

## Höhere Renditen bei geringerem Risiko durch aktive Risikosteuerung auf Industrieebene

Nach zwei Aktienmarktbaissen seit der Jahrtausendwende sind die Anleger auf den internationalen Börsenplätzen deutlich risikobewusster geworden. Im Bereich der Aktien werden dabei unterschiedliche Wege beschritten. Unter dem Label „Smart Beta“ werden Strategien vermarktet, welche in der Vergangenheit den Gesamtmarkt durch Ausnutzung von Marktanomalien langfristig zu schlagen vermochten. Eine dieser Strategien zielt auf die Minimierung der Volatilität von Aktienportfolios. Mittels eines quantitativen Verfahrens werden dabei Aktien mit geringen Kursschwankungen zu einem effizienten Portfolio mit möglichst geringer Volatilität (tiefes Risiko) zusammengestellt.

Zwar besagt die klassische Finanzmarkttheorie, dass ein höheres systematisches Risiko mit einer höheren Rendite entschädigt wird. In der Realität lässt sich auf den globalen Aktienmarkt hingegen seit Jahrzehnten Konträres beobachten. Grafik 1 illustriert die Entwicklung des globalen Aktienindex MSCI All Country World gegenüber seinem volatilitätsarmen Pendant. Letzteres weist einen vergleichsweise hohen Anteil der defensiven Sektoren Basiskonsum, Gesundheitswesen, Versorger und Telekommunikation auf. Die zyklischen Energie-, Finanz-, Industrie- und Rohstoffwerte sind dagegen relativ zum Gesamtmarkt stark untervertreten. Langfristig überstiegen die Renditen risikoarmer Aktien jene risikoreicher Titel.

### Defensive Aktien mit Performancevorsprung dank geringeren Verlusten

Die signifikante Überrendite wird vor allem in Schwächephasen der Aktienmärkte erzielt. Defensive Titel verlieren in Bärenmärkten in der Regel weniger als das übrige Aktienuniversum, während sie in Zeiten steigender Aktienmärkte diesen Renditevorsprung nur teilweise wiederhergeben. Der Anlageerfolg einer risikominimierenden Strategie sollte deshalb über einen vollen Börsenzyklus erfolgen. Mittelfristig dürfte das Ernten dieser systematischen Risikoprämie eine Mehrrendite zum Gesamtmarkt erwirtschaften.

### Weniger Rendite bei mehr Risiko

Diese Anomalie lässt sich aber nicht nur beim Weltindex beobachten, sondern sie zeigt sich auch in diversen Einzelmärkten (Regionen, Länder und Industriesektoren). Die Grafik 2 gibt die Resultate einer 2011 publizierten Studie wieder, in der sämtliche an den grossen US-Börsen gehandelten Aktien für die Periode von Januar 1968 bis Dezember 2008 untersucht wurden. Die Autoren bildeten je 5 gleich grosse, nach Volatilität sortierte Aktiengruppen, sogenannte Quintile. Die erste Gruppe weist das geringste Risiko auf, die fünfte

das höchste. Die empirischen Befunde sind frappant: zunehmende Volatilität geht mit sinkenden Renditen einher.

### Anomalie hat auch auf Branchenebene Bestand

Die Optimierung lässt sich auch auf jeden der 10 globalen Branchenindizes anwenden. Seit Dezember 2007 konnten alle der 10 von uns optimierten risikominimierenden Branchenportfolios sowohl absolut als auch mit einer relative Rendite-Risiko-Betrachtung ihre kapitalgewichtete Pendants schlagen. Gegenüber einem regionalen Ansatz, wonach Aktien anhand des Landes ihrer Kotierung gruppiert werden, weist ein Sektorenansatz gewisse Vorzüge auf: die Korrelation der Aktienmärkte, als entscheidende Grösse für das Diversifikationspotential, nimmt mit fortschreitender Globalisierung zu. Dies bedeutet, dass eine geographische Diversifizierung im Portfoliokontext immer weniger wirksam ist. Sektoren behalten hingegen ihre Eigenschaften und sind konjunkturellen, technologischen und regulatorischen Veränderungen in verschiedenem Masse ausgesetzt. Basierend auf dieser Erkenntnis lässt sich eine einfache Handelsstrategie bestehend aus 10 gleichgewichteten risikominimierenden Branchenportfolios definieren. Wie in Tabelle 1 ersichtlich führte diese einfache Handelsstrategie in CHF seit Ende 2007 zu einer höheren Rendite gegenüber dem Gesamtmarkt und dessen risikoarmer Variante.

### Mehrere Erklärungsansätze

Die Lehre der Behavioral Finance liefert verschiedene Erklärungsansätze zu dieser Anomalie. Sie knüpfen an eine Vielzahl von Feldversuchen über menschliches Verhalten an, die zeigen, dass der Mensch nicht ausschliesslich im Sinne der klassischen Annahme eines rational agierenden Homo Oeconomicus handelt. Diese Studien belegen unter anderem, dass psychologische Faktoren bei der Investitionsentscheidung, wie das Überschätzen der Fähigkeit den nächsten Blockbuster zu finden, Benchmarkdenken bei der Mehrheit der Anleger oder optionsähnliche Anreizsysteme für Fondsmanager, dazu führen, dass risikoarme Aktien von Investoren vernachlässigt werden. Defensive Aktien dürften manchem Anleger langweilig erscheinen. Andere Erklärungsansätze fokussieren auf die institutionelle Welt: viele institutionelle Investoren müssten, um im aktuellen Renditeumfeld ihre Renditevorgaben erfüllen zu können, gehebelte Investitionen in diesem Anlagestil tätigen. Dies ist ihnen jedoch meistens aus regulatorischen Gründen untersagt, weshalb sie in volatile, zyklische Aktien investieren, wodurch diese gegenüber defensiven Aktien zu einem höheren Kurs gehandelt werden.

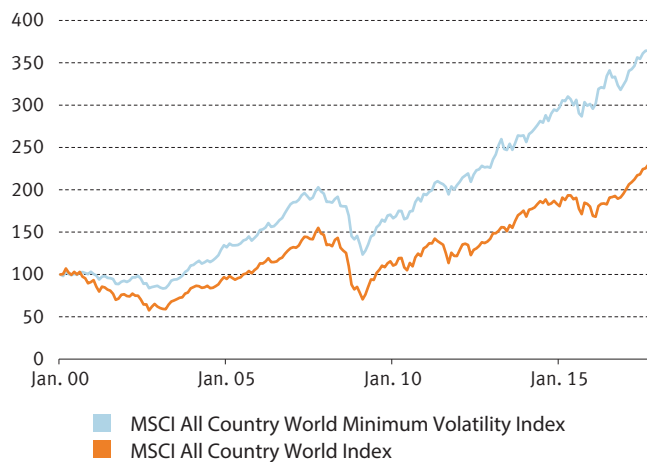
### Die Anomalie dürfte von Dauer sein

Welche dieser Erklärungen am besten zutreffen, ist schwer zu sagen. Wenn sie bleibende Verhaltensmuster der Anleger beschreiben, stehen die Aussichten gut, dass risikofokussierte Anlagestrategien auch in Zukunft gute risikoadjustierte Renditeaussichten bieten.

**Grafik 1:**

Quelle: Bloomberg

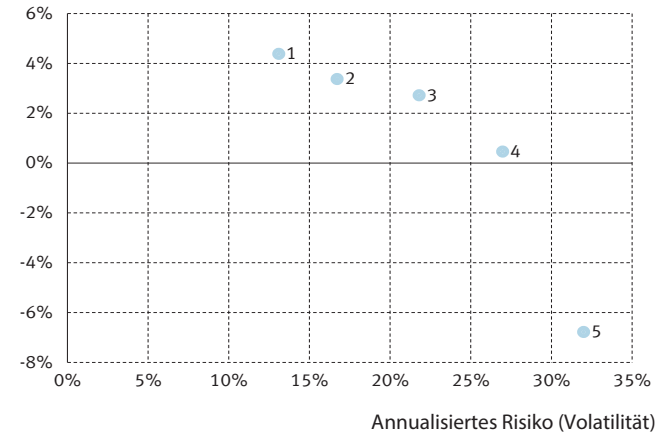
Indizierte Wertentwicklung in USD



**Grafik 2:**

Quelle: Financial Analyst Journal, Vol. 67, No. 1

Annualisierte Überrendite gegenüber Cash in USD



**Tabelle 1:**

Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen

	Annualisierte Rendite	Annualisierte Volatilität	Sharpe Ratio
MSCI AC World Index	2.5%	15.8%	0.16
MSCI AC World Minimum Volatility Index	4.8%	12.0%	0.40
Selbstberechnete Handelstrategie	5.2%	12.0%	0.44

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers  
 Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz  
 Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38  
 contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers