

# APROPOS...

info@ethenea.com | www.ethenea.com

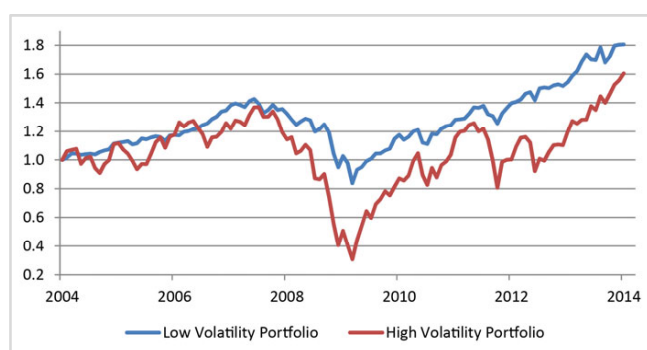
## Was nicht glänzt, ist Gold

Eine der ersten Lektionen, die man im Finanzbereich lernt, ist das Konzept von Risiko und Rendite, demzufolge risikoreichere Anlagen höhere Renditen bieten im Vergleich zu weniger riskanten. Täten sie das nicht, hätten sie auch keinen Anreiz für die Anleger, die ja immerhin ein zusätzliches Risiko in Kauf nehmen. Wenn also ein Anleger bereit ist, dieses höhere Risiko einzugehen, sollte er langfristig höhere durchschnittliche Renditen erwarten – wohingegen ein risikoscheuer Anleger langfristig niedrigere Renditen erzielen sollte. *Risiko* kann für verschiedene Finanzinstrumente ganz unterschiedlich definiert werden. Um eine gemeinsame Beschreibungsvariable zu erhalten, die leicht anzuwenden ist, konzentrieren wir uns im Folgenden daher auf die tatsächliche historische Preisvolatilität als Risikomaß.

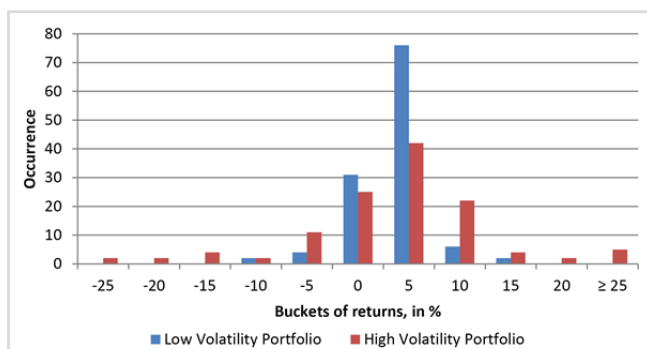
Die oben getroffene Aussage soll auch in diesem Fall gelten: Eine hohe Volatilität sollte über einen längeren Zeitraum hinweg eine höhere Performance erzielen als eine niedrige. Warum also sollte jemand in ein Finanzinstrument mit einem niedrigen Volatilitätsprofil investieren? Auf diese Frage gibt es natürlich die eher offensichtlichen Antworten, wie zum Beispiel eine abweichende Risikobereitschaft unter den Anlegern oder die Tatsache, dass diese Instrumente durch risikoreichere ergänzt werden können und damit eine gute Grundlage für ein Portfolio bilden. Wir möchten jedoch noch eine weitere Antwort hinzufügen: Empirische Untersuchungen belegen, dass Renditen von Instrumenten mit niedriger Volatilität über einen längeren Zeitraum hinweg diejenigen von Instrumenten mit hoher Volatilität durchweg übertreffen. Diese Anomalie, die dem Grundgedanken widerspricht, dass Risiko und Renditen Hand in Hand gehen, ist keineswegs neu. Allerdings wird sie so selten berücksichtigt, dass sie es wert ist, genauer betrachtet zu werden.

Um herauszufinden, ob die genannte Anomalie wirklich greifbar ist, haben wir die Aktien des S&P 500 einem einfachen Test über einen 10-jährigen Zeitraum (von Januar 2004 bis Dezember 2013) unterzogen. In diesem Test haben wir die tägliche Preisvolatilität der Aktien mit einer einjährigen Rückwirkungsfrist berechnet. Anschließend

wurden jeweils 100 Aktien mit der höchsten beziehungsweise niedrigsten Volatilität ausgewählt, um letztlich zwei Portfolios zu bilden, die monatlich neu ausgerichtet werden (ohne die Transaktionskosten zu berücksichtigen): ein Portfolio mit Aktien hoher Volatilität und eines mit Aktien niedriger Volatilität. Die Ergebnisse sind verblüffend: Obwohl beide Portfolios positive Renditen erzielen, wäre ein investierter Dollar in dem Portfolio mit Aktien niedriger Volatilität auf 1,81 USD angestiegen, während dieselbe Investition in dem Portfolio mit Aktien hoher Volatilität nur 1,60 USD abgeworfen hätte (Grafik 1). Die Risikobereitschaft hat demnach über diesen Zeitraum die Rendite leiden lassen. Ferner zeigt Grafik 1, dass das Portfolio mit Aktien niedriger Volatilität durchweg das Portfolio mit Aktien hoher Volatilität an Performance übertroffen hat, und das bei einer geringeren Gesamtvarianz.



Grafik 1: Performance der obersten und untersten Volatilitäts-Quintilen des S&P 500, monatlich neu gewichtet



Grafik 2: Renditeverteilung der obersten und untersten Volatilitäts-Quintile des S&P 500, monatlich neu gewichtet



# APROPOS...

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Der scharfsinnige Leser mag einwenden, dass die, zugeben, willkürlich gewählte Zeitspanne eine Verzerrung der Ergebnisse hervorrufen könnte. Immerhin umfasst sie die Wertentwicklung der Aktien während der Finanzkrise und da hochvolatile Aktien in Zeiten von Marktkorrekturen richtigerweise stärker abverkauft werden, ist deren Performance unverhältnismäßig in den Keller gefallen. Für ein besseres Verständnis sollte man bedenken, dass eine Aktie, die 50% verliert, 100% erzielen muss, um ihren Ausgangskurs zu erreichen – wohingegen eine Aktie, die 20% verliert, lediglich 25% wiedergewinnen muss. Wenn man jedoch Daten über einen längeren Zeitraum betrachtet, z. B. von Januar 1968 bis Dezember 2008 (41 Jahre) und man das Universum um alle aktiv gehandelten US-Aktien erweitert, sind die Resultate sogar noch verblüffender.

Der Forschungsbericht „Benchmarks as Limits to Arbitrage“ („Benchmarks als Grenzen der Arbitrage“) von Baker, Bradley und Wurgler<sup>1</sup> zeigt, dass ein Dollar im Portfolio mit den Aktien im niedrigsten Volatilitäts-Quintil (wobei wir, wie in unserem obigen Beispiel, monatlich die Gewichtung neu vornehmen und keine Transaktionskosten berücksichtigen) auf 59,55 USD angestiegen ist (10,12 USD inflationsbereinigt), während dieselbe Investition im obersten Volatilitäts-Quintil auf knapp 0,58 USD gesunken ist (weniger als 0,10 USD in realen Werten oder, in anderen Worten, ein Rückgang von mehr als 90%). Aber das ist nicht alles. Während sich das Renditeniveau verändert, sobald sich das Portfolio auf die Aktien der größten 1.000 Firmen nach Marktkapitalisierung beschränkt, verändert sich das Gesamtergebnis nicht – die Rendite von Aktien aus dem untersten Volatilitäts-Quintil übertrifft die des obersten Volatilitäts-Quintils.

Weitere Forschungsarbeiten zeigen zudem, dass die Anwendung dieser Methodologie ähnliche Ergebnisse sowohl in anderen Märkten liefert, die mittelgroße und klein-

kapitalisierte Standardwerte umfassen (jedoch nicht ausschließlich) als auch bei einer Bandbreite von internationalen Märkten – obgleich die unterschiedlichen Auswirkungen der Überperformance variieren.

Es stellt sich nun natürlich die Frage, warum ein Anleger jemals ein hoch volatiles Finanzinstrument kaufen sollte. Von der Vielzahl an hierzu bestehenden Erklärungen gefällt uns die *Lotterie-Analogie* am besten. Wir haben in der Schule gelernt, dass die Gewinnchancen für den Jackpot in einer Lotterie so gering sind, dass der erwartete Ertrag eines Lotteriescheins eigentlich negativ ist. Trotzdem kaufen wir immer wieder Lotteriescheine – denn irgendjemand muss ja gewinnen und auch, weil die Auszahlung des Gewinnlosen im Vergleich zur riskierten Geldsumme außergewöhnlich hoch ist. Das unglaublich asymmetrische Renditeprofil wird für unseren menschlichen Verstand so attraktiv, dass wir das Los trotz des erwarteten Ertrags kaufen. Einzelne volatile Finanzinstrumente besitzen zum größten Teil ebenso ein asymmetrisches Renditeprofil. Während sich manche von ihnen als Nieten herausstellen, ist dennoch immer die Chance gegeben, dass eines von ihnen der *nächste Apple* werden könnte.

Das nächste Mal, wenn Sie über ein Profil mit niedriger Volatilität nachdenken, sollten Sie bedenken, dass sich Letztere tatsächlich als Renditefaktor erweisen kann – obwohl diese Anomalie im Widerspruch zum allgemein bekannten Gesetz von Risiko und Rendite steht. Eine solche Investition würde langfristig wahrscheinlich sogar eine bessere Performance erzielen. In diesem Fall würde sie es mit einer niedrigeren monatlichen Standardabweichung tun und somit dazu beitragen, die Messung der Gesamtleistung zu verbessern. *Quod non lucet aurum est.*<sup>2</sup>

**Ihr ETHENEA Team**

<sup>1</sup> Baker, M., Bradley, B., Wurgler, J., “Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly”, Financial Analysts Journal, vol. 67, 2011.

<sup>2</sup> Latein, auf Deutsch: *Was nicht glänzt, ist Gold*

**Hinweis:** Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kurs- und Währungsverlust. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich der Produktbeschreibung und stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 29. April 2014.

