



DREYFUS SÖHNE & CIE AG,  
BANQUIERS, BASEL

## MEHR RENDITE BEI TIEFEREM RISIKO: MÖGLICH DURCH DEFENSIVE AKTIEN

Mittlerweile gehört es zum Allgemeinwissen: nur Anleger mit einer disziplinierten Aktienselektion sind langfristig erfolgreich. Dass zur Erzielung einer höheren Rendite auch ein höheres Risiko in Kauf genommen werden muss, auch dies gilt als gesicherte Erkenntnis. Die klassische Finanzmarkttheorie basiert auf dieser Annahme. Allerdings findet ein auf dem globalen Aktienmarkt zu beobachtendes Phänomen seit Jahrzehnten nur wenig Beachtung: langfristige Renditen risikoarmer Aktien übertreffen jene riskanter Aktien. Unter dem Begriff des „Risikos“ ist dabei die Volatilität bzw. Standardabweichung der Kursschwankungen zu verstehen. Risikoarme Aktien können vereinfacht als defensive, wenig zyklische Aktien bezeichnet werden, während riskante Aktien als zyklische mit grossen Preisschwankungen gelten.

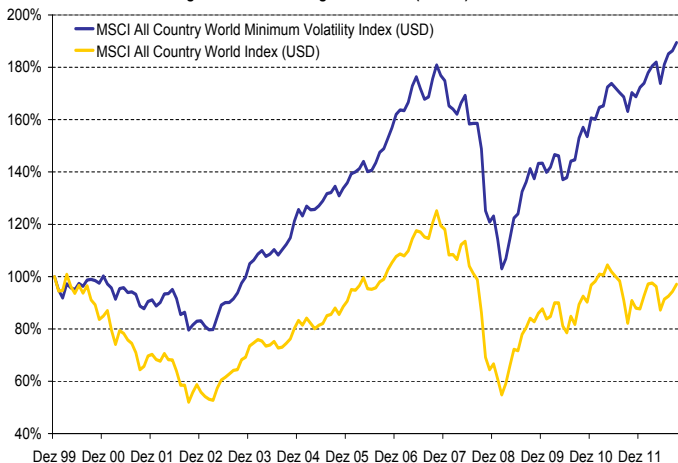
Grafik 1 vergleicht die Renditen des MSCI Weltaktienindex (kapitalisierungsgewichtet; alle Länder) mit der Entwicklung des MSCI All Country World Minimum Volatility Index. Letzterer besteht ausschliesslich aus Titeln tiefer Volatilität und wird mit einem quantitativen Verfahren derart zusammengestellt, dass ein möglichst geringes Gesamtrisiko resultiert. Er weist einen vergleichsweise hohen Anteil an Basiskonsum-, Gesundheits-, Versorgungs- und Telekommunikationswerten auf. In regionaler Hinsicht ist er stark in US-amerikanische, britische, schweizerische und asiatische Aktien investiert. Nestlé, Novartis und Roche zählen zu den grössten Einzelpositionen. Finanz-, Industrie-, Rohstoffwerte und Aktien aus der Eurozone sind dagegen wenig vertreten.

Oktober 2012

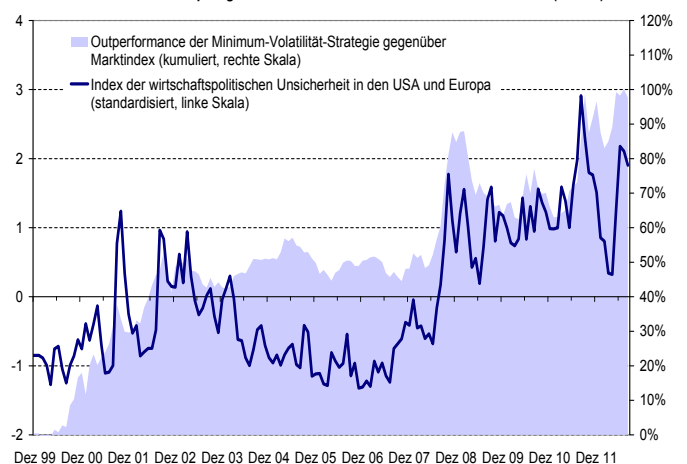
## Defensive Aktien mit Performancevorsprung dank geringeren Verlusten

Wenig volatile Aktien waren seit der Jahrtausendwende bedeutend erfolgreicher als der Gesamtmarkt. Deren höhere Rendite ergab sich primär in den zwei grossen Baissephasen des vergangenen Jahrzehnts: nach dem Platzen der Dotcom-Blase 2000-2003 und in der Finanzkrise 2007-2009. Defensive Titel verlieren in Bärenmärkten in der Regel weniger als das übrige Aktienuniversum. In Zeiten steigender Aktienmärkte geben sie diesen Renditevorsprung aber nur zum Teil wieder her. Diese Resultate lassen sich auch für alle Einzelmärkte in Europa, Nordamerika und Asien sowie für die Emerging Markets beobachten. Die historisch ungewöhnlich fragile Verfassung der Weltwirtschaft dürfte natürlich alle risikoarmen Anlagestrategien begünstigt haben: die, welche in einer einzelnen Anlageklasse operieren, genauso wie diejenigen, welche in unterschiedlichen Kategorien investieren. So haben beispielsweise Staatsanleihen ihre Investoren trotz tieferer Volatilität seit dem Jahr 2000 besser entschädigt als Aktien. Die weltweit stetig steigende Verschuldung privater und öffentlicher Haushalte hat zu einem beträchtlichen Anstieg der Unsicherheit an den globalen Finanzmärkten geführt. Diese Unsicherheit zu messen ist allerdings mit gewissen Schwierigkeiten verbunden. Ein erster Versuch einer systematischen Definition und Messung wirtschaftspolitischer Unsicherheit stammt von zwei Ökonomeprofessoren der Universitäten Stanford und Chicago. Mit ihrem Unsicherheits-Index lässt sich zeigen, dass das gute Abschneiden defensiver Aktien gegenüber dem Gesamtmarkt zu einem guten Teil mit der zunehmenden wirtschaftspolitischen Unsicherheiten erklärbar ist (Grafik 2).

Grafik 1: Defensive globale Aktien schlagen den Markt (in USD)

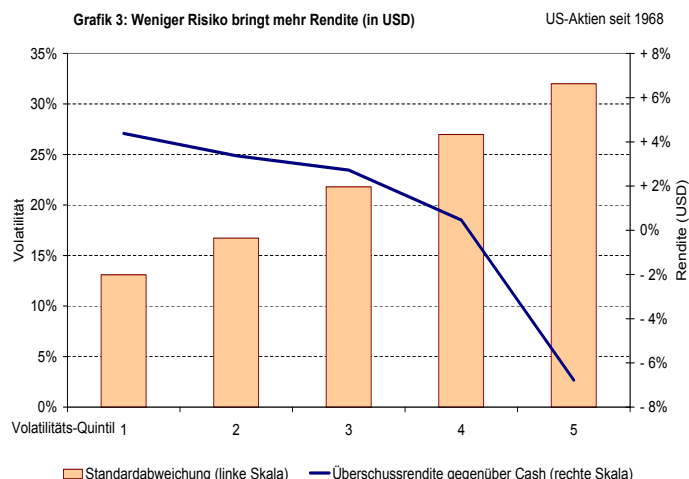


Grafik 2: Renditevorsprung defensiver Aktien durch hohe Unsicherheit erklärt (in USD)



### Weniger Rendite bei mehr Risiko

Die Grafik 3 gibt die Resultate einer 2011 publizierten Studie wieder, in der sämtliche, an den grossen US-Börsen (NYSE, Amex, NASDAQ und NYSE ARCA) 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. Selbstverständlich gelten diese Ergebnisse nur für den gesamten 40-Jahreszeitraum, nicht für alle einzelnen Dekaden. Die grosse Ausnahme bilden die 1990er Jahre. Insbesondere in deren zweiten Hälfte, in der die Aktienmärkte von der New-Economy-Euphorie geprägt waren und riskante Aktien defensive Titel klar übertrafen.



### Mehrere Erklärungsansätze

Die meisten Erklärungsversuche stammen von Vertretern der Behavioural Finance. 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 Entscheidungen trifft. Diese Studien belegen unter anderem, dass viele Anleger den schnellen Erfolg suchen und in Aktien investieren wie in Lotterielose. Andere investierten in hochzyklische

Werte aus dem Wunsch heraus, von einem erwarteten Wirtschaftsaufschwung zu profitieren. Defensive Aktien dürften dabei manchem Anleger langweilig erscheinen. Andere Erklärungsansätze fokussieren auf die institutionelle Welt: Für viele Grossanleger ausserhalb der Hedge Funds Industrie ist der Einsatz von Fremdkapital zur Renditehebelung einer Aktienstrategie weitgehend ausgeschlossen. Als Ersatz für solch riskante Hebelstrategien wird auf volatile, zyklische Aktien ausgewichen, 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 defensive Aktien auf lange Sicht auch in Zukunft die bessere Wahl bleiben. Dafür sprechen auch zwei weitere Überlegungen. Für die meisten Portfoliomanager von Aktienfonds ist es nicht wichtig, eine möglichst hohe absolute Rendite zu erzielen, sondern ihren Referenzindex zu schlagen. Aus diesem Grund weicht ihre Gewichtung der Titel nur selten aggressiv von derjenigen ihrer Benchmark ab. Sie versuchen, ihre relativen Performance-Risiken zu begrenzen. Ihr Appetit, defensive Titel markant stärker zu gewichten (und damit deren Kurse so ansteigen zu lassen, dass ihr Performance-Vorsprung verschwindet), dürfte angesichts des Risikos eines kurzfristigen Renditerückstands begrenzt sein. Hedge Funds sind Grossanleger, welche sowohl auf der Kauf- als auch auf der Verkaufseite agieren. Aus zwei Gründen tragen sie zum Erhalt der Anomalie bei. Erstens sind Leerverkäufe volatiler Aktien vergleichsweise teuer, weshalb der Leerverkaufsdruck auf den „langweiligen“ Titel lastet. Zweitens würde das Meiden der schwankungsstärkeren Titel in Haussephasen zu einer Underperformance führen – ausgerechnet dann, wenn die Anleger in Kauflaune sind. Da Hedge Fund Manager grösstenteils über Erfolgsbeteiligungen entlohnt werden, wäre dies für sie nachteilig. Risikofokussierte Anlagestrategien dürften also auch in Zukunft gute Renditeaussichten bieten, und das erst noch bei geringerem Risiko. Wieviel Risiko beinhaltet Ihr Aktiendepot? Fragen Sie Ihre Bank!

### Literaturverweis:

S. Baker, N. Bloom, S. Davis: *Measuring Economic Policy Uncertainty*, June 2012, [www.Policyuncertainty.com](http://www.Policyuncertainty.com)

N. Amenc, F. Goltz, A. Lodh, L. Martenilli: *Diversifying the Diversifiers and Tracking the Tracking Error: Outperforming Cap-Weighted Indices with Limited Risk of Underperformance*, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 38, No. 3, Spring 2012

D. Cowan, S. Wilderman: *Re-Thinking Risk: What the Beta Puzzle Tells Us about Investing*, *GMO White Paper*, November 2011

D. Melas, R. Briand, R. Urwin: *Harvesting Risk Premia with Strategy Indices From Today's Alpha to Tomorrow's Beta* *MSCI Research Insight*, September 2011

M. Baker, B. Bradley, J. Wurgler: *Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly*, *Financial Analysts Journal*, Vol. 67, No. 1, January-February 2011

**Adressen** Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers | Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz  
 Telefon +41 61 286 66 66 | Telefax +41 61 272 24 38 | E-Mail [contact@dreyfusbank.ch](mailto:contact@dreyfusbank.ch) | [www.dreyfusbank.ch](http://www.dreyfusbank.ch)  
 Bureau de Lausanne: Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers | Avenue Villamont 23 | Case postale | 1002 Lausanne | Suisse  
 Telefon +41 21 706 66 66 | Telefax +41 21 706 66 38  
 Bureau de Delémont: Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers | Avenue de la Gare 19 | Case postale 592 | 2800 Delémont 1  
 Suisse | Telefon +41 32 631 66 66 | Telefax +41 32 631 66 38

**Disclaimer** 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.