

Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 32

- 18 Clinton in der Vertrauenskrise
- 19 Wie in Silber und Platin investieren
- 22 «Gesundheitsbranche ist günstig»

Der Boom der risikoscheuen Anlagen

Eine höhere Rendite mit einem niedrigeren Risiko erreichen – das ist der Traum vieler Investoren. Doch es gibt Zweifel an den Minimum-Volatilitäts-Strategien.

ALEXANDER TRENTIN

Wer wenig wagt, gewinnt. In den letzten Jahren schlug ein Aktienportfolio mit einem möglichst niedrigen Risiko den Gesamtmarkt deutlich. Allein seit Anfang Jahr hat die Strategie, welche die Schwankungen – die Volatilität – des Weltaktienindex minimiert, über 11% zugelegt. Dagegen notierte der MSCI World Index im ersten Halbjahr leicht im Minus (vgl. Grafik rechts). Seit 1995 erreichte der Minimum-Volatilitäts-Index gegenüber dem Weltindex eine Outperformance von 300 Prozentpunkten.

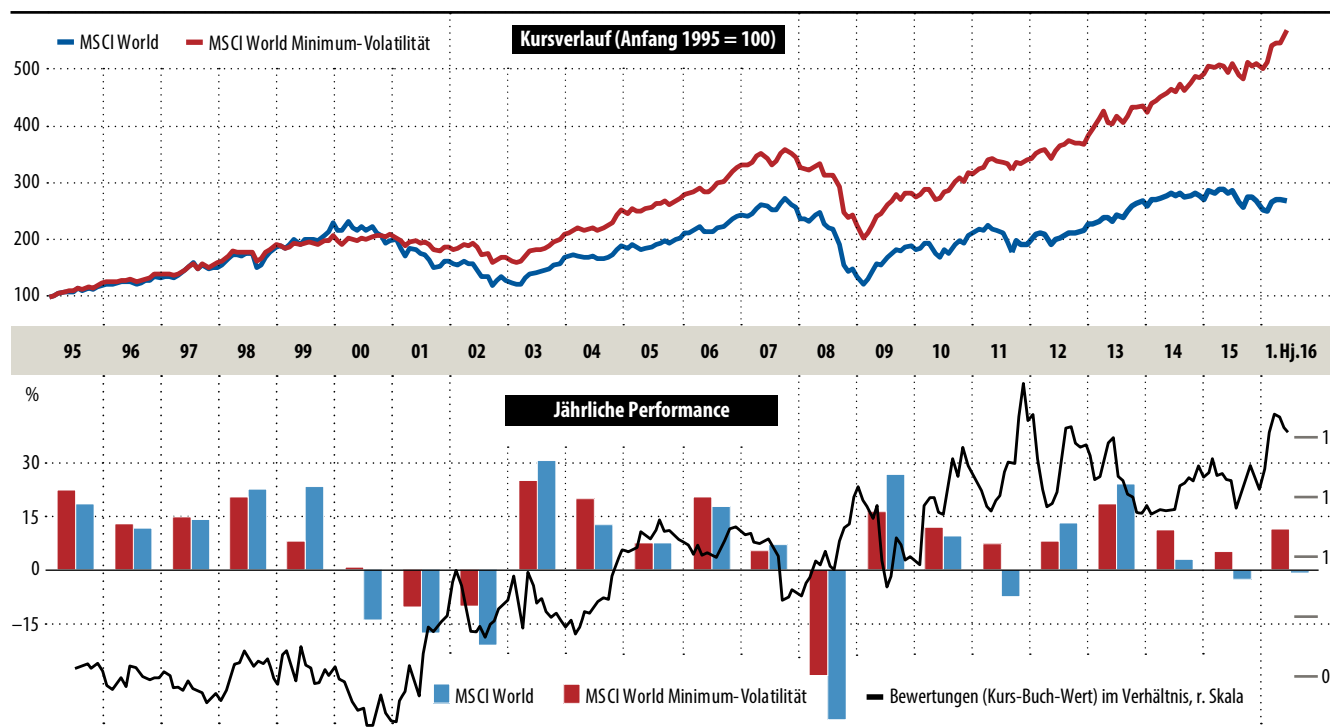
Das Versprechen von mehr Rendite mit weniger Risiko lockt neues Geld an. Im ersten Halbjahr flossen über 17 Mrd. \$ in börsengehandelte Fonds (Exchange Traded Funds, ETF) auf Minimum-Volatilitäts-Strategien, meldet der Asset Manager BlackRock. Das sind 54% mehr als im vergangenen Jahr. «Das sieht ein wenig nach Herdentrieb aus – man investiert in das, was in der Vergangenheit funktioniert hat», kommentiert Andreas Homberger gegenüber FuW. Er ist Leiter Research bei Hinder Asset Management.

Aktienrisiko bleibt bestehen

Für viele Investoren sind die negativen Renditen auf Anleihen ein Anreiz, mehr Aktien zu kaufen – Titel mit geringem Risiko scheinen dabei erste Wahl zu sein. Für Homberger ist aber klar: «Es ist ein kompletter Irrtum, mit solchen Strategien das Aktienrisiko meiden zu können.» Denn in Krisenzeiten würden auch diese Titel an Wert verlieren. Wer Sicherheit brauche, der sei mit dem Halten von Cash auch bei 0% Rendite besser beraten.

Im Unterschied dazu sind Strategien mit minimaler Volatilität für Pius Zraggen, Partner beim Vermögensverwalter OLZ, ein sinnvoller Weg zu einer optima-

Outperformance der Minimum-Volatilitäts-Strategie



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, ck

len Anlage. «Um andere effiziente Portfolios zu berechnen, braucht es immer eine Renditeschätzung», begründet Zraggen. Zur Berechnung des Portfolios mit der geringsten Volatilität sind nur Schwankungen und Korrelationen nötig.

Zraggen begrüsst das wachsende Interesse an Methoden, die Wertschwankungen senken. Er rechnet weiterhin mit einer Zusatzrendite auf Aktien mit niedriger Volatilität und mit einer zusätzlichen Prämie für die Minimierung des Portfoliorisikos. Trotzdem fänden Portfolios mit wenig Risiko bei den allermeisten Privatanlegern keinen Gefallen: «Die Menschen werden sich nicht verändern. Sie glauben lieber an

tolle Geschichten und gieren nach grossen Gewinnen.» Der grösste Teil der Mittelzuflüsse in die Finanzmärkte werde weiter marktkapitalisiert investiert.

Mehr Aktien für die Vorsorge

Ab Herbst bietet OLZ Privatanlegern über verschiedene Banken an, ihre Vorsorgegelder in der Säule 3a mit einem Minimum-Volatilitäts-Ansatz zu investieren. «Dank geringerer Schwankungen gegenüber dem Markt kann man mit dem gleichen Risikobudget einen höheren Aktienanteil halten», sagt Zraggen. So wird die Säule-3a-Lösung 65% Aktien halten. Dabei

soll die Volatilität ähnlich hoch sein wie für ein Portfolio mit 40% an Aktien, die gemäss dem Gesamtmarkt gewichtet sind.

Homberger warnt: «Der Minimum-Volatilitäts-Ansatz hat eine hervorragende Historie und eine akademische Basis. Aber die gute Performance kann nicht für die Zukunft garantiert werden.» Über die letzten Jahre sei der Strategie besonders die Stabilität in Krisenzeiten zugute gekommen – beim Platzen der Internetblase 2000 und in der Finanzkrise 2008. Dagegen sei eine Überrendite in der Zukunft weniger wahrscheinlich, sagt Homberger. Ein Zeichen dafür sei, dass die risikoscheue Strategie im Verhältnis zum Ge-

samtmarkt teurer wurde. 1995 notierte ihr Kurs-Buch-Wert unter dem des Marktindex. Heute liegt die Bewertungsprämie 30% über dem Markt (vgl. Grafik links).

Dem Markt nicht überlegen

Homberger kritisiert, es würden Smart-Beta-Strategien als eine dem Marktindex überlegene Alternative angepriesen. Die Modelformel Smart Beta – dazu gehören neben Minimum-Volatilität etwa auch Value- und Small-Cap-Strategien – sei nur als Beimischung zum Portfolio zu empfehlen. «Die einzelnen Smart-Beta-Strategien funktionieren in bestimmten Marktphasen», erklärt er. «Investiert man in sie, nimmt man eine bestimmte Haltung zur Entwicklung dieser Strategien im Vergleich zum Index ein.»

Neben den Abweichungen vom Marktindex (vgl. Artikel unten) sind die Berechnungsmethoden der Anbieter sehr uneinheitlich. «Die Unterschiede liegen seit Jahresbeginn teilweise bei mehreren Prozenten», beobachtet Homberger. «Solch grosse Differenzen sieht man bei marktkapitalisierten Indizes nicht, weil es dort kaum Unterschiede in der Methodik der Portfoliokonstruktion gibt.»

Zraggen erklärt: «Nimmt man die Volatilität über drei oder über fünf Jahre, berechnet mit wöchentlichen oder mit monatlichen Daten, und verwendet man unterschiedliche Gewichtungsmethoden, ergibt das jeweils eine völlig andere Aktienauswahl.» Er sieht es als Vorteil, dass nicht alle Anleger in das gleiche Minimum-Volatilitäts-Portfolio investieren.

Wer Schwankungen im Portfolio nicht verträgt, für den sind Strategien, die das Risiko minimieren, weiter zu empfehlen. Eine Überrendite kann man für die nächsten Jahre aber nicht versprechen. Besonders in guten Börsenjahren wird ein normaler Marktindex wohl besser laufen.

Breite Auswahl

Auch in der Schweiz sind ETF (börsengehandelte Fonds) beliebt, die das Risiko bei der Titelauswahl berücksichtigen.

An der Schweizer Börse SIX gibt es an die dreissig solcher passiver Fonds. Sie unterscheiden sich nicht nur im Namen (vgl. Tabelle unten). Die Anbieter iShares und Ossiam basieren ihre Fonds auf dem minimierten Risiko eines Portfolios. Dabei werden nicht nur die Schwankungen der Einzeltitel, sondern auch die Gleichläufigkeit (Korrelation) der Titel berücksichtigt. Wenn also zwei Aktien entgegengesetzt laufen, hebt sich ihr Risiko auf Portfolioebene teilweise auf. Sie werden daher höher gewichtet, als es ihre jeweiligen Kurschwankungen nahelegen würden.

Ohne solche eine Portfoliooptimierung wählen andere Anbieter unter dem Namen Low Volatility die Aktien mit den geringsten Schwankungen aus. Der Anbieter Powershares vom Fondshaus Invesco selektiert aus den Titeln mit der höchsten Dividende diejenigen mit der niedrigsten Volatilität. Das ETF-Haus Source zielt mit seinem Equal-Risk-Fonds darauf ab, dass die Aktien einen gleich grossen Risikobeitrag zum Portfolio leisten: Ein hohes Kursrisiko führt zu einem kleineren Gewicht.

Risiko-ETF

An der Schweizer Börse gehandelte ETF mit Gewichtung nach Risiko

Anbieter	Strategienname	Aktienmärkte
iShares	Min. Volatility	Europa, EM, USA, Welt
Lyxor	Low Beta	Europa
Ossiam	Min. Variance	Europa, EM, USA, Welt
Powershares	High Div. Low Vol.	Europa, EM, USA
Source	Equal-Risk	Europa
SPDR	Low Volatility	Europa
UBS	Low Volatility	Europa, USA

EM = Schwellenländer Quelle: www.six-swiss-exchange.com/funds/explorer_de.html

Wer in niedriges Risiko investiert, geht eine Wette ein

Bei Investitionen in Minimum-Volatilitäts-Strategien können grosse Renditeunterschiede gegenüber dem Marktindex entstehen.

Laut Andreas Homberger von Hinder Asset Management sind Abweichungen von bis zu 10% möglich. Verantwortlich dafür sind die Gewichtungsdifferenzen zum Markt (vgl. Grafiken und Tabellen rechts).

Der Vermögensverwalter OLZ & Partners geht bei der Konstruktion seiner Portfolios ganz nach festen Regeln vor. Sie führen zu grossen Abweichungen vom Gesamtmarkt. «Verglichen mit dem MSCI World beträgt die Überlappung unseres Portfolios nur 11%», sagt Pius Zraggen von OLZ. «Im Gegensatz zum Marktindex haben wir so gut wie keine Finanzwerte im Portfolio», erklärt er. «Dazu hat man uns nach der Finanzkrise gratuliert – doch dafür haben wir ausser der Festsetzung der Regeln gar nichts getan.»

Die Abweichungen führen aber zu Verzerrungen gegenüber dem Markt. «Strategien mit minimaler Volatilität übergewichten konstruktionsbedingt implizit kleinkapitalisierte Werte im Vergleich zum Marktindex», sagt Andreas Homberger. So werden kleine Werte mit niedrigem Risiko hoch gewichtet.

Vergleicht man den Standardindex MSCI World mit dem darauf basierenden Minimum-Volatilitäts-Index, zeigen sich schon bei der Sektoraufteilung grosse Unterschiede (vgl. Grafik 1). **Risikante Titel finden sich gemäss der Untergewichtung in den Sektoren Finanzwesen, zyklischer Konsum, IT, Industrie und Energie.** Bevorzugt werden dagegen die Branchen Gesundheit, Basiskonsum, Telecom und Versorger. Bei den Einzeltiteln in der Minimum-Volatilitäts-Strategie wird der Computerkonzern Apple am stärksten unter-, der Nah-

rungskonzern General Mills am stärksten übergewichtet.

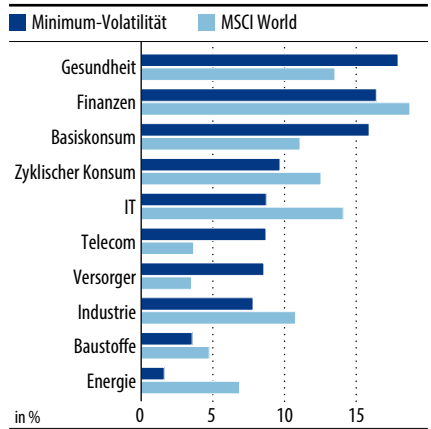
Ein ähnliches Bild bei der Sektorallokation zeigt sich in Europa (vgl. Grafik 2). Überraschenderweise liegt der Goldminenkonzern Randgold ganz vorne – dank der Kurshilfe durch einen steigenden Goldpreis. Hier zeigt sich auch die Tendenz in Richtung relativ kleiner Titel. So sind Sonova, Kühne + Nagel

und Swiss Prime Site aus der Schweiz stark übergewichtet. Dagegen wird der Grosskonzern Nestlé abgestraft.

Da es für die Schweiz keinen risikooptimierten MSCI-Index gibt, wird der Switzerland Low Volatility Index verwendet. Die Raiffeisen-Tochter 1741 Fund Management bietet einen Fonds auf Basis des Index an. In diesem Index sind die Abweichungen vom

Swiss Performance Index (SPI) extremer als auf europäischer Ebene. Titel mit stabiler Rendite wie Immobilienholdings und die Kantonbank BCV erhöhen ihre Gewichtung um ein Mehrfaches. Sie zählen zum Finanzsektor und führen zu der überraschend hohen Gewichtung dieser Branche (vgl. Grafik 3). **Die Gewichte der Grossbanken UBS und CS liegen jeweils unter 0,5%.**

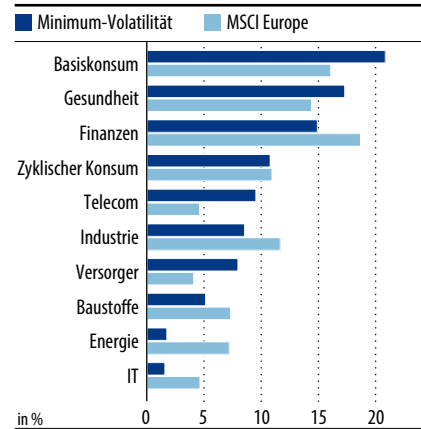
1 Sektorunterschiede Welt



Grösste Abweichungen Welt

Titel (Land)	Min.-Volatilität Anteil ¹	MSCI Welt Anteil ¹	Abweichung ²
Apple (US)	0,1	1,7	-1,6
General Mills (US)	1,5	0,1	1,3
The Southern Comp. (US)	1,4	0,2	1,3
Microsoft (US)	0	1,2	-1,2
Consolidated Edison (US)	1,2	0,1	1,1
Auto. Data Processing (US)	1,2	0,1	1,1
Paychex (US)	1,0	0,1	1,0
General Electric (US)	0	0,9	-0,9
Autzone (US)	1,0	0,1	0,9
Amazon.com (US)	0	0,9	-0,9

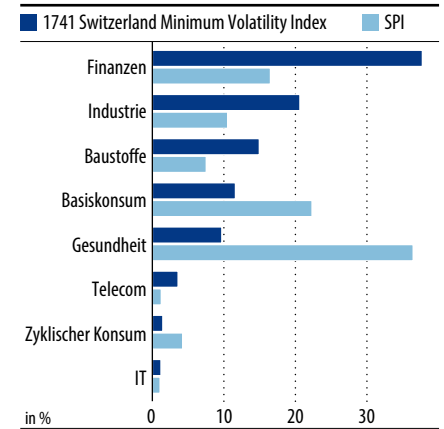
2 Sektorunterschiede Europa



Grösste Abweichungen Europa

Titel (Land)	Min.-Volatilität Anteil ¹	MSCI Europe Anteil ¹	Abweichung ²
Randgold (GB)	1,9	0,2	1,7
Nestlé (CH)	1,6	3,3	-1,7
Sonova (CH)	1,6	0,1	1,5
Endesa (ES)	1,5	0,1	1,4
Royal Dutch Shell (NL)	0	1,4	-1,4
Kühne + Nagel (CH)	1,5	0,1	1,4
Groupe Bruxelles Lambert (BE)	1,4	0,1	1,4
Swisscom (CH)	1,5	0,2	1,4
BP (GB)	0,1	1,4	-1,3
Swiss Prime Site (CH)	1,3	0,1	1,3

3 Sektorunterschiede Schweiz



Grösste Abweichungen Schweiz

Titel	Min.-Volatilität Anteil ¹	SPI Anteil ¹	Abweichung ²
Novartis	1,0	17,7	-16,7
Nestlé	5,4	20,5	-15,1
Roche	1,5	14,8	-13,3
PSP Swiss Property	10,4	0,3	10,1
Swiss Prime Site	8,6	0,5	8,1
Banque Cantonale Vaudoise	6,6	0,2	6,4
Baloise	4,5	0,4	4,0
Kühne + Nagel	4,6	0,6	3,9
Helvetia	4,0	0,3	3,7
UBS	0,4	3,8	-3,4