

# Harte Zeiten für risikoscheue Anleger

Wer in Indexfonds mit geringem Schwankungsrisiko investierte, erzielte lange Zeit bessere Renditen – doch dann kam Corona

LORENZ HONEGGER

Viele wichtige Theorien zur Beschreibung von Anlagerenditen basieren bis heute auf einem simplen Gesetz: Wer bereit ist, an der Börse mehr Risiko einzugehen, wird mit einer höheren Rendite belohnt. Es handelt sich um einen klassischen Trade-off. Doch schon in den siebziger Jahren stellten Finanzökonominnen diese Annahme infrage. Sie untersuchten Aktien mit tiefer und hoher Volatilität über mehrere Jahrzehnte und gelangten zu einem verblüffenden Fazit: Wer in Aktien mit tiefem Risiko investiert, fährt besser. Nicht nur ist der Investor besser geschützt vor starken Ausschlägen nach unten, er erzielt im Schnitt auch eine höhere Rendite. Ökonomen sprechen von einer der grössten, wenn nicht der grössten Anomalie der Finanzmärkte.

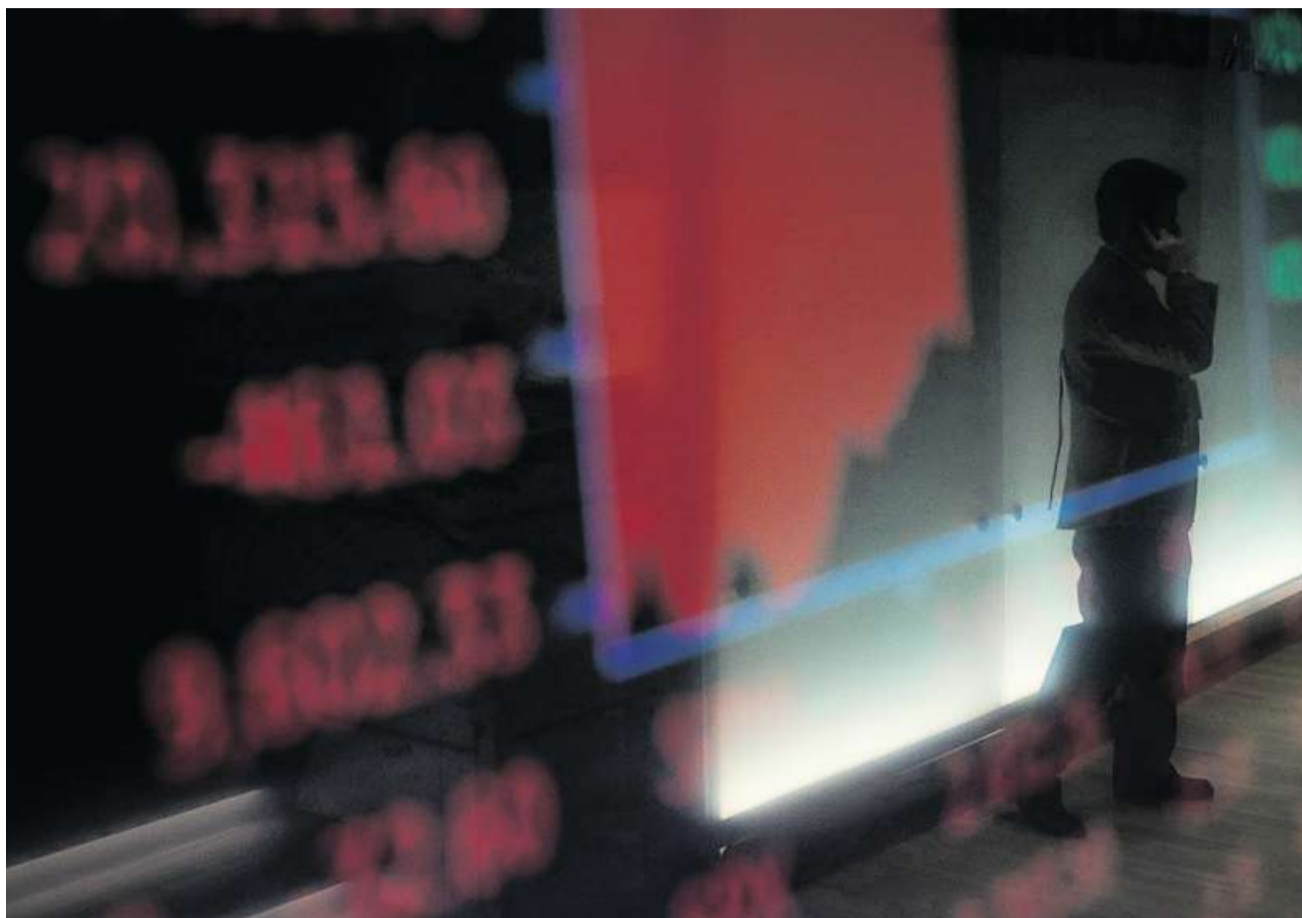
## Corona bringt Wende

Eine vielzitierte Studie aus dem «Financial Analysts Journal» aus dem Jahr 2011 illustriert die «Low-Volatility Anomaly» anhand eines Beispiels: Wer im Januar 1968 genau 1 \$ in ein Portfolio von US-Aktien der niedrigsten Volatilitätsstufe investierte und dieses nicht mehr anrührte, hatte etwas mehr als vier Jahrzehnte später teurerungsbereinigt \$ 10.12 in seinem Depot. Der gleiche Dollar in einem Portfolio mit der höchsten Volatilität schrumpfte – ebenfalls inflations-

Die Präferenz für risikoreiche Aktien könnte dazu führen, dass stark volatile Titel zu hoch bewertet sind.

bereinigt – auf unter 10 Cent. Wer also vergleichsweise aggressiv auf hoch volatile Titel setzte, wurde bitter bestraft. Der überraschende Effekt zeigte sich sowohl bei Unternehmen mit tiefer als auch hoher Marktkapitalisierung. «Es handelt sich um ein robustes historisches Muster», schrieben die Autoren.

Die Ursachen für diese in etlichen Studien beschriebene Anomalie sind bis



Die «Low Volatility» stellt eine bis jetzt nicht erklärbare Anomalie an den Finanzmärkten dar (New Yorker Börse). L. JACKSON / REUTERS

heute nicht geklärt. Die Autoren vermuten unter anderem, dass gewisse Marktteilnehmer ähnlich wie bei der Lotterie eine Präferenz für risikoreiche Aktien haben, was dazu führen könnte, dass stark volatile Titel zu hoch bewertet sind.

Wer sein Geld in Aktien mit tiefer Volatilität investieren will, hat seit der globalen Finanzkrise 2008 eine wachsende Zahl an börsengehandelten Indexfonds (ETF) zur Auswahl. Die Methoden zur Bildung der «Low Vol»-Portfolios sind unterschiedlich, die einfachste besteht darin, aus einem Marktindex jene Titel auszuwählen, welche die historisch tiefste Volatilität aufweisen.

Der grösste «Low Vol»-ETF wurde 2011 von Black Rock ins Leben gerufen und verwaltet derzeit Kundenvermögen in Höhe von mehr als 33 Mrd. \$. Der Fonds mit dem Tickersymbol USMV orientiert sich am MSCI-USA-Minimum-Volatilität-Index und gibt Aktien von Unternehmen aus defensiven Bran-

chen mit konstanten Dividendenzahlungen ein starkes Gewicht.

Bis vor kurzem hat sich diese Strategie ausgezahlt – die durchschnittlichen jährlichen Renditen fielen für Aktien mit tiefer Volatilität höher aus bei gleichzeitig geringerem Abwärtsrisiko. Dann kam die Corona-Pandemie, und mit ihr kamen starke Verwerfungen an den Finanzmärkten.

## Ein temporärer Aussetzer?

Wer diesen Frühling in Indexfonds mit tiefer Volatilität investiert hatte, hätte eigentlich erwartet, weniger stark von den Kursstürzen betroffen zu sein. Doch die «Low Volatility»-Portfolios sackten im März überraschenderweise genauso stark ab wie der breite Markt und konnten nach den historischen Interventionen der Notenbanken nicht im selben Ausmass von der starken, besonders von Technologieaktien getriebenen Erholung der Börsen profitieren. Bis heute

bleibt der MSCI-USA-Minimum-Volatilität-Index gegenüber Anfang Jahr hinter dem Mutterindex MSCI USA zurück.

Für Anleger lautet nun die grosse Frage, ob die vielleicht grösste Anomalie der Finanzmärkte damit der Vergangenheit angehört oder ob es sich nur um einen temporären Aussetzer handelt.

Für Manuel Ammann, Finanzprofessor an der Universität St. Gallen, hat die Corona-Krise gezeigt, dass «Low Volatility»-Strategien keine sichere Sache sind – was laut ihm aber nicht bedeutet, dass diese künftig nicht mehr funktionieren. «Märkte können sich verändern, Anomalien aber auch verschwinden», sagt Ammann.

So ist es laut Ammann beispielsweise vorstellbar, dass künftig aufgrund einer erhöhten Nachfrage nach Aktien mit tiefer Volatilität die Preise der entsprechenden Titel stark ansteigen und dadurch das Potenzial für künftige Renditen erodiert. Genauso wäre es jedoch möglich,

dass sich bei einem Ende des Booms von Technologieaktien die Erfolgsgeschichte von «Low Volatility» als Renditefaktor fortsetze. «Die Situation ist komplex, ich warne vor allzu einfachen Ideen. Wer denkt, den Weg zur sicheren Überrendite gefunden zu haben, wird oft eine grosse Diskrepanz zu empirischen Studien feststellen.» Es gebe in der wissenschaftlichen Literatur mittlerweile 350 beschriebene Rendite-Faktoren, die jedoch oftmals dasselbe massen wie bestehende Faktoren. Was ein echter Faktor sei, sei schwer zu sagen.

Für Heinz Zimmermann, Professor für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel, müssen die Fondsanbieter über die Bücher gehen. «Wenn ich in einen ETF mit tiefer Volatilität investiere, dann will ich eine tiefe Volatilität. Die jüngsten Entwicklungen gehen schon an die Substanz dieser Fonds.»

## Auch Volatilität ist volatil

Aus Sicht von Zimmermann besteht die Hauptproblematik von «Low Volatility»-Strategien darin, dass die Volatilität über die Zeit nicht konstant ist. Anders ausgedrückt: Auch das Niveau der Volatilität ist volatil. So habe der Einbruch an der Börse im Frühling zu einem dramatischen Anstieg der Volatilität geführt, der aber nicht temporär sei, sondern als Schock die Schwankungsbreite an den Finanzmärkten dauerhaft verändere. Das habe zur Folge, dass historisch

«Die Situation ist komplex, ich warne vor allzu einfachen Ideen.»

Manuel Ammann  
Finanzprofessor  
an der Universität St. Gallen

risikoarme Titel in einem «Low Volatility»-Portfolio plötzlich nicht mehr die gewünschten Eigenschaften aufwiesen. Die meisten Fonds seien nicht auf persistente Volatilitätsschocks ausgerichtet. Er rate Portfoliomanagern deshalb, einen weiteren Filter in ihre Fonds einzubauen, um jene Aktien zu identifizieren, welche auch beim Auftreten von Volatilitätsschocks robust blieben.

# Hypotheken sind im Herbst wieder extrem günstig

Während gewisse Anbieter für Immobilienfinanzierungen nahe an der Schmerzgrenze sind, gibt es bei anderen noch Spielraum nach unten

MICHAEL SCHÄFER

Für Hauskäufer herrscht derzeit ein Umfeld mit unterschiedlichen Vorzeichen. Auf der einen Seite stellen hohe Immobilienpreise und anspruchsvolle Anforderungen seitens der Hypothekgeber für viele Haushalte hohe Hürden dar. Auf der anderen Seite sind äusserst günstige Finanzierungsbedingungen ein gewichtiges Argument für den Erwerb eines Eigenheims. Und auch wenn der Markt sich seit knapp einem Jahr tendenziell in einer Seitwärtsbewegung auf denkbar tiefem Niveau befindet, können Hypotheknehmer mit ihren Entscheidungen viel Geld sparen oder verschenken.

## Kurzer Anstieg wegen Corona

Generell kommt den Hauskäufern entgegen, dass die Hypothekzinsen seit rund sechs Monaten zurückgefallen sind. Durch den ruckartigen Anstieg in den Corona-bedingt turbulenten Wochen an den Finanzmärkten war der durchschnittliche Richtzins für zehnjährige Festhypotheken laut dem Vergleichsportal Comparis im März auf 1,19% angestiegen. Ende Juni lag dieser Wert

wieder bei 1,11% und Ende September bei 1,05%. Die Differenz zum bisherigen Tiefststand bei 0,99% ist damit deutlich geschrumpft.

Festhypotheken mit kürzeren Laufzeiten sind ebenfalls günstiger geworden, auch wenn dort der Rückgang etwas weniger deutlich ausfällt. Bei fünfjährigen Laufzeiten beträgt der durchschnittliche Richtwert derzeit 0,91% (vor drei Monaten: 0,95%) und bei zweijährigen 0,86% (0,89%).

## Werbung mit «Topkonditionen»

Es gilt als ausgemacht, dass die Zinsen wegen der geldpolitischen Grosswetterlage noch längere Zeit auf dem äusserst niedrigen Niveau verharren werden. Bei etlichen Kreditgebern, die beispielsweise zehnjährige Hypotheken für rund 1,3% offerieren, gibt es aber noch einige Luft nach unten.

Weniger der Fall ist das bei den günstigsten Anbietern. Bei Hypothekenplattformen wie Hypoplus, Hypothek.ch, Key4 by UBS, Moneypark oder Valuu lassen sich die «Topkonditionen» für verschiedene Laufzeiten abrufen. Diese Zinssätze sind abschlussfähig, wenn gewisse Voraussetzungen

erfüllt sind, etwa bezüglich der Kredithöhe oder der Bonität des Kunden.

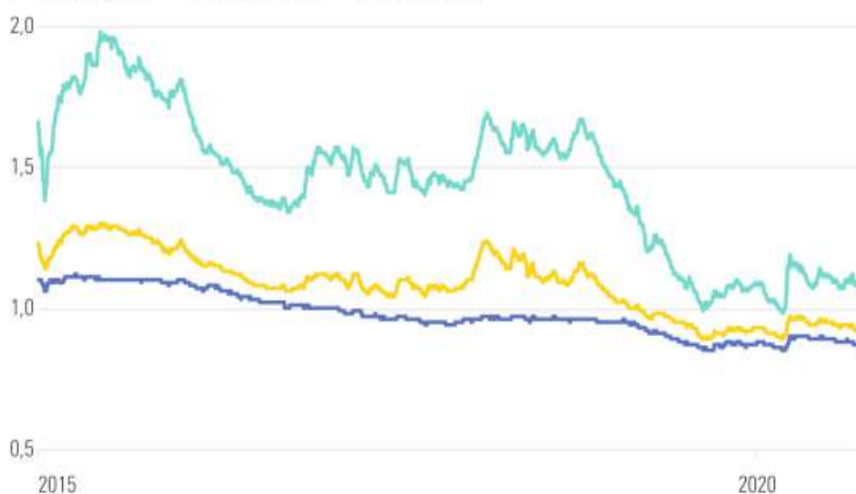
Auch bei diesen «Topkonditionen» zeigen sich gewisse Unterschiede, da

die Plattformen zwar mit einer grossen Zahl von Hypothekgebern zusammenarbeiten, aber nicht immer mit den gleichen. Besonders günstig sind diese

## Hypozinsen setzen ihren Sinkflug fort

Durchschnittliche Richtsätze der Anbieter, in %

2 Jahre fest 5 Jahre fest 10 Jahre fest



QUELLE: COMPARIS

NZZ / msl

## Banken wollen verdienen

Bei diesen Angeboten ist ein markantes Absinken der Zinssätze sehr unwahrscheinlich. Da die Banken in der Regel zu null verzinsten Spargeldern zur Refinanzierung der Hypotheken verwenden, ist für sie der Spielraum relativ gering, wenn sie noch etwas verdienen wollen. Wenig überraschend finden sich Banken nur selten unter den günstigsten Anbietern und wenn, dann eher bei kürzeren Laufzeiten.

Besser sieht es für alternative Anbieter wie Pensionskassen, Versicherer oder Anlagestiftungen aus. Für sie stellen Kredite eine Form der Geldanlage dar. Wenn die Alternative zur Vergabe einer Hypothek darin besteht, Gelder zu einem Zins von -0,75% anzulegen, ist ihre Schmerzgrenze noch lange nicht erreicht.