There is no alternative

Zur strategischen Bedeutung der Aktie – Renditetreiber bei Multi Asset, mit Value Aktien gegen Inflation, effektiv mit Low Risk, diversifiziert bei Multi-Faktor

Börsen-Zeitung, 27.11.2021
Die Aktie bzw. die Aktienrendite hat eine bewegte Historie hinter sich. Mit dem Aufkommen der fundamentalen, linearen Aktienrisikomodelle in den 1970er Jahren (u. a. durch den Pionier Barra) erfolgte gleichermaßen die Abkehr von der simplen

Von
Ralph Karels …

Abteilungsleiter Asset Management Aktien, Helaba Invest

Betrachtung Alpha/Beta bzw. aktienspezifisch/Marktrendite. Die Erkenntnis setzte sich stattdessen durch, dass dezidierte Faktorrisikoprämien einen Großteil dessen erklären, was bis dato als klassisches Alpha galt, so dass nur noch ein kleiner Bruchteil der Aktienrendite durch das sogenannte idiosynkratische Risiko verkörpert wird. In Summe bedeutet das, dass der genetische Code der Aktie zwar weithin entschlüsselt ist, die einzelnen Komponenten dieses Codes aber diversen Einflussfaktoren unterworfen sind. Im Folgenden betrachten wir die Aktie in ihrer strategischen Bedeutung aus verschiedenen Blickwinkeln: Als Renditetreiber im Multi-Asset-Kontext, als wirksamen Hedge gegen Inflation, konzentriert in risikoaverser Low Risk Form, diversifiziert als Multi-Faktor-Strategie, eingebettet in ein Risiko-Overlay-Sicherheitsnetz und nicht zuletzt nachhaltig aufgestellt mit ESG Ausprägung.

Kein Weg führt vorbei

Auf der Suche nach Renditetreibern in Multi-Asset-Portfolios führt im weiterhin anhaltenden Niedrig- und Negativzinsumfeld trotz der Zinsanhebungsankündigung einiger Zentralbanken kein Weg an der Assetklasse Aktie vorbei. Obwohl die langfristigen Renditeerwartungen bei europäischen Aktien aktuell mit knapp unter 6 % etwas unter den historischen Niveaus notieren, weisen die Renten-, Credit- und Immobilienmärkte im Vergleich dazu langfristige Renditeprognosen auf, die sich unterhalb dieser Marken einpendeln. Und dies trotz mitunter hoher Illiquiditätsprämien. Dies spiegeln auch die Mittelbewegungen wider: In der ersten Hälfte 2021 floss gemäß einer aktuellen Studie mehr Liquidität in globale Aktienfonds als in den letzten zehn Jahren zusammen. Auch laut BVI-Statistik betrug das Nettomittelaufkommen bei den offenen Aktien-Publikumsfonds im Absatzmarkt Deutschland in Q1 und Q2 2021 35 Mrd. EUR, während 2019 und 2020 insgesamt sogar leichte Abflüsse zu verzeichnen waren.

Assetklasse	Fundamentale Renditen in %
Aktien Europa	5,92
Anleihen Schwellenländer	3,03
Immobilien Europa	3,75
Staatsanleihen Eurozone	– 0,12
Hochzinsanleihen Europa	2,37
Unternehmensanleihen Eurozone	0,92

Quelle: Helaba Invest — Börsen-Zeitung

Die höheren Risiken von Aktien im Vergleich zu Unternehmensanleihen werden vor allem in Europa seit 2010 überdurchschnittlich entlohnt, so dass für Aktien nach wie vor das Tina-Argument (There is no alternative) gilt.

Zudem erweist sich die Konjunktur als robust, wodurch der anhaltende Aufwärtstrend bei den Unternehmensgewinnen dies- und jenseits des Atlantiks weiterhin intakt ist, auch wenn die Notenbankunterstützung perspektivisch nachlassen wird.

Eine attraktive Möglichkeit für Investoren, sich mit der Allokation von Aktien nicht zu weit von konservativeren Assetklassen wie Staatsanleihen oder Corporates zu entfernen, besteht in einer defensiven Aktienauswahl in Form von Low-Risk-Aktien. Dieser spezielle Aktien- bzw. Faktorstil rückte erstmals 2016 verstärkt in das Blickfeld der Asset Manager, als man auf der Suche nach Aktien war, die sich wie Bonds verhalten: Mit einer niedrigen Volatilität, einem niedrigen Beta zum Aktienmarkt und einem kleinen aktienspezifischen Restrisiko lässt sich damit eine schwankungsarme, risikoaverse Aktienquote aufbauen, mit der Investoren dennoch bis zu einem gewissen Grad an der Marktentwicklung partizipieren können:

In der historischen Analyse (28.2.2006 bis 31.12.2020) von verschiedenen Allokationen von 0 % Aktien/100 % Bonds bis 100 % Aktien/0 % Bonds (Quelle: MSCI) zeigt sich, dass bereits mit einer Aktienquote von 15 % die Rendite um ca. 10 % gegenüber einer reinen Rentenallokation steigt, mit einem nahezu unveränderten VaR und nur minimal erhöhter Volatilität. Die Risikokennzahlen lassen sich zudem weiter senken bei einer Allokation in einen defensiveren Index wie einen globalen Minimum-Volatility-Index oder in den Aktienstil Low Risk.

Optionale Risikobegrenzung

Um die begrenzte Risikotragfähigkeit eines Anlegers mit einer Allokation in Aktien nicht zu gefährden, kann zudem optional auf ein individuell strukturiertes Risiko-Overlay als Sicherheitsnetz zur Abfederung von essenziellen Drawdowns zurückgegriffen werden. Dabei handelt es sich in der Regel um eine dynamische, risikobasierte Wertsicherungsstrategie, die je nach vorhandenem Risikobudget und Risikoumfeld (Aktien-)Investitionsquoten innerhalb eines vorgegebenen Risikobudgets steuert. Der Vorteil liegt auf der Hand: Mit einer vorab definierten Wahrscheinlichkeit kann der Anleger seinen maximalen Verlust auf eine bestimmte Größe begrenzen, damit seine Planungssicherheit erhöhen und gleichzeitig Renditechancen an den Aktienmärkten wahren. Kostengünstige und liquide derivative Hedge-Instrumente sind dabei von zusätzlichem Nutzen.

Ein weiteres Anwendungsgebiet für Aktien als strategische Assetklasse ist der Hedge gegen Inflation. 2021 war etwa ein durch hohe Energiepreise und konjunkturelle Nachholeffekte bedingter scharfer Anstieg der Inflation zu verzeichnen. Höhere Inflationsraten werden dabei historisch von resilienten Aktien durch entsprechend adjustierte, höhere

… und
Martin Efferz

Abteilungsdirektor, Senior Portfolio Manager Aktien, Helaba Invest

Umsätze abgefedert. Besonders erfolgreich in einem solchen Umfeld sind dividendenstarke Value-Aktien, die durch robuste, inflationsgetriebene höhere Cashflows auch höhere Dividenden zahlen können. Doch es ist Vorsicht geboten – nicht alle Aktien sind hoch korreliert mit Inflation. Wachstumsaktien (Growth), wie sie überwiegend im Technologiebereich zu finden sind, weisen eine negative Korrelation auf, da Investoren in diesem Segment aus höherer Inflation auch höhere Zinsen ableiten, die wiederum wachstumshemmend sind. Dividendenstarke Value-Aktien sind hingegen in zyklischeren Branchen und im Finanzsektor zu finden, also in Sektoren, die tendenziell von steigenden Zinsen profitieren. Hinzukommt, dass diese Aktien im historischen Vergleich mitunter weiterhin günstig bewertet sind.

Eine zyklischere Sektorverteilung sollte dabei auch die Anlageregion Europa gegenüber dem technologielastigeren US-Markt auf regionaler Ebene begünstigen.

Faktoren immer beliebter

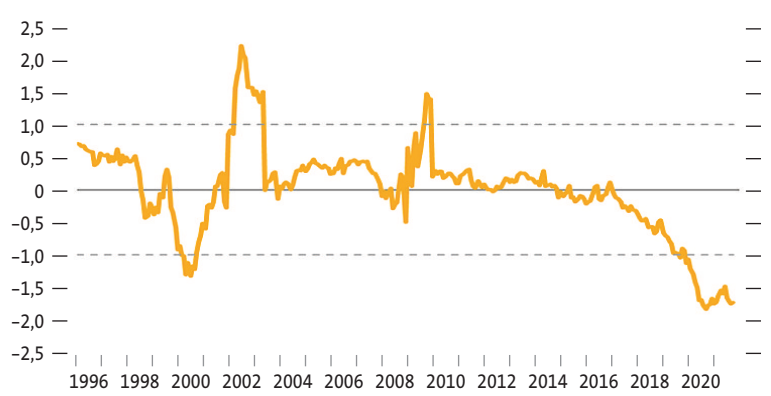
Für Investoren, die das hohe aktive Risiko (Tracking Error) eines Single-Faktoransatzes wie Low Risk oder Value scheuen und lieber indexnäher investieren möchten, ohne auf einen attraktiven Mehrertrag gegenüber einer rein passiven Anlage verzichten zu müssen, eignet sich ein Aktienportfolio, das mehrere strategische Aktienrisikoprämien wie bspw. Value, Size, Momentum, Dividende, Low Risk, Growth und Quality in sich vereint. Sind die Renditen einzelner Faktoren mitunter sehr zyklisch, so kann eine Diversifikation über mehrere Faktoren zu einer gleichmäßigeren relativen Performance führen und größere Drawdowns von Einzelfaktoren können in einem Mehrfaktoransatz vermieden werden.

So ist davon auszugehen, dass nahezu jeder zweite Investor die Allokation von Faktorstrategien auf der Aktienseite in Erwägung zieht und diese im Rahmen der Strategischen Asset Allokation (SAA) berücksichtigen wird.

Auch das Interesse an einer Verknüpfung von ESG (Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien) und Faktoransätzen hat deutlich zugenommen. Als wichtigster Grund für die Entscheidung in einen ESG-Ansatz zu investieren, ist dabei die Überzeugung, dass ESG-Kriterien die langjährige Investmentperformance verbessern können. Der weiter zunehmende Regulierungsdruck verstärkt diesen Effekt noch.

Growth schlägt Value

Bewertungsscore MSCI World Value vs. Growth*



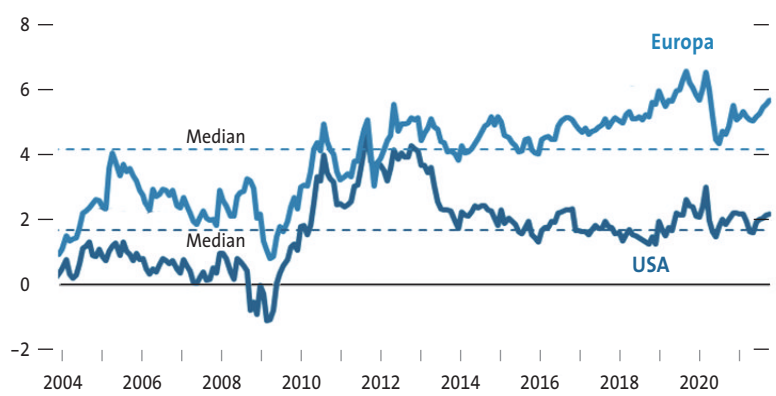
*basierend auf dem Durchschnitt der standardisierten Bewertungsgrößen P/E, P/B und Dividendenrendite

© Börsen-Zeitung — Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

> *„Für Investoren, die das hohe aktive Risiko eines Single-Faktoransatzes scheuen und lieber indexnäher investieren möchten, ohne auf einen attraktiven Mehrertrag gegenüber einer rein passiven Anlage verzichten zu müssen, eignet sich ein Aktienportfolio, das mehrere strategische Aktienrisikoprämien in sich vereint.“*

Bewertung Aktien in Relation zu Corporate Bonds

Aufschlag für Aktienrisiken*



*12M-Forward-Gewinnrendite abzüglich der Rendite von BB Corporates 7–10 Jahre

© Börsen-Zeitung — Quelle: Bloomberg, Bank of America

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass negative Realzinsen in einer Zeit, in der die Wirtschaft wächst, ein starker Anreiz sind, strategisch in Aktien zu investieren. Je nach Risikoneigung und Risikobudget stehen einem Anleger dabei viele Möglichkeiten offen, mit Hilfe einer Aktienanlage die individuellen Ertrags- und Nachhaltigkeitsziele zu erreichen.

Global Bond Index/MSCI World Index

Bond/Equity %	100 %/0 %	95 %/5 %	90 %/10 %	85 %/15 %	80 %/20 %	0 %/100 %
Annualized Return	4,95	5,13	5,31	5,48	5,65	7,71
Annualized Risk	6,97	7,15	7,38	7,65	7,96	16,01
Sharpe Ratio	0,55	0,56	0,57	0,57	0,57	0,41
Calmar Ratio	0,26	0,26	0,25	0,24	0,24	0,13
VaR@95%	2,75	2,73	2,72	2,84	3,15	8,01
VaR@99%	6,59	6,95	7,31	7,68	7,97	12,15

Quelle: A. Jain, M. Alighanbari: Escaping to Equities for Yield, Juni 2021, MSCI Working Paper — Börsen-Zeitung