

## «An den Märkten herrscht eine Scheinsicherheit»

Stetes Wachstum ohne Inflation: Doch Carmine Orlacchio, OLZ-CIO und Gründungspartner, warnt davor, das Risikobewusstsein ob der vermeintlich nahezu perfekten Anlagebedingungen über Bord zu werfen. Mit dem risikofokussierten Minimum-Varianz-Ansatz erzielt OLZ langfristig eine bessere Rendite als der Markt.

Interview: Simone Hofer, Econtext GmbH

### **Aktien erzielten seit Jahresbeginn Renditen von 5% bis 15%. Wie erklären Sie die ausserordentlich gute Marktentwicklung?**

Carmine Orlacchio: Wir befinden uns sozusagen in der perfekten Anlegerwelt. Die Wirtschaft wächst weltweit, ohne dass die Inflation anzieht. Die Zentralbanken können somit ihren anlegerfreundlichen Kurs beibehalten und die Geldpolitik in aller Ruhe normalisieren. Entsprechend sorglos verhalten sich die Anleger.

### **Wie haben die OLZ-Minimum-Varianz-Aktienportfolios in diesem Marktumfeld abgeschnitten?**

Seit Jahresbeginn: Erstaunlich gut in einem Umfeld, wo das Risiko scheinbar keine Rolle mehr spielt. Wobei wir diesbezüglich gerade eine Rückbesinnung der Anleger beobachten. Im November, kurz nach der Wahl Trumps, beschleunigte sich die bereits seit Mitte 2016 zu beobachtende Rotation in zyklische Titel und Value-Aktien. Die Anleger waren euphorisch über die vermeintlich schon greifbare, von Trump angekündigte Steuerreform und Deregulierung. Nun ist die Euphorie etwas verflogen und auch defensive Titel sind wieder gefragt. Das kommt dem Minimum-Varianz-Ansatz zugute.

### **Hat das Tiefzinsumfeld die Anlagerisiken verändert – oder lediglich die Risikowahrnehmung der Anleger?**

Die Anlagerisiken sind nicht verschwunden, sie werden nur verdeckt durch das enge Sicherheitsnetz, das die Zentralbanken weltweit gespannt haben. Die Volatilität der Aktien verharrt auf historisch tiefem Niveau, kaum höher als bei den Obligationen. Die High-Yield-Spreads nehmen weiter ab und die Liquidität ist hoch, entsprechend hoch ist auch die Bereitschaft des Marktes, neue Emissionen zu absorbieren. So gesehen ist das sorglose Anlegerverhalten sogar rational, es heisst ja nicht umsonst «never fight central banks». Doch wir Vermögensverwalter müssen weiter voraus denken. Es ist eine Scheinsicherheit.

### **Warum?**

Kommt es zu einer Korrektur, sind die Marktverwerfungen massiv und sie erfolgen in kürzester Zeit. Die Volatilität schnell hoch und die hohe Liquidität versickert augenblicklich. Wir haben das in den letzten Jahren mehrmals erlebt. Die Zentralbanken haben jeweils dafür gesorgt, dass sich die Märkte

genauso rasch wieder erholt haben. Sich darauf zu verlassen, ist fahrlässig.

### **Und die Konsequenz daraus lautet?**

Das Grundprinzip des Anlegens: Es lohnt sich, risikobewusst zu investieren. Diversifikation ist zentral, und sie funktioniert auch im Tiefzinsumfeld! Viele Anleger vergessen schlicht die Risiken. Sie begeben sich auf Renditejagd und opfern dafür die Diversifikation. Sie bestücken das Portfolio wahllos mit Anlagen, die in Krisenphasen «plötzlich» mit Aktien korrelieren, oder die wegen mangelnder Liquidität problematisch sind.

### **Sie bezeichnen die Liquidität doch als hoch?**

Was wir derzeit im Markt sehen, ist eine Scheinliquidität, hervorgerufen unter anderem durch das hohe Handelsvolumen der High-Frequency-Trading-Strategien. Diese absorbieren jedoch fast nichts vom Markt, weil sie ihre Bücher am Ende jedes Handelstages praktisch leer schliessen und bei grossen Marktverwerfungen ohnehin an der Seitenlinie stehen würden. Zudem führen die wenigen übriggebliebenen Investmentbanken nur noch kleine eigene Handelsbücher. Damit fehlt ein grosser Puffer im Falle einer Marktkorrektur.

### **Wie setzt OLZ ein Wertschriftenportfolio zusammen – welche Anlagerisiken werden genommen und welche bewusst vermieden?**

Wir hinterfragen bei der Portfoliokonstruktion jede einzelne Anlage: Was ist ihr Beitrag zur Diversifikation des gesamten Portfolios? Trägt sie dazu bei, das vorgegebene Risikobudget möglichst effizient auszunutzen? Daraus folgt, dass wir gewisse Anlageklassen und Risiken meiden: High Yield Obligationen, Hedge Funds, Strukturierte Produkte oder irgendwelche exotischen und wenig liquiden Konstrukte gehören nicht in unsere Wertschriftenportfolios, stattdessen bevorzugen wir liquide Aktien, Staatsanleihen und solide Unternehmensanleihen, immer unter Berücksichtigung der Währungsrisiken.

«Wir bevorzugen liquide Aktien, Staatsanleihen und solide Unternehmensanleihen.»

## Warum ist die Diversifikation so wichtig?

Nach den Grundsätzen von Markowitz sind ja Diversifikation und risikobewusstes Anlegen kein Selbstzweck! Wir erzielen mit unserem Ansatz langfristig eine bessere Rendite als der Markt, weil wir durch die optimierte Diversifikation und das tiefere Risiko unserer Aktienportfolios eine höhere Aktienquote halten können, und weil wir bei Marktkorrekturen deutlich weniger verlieren als der kapitalgewichtete Marktindex oder als «pseudo-diversifizierte» Portfolios, deren Anlagen im Krisenfall plötzlich hoch korrelieren.

## Seit Ende der 60er Jahre ist durch empirische Studien belegt, dass Aktienportfolios mit weniger Risiko eine Mehrrendite zum Marktindex erzielen. Dennoch haben sich risikobasierte Strategien wie «Minimum Varianz» erst in den letzten Jahren als Methodik zur Portfoliokonstruktion etabliert. Warum?

Weil man die empirische Beobachtung mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) nicht erklären konnte, hat man sie halt einfach ignoriert. In den 90er Jahren kam dann die Behavioral Finance auf. Die Finanzwissenschaft entwickelte ein besseres Verständnis dafür, wie die Anleger ihre Entscheidungen treffen und wie Märkte funktionieren, und es wurde anerkannt, dass es «Marktanomalien» gibt, weil Anleger nicht immer rational handeln oder falsche Anreize im Spiel sind. Zuletzt hat sicher auch das Tiefzinsumfeld mitgeholfen, dass die Anleger vermehrt auf die Effizienz ihrer Anlagen achten.

## Gleichzeitig wird auch Kritik laut: «Minimum Varianz» sei lediglich ein neuer Hype und «Low Volatility» Aktien bereits zu teuer.

Man muss relativieren: die grosse Mehrheit der Anleger investiert nach wie vor in kapitalgewichtete Indizes. Risikobasierte Strategien sind höchstens ein Nischenprodukt, auch wenn deren prozentuales Wachstum zuletzt beachtlich war. Zudem unterscheiden sich die Portfolios der verschiedenen risikobasierten Strategien stark voneinander. Das Geld fliesst nicht in die gleichen Titel, im Unterschied zu kapitalgewichteten ETFs oder Fonds, die einen bestimmten Index replizieren.

## Wie beurteilen Sie das Risiko einer zu hohen Bewertung?

Dass Low-Volatility-Titel zum Beispiel etwas teurer sind als Value-Aktien, liegt in ihrer Natur. Letztere sind doch deshalb günstig, weil sie irgendein Problem haben – etwa eine höhere Verschuldung, tiefe oder sinkende Profitabilität, Regulierungs-

risiken etc. Dieses Argument ist also schlicht falsch. Wie wenn sie ein Fünfsterhotel rein aufgrund des Zimmerpreises mit einem Zweisternhaus vergleichen. Die Frage ist doch: was bekomme ich für den Preis? Genau in Phasen, wo der Markt nicht mehr nach dem realen «inneren» Wert einer Anlage fragt, erzielen wir mit unserem risikobewussten Ansatz gute Resultate.

## Wie differenziert sich OLZ Minimum Varianz von anderen Smart-Beta-Strategien?

Indem wir keine Kompromisse machen. Wir haben ein klares Profil, fokussieren ausschliesslich auf «Minimum Varianz» und vermengen unseren Anlageprozess nicht mit anderen Anlageansätzen wie z. B. Fundamentalanalyse oder Faktor-Timing.

## Heisst das, ihre Modelle verändern sich nicht?

Nein, keineswegs. Wir sind ständig daran, unsere Modelle weiterzuentwickeln und zu verfeinern.

«Risikobewusst  
Anlegen ist  
kein Selbstzweck.»

Derzeit liegt einer unserer Forschungsschwerpunkte auf dem Einbezug von Nachhaltigkeits- und ESG-Risiken (Environmental, Social, Governance). Dies wird zunehmend von den Vorsorgeeinrichtungen und Stiftungen gefordert und es lässt sich sehr gut mit dem Minimum-Varianz-Ansatz kombinieren.

## Welchen Stellenwert hat die Forschung bei OLZ?

Sie gehört zu unserer DNA! Wir setzen dabei auch auf die Zusammenarbeit mit externen Forschungspartnern und Universitäten, um unsere Kapazitäten, unser Wissen und unser Netzwerk zu erweitern. Dieser Austausch ist bereichernd und stimulierend für alle Beteiligten: Professoren, Studierende, ForscherInnen und natürlich auch für uns. In der Schweiz gibt es zwar eine breite Forschungsbasis im Finanzwesen, aber noch wenig systematische Zusammenarbeit mit der Industrie. Wir dürfen mit Stolz sagen, dass OLZ dabei eine Pionierrolle einnimmt.

## «OLZ Smart Invest 65» – Effizientes Sparen auch für kleine Beträge

Die Ersparnisse wachsen nur dann zu einer tragenden Säule der Altersvorsorge heran, wenn sie auf Wertschriften, genauer auf Aktien, bauen. Das gilt nicht erst – aber erst recht – seit die Zinsen, und somit die Renditen von Obligationen, sehr tief oder sogar negativ sind. Doch trotz langfristigem Anlagehorizont investieren viele Anleger in Mischfonds mit einer nur geringen Aktienquote, oder sie halten ihr Ersparnis sogar als Cash auf einem Konto. OLZ freut sich deshalb, mit «OLZ Smart Invest 65» neu eine optimierte Wertschriftenlösung anbieten zu können, die mit einer strategischen Aktienquote von 65 % die höhere Rentabilität von Aktien berücksichtigt. Die effiziente OLZ-Anlagelösung eignet sich ideal für das langfristige Sparen mit kleinen Beträgen. Dank optimaler Titeldiversifikation kann der OLZ-Mischfonds für ein ausgewogenes Risikoprofil eine höhere Aktienquote eingehen als vergleichbare Produkte. Das zahlt sich langfristig aus, wie der Vergleich mit dem Benchmark, dem «Pictet BVG Index», zeigt: Die durchschnittliche Rendite von OLZ Smart Invest 65 betrug über die letzten 12 Jahre rund 6,9 % p. a., gegenüber 4,0 % (Pictet BVG-40) und 4,6 % (Pictet BVG-60).

Impressum

Herausgeber:

OLZ & Partners

Asset and Liability Management AG

Redaktion: Econtext GmbH

Gestaltung/Layout: Definitiv Design AG