

Volatilitätsanomalie auf den Aktienmärkten: Weniger Risiko = Mehr Rendite



*Von Stéphane J. Casagrande
Head of Institutional Sales
BNP Paribas Investment Partners
Zürich*

Spätestens seit dem Jahr 1926 überperformieren Aktien mit niedriger Volatilität langfristig Aktien mit hoher Volatilität. Diese als Volatilitätsanomalie bezeichnete Erkenntnis wurde erstmals 1968 von Prof. Bob Haugen¹⁾ vorgestellt. Seit 1968 hat sich in Sachen Rendite nichts geändert: Aktien mit niedriger Volatilität generieren weiterhin überall auf der Welt eine höhere Rendite als hochvolatile Aktien.

Dieser Volatilitätseffekt kann mit Hilfe von Verhaltensmerkmalen erklärt werden, welche die Nachfrage nach Aktien mit hoher Volatilität und dadurch deren Kurs nach oben treiben und somit deren künftige Renditen senken. Analysten, Fondsmanager und Anleger konzentrieren sich zu stark auf die Wertentwicklung und zu wenig auf das Risiko. Der weitere Verlauf ihrer Karriere und ihre Vergütung hängen davon ab, hohe Renditen zu liefern. Diese Renditeziele erreichen sie ihrer Ansicht nach mit risikoreichen An-

lagen am ehesten. Dies führt zur überhöhten Nachfrage nach Titeln mit hoher Volatilität.

Volatile Aktien sind üblicherweise sogenannte «Story Stocks», d.h. Aktien mit einer starken Medienpräsenz, die dadurch leicht zu verkaufen sind. Bei Aktien mit niedriger Volatilität handelt es sich um rentable Unternehmen, die jedoch eine geringe Hebelwirkung bieten und kaum für Überraschungen sorgen. Anlagespezialisten sehen diese Titel nicht als Chance auf den grossen Bonus. Oder würden Sie als Analyst versuchen, den CIO davon zu überzeugen, den Ketchup-Hersteller Heinz statt der angesagten IT-Aktie Apple zum Modell-Portfolio hinzuzufügen?

Aktien mit niedriger Volatilität bei angespannter Marktlage besonders interessant

Was sich jedoch ändert, ist das Interesse an Aktien mit niedriger Volatilität. Denn eins steht fest: Aktien mit niedriger Volatilität sind bei angespannter Marktlage besonders interessant. Angesichts der erhöhten Marktvolatilität der vergangenen Jahre sind die Anleger defensiven Titeln gegenüber nun aufgeschlossener. Aktien mit niedriger Volatilität sind nicht nur defensiv und sollten daher den Marktkapitalisierungsindex bei einem Marktrückgang übertreffen. Zusätzlich bieten sie auch ein Alpha, d.h. sie entwickeln sich um einiges besser als anhand ihres Betas prognostiziert wurde. Und genau dieses Alpha ermöglicht ihnen, mit dem Marktkapitalisierungsindex auch bei steigenden Märkten Schritt zu halten. Sie hinken nur dann hinterher, wenn die Aktienmärkte sehr schnell steigen. Aber auch in solchen Phasen bieten sie immer noch attraktive positive Renditen. Ein Portfolio, das in Aktien mit niedriger Volatilität investiert, kann «wetterfest» gemacht werden. Die Anleger müssen sich keine Gedanken über das Market Timing machen, da das Portfolio in schwierigen Phasen widerstandsfähig ist und sich bei guter Marktlage positiv entwickelt.

Ein Jahrzehnt mit schwachen Aktienrenditen hat Anleger dazu veranlasst, nach Anlagemethoden zu suchen, die von der Gewichtung nach Marktkapitalisierung abweichen und mit deren Hilfe höhere risikoadjustierte Renditen erzielt werden. Nun sind zahlreiche risikobasierte Herangehensweisen an die Portfoliostrukturierung plötzlich das Topthema in der Aktienverwaltung. Einige von ihnen schliessen den Einsatz von ausgeklügelten Portfolio-Optimierern mit ein. Beispiele hierfür sind risikobasierte Ansätze wie «Minimum Variance», «Maximum Diversification» sowie «Equal Risk Contribution». Interessanterweise scheinen alle den Marktkapitalisierungsindex seit vielen Jahren zu übertreffen, und das bei geringer Volatilität.

Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) unterstellt, dass sich die Aktienrenditen proportional zum Beta der Aktie entwickeln sollten. In diesem Fall wäre das Marktkapitalisierungsportfolio das am breitesten gestreute Portfolio mit den höchsten risikobereinigten Renditen. Und sollte das CAPM tatsächlich korrekt sein, würde keiner dieser risikobasierten Ansätze irgendeinen Sinn ergeben. Die «Volatilitätsanomalie» ist nur eines der auffälligsten Beispiele eines Verstosses gegen das CAPM und der Schlüssel zur Erklärung ihrer Verhaltensweisen.

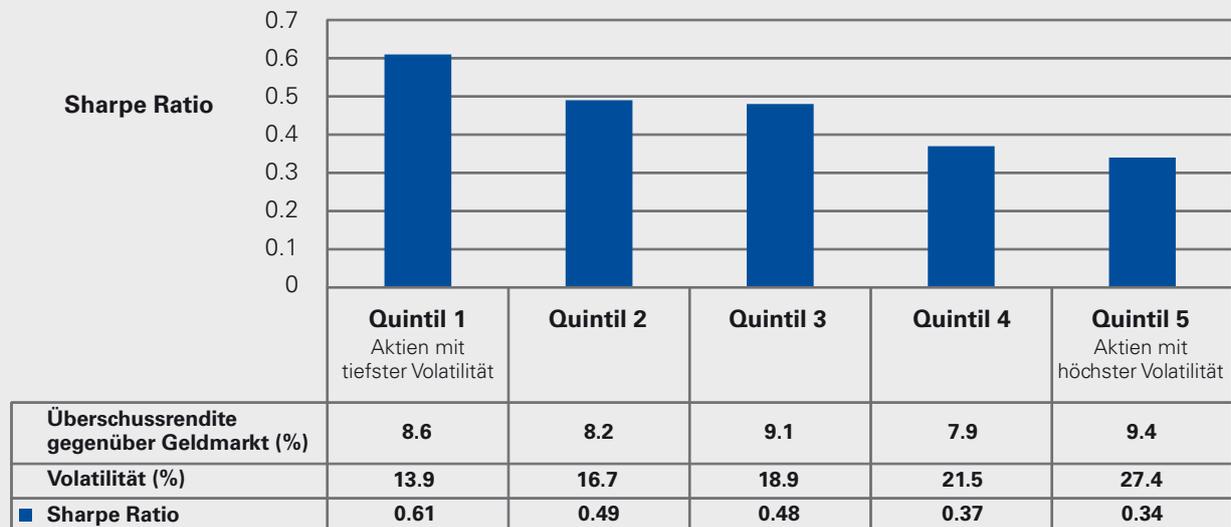
Financial Engineering

Das Financial Engineering von BNP Paribas Investment Partners beschäftigt sich seit geraumer Zeit mit diesem Thema. In einem Research-Artikel in der Zeitschrift «The Journal of Portfolio Management»²⁾ wird gezeigt, dass es bei diesen Methoden keinen Zaubertrick gibt: Jede der untersuchten risikobasierten Strategien setzt in der einen oder anderen Weise auf die Investition in Aktien mit niedriger Volatilität, und das reicht aus, um die bessere Wertentwicklung und das geringere Risiko zu erklären.

Unserer Ansicht nach handelt es sich bei keiner der genannten Methoden

Tiefe Volatilität, hohe Sharpe Ratio

Weltweites Aktienportfolio, in 5 Volatilitätsquintile eingeteilt, untersucht nach Höhe der Sharpe Ratio.
 Resultat: Das Quintil der am wenigsten volatilen Aktien war jenes mit der höchsten Sharpe Ratio
 (Januar 1995 – Dezember 2010).



Quellen: BNP Paribas, MSCI, Exshare

zwangsweise um die bessere Strategie zur Ausnutzung der Volatilitätsanomalie. Wir gehen davon aus, dass jeder Anleger bestimmte Restriktionen hat, die berücksichtigt werden müssen und unter Umständen massgeschneiderte Lösungen erfordern. Sämtliche der genannten Konzepte tendieren beispielsweise zu einem hohen Tracking Error gegenüber einem Marktkapitalisierungsindex. Bei Anlegern, für die ein hoher Tracking Error nicht akzeptabel ist, muss dies mit einbezogen werden.

Langfristig in Aktien mit niedriger Volatilität investieren

Trotz der jüngsten Aufregung um risikobasierte Konzepte gehen wir davon aus, dass diese Niedrigvolatilitätsstrategien weiterhin ein Nischendasein fristen werden. Der nächste Aufschwung am Aktienmarkt wird das Ganze wieder in den Hintergrund treten lassen. Dann wird der Schwerpunkt wieder auf der Wertentwicklung liegen und das Risiko spielt keine Rolle mehr.

Clevere und beharrliche Anleger jedoch, die weiterhin langfristig in

Aktien mit niedriger Volatilität investieren, dürften noch viele Jahre lang nachts besser schlafen.

1) Robert A. Haugen, A. James Heins: "Risk and the Rate of Return on Financial Assets: Some Old Wine in New Bottles." Journal of Financial and Quantitative Analysis (1975).

2) Raul Leote de Carvalho, Xiao Lu, Pierre Moulin: "Demystifying Equity Risk-Based Strategies: A Simple Alpha plus Beta Description." The Journal of Portfolio Management (2012).

stephane.casagrande@bnpparibas.com
www.bnpparibas-ip.ch

BNP Paribas Investment Partners mit innovativer Niedrigvolatilitätsstrategie

Dank der umfassenden Forschungsaktivitäten von BNP Paribas Investment Partners und den Kenntnissen von Theam³⁾ im Hinblick auf das quantitative, systematische Portfoliomanagement konnte eine Niedrigvolatilitätsstrategie entwickelt werden, welche die Volatilitätsanomalie geschickt nutzt: Der Tracking Error bleibt gegenüber einem Marktkapitalisierungsindex unter Kontrolle und gleichzeitig werden Phasen vermieden, in denen die entsprechenden Portfolios stark hinter der Wertentwicklung ihrer kapitalisierungsgewichteten Referenzindizes zurückbleiben.

Mit dem «BNPP L1 Equity World Low Volatility» wird ein aktiver Long-only-Fonds angeboten, der optimal strukturiert ist, um sich die Volatilitätsanomalie zunutze zu machen. Das Ziel ist, die absolute Volatilität langfristig 20% niedriger zu halten als die des MSCI World Indexes, während der Tracking Error in Bezug auf den MSCI World Index rund 6% p.a. beträgt. Das quantitative Team von Theam klassifiziert dazu die Aktien in den einzelnen Sektoren nach Volatilität und wählt die am wenigsten volatilen Titel aus. Das Portfolio wird so zusammengestellt, dass der Tracking Error gegenüber dem MSCI World Index unter Einhaltung bestimmter Grenzen für das Portfolio-Beta und die maximale Gewichtung einzelner Aktientitel minimiert werden. Die Portfoliogewichtung wird monatlich geprüft; die Risikoüberwachung erfolgt täglich.

Durch die Beimischung des «BNPP L1 Equity World Low Volatility» in die Vermögensallokation haben Anleger die Möglichkeit, ihr Aktienengagement und die Generierung von Alpha bei gleichbleibendem Risiko zu erhöhen.

3) Theam ist eine 100%ige Tochter von BNP Paribas Investment Partners. Sein Schwerpunkt liegt auf 4 Anlagekonzepten: indexierte Anlagen, systematisch aktives Portfoliomanagement, kapitalgeschützte Anlagen sowie liquide alternative Anlagen. Theam beschäftigt 120 Finanzexperten und verwaltet ein Vermögen von 53 Mrd. Fr. (Stand 31.3.2012).