

Style Performance

Business Clock und Investment Styles

von Dr. Martin Schlatter¹

«Faktor-Investing» und «Style Investing» sind in aller Munde. Um was es dabei geht und welchen Einfluss konjunkturelle Umstände auf die Risikocharakteristiken von Aktienmärkten haben, wird im Folgenden erläutert. Die akademische Aktienforschung der letzten drei Jahrzehnte hat zur vielfach bestätigten Schlussfolgerung geführt, dass Aktienrenditen mehrheitlich auf Risikofaktoren zurückgeführt werden können. Faktor-Investing basiert auf der Erkenntnis, dass Aktienrendite der Summe der mit den Risikofaktoren verbundenen Faktor-Erträge entsprechen. In der Fachliteratur sind mittlerweile über 400 Faktoren identifiziert und es wird gar von einem Faktor-Zoo gesprochen. Style Investing aggregiert in sich ähnliche Risiko-Faktoren zu Faktorgruppen, den «Investment Styles» oder Anlagestilen. In den Anfangszeiten waren die Faktorgruppen Markt, Kapitalisierung und Bewertung populär (Fama-French 3 Faktormodell); dann wurde zusätzlich der Faktor Momentum von Carhart eingeführt und schliesslich die Faktorgruppe Qualität (sh. dazu die akademische Literatur¹).

Performance von Anlagestilen in ökonomischen Zyklen

Die Lancierung von Smart Beta-Strategien und von verschiedenen faktorbasierten Indizes durch die grossen Indexanbieter haben diese Strategien einem breiteren Publikum nähergebracht.

Wer sich mit solchen Strategien genauer befasst, stellt schnell fest, dass Stil-Faktorerträge (Risikoprämien) mit Schwankungsrisiken behaftet sind und deutlichen Zyklen unterliegen. Je nach Anlagestil sind die Zyklen mehr oder weniger lang und ausgeprägt. Auch regional sind grössere Unterschiede festzustellen.

Geschäftszyklus-Modell

Wir interessieren uns im Folgenden für die Fragen, wie sich die Anlagestile über einen Geschäftszyklus («Business cycle») hinweg verhalten und ob sich hieraus für aktive Investoren Chancen ableiten lassen.

Zunächst wird ein Modell untersucht, das zu jedem Zeitpunkt angibt, in welchem Stadium des Geschäftszyklus sich eine Region oder ein Markt befindet. Im nächsten Schritt wird dann die Sensitivität der typischen Anlagestile auf die verschiedenen Phasen des Zyklus analysiert. Ähnliche Analysen sind von A. Gupta et al.² unter Einbezug von einer Kombination aus vorauslaufenden Indikatoren («Leading Indicators») und der Inflation zu finden; wie sich Zyklen prognostizieren lassen, zeigt Borio³, wie man sie für Anlagestrategien nutzen kann, erklärt Hodges⁴.

¹ Fama, E. K. French, 'The Cross-Section of Expected Stock Returns', 1992, The Journal of Finance

² Gupta, A. A. Kassam, R. Suryanarayanan, K. Varga, 'Index Performance in Changing Economic Environments', 2014, MSCI Research Insight

³ Borio, C. M. Drehmann, D. Xia, 'The financial cycle and recession risk', 2018, BIS Quarterly Review

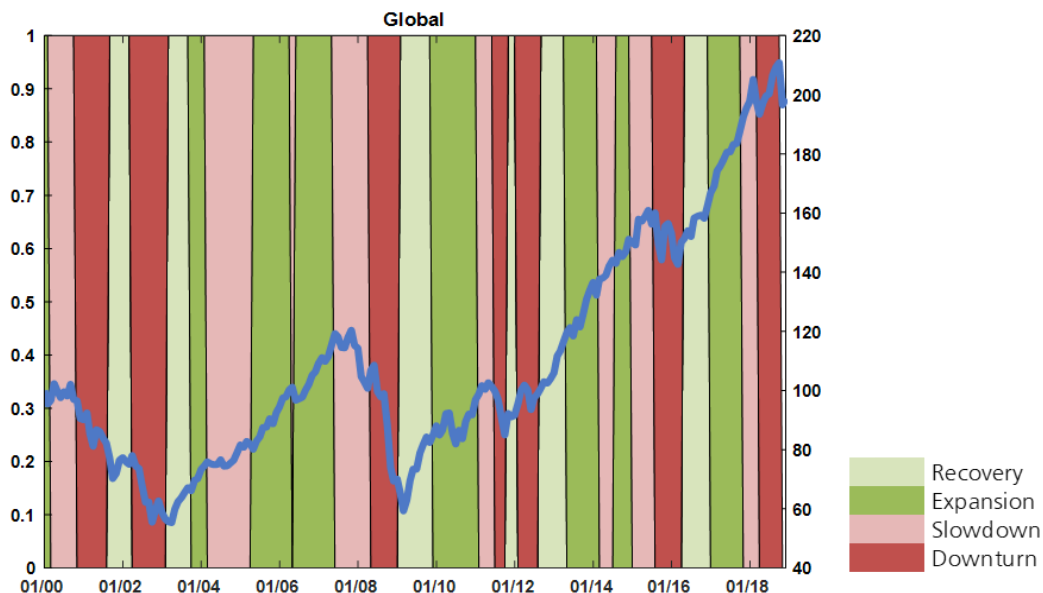
⁴ Hodges, P. K. Hogan, J.R. Peterson, A. Ang, 'Factor Timing with Cross-Sectional and Time-Series Predictors', 2017, The Journal of Portfolio Management

Zur Identifikation der verschiedenen Phasen eines Geschäftszyklus verwenden wir die «Business cycle clock», welche auf vorlaufenden Indikatoren der OECD basiert. Diese Indikatoren wurden 1970 mit dem Ziel entwickelt, ökonomische Zyklen besser vorherzusagen. Ökonomische Zyklen entstehen, wenn die ökonomische Aktivität kurzfristig vom längerfristigen Potential einer Wirtschaft abweicht. Die Indikatoren werden aus verschiedenen Zeitreihen von ökonomisch relevanten Grössen wie BIP, industrielle Produktion, Umfragedaten zum Geschäftsgang und zum Geschäftsklima, Entwicklung der Auftragsbücher, Arbeitsmarktzahlen, der Rendite der Aktienmärkte u.a. abgeleitet.

Die Business Clock⁵ unterteilt den Konjunkturzyklus in vier Phasen:

1. Erholung («Recovery»): Wachstum zunächst schwach oder negativ, erholt sich deutlich
2. Expansion («Expansion»): Wachstum ist hoch und nimmt weiter zu
3. Verlangsamung («Slowdown»): Wachstum ist positiv, aber nimmt ab
4. Rezession («Downturn»): Wachstum ist negativ und nimmt weiter ab

Graphik 1: Phasen des ökonomischen Zyklus von Ende 1999 bis Ende 2018



Graphik 1 zeigt die verschiedenen Phasen am Beispiel des globalen Aktienmarktes (Ende 1999 bis Ende 2018). Eingezeichnet ist der globale Aktienmarktindex (MSCI Welt), der eine offensichtliche Korrelation mit den verschiedenen ökonomischen Phasen anzeigt. Die gleiche Analyse wurde für die Regionen Nord Amerika, UK, Japan und Europa ex UK durchgeführt.

Tabelle 1 zeigt für die verschiedenen Regionen die durchschnittlichen Monatsrenditen des jeweiligen MSCI Indexes. Grün unterlegte Werte sind statistisch signifikant (5% Niveau). A. Gupta et al. (2014) kommt mit einer Kombination aus vorauslaufenden Indikatoren und der Inflation auf ein sehr ähnliches Modell, welches ebenfalls vier Zustände der Wirtschaft erkennt.

⁵ OECD, 'The OECD Business Cycle Clock', 2014, OECD

Tabelle 1: Durchschnittliche Monatsrendite der MSCI Regionen-Indizes Ende 1999 bis Ende 2018

	Global	Nordamerika	Europa ex UK	UK	Japan
Recovery	2.48	2.15	2.18	1.59	1.29
Expansion	1.29	1.48	1.47	1.09	2.07
Slowdown	-0.10	0.22	-0.57	-0.14	-0.84
Downturn	-1.86	-1.77	-1.66	-0.62	-2.10

In Perioden einer wirtschaftlichen Erholung («Expansion») steigen die Aktienmärkte signifikant. Während einer Wachstumsabschwächung («Slowdown») ist die Marktrendite nahe Null. Sobald eine Rezession («Downturn») angezeigt wird, ist der Markt signifikant negativ. Die Zahlen belegen einen klaren Zusammenhang zwischen den Phasen der Business Clock und der Marktrendite. Dies ist nicht ganz überraschend, da die Aktienmarktrenditen neben anderen Indikatoren auch in die Berechnung der vorauslaufenden Indikatoren einfließen. Interessant ist auch, dass die Werte der Renditen in den verschiedenen Regionen recht ähnlich sind.

Da in den meisten Regionen ein signifikanter Zusammenhang zwischen Rendite und der Business Clock besteht, dürfen wir davon ausgehen, dass die vorauslaufenden Indikatoren und die daraus abgeleitete Business Clock die verschiedenen erwarteten ökonomischen Szenarien relativ genau abbildet. Hieraus folgt, dass die verschiedenen Phasen nicht in einem zufälligen Muster ablaufen, sondern mehrheitlich dem Zyklus Recovery, Expansion, Slowdown und Downturn folgen. Allerdings ist es auch möglich, dass die Wirtschaft häufiger zwischen zwei benachbarten Zuständen hin und her pendelt.

Die Tabelle 2 zeigt die prozentuale Verteilung der Zustandsänderungen für die globale Wirtschaft. Die Zeilen stehen für die Phase vor der Veränderung und in den Kolonnen steht die Phase nach der Änderung.

Tabelle 2: Prozentuale Verteilung der Zustandsänderungen für die globale Wirtschaft

	nach Recovery	nach Expansion	nach Slowdown	nach Downturn
von Recovery	-	14.3	0.0	7.1
von Expansion	0.0	-	28.6	0.0
von Slowdown	0.0	10.7	-	17.9
von Downturn	21.4	0.0	0.0	-

Lesebeispiel: knapp 29% der Änderungen sind von einer Expansionsphase in eine Phase des Slowdowns (zweite Zeile). Viel wichtiger als diese Zahl hingegen ist, dass jedes Mal nach der Expansion direkt ein Slowdown stattgefunden hat. Die erwartete Abfolge der Phasen hat die absolut grösste Wahrscheinlichkeit. Nach einer Recovery kann es allerdings in einem Drittel (in 7% von total 21%) der Fälle vorkommen, dass die Wirtschaft wieder in einen Downturn abgeleitet. Ebenso ist es auch möglich, dass auf Slowdown wieder eine Expansionsphase folgt.

Ausgehend von der Zuordnung der aktuellen Konjunkturphase in eine der 4 Kategorien lassen sich bestimmte Zustände als Entscheidungshilfe für die Prognose ausschliessen. Anders formuliert: es kann prognostisch auf die nächste erwartete Phase geschlossen werden.

Uns interessieren nachfolgend die Fragen, ob Anlagestyle je nach Phase unterschiedlich rentieren und ob sich allenfalls die Zyklen der Anlagestyle durch diese Phasen erklären lassen.

Untersuchte Anlagestile

Für die Analyse werden die fünf bekanntesten Investment Styles auf ihre Abhängigkeit vom Geschäftszyklus untersucht. Die Styles lassen sich folgendermassen charakterisieren:

1. Momentum: Titel, die in der Vergangenheit eine starke Preissteigerung erfahren haben.
2. Growth: Titel mit einem starken Wachstum der Gewinne (erwartete und realisierte) und Erhöhung der Gewinnerwartungen.
3. Value: Titel mit einer tiefen Bewertung, gemessen als Unternehmenswert in Relation zum erwirtschafteten Cash Flow.
4. Low Risk: Titel, die unterdurchschnittliche Risiken aufweisen gemessen an ihrer Schwankungsbreite und der Stabilität des Geschäftsmodelles
5. Size: Titel, die eine tiefe Marktkapitalisierung aufweisen

Die Einzeltitel im Style Portfolio werden gleichgewichtet. Danach wird die relative Rendite zum ebenfalls gleichgewichteten Universum (alle investierbaren Titel der Anlageregion) ausgerechnet und auf die verschiedenen ökonomischen Phasen regressiert.

Style-Renditen über die gesamte Periode

Folgende Tabelle zeigt monatliche Style-Renditen der verschiedenen Regionen. Statistisch signifikante Werte (5% Niveau) sind grün unterlegt. Growth ist in allen untersuchten Regionen statistisch signifikant, was bedeutet, dass diese Strategie in allen Regionen einen Mehrwert liefern konnte. Die Zahlen zeigen auch, dass in Europa ggü. Nordamerika eine höhere Outperformance zu verzeichnen war.

Tabelle 3: monatliche Style Renditen pro Region von Ende 1999 bis Ende 2018

	Global	North America	Europe ex UK	UK	Japan
Momentum	0.18	0.00	0.58	0.50	0.11
Growth	0.44	0.42	0.59	0.52	0.30
Value	0.53	0.55	0.61	0.55	0.36
Low Risk	0.22	0.21	0.32	0.16	0.15
Size	0.23	0.26	0.16	0.10	0.28

Value ist der zweite Style, der für alle Regionen signifikant ist. Momentum hingegen ist nur in Europa signifikant, während Low Risk sogar nur in Kontinentaleuropa einen Mehrwert liefert. Size ist in Japan und in einem globalen Kontext einsetzbar. Diese Resultate illustrieren, dass die Styles in den verschiedenen Regionen ein unterschiedliches Verhalten aufweisen können.

Style Renditen in den verschiedenen Businesszyklen

Die nachfolgenden Tabellen zeigen die monatliche Outperformance pro Region für jede der vier Phasen in der Business Clock. Signifikante Werte sind grün markiert.

Die Styles Growth und Value, die auch schon über die ganze Periode signifikant waren, weisen auch in den einzelnen Phasen deutlich mehr Signifikanz auf als Momentum oder Size.

Tabelle 4: Monatliche Outperformance pro Region: Ende 1999 bis Ende 2018

Momentum	Global	North America	Europe ex UK	UK	Japan
Recovery	-0.14	0.57	0.30	0.22	0.12
Expansion	0.45	0.94	0.47	0.36	0.08
Slowdown	0.43	-0.32	0.86	1.04	0.16
Downturn	-0.15	-1.04	0.66	0.05	0.12
Growth	Global	North America	Europe ex UK	UK	Japan
Recovery	-0.13	0.21	0.34	0.46	-0.19
Expansion	0.80	0.73	0.78	0.49	0.33
Slowdown	0.65	1.01	0.65	0.72	0.58
Downturn	0.25	-0.18	0.47	0.32	0.44
Value	Global	North America	Europe ex UK	UK	Japan
Recovery	0.85	0.63	1.02	0.70	0.34
Expansion	0.42	0.26	0.47	0.71	0.21
Slowdown	0.54	0.86	0.57	0.41	0.47
Downturn	0.44	0.46	0.53	0.47	0.48
Low Risk	Global	North America	Europe ex UK	UK	Japan
Recovery	-1.42	-0.87	-0.78	-0.39	-0.88
Expansion	-0.08	-0.33	-0.06	0.04	0.07
Slowdown	0.90	0.85	1.02	0.30	0.77
Downturn	1.17	1.09	0.89	0.49	0.63
Size	Global	North America	Europe ex UK	UK	Japan
Recovery	0.87	0.86	0.61	0.79	0.58
Expansion	0.16	0.16	0.18	0.09	0.19
Slowdown	-0.08	-0.28	-0.05	-0.01	0.27
Downturn	0.15	0.27	0.02	-0.22	0.56

Momentum ist nur in Europa ex UK eine valable Wahl. Obwohl nur in zwei Phasen signifikant, führt die Strategie in einer Periode von abnehmendem wirtschaftlichem Wachstum zu einer Mehrrendite. Eigentlich ist es überraschend, dass Momentum in vielen Regionen keinen deutlichen Mehrwert liefern kann, resp. wie in Nordamerika sogar ein signifikanter Wertvernichter ist.

Growth und Value hingegen tragen über fast alle Phasen hinweg zu einer Mehrrendite bei, vor allem in Europa. Growth ist interessanterweise in der Erholungsphase nach einer Rezession nicht signifikant, gewinnt aber während der Expansion und Verlangsamung an Wichtigkeit. Speziell während der Verlangsamung scheinen die Investoren gerne eine Prämie für überdurchschnittlich wachsende Firmen zu zahlen.

In einer Recovery Phase ist Value die Strategie der Wahl, zusammen mit kleinkapitalisierten Werten (Size). Da viele Titel nach einer Rezession deutlich an Wert verloren haben, ist es nicht überraschend, dass diese Werte einerseits tiefe Bewertungen aufweisen und andererseits auch die Marktkapitalisierung abgenommen hat.

Low Risk ist der einzige Anlagestil, der je nach Phase im Zyklus deutlich (signifikant) das Vorzeichen wechselt. In einer Recovery Phase führen Low Risk-Titel zu einer Unterperformance, die sich während einer Verlangsamung/Rezession in eine deutliche Überperformance wandelt.

Fazit

Unsere Analyse bestätigt, dass die vorauslaufenden Indikatoren der OECD eine gute Grundlage bilden, um verschiedenen Phasen eines Marktzyklus darzustellen. Je nach Phase im Zyklus fällt die Markttrendite unterschiedlich aus: in Wachstumsphasen positiv und in Kontraktionsphasen negativ. Die Abfolge verschiedener Phasen ist relativ konsistent und lässt damit – mindestens prinzipiell - eine Prognose über die weitere Entwicklung der Phasen zu.

In der ganzen Periode liefern nur die Anlagestile Growth und Value für alle Regionen eine signifikante Mehrrendite. Wird die Periode gemäss der Business Clock in vier verschiedene Phasen aufgeteilt, so zeigt sich, dass je nach Phase die Anlagestile signifikante Renditen liefern können. Growth und Value sind über mehrere Phasen hinweg profitabel, während Low Risk in einem Slowdown/Downturn ausgeprägt positiv ist, dafür eine Minderrendite in Recovery und Expansion Phasen aufweist. Buy and Hold ist speziell für die Anlagestile Size und Low Risk mit deutlichen Perioden der Minderperformance verbunden.

Die beschriebenen Zusammenhänge zeigen, dass eine Rotation der Anlagestile in einem Portfolio eine Mehrrendite generieren kann.



Swiss Rock Asset Management (www.swiss-rock.ch)

Swiss Rock Asset Management ist eine bankenunabhängige Fondsleitung nach Schweizer Recht, bewilligt und beaufsichtigt durch die eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA. Swiss Rock ist spezialisiert auf die qualitativ hochwertige Verwaltung von institutionellen Geldern für Banken, externe Vermögensverwalter, Pensionskassen, Versicherungen und Anlagefonds im In- und Ausland. Ihre systematischen Methoden identifizieren aus über 6'000 Aktien und 21'000 Obligationen weltweit die attraktivsten Investments. Diese werden in bestem Kundeninteresse zu optimalen Portfolios zusammengefügt.

ⁱ Dr. Martin Schlatter, Leiter Aktien