

Risikokontrollierte Partizipation am Aktienmarkt:

Volatility Control

Wie lässt sich die Aktienquote dynamisch und regelgebunden steuern, um eine risikokontrollierte Partizipation am Aktienmarkt zu erzielen – um also einerseits signifikant vom langfristigen Renditepotenzial des Aktienmarktes zu profitieren und andererseits größere Aktienmarkt-Drawdowns deutlich abzufedern? Dieser Beitrag beschreibt dazu das Volatility-Control-Prinzip, das sich bei der Herangehensweise deutlich von prognosebasierten Ansätzen („Market Timing“) sowie auch von risikobudgetbasierten Ansätzen („Wertsicherung“) unterscheidet.

Low-Volatility-Effekte

Wertpapieranlagen, die höhere (nichtdiversifizierbare) Risiken aufweisen, sollten bei Übernahme dieser Risiken auch höhere erwartete Renditen bieten – so zumindest die zentrale Erkenntnis der gängigen Kapitalmarkttheorien. Eine bekannte empirische Ausnahme bei diesem theoretischen Zusammenhang ist die Low-Volatility-Anomalie, die sich auf den Querschnittsvergleich von Einzelaktien bezieht: Aktien mit hoher Volatilität (oder alternativ z. B. mit hohem Marktbeta) haben empirisch keine entsprechend höheren, sondern sogar niedrigere Renditen als Aktien mit geringer Volatilität.

Low-Volatility-Aktien haben folglich durch ihr geringeres Risiko und die höhere mittlere Rendite ein deutlich überlegenes Rendite-Risiko-Verhältnis, z. B. gemessen durch ihre Sharpe-Ratio (siehe zu dieser Low-Risk-Anomalie auch das [Portfolio Journal 02-2020](#)).

Bei der Volatility-Control-Strategie geht es im Folgenden nun ebenfalls um den Zusammenhang zwischen Volatilität und Rendite, aber nicht im Querschnitt von Einzelaktien, sondern in einer Zeitreihenbetrachtung des Gesamtaktienmarkts.

Volatility Clustering und die Steuerung der Aktienquote

Ein bekanntes Phänomen der Aktienmarktvolatilität ist das „Volatility Clustering“: Wie Abbildung 1 am Beispiel des EuroStoxx 50 illustriert, schwankt die Volatilität des Aktienmarktes im Zeitverlauf, wobei ruhige und turbulente Perioden oftmals einige Zeit andauern und dann nach und nach ineinander übergehen. Die Volatilität des nächsten Monats lässt sich deshalb vergleichsweise gut statistisch prognostizieren, z. B. einfach durch die realisierte Volatilität des aktuellen Monats.



Dr. Christoph Heumann

Dr. Christoph Heumann leitet seit 2019 das Research und die Produktentwicklung bei der HanseMercur Trust AG.

Er hält einen Dokortitel von der Universität Mannheim und ist seit 2007 im institutionellen Asset Management tätig. Frühere Stationen waren das Bankhaus Metzler, die Helaba Invest und die Berenberg Bank.

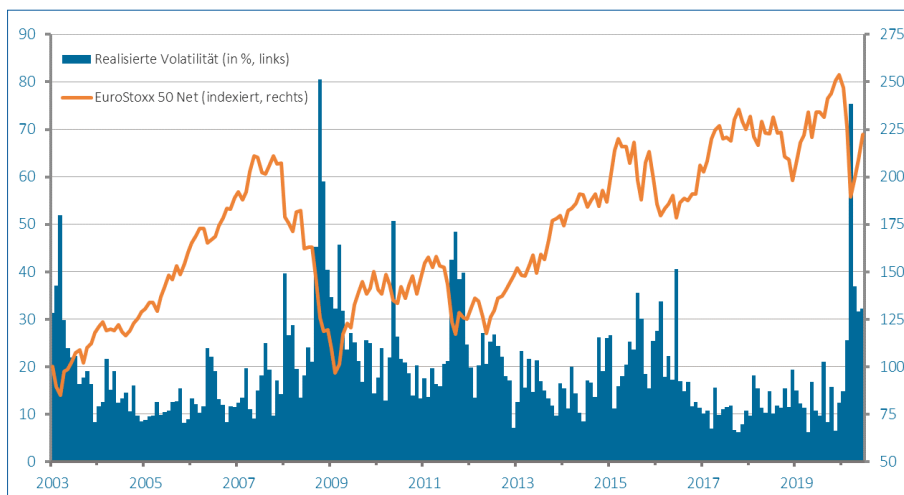


Abbildung 1: realisierte Volatilität auf Basis der täglichen Renditen in einzelnen Kalendermonaten in Prozent (linke Achse) und indexierte Wertentwicklung (rechte Achse) des EuroStoxx-50-Net-Return-Index. Zeitraum: 01.01.2003–30.06.2020. Datenquelle: Bloomberg; Berechnung: HanseMercur Trust.

Volatility Clustering ist an sich schon ein bedeutsamer Sachverhalt, der insbesondere Buy-and-Hold-Anlagestrategien infrage stellt. Denn eine schwankende Aktienmarktvolatilität bei im Wesentlichen statischer Aktienquote bedeutet ein im Zeitverlauf schwankendes Anlagerisiko für den Anleger (die Frage nach dem „besten“ Risikomaß hin oder her). Aber warum sollte ein Anleger derart starke Schwankungen seines Anlagerisikos hinnehmen, wie sie Abbildung 1 bei der Volatilität illustriert?

Da man die Aktienmarktvolatilität gut prognostizieren und die Aktienquote mit Aktienindex-Futures kostengünstig steuern kann, lässt sich durch eine dynamische Strategie – welche die Aktienquote bei steigender Volatilität reduziert und bei sinkender Volatilität erhöht – das Anlagerisiko im Zeitverlauf regelbasiert stabilisieren. Genau das ist das Grundprinzip von Volatility-Control-Strategien, die mitunter auch als „Volatility-Scaling-Strategien“ oder „Volatility-Managed Portfolios“ bezeichnet werden (oder wenn ein explizit spezifiziertes Volatilitätsniveau angestrebt wird auch als „Target-Volatility-Strategien“).

Performancecharakteristik

Ein weiterer stilisierter Fakt des Aktienmarkts ist die negative Korrelation zwischen Volatilität und Marktentwicklung: Vor allem in Phasen mit stark fallenden Aktienkursen ist die Volatilität sehr hoch. Da sich hochvolatile Phasen wegen des Volatility-Clustering-Effektes antizipieren lassen, haben Volatility-Control-Strategien die Aktienquote in turbulenten Marktphasen meist schon deutlich reduziert und können größere Aktienmarkt-Drawdowns somit erheblich abmildern. Im Gegenzug sind Volatility-Control-Strategien aber auch bei der einsetzenden Markterholung meist noch defensiv positioniert

und partizipieren zu Beginn der Erholung nur wenig. Erst wenn sich im Laufe der Zeit die Aktienmarktvolatilität wieder normalisiert, erhöhen die Strategien die Aktienquote und laufen dann auch wieder stärker synchron mit der Entwicklung des Aktienmarktes.

Dass Volatility-Control-Strategien das Anlagerisiko im Zeitverlauf stabilisieren und große Drawdowns abschwächen, ist per se für viele Anleger bereits ein nutzenstiftender Effekt. Es bleibt aber natürlich noch die Frage nach den Auswirkungen auf die Rendite.

Für Aufsehen hat hierzu die Studie „Volatility-Managed Portfolios“ von Moreira und Muir gesorgt.¹ Die Autoren zeigen, dass Volatility-Control-Strategien historisch eine (risikoadjustierte) Outperformance gegenüber Buy-and-Hold-Investments am Aktienmarkt erzielen konnten. Die Ergebnisse halten dabei auch diversen Robustheitstests stand (z. B. einer Analyse unterschiedlicher Länder und unter Berücksichtigung von Transaktionskosten).

Die Intuition für die risikoadjustierte Outperformance von Volatility-Control-Strategien liefert Abbildung 2, die auf dem US-Aktienmarkt und einer Historie von 1925 bis 2015 basiert. Die Abbildung sortiert die einzelnen Monate der Historie nach den realisierten Volatilitäten in fünf Gruppen – von den 20 Prozent der Monate mit der niedrigsten Volatilität bis zu den 20 Prozent mit der höchsten – und stellt für diese fünf Gruppen die durchschnittliche annualisierte Rendite und die durchschnittliche realisierte Volatilität aus den jeweiligen Folgemonaten dar.

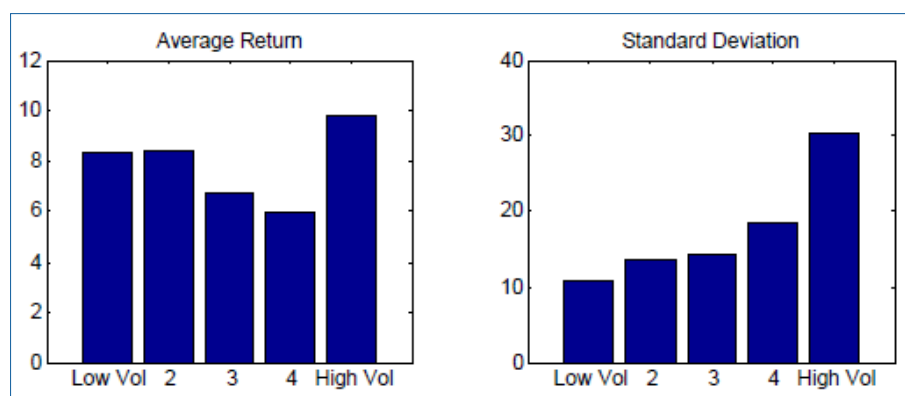


Abbildung 2: durchschnittliche annualisierte Rendite und durchschnittliche realisierte Volatilität für Monate, die anhand der Volatilität des Vormonats in fünf Gruppen sortiert sind. US-Aktienmarkt von 1925 bis 2015. Quelle: Moreira und Muir (2017), Abb. 1.

¹ Vgl. Moreira, A., Muir, T. (2017): Volatility-Managed Portfolios. *Journal of Finance*, 72, 1611–1644. Eine frühere Studie mit sehr ähnlichen Ergebnissen ist Fleming, J., Kirby, C., Ostdiek, B. (2001): The Economic Value of Volatility Timing, *Journal of Finance*, 56, 329–352.

Das rechte Bild in Abbildung 2 bestätigt den Volatility-Clustering-Effekt: Auf Monate mit niedriger Volatilität folgen im Schnitt welche mit ebenfalls niedriger Volatilität. Dieser Zusammenhang gilt auch entsprechend für die anderen Volatilitätsniveaus. Das linke Bild prüft die mittleren Renditen und zeigt dabei einen „Low-Volatility-Effekt in der Zeitreihenbetrachtung“: Höhere Volatilitätsniveaus gehen nicht mit systematisch höheren Renditen einher.

In den volatilsten Monaten ist die durchschnittliche Rendite zwar durchaus etwas höher als in den wenig volatilen Monaten, aber längst nicht in dem Ausmaß, wie sich die Volatilitäten selbst unterscheiden. Und in Monaten mit mittlerer Volatilität ist die durchschnittliche Rendite sogar geringer als bei niedriger Volatilität.

Mit anderen Worten: In ruhigen Marktphasen wird die Übernahme des Aktienmarktrisikos empirisch besser entlohnt als in turbulenten Marktphasen. Und da Volatility-Control-Strategien in ruhigen Marktphasen stärker investiert sind als in turbulenten, haben sie nicht nur ein stabileres Risikoprofil und geringere Drawdowns als ein Buy-and-Hold-Investment, sondern zusätzlich einen risikoadjustierten Renditevorteil.

Von der Theorie (bzw. Empirie) zur Praxis

Zum Transfer der beschriebenen Zusammenhänge in einen konkreten Investmentfonds sind – wie bei jeder Anlagestrategie – eine Reihe von Praxisfragen zu beantworten, zum Beispiel:

- Welches „strategische“ Rendite-Risiko-Profil wird insgesamt angestrebt? Geht man beim Einsatz einer Volatility-Control-Strategie von einem offensiven Profil aus (z. B. 100 Prozent Aktienindex) oder von einem ausgewogenen Profil (z. B. 50 Prozent Aktien, 50 Prozent Geldmarkt)?
- Wie schätzt man die Inputvariablen, z. B. Nutzung impliziter Volatilitäten (falls verfügbar) oder Volatilitätsschätzung über statistische Zeitreihenverfahren, und wie parametrisiert man die Dynamik der Aktienquote (z. B. in welcher Bandbreite soll sich die Aktienquote bewegen)?
- Welche weiteren Strategieelemente und Renditequellen können sinnvoll genutzt werden? Die Volatility-Control-Steuerung der Aktienquote kann z. B. durchaus kombiniert werden mit taktischen Marktprognosen. Da man die Steuerung der Aktienquote typischerweise über Aktienindex-Futures umsetzt, kann der Großteil der liquiden Mittel des Fonds zudem in Einzelaktien investiert werden, wobei natürlich aktive Selektionsstrategien genutzt werden können.

Für diese und weitere Praxisfragen gibt es keine Pauschalantworten. Wichtig ist es aber immer, das „Big Picture“ im Blick zu behalten: Einen großen nutzenstiftenden Effekt erzielen Volatility-Control-Strategien durch die Stabilisierung des Anlagerisikos im Zeitverlauf und durch die Abfederung größerer Aktienmarkt-Drawdowns – also durch die aktive Gestaltung des Risikoprofils. Insofern ergibt es Sinn, die gesamte Ausgestaltung einer konkreten Volatility-Control-Strategie auch immer auf das übergeordnete Ziel einer „risikokontrollierten Partizipation am Aktienmarkt“ auszurichten.

Fondsporträt:

HMT Euro Aktien VolControl

Aktienfonds-ISIN: DE000A2PS188 (Anteilklasse I)

Das Ziel des HMT Euro Aktien VolControl ist eine risikokontrollierte Partizipation am Aktienmarkt des Euroraums: Der Fonds soll zu zwei Dritteln an Aufwärtsphasen des Aktienmarktes partizipieren, aber nur zu einem Drittel in Abwärtsphasen.

Der Fonds steuert die Aktienmarktallokation dynamisch nach dem Volatility-Control-Prinzip und ist in ruhigen Marktphasen stärker investiert und in turbulenten Marktphasen defensiv positioniert. Dadurch kann der Fonds die größeren Aktienmarkt-Drawdowns systematisch abfedern. Bei der Selektion der Einzelaktien setzt der Fonds auf die Low-Volatility-Prämie, die das Rendite-Risiko-Profil zusätzlich verbessert.

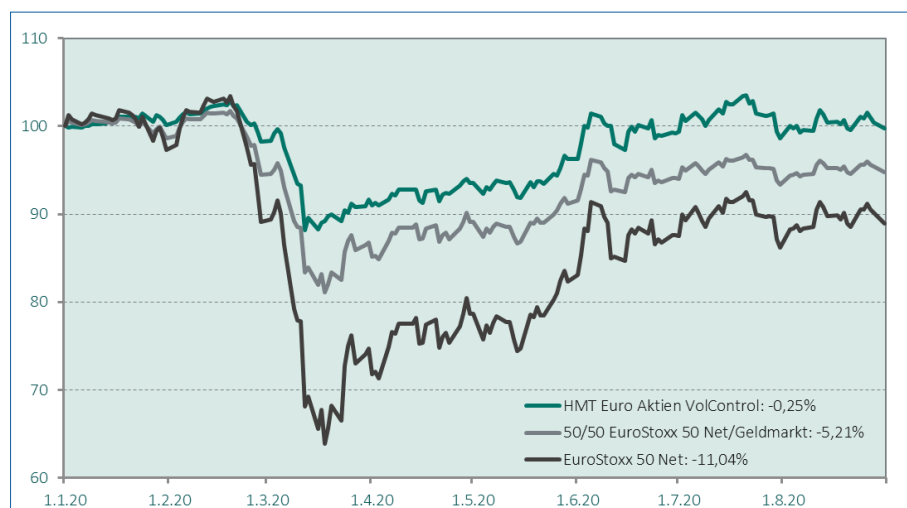


Abbildung 3: indizierte Wertentwicklung des HMT Euro Aktien VolControl im Vergleich zum EuroStoxx-50-Net-Return-Index. Zeitraum: 01.01.2020–31.08.2020. Datenquelle: Bloomberg; Berechnung: HanseMercur Trust.

Der HMT Euro Aktien VolControl hat sich im Coronacrash durchaus bewährt: Während der EuroStoxx 50 innerhalb von nur vier Wochen über 38 Prozent verlor, konnte der Fonds den Drawdown auf rund 14 Prozent begrenzen. Die Abfederung größerer Drawdowns hat also auch im „schnellsten Aktienmarkt-Drawdown der Geschichte“ funktioniert.

Aber auch während der anschließenden Markterholung hat sich der Fonds gut entwickelt und an den Kurssteigerungen des EuroStoxx nach und nach partizipiert. Ende August lag der HMT Euro Aktien VolControl damit seit Jahresanfang wieder bei plus/minus null, während der Aktienmarkt noch mit gut zehn Prozent im Minus notierte.

Über HanseMercur Trust

Die HanseMercur Trust AG ist ein hundertprozentiges Tochterunternehmen der HanseMercur-Gruppe und steht für hanseatische Kaufmannstradition und innovative Asset-Management-Lösungen.

Wir verwalten rund acht Milliarden Euro Kapitalanlagen für die HanseMercur-Versicherungsgesellschaften und managen weitere zwei Milliarden Euro in maßgeschneiderten Spezialfonds für institutionelle Drittkunden und in Publikumsfonds.

Beim Asset-Management für Drittkunden sind wir spezialisiert auf Absolute-Return- und Wertsicherungsstrategien sowie auf ausgewählte Lösungen in den Bereichen Nachhaltigkeit und Risikomanagement.