Faktorprämien zeigte sich erst nach einigen Tagen, als die Marktteilnehmer wieder rationaler vorgingen und Faktormuster aus der Vergangenheit bestätigt wurden.

Eine Analyse der Performanceentwicklung der verschiedenen Faktorprämien zeigt: die Faktoren Low Risk, Momentum, Growth und Quality haben in den ersten drei Monaten des Jahr gegenüber dem MSCI ACWI eine deutliche Outperformance geliefert. In Krisenzeiten bevorzugen Investoren Unternehmen mit stabilen Geschäftsmodellen, guter Bilanzqualität, tiefer Verschuldung und hoher Profitabilität sowie tiefem Marktrisiko. Das bekannte Anlegerverhalten «Flight to Quality» zeigte sich somit auch in der Coronakrise. Die Faktoren Value und Low Size mussten aufgrund ihrer Eigenschaften in dieser Zeit höhere Verluste einstecken als der Gesamtmarkt.

Das beherzte Eingreifen der Notenbanken und Staaten vermochte die Finanzmärkte zu Beginn des zweiten Quartals zu beruhigen. Durch diese Unterstützung und im Zuge der Lockerung der Lockdown-Massnahmen entwickelten sich globale Aktien wieder besser und legten teilweise eine fulminante Erholungsrally hin.

Wegen des sich aufhellenden Konjunkturausblicks schichteten Investoren vermehrt in Aktien mit höherem Beta um. Insbesondere Low-Size-, Momentum- und Growth-Titel profitierten im zweiten Quartal vom gestiegenen Risikoappetit. Aber auch Quality-Titel setzten ihre relative Outperformance weiter fort. Titel mit Ausprägung zu den Faktoren Low Risk und Value haben sich im Rahmen der starken Aufwärtskorrektur unterdurchschnittlich entwickelt und hinkten dem Gesamtmarkt hinterher. Seit Jahresbeginn resultiert eine Outperformance bei den Faktorprämien Momentum, Growth und Quality.

Das laufende Jahr hat damit einmal mehr unter Beweis gestellt: Qualitätstitel und Aktien mit tiefer Volatilität wirken in Stressphasen stabilisierend. Letztere profitieren bei stark positiven Marktphasen jedoch weniger als der Gesamtmarkt. Das Rendite-Risiko-Verhältnis des Portfolios wird durch deren Einsatz allerdings verbessert.

Die Rolle von Faktorprämien für Pensionskassenportfolios

Die meisten Faktorprämien sind untereinander tief korreliert, entwickeln sich je nach Marktumfeld unterschiedlich und unterscheiden sich bezüglich ihrer langfristigen Rendite- und Risikoeigenschaften.

Im Krisenumfeld sind die Faktoren Low Risk und Quality dank ihres defensiven Charakters besonders gefragt. Beobachtungen über eine lange Frist zeigen, dass das Timing von Faktorprämien herausfordernd ist, sich jedoch auszahlen kann. Eine Pensionskasse sollte sich bei der Umsetzung eines Portfolios mit einem Faktorprämienansatz deshalb mit der Frage beschäftigen, ob dies strategisch oder innerhalb eines Mandats auf Basis der Selektion erfolgen soll.

Die Messung des Anlageerfolgs ist ein weiterer Punkt, den es bei der Umsetzung zu berücksichtigen gilt. Die meisten Pensionskassen vergleichen den Anlageerfolg der gewählten Strategie nach wie vor mit traditionellen Benchmarks. Bei einer aktiven Positionierung in Anlagestilen mit einer langfristigen Faktorprämie entstehen bewusste Abweichungen. Gerade bei stark volatilen Märkten kann der Tracking Error (aktives Risiko gegenüber der Benchmark) kurzfristig deutlich ansteigen. Dabei gilt in der Regel: Je breiter diversifiziert die Faktoren umgesetzt werden, desto geringer ist der Tracking Error.

Alles in allem ist es im Portfoliokontext grundsätzlich empfehlenswert, Faktorprämien langfristig zu diversifizieren. Diszipliniert umgesetzt erhöhen sie die Robustheit und verbessern die langfristige Rendite eines Pensionskassenportfolios. |

Performance Faktorprämien im ersten Halbjahr 2020 / Performance des primes factorielles au premier semestre 2020

