

# Dem Schreckgespenst Volatilität den Schrecken nehmen

In der heutigen Welt, die von schwachem Wachstum und hoher Volatilität geprägt ist, verlagert sich der Fokus von maximalen Renditen zu stabilen Renditen. Langfristige Bargeldanlagen zum Vermeiden von Volatilität (die finanzielle Entsprechung dazu, sich unter der Bettdecke zu verkriechen) sind für die Erreichung langfristiger Ziele nachteilig



Von Christian Trixl, Executive Director Columbia Threadneedle Investments

Unter einem Schreckgespenst versteht man laut Duden «jemanden, der Angst und Schrecken hervorruft, der als schrecklich empfunden wird» oder «etwas, was als Bedrohung empfunden wird, woran mit Schrecken gedacht wird». Das Schreckgespenst hat, wie so manches Fabelwesen, keine bestimmte Gestalt, und die Vorstellung von ihm kann sich von Familie zu Familie innerhalb einer Gesellschaft stark unterscheiden. Oft verkörpern derartige Wesen in der Vorstellung eines Erwachsenen oder eines Kindes einfach nur eine unspezifische Bedrohung. Im angelsächsischen Raum ist der «Bogeyman» eine bekannte Schreckfigur. Verschiedene Kulturen haben verschiedene Namen und physische Darstellungen für den «Bogeyman», und Anleger sind da nicht anders. Es gibt schreckliche Monster, bei denen wir fürchten, dass sie unsere Portfolios zerstören. Das schrecklichste davon bezeichnen wir als Volatilität. Während der «Bogeyman» nur eine mythische Figur ist (oder zu-

mindest hoffe ich das), ist die Volatilität real und kann enorme Schäden anrichten. Um verstehen zu können, warum Anleger sich mit der Volatilität so schwer tun, sollten wir zunächst drei Arten kognitiver Verzerrung definieren, die im heutigen Anlageumfeld auftreten:

1. *Rezenzeffekt* – Sachverhalte, auf die wir erst kürzlich aufmerksam geworden sind, unabhängig davon, wie lange sie schon bekannt sind, scheinen plötzlich mit unwahrscheinlicher Häufigkeit aufzutreten.
2. *Negativ-Verzerrung* – Wir neigen dazu, uns stärker an unangenehme als an positive Erlebnisse zu erinnern.
3. *Verlustaversion* – Unsere Unzufriedenheit, wenn wir Geld zu verlieren, ist tendenziell grösser als die Befriedigung, wenn wir Geld verdienen.

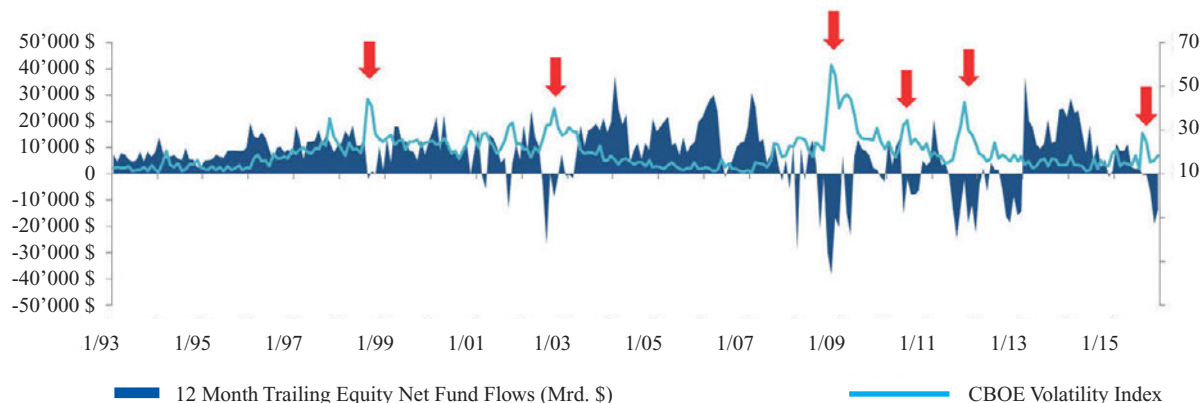
Das Volatilitätsniveau unterliegt starken Schwankungen und das Gleiche gilt für die Ängste und Panikverkäufe der Anleger – sie nehmen zu, wenn auch

die Volatilität zunimmt und schwinden, wenn sie fällt. Aktuelle Studien weisen darauf hin, dass die Demographie eine wichtige Rolle bei Panikverkäufen spielt. Bei Menschen, die sich dem Rentenalter nähern, kann die Aussicht auf einen grossen finanziellen Verlust (20 bis 30%) einen viel stärkeren Effekt auf das Wohlbefinden haben. Vermögenserhaltungsinstinkte werden viel früher wach als bei jüngeren (und typischerweise weniger wohlhabenden) Sparern.

Tatsächlich ist es so, dass es wenig Chancen auf Renditen ohne Volatilität gibt. Daher ist der «Bogeyman-Effekt» infolge einer Entscheidung für langfristige Bargeldanlagen zum Vermeiden von Volatilität (die finanzielle Entsprechung dazu, sich unter der Bettdecke zu verkriechen), wie erwähnt, für das Erreichen langfristiger Ziele nachteilig. Dieser Effekt tritt besonders stark während Phasen erhöhter Volatilität auf. Die hohe Volatilität in den Jahren 2008 und 2009 führte gleichzeitig zu einem deutlichen Rückzug aus langfristigen Anlagefonds. Weniger deutliche Auswirkungen sieht man, wenn man die Zeiträume 2001 bis 2003 und 2011 bis 2012 vergleicht. Umgekehrt nahmen die Mittelflüsse wieder zu, als die Volatilität wieder ein «normales» Mass erreichte. Das beobachtete Anlegerverhalten entspricht den drei Arten kognitiver Verzerrung.

Das geopolitische Risiko ist allgegenwärtig – und scheint tatsächlich zu eskalieren. Die Reaktion der Märkte auf geopolitische Spannungen unterscheidet sich jedoch ganz wesentlich von menschlichen Verhaltensweisen in vergleichbaren Situationen. Wir berücksichtigen drei Faktoren, wenn wir der Frage nachgehen, wann sich diese Spannungen an den Märkten bemerkbar machen: Ist eine Supermacht involviert und besteht die Gefahr eines

## Anleger treffen in Phasen hoher Marktvolatilität Anlageentscheidungen oft zum falschen Zeitpunkt



Quelle: Morningstar Direct, Bloomberg und Columbia Threadneedle Investments. Nettokapitalströme bei Aktienfonds von Morningstar Direct über die vergangenen 12 Monate. Darstellung aller offenen internationalen und US-Aktienfonds ohne Dachfonds (monatliche Daten) zum 31. Dezember 2015.

bewaffneten Konflikts? Geht es um Öl? Und ist das globale Finanzsystem bedroht? Ereignisse, die diese Kriterien nicht erfüllen, können zwar menschliche Tragödien nach sich ziehen, eine Überreaktion der Märkte bleibt jedoch normalerweise aus. Als Anleger müssen wir differenzieren: Es gibt geopolitische Risiken, die kurzfristig für Volatilität sorgen, und solche, die einen Richtungswechsel der Märkte zur Folge haben, wenn feststeht, dass einer oder mehrere dieser drei Faktoren involviert sind.

Anleger müssen verstehen, dass eine positive Rendite allein nicht ausreicht, wenn dafür zu viele Unsicherheiten in Kauf genommen werden müssen. Bei volatilen Märkten verhalten sich die Anleger oft nicht angemessen. Da sie emotional reagieren, verkaufen und kaufen sie zum falschen Zeitpunkt. Auch viele Bereiche des Rentenmarkts sind meines Erachtens nicht besonders günstig bewertet. In einigen erhalten Anleger noch Zinsen, die allerdings nicht gerade üppig ausfallen, doch wenigstens dürfte die Volatilität niedriger sein.

Die Frage, die sich die Anleger in Anbetracht dieses schwierigen Umfelds stellen sollten, lautet nicht «Wie kann ich möglichst hohe Renditen erzielen?», sondern «Wie kann ich möglichst beständige Renditen erzielen?».

Meiner Ansicht nach wird die Volatilität in den kommenden 10 Jahren durchschnittlich höher sein als in den

vergangenen 10 Jahren. Dabei wird die Häufigkeit temporärer Ausreisser zunehmen, da das nachhaltige Wirtschaftswachstum strukturell niedriger und die geopolitischen Risiken höher als jemals zuvor seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs sein werden. Niedriges Wachstum führt zu Unsicherheit, und aufgrund von Verlustaversion werden die Anleger befürchten, dass ein einziges Wirtschaftsunglück oder geopolitisches Ereignis ausreicht, um ein Nullwachstum oder eine Rezession auszulösen. Durch die Fokussierung auf das Negative werden sich die «Ausreisser»-Reaktionen auf ereignisbedingte geopolitische Nachrichten tendenziell verschärfen, und das Schreckgespenst der Volatilität wird öfter herumspuken. Unter der Annahme, dass bestimmte Verhaltensmuster weiter bestehen, ist davon auszugehen, dass die Renditen der Anleger enttäuschend ausfallen werden, unabhängig von den insgesamt auf den Märkten generierten Renditen. Schuld daran ist der «Bogeyman»-Effekt.

Um diesen Effekt zu reduzieren, müssen wir unsere Aufmerksamkeit auf die Portfoliogestaltung und ein besseres Verständnis von Diversifizierung richten. Ich gehe davon aus, dass die höchsten Gewinne in den nächsten 10 Jahren mit Aktien zu erzielen sind. Allerdings ist hier auch die Volatilität am höchsten. Viele Tools zur optimalen Portfoliogestaltung arbeiten mit einer durchschnittlichen historischen Volatilität,

die geringer sein dürfte, als die Volatilität, mit der die Anleger konfrontiert sein werden. Das Schreckgespenst erscheint, wenn sich die Volatilität einzelner Anlageklassen erhöht und vermehrt Kreuzkorrelationen auftreten. Diese Kombination führt zu einem Anstieg der gesamten Volatilität des Portfolios, der die Erwartungen weit übersteigt.

Diversifizierung soll Anleger gegen Volatilität schützen, aber wo liegt der Sinn darin, viele Anlagen zu besitzen, wenn das Schreckgespenst der Volatilität nicht richtig eingeschätzt wurde? Die Sortino Ratio, bei der zwischen erhöhter und üblicher Volatilität unterschieden wird, sollte häufiger zum Einsatz kommen.

Am wichtigsten ist, dass die Portfoliozusammensetzung die verhaltensbezogenen Risiko/Rendite-Abwägungen der Anleger angemessen widerspiegelt. Dabei sollte stets bedacht werden, dass Anleger nicht lange genug investiert bleiben, um Renditen zu erzielen, wenn die Risikotoleranz nicht richtig eingeschätzt wurde. In einem Umfeld mit geringem Wachstum und hoher Volatilität liegt der Fokus eher auf stabilen als auf maximalen Renditen. Auch wenn die Volatilität ein typisches Merkmal der Finanzmärkte ist, könnte sie ihren Schrecken verlieren, wenn die Portfolios mit diesem Wissen aufgebaut würden.

*christian.trixl@  
columbiathreadneedle.com  
www.columbiathreadneedle.com*