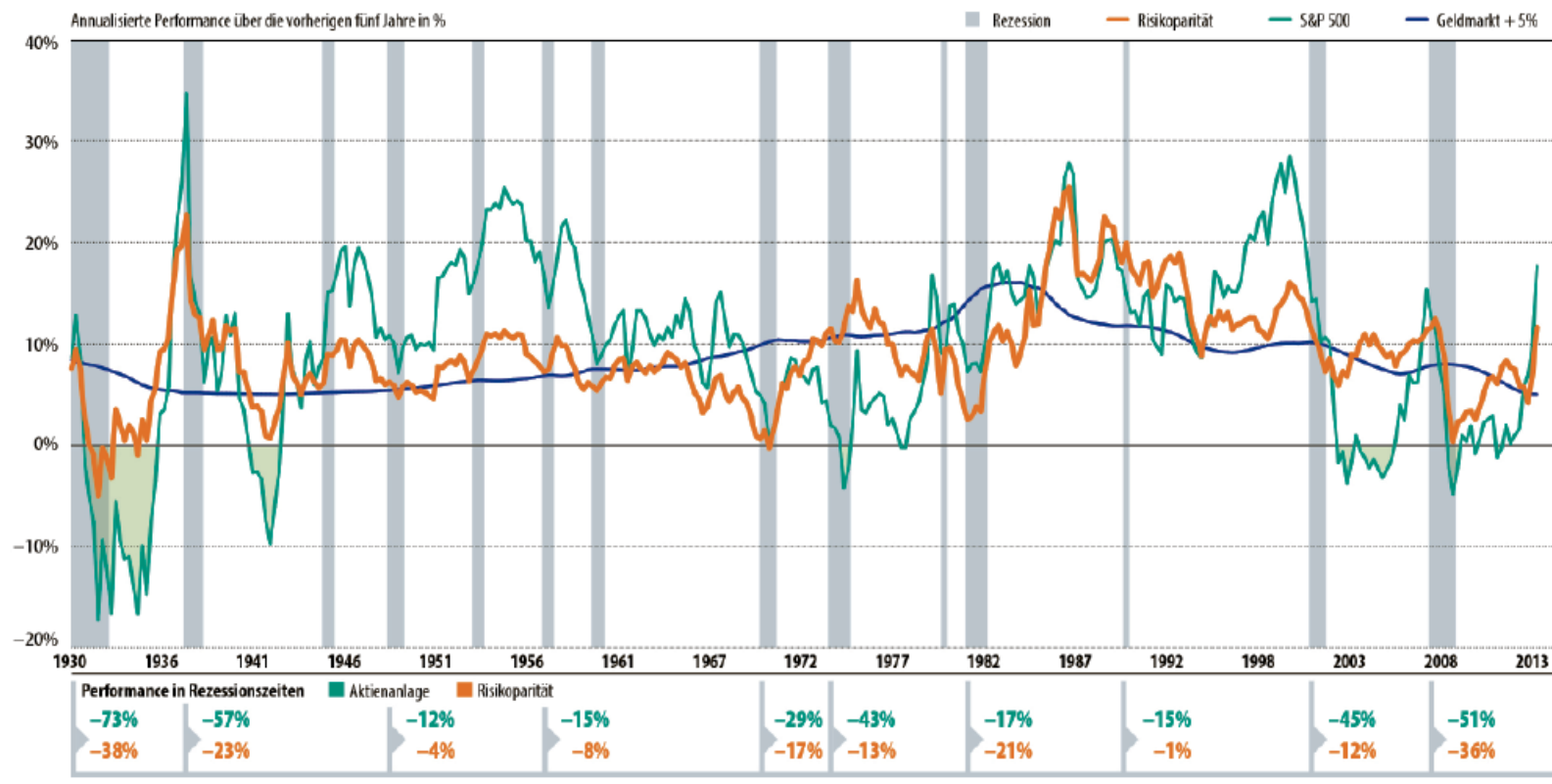


# Das Portfolio nach dem Risiko ausrichten

Anlagestrategien basierend auf der Risikoparität sind bisher ein effektiver Weg, das Risiko im Zaum zu halten. Ein Allheilmittel sind sie aber nicht.

## Risikoparität mildert die Ausschläge



Quelle: BlackRock / Grafik: FuW, ck

## Über der Nulllinie

Wie gut funktioniert eine Strategie mit Risikoparität über einen langen Zeitraum? Das hat das Investmenthaus BlackRock für den Zeitraum ab 1930 für die USA modelliert (vgl. Grafik links). Die Performance pendelt sowohl für Risikoparitätsanlagen wie auch für reine Aktieninvestments um einen Ertrag, der 5% über der Geldmarktverzinsung liegt. Doch die Rendite der Aktien schwankt deutlich stärker. Die Risikoparität bringt also Stabilität.

Besonders gemessen an der Nulllinie hätte man mit einem risikogewichteten Portfolio besser schlafen können. Aktien erlitten über einen Anlagehorizont von fünf Jahren öfters eine negative Performance. Das war der Fall in den 30er- und 40er-Jahren, in den 70er-Jahren, ab dem Jahr 2000 und nach der Finanzkrise 2008. Dagegen unterschreitet eine Anlage mit Risikoparität die Nulllinie kaum. So gut wie immer erreichte der Anleger über fünf Jahre eine positive Performance.

Auch in Rezessionen (in der Grafik grau) hielt sich ein Portfolio nach Risikoparität deutlich besser als Aktien. Diese Sicherheit macht die Strategie besonders attraktiv für Pensionskassen. Denn sie müssen sicher sein, dass zu einem gewissen Zeitpunkt ihr Vermögen die Pensionsverbindlichkeiten decken kann. Dafür können sie auch eine geringere Performance in Hausse-Phasen akzeptieren.

Ab 2008 erzielten Aktien eine bessere Performance – trotz des anfänglichen Kursverlusts. Doch für Anleger, die stetig Geld aus ihrem Portfolio abziehen, war die stabilere Rendite der Risikoparität laut BlackRock vorteilhaft. Mit dem Geldabzug werden Verluste realisiert – beim Aktieninvestment waren sodann die Mittel nicht mehr vorhanden, um an der Kurserholung zu partizipieren. **AT**

### ALEXANDER TRENTIN

Wie soll man sich vor Rückschlägen an den Finanzmärkten am besten schützen? Meist wird eine Verteilung der Investitionen über Anlageklassen empfohlen. Doch immer mehr institutionelle und private Anleger schauen auf Ansätze, die das Risiko des Portfolios besser im Griff halten.

«Kapitalerhalt ist jetzt am wichtigsten», sagt Stéphane Monier, CIO European Private Bank von Lombard Odier. «Denn es dauert eine lange Zeit, bis man sich von Verlusten erholt.» Grund dafür sind die niedrigen Renditen auf Anleihen und Aktien. Monier will das Ziel des Kapitalerhalts mit seinen Vantage-Fonds erreichen, die einen risikobasierten Ansatz für Privatanleger öffnen. Das Konzept wendet Lombard Odier für den eigenen Pensionsfonds schon länger an.

Das Prinzip lautet: Anlageklassen nach ihrem Risikobeitrag zusammenstellen (vgl. Kasten rechts). Das dafür angewendete Konzept der Risikoparität geht auf den All Weather Fund des Hedge Fund Bridgewater zurück. Bei jedem Finanzwetter soll eine positive Rendite mit gleichbleibendem Risiko erwirtschaftet werden. Das Konzept überzeugt bisher mit seiner Performance (vgl. Grafik oben). Doch es funktioniert nicht immer: Ein gleichzeitiger Wertverfall von Aktien und Anleihen wie Mitte 2013 verhegelte dem All Weather Fund die Performance.

Wer als Privatanleger auf das Konzept setzen will, kann in börsengehandelte Fonds (ETF) investieren. Der ETF MAP Balanced 7 von UBS setzt die Risikoparitätsstrategie automatisch um – er ist aber nur in Euro und Dollar verfügbar.

Lombard Odier hat an der Strategie etwas geschraubt. Zum einen setzt das Investmenthaus auf Anlagen mit Renditen,

die nicht mit dem Markt korreliert sind – sogenannte Alpha-Strategien. «Wenn die Zentralbanken ihre Liquidität zurückfahren, werden alle Anlageklassen gleichzeitig im Wert sinken. Die Diversifikation über Anlageklassen schützt dann nicht vor Wertverlust», erklärt Monier.

### Schutz vor Kursverlust

Dazu kommt bei Lombard Odier ein Risikomanagement, das bei Kursverlusten greift. Durch einen Abbau von Investitio-

nen in fallenden Märkten soll eine Verlustgrenze nicht verletzt werden. Der Fonds Vantage 1500 beispielsweise hat einen erwarteten Höchstverlust von 5%. «Das Konzept des dynamischen Risikomanagements schützt gut, wenn der Markt bergabgeht», sagt Monier. «Aber wenn es wieder hochgeht, hinkt man etwas hinterher.»

Computerprogramme reagieren bei den risikobasierten Strategien von Lombard Odier schnell auf Marktveränderungen. In Privatbanken werden Anlageentscheidungen für Portfolios durch Anlage-

komitees getroffen: «Diese Veränderungen sind meist klein und langsam», sagt Monier. «Bei unserem Ansatz kann sich die Allokation um bis zu 60% ändern – das ist eine ganz andere Grössenordnung.»

### Stabilität bezweifelt

Die Risikoparitätsstrategien versprechen eine stabile Performance. Doch Kritiker bezweifeln, dass es wie bisher weitergehen wird. In der Schusslinie ist die hohe Gewichtung von Anleihen im Portfolio.

«Die zukünftigen Erträge der Risikoparität könnten an niedrigen Renditen hängen», schreibt die Vermögensberatung Brandes. Seit den Achtzigerjahren sinken etwa in den USA und anderswo die Marktzinsen von Anleihen stetig – zehnjährige US-Staatsanleihen rentierten damals 14,6%, heute nur noch um 2% (vgl. Grafik unten).

Mit den sinkenden Marktzinsen stieg der Kurs der Anleihen stetig. Das brachte für Portfolios mit einem hohen Gewicht an Bonds – gemäss Risikoparität – eine stabile Performance. Andreas Homberger von Hinder Asset Management kritisiert, die Risikoparität berücksichtige diese Gefahr nicht (vgl. Interview unten). Blindes Vertrauen ist daher nicht angebracht.

Doch ein Ansatz, der wie bei Lombard Odier versucht, das Verlustrisiko im Portfolio zu begrenzen, hat auch ohne Risikoparität seine Berechtigung. Denn je höher die Aktienkurse steigen und je tiefer die Marktzinsen fallen, desto mehr wächst das Korrekturrisiko für Aktien wie auch für Anleihen. Blosses Kaufen und Halten wird dann zu einer riskanten Wette.

## Wie das Anlegen mit Risikoparität funktioniert

«Traditionelle Portfolios scheinen ausgeglichen, indem sie in Aktien, Anleihen und Immobilien investieren. Sie sind es nicht», sagt Stéphane Monier von Lombard Odier. Aus einer Risikoperspektive stammten 90% des Risikos von Aktienanlagen. Das ist die Grundüberlegung hinter der Konstruktion eines Portfolios mit Risikoparität.

Um eine andere Sicht auf das Portfoliorisiko zu gewinnen, hat Ray Dalio vom Hedge Fund Bridgewater in den Neunzigerjahren die Anlageklassen nach vier wirtschaftlichen Szenarien aufgespalten. Die Inflation steigt oder sinkt und das Wachstum steigt oder sinkt (vgl. Grafik rechts).

Wenn das Wachstum besser läuft, als es der Markt erwartet hatte, zeigen gemäss Dalio Aktien, Rohstoffe und Schwellenländeranleihen eine gute Performance. Dagegen werden bei einem schwachen Wachstum Staatsanleihen, ob inflationsgeschützt oder nicht, eine gute Rendite erreichen.

Jedes dieser vier Szenarien bekommt einen Anteil von 25% am Risikobudget des Portfolios – daher Risikoparität. Soll

das Portfolio eine Volatilität (Schwankungsbreite) von 10% aufweisen, dürfen die Investitionen in jedem dieser Szenarien eine Volatilität von 2,5% zum Totalrisiko beitragen.

Es geht also nicht um die Verschiebung der Anteile am Anlagebetrag – wie in einem klassischen Portfolio beispielsweise mit 60% Aktien und 40% Anleihen. Der Anteil an Ak-

### Allokation nach «All Weather Fund»

	Wirtschaftswachstum	Inflation
steigt	25% Risiko Aktien Rohstoffe Unternehmensanleihen Schwellenländeranleihen	25% Risiko Inflationsgeschützte Anleihen Rohstoffe Schwellenländeranleihen
	Markterwartung	
fällt	25% Risiko Staatsanleihen Inflationsgeschützte Anleihen	25% Risiko Aktien Staatsanleihen

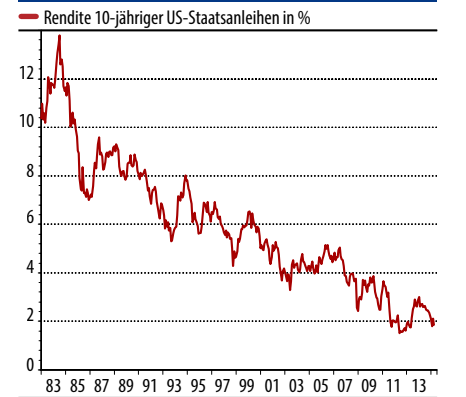
Quelle: Bridgewater Associates / Grafik: FuW, sp

tien und Obligationen ist nur eine Folge davon, wie das Risikobudget über die Anlageklassen verteilt wird.

Anlagen mit geringen Schwankungen – wie Anleihen – werden höher gewichtet. Ein einfaches Beispiel: Ein Portfolio von 100 000 Fr. soll eine Volatilität von 10% erreichen. Das Risiko der Investitionen soll zur Hälfte aus Aktien und Anleihen stammen. Nimmt man für Aktien eine Volatilität von 15% an, würden 33 000 Fr. dort investiert werden. Das entspricht einer Volatilität von 5% für das Gesamtportfolio.

Dagegen sind bei den Obligationen die Schwankungen viel geringer. Erwartet man für langfristige US-Staatsanleihen eine Volatilität von 6%, reicht das verfügbare Kapital auf den ersten Blick nicht aus. Um auf den Risikobeitrag von 5% für Anleihen zu kommen, müssten etwa 83 000 Fr. in die Treasuries investiert werden. Die Investition beträgt also insgesamt 116 000 Fr., das sind 16% mehr als der Wert des Portfolios. Die Investition muss also gehandelt werden – mit der Aufnahme eines Kredits oder dem Einsatz von Derivaten. **AT**

### US-Renditen



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## «Anlagen nur nach dem Risiko auszuwählen, ist ökonomisch nicht sinnvoll»

Andreas Homberger, Leiter Research bei Hinder Asset Management, bewertet die Vorteile eines Portfolios auf Basis der Risikoparität skeptisch.



Herr Homberger, können Sie verstehen, warum Strategien auf Basis der Risikoparität so viel Interesse bei Anlegern finden?

Es erscheint natürlich sehr attraktiv, wenn erfolgreiche Investoren wie Ray Dalio von Bridgewater erklären, dass sie dieses Konzept verwenden. Ausserdem ist es sinnvoll, sich über die Risikoaufteilung des eigenen Portfolios Gedanken zu machen – und den Anteil an Aktien zu überdenken. Aber Risikoparität ist eher geeignet für Anleger, die keine Restriktionen haben, beispielsweise für Stiftungen.

Also ist das Konzept für Pensionskassen weniger geeignet?

Ja, denn für die Umsetzung von Risikoparität braucht es normalerweise einen hohen Grad an Leverage – die Hebelung der

«Diversifikation ist immer gut. Das hat nichts mit Risikoparität zu tun.»

Investitionen in Anleihen durch Kredite. Um eine Standardabweichung von 10% zu erhalten, müssen Anleihen mit einem Leverage von fast 2 gehandelt werden. Es ist fraglich, ob der Regulator damit keine Pro-

bleme hätte. Ausserdem erscheint Leverage auf dem Papier simpel, in der Realität ist es aber oft nicht so einfach umzusetzen. Pensionskassen müssen mit ihren Anlagen die Struktur ihrer Verpflichtungen abbilden, und dabei hat der klassische Ansatz immer noch seine Berechtigung.

Stimmt das für die Risikoparität vorgebrachte Argument, Schätzungen des Risikos – etwa gemessen an der Volatilität – seien stabiler als Renditeschätzungen?

Ja, das ist richtig. Diese Idee steckt auch hinter der Berechnung eines Minimum-Varianz-Portfolios, das das Risiko der Anlagen insgesamt minimiert. Trotzdem ist es intuitiv nicht nachvollziehbar und ökonomisch auch nicht sinnvoll, die Anlagen ausschliesslich nach dem Risiko auszu-

richten. Die Ertragsseite wird damit ausgeblendet. So wäre es möglich, eine hohe Allokation zu Anlagekategorien mit negativer Risikoprämie bzw. Rendite zu haben. Aktuell würde der Ansatz dazu führen, dass man mit Leverage in Obligationen mit negativer Verfallrendite investiert.

Warum sind Anleihen so hoch gewichtet?

Das liegt daran, dass Aktien im Vergleich zu Anleihen so volatil erscheinen. Doch Anleihen haben die unangenehme Eigenschaft, dass es meist gut und manchmal brutal schlecht ausgeht. Damit ist die Verteilung der Verluste schief: Das Mass der Volatilität unterschätzt die Wahrscheinlichkeit für grosse Verluste. Falls die Zinsen steigen, könnte der Wert von Aktien wie auch Anleihen gleichzeitig sinken.

Bisher wurde die Anleihenperformance durch die sinkenden Zinsen gestützt.

Gut ist aber die Idee hinter dem Fonds von Bridgewater: Dank der Verteilung auf Anlageklassen performt das Portfolio über den Konjunkturzyklus hinweg stabil.

Das hat nichts mit dem Ansatz der Risikoparität an sich zu tun. Dabei geht es um eine möglichst breite Diversifikation – und das ist immer eine gute Idee. Diese kann man in jeder Form der Portfoliokonstruktion umsetzen. Ein klassisches ausgewogenes Portfolio mit 50% Anleihen und 50% Aktien kann ja auch in inflationsgeschützte Anleihen, Schwellenländer oder hochverzinsliche Bonds investieren.