



**MANAGEMENT DURCH AKTIVES RISK BUDGETING: WIE LÄSST SICH EIN NIEDRIGZINSUMFELD OHNE VERLEUGNUNG DER EIGENEN ÜBERZEUGUNGEN BEWÄLTIGEN**



**GUIDO BOLLIGER, PH.D**  
Quantitative Portfolio Manager

“*Derzeit werden mehr als USD fünf Trilliarden Staatsanleihen mit negativen Zinsen gehandelt. Selbst wenn diese Situation wie in Japan mehrere Jahrzehnte anhalten kann, haben negative Zinsen erhebliche Auswirkungen auf die Rentabilität von Multi-Asset-Portfolios. Die niedrigen Zinsen vermindern zudem das Potenzial zur Diversifizierung von Anleihen in den Portfolios, denn die Korrelationen zwischen Risikoanlagen und Anleihen steigen.*”



**CLAUDE CORNIOLEY, PH.D**  
Quantitative Portfolio Manager

**DIE STUNDE DES TRADITIONELLEN AUSGEWOGENEN MANagements**

Beim ausgewogenen Management wird das Kapital so auf die verschiedenen Anlagearten gestreut, dass sich ein langfristiges Rentabilitätsziel erreichen lässt. Oder anders ausgedrückt: Das Sprichwort „Man legt nicht alle Eier in einen Korb“ ist hierbei im wahrsten Sinne anzuwenden. Im Allgemeinen ergibt sich hieraus eine Allokation in Anleihen zwischen 40% und 60%, während das restliche Kapital auf Anlagearten mit höherem Risiko wie Aktien, Unternehmensanleihen, Immobilien und alternative Investments aufgeteilt wird. Diese Art von Ansatz ist besonders schlecht gerüstet, um die aktuellen Herausforderungen zu bewältigen. Erstens wird die Rentabilität dieser Portfolios aufgrund der sehr niedrigen Zinsen zurückgehen. Zweitens werden ihr Risiko und ihr „Drawdown“ steigen, da sich die Möglichkeiten zur Diversifizierung von Anleihen vermindern. Bei der Finanzkrise 2008 war ja bereits festzustellen, wie anfällig diese Art von Portfolios gegenüber einer plötzlichen „Re-Korrelation“ zwischen den Anlageklassen sind.

**PASSIVES „RISK-BUDGETING“**

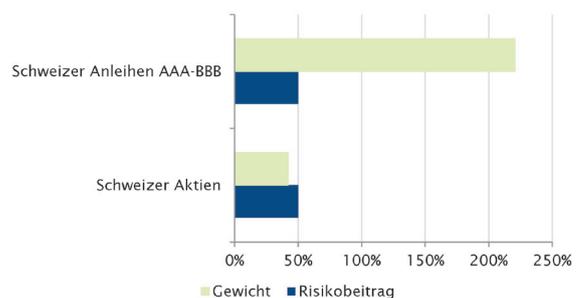
Risikobasierte Methoden der ersten Generation sind nach der Finanzkrise 2008 sehr beliebt geworden und stellen eine direkte Reaktion auf die Probleme dar, mit denen das traditionelle ausgewogene Management in dieser Krise zu kämpfen hatte. Ihre Zielsetzung besteht darin, eine übermäßige Konzentration von Risikoquellen zu vermeiden und so die Volatilität der Portfolios aktiv zu steuern. Diese Methoden beruhen auf einem extrem starken Postulat, nämlich dass langfristig alle Anlagearten das gleiche Risiko-Rendite-Verhältnis aufweisen. Infolgedessen lassen sie die zukünftige Rentabilität (d. h., das Bewertungsniveau) der Anlagen komplett außer Acht.

Es existieren vielerlei Methoden zur risikobasierten Allokation. „Risk Parity“ ist die bekannteste Methode, bei der das Risiko gleichgewichtet auf die Anlagearten verteilt wird. Bei der daraus gefolgerten Kapitalallokation werden

Anlagen übergewichtet, die geringe Risiken und eine schwache Korrelation mit den anderen Vermögenswerten im Portfolio aufweisen.

Bei mit dieser Art von Methode verwalteten Anlagen wurden im letzten Jahrzehnt ausgezeichnete Ergebnisse sowohl im Hinblick auf die absolute Rentabilität als auch in Bezug auf das Verhältnis von Rendite und Risiko erzielt. Erklären lässt sich diese gute Performance in der Hauptsache nicht nur durch die gute Risikostreuung in den derart verwalteten Portfolios, sondern auch durch die sehr starke Übergewichtung von Staatsanleihen. Grafik I stellt die optimale Zusammensetzung eines „Risk Parity“-Portfolios dar, bei dem das Risiko in Schweizer Staatsanleihen und Schweizer Aktien gleich verteilt ist sowie eine annualisierte Volatilität von 10% angestrebt wird. Die Berechnungen erfolgten zum 31. Dezember 2015, indem für die Indizes SBI AAA-BBB und SPI eine 3-jährige Historie herangezogen wurde.

Bei der Betrachtung von Grafik I wird klar, dass ein solches Portfolio vor dem Hintergrund des derzeitigen Umfelds mit extrem niedrigen Zinsen wahrscheinlich nicht optimal ist. Außerdem lässt sich das Volatilitätsziel nur mit einem sehr hohen Hebel erreichen.



Grafik I: Zusammensetzung eines „Risk Parity“-Portfolios aus Schweizer Anleihen und Aktien

## AKTIVES „RISK-BUDGETING“

Risikobasierte Allokationsmethoden der zweiten Generation stellen das Postulat, wonach alle Anlageklassen langfristig die gleiche risikobereinigte Rentabilität erzielen, in Frage. Die langfristige Wertentwicklung der verschiedenen Anlagearten wird nämlich durch zwei makroökonomische Komponenten beeinflusst, deren Zyklen sich im Allgemeinen über mehrere Jahre erstrecken: das Wachstum und die Inflation. In einem Deflationsumfeld (schwaches Wachstum/Negativwachstum und negative Inflation) erzielen Staatsanleihen beispielsweise eine höhere Performance als Aktien. In einem prozyklischen Umfeld dagegen (starkes Wachstum und hohe Inflation) erzielen Aktien und Rohstoffe allgemein bessere Rentabilitäten als Staatsanleihen.

Im Rahmen eines aktiven „Risk Budgeting“ wird der Risikoanteil, der jeder Anlageart zugeordnet wird, nicht mehr allein durch das Risiko bestimmt, sondern hängt auch vom makroökonomischen Umfeld und infolgedessen von den Einschätzungen der erwarteten zukünftigen Rendite jeder Anlageart ab. So vermeidet man starke Übergewichtungen in überbewerteten Vermögenswerten mit geringer zukünftiger Rentabilität. Demgegenüber bietet diese Methode sehr hohen Schutz in Sachen Risikomanagement und schränkt die negativen Auswirkungen durch Emotionen oder menschliches Versagen stark ein, wenn der Portfolioaufbau ausschließlich auf makroökonomischen Einschätzungen beruht.

Die hierbei zugrunde gelegte Vorgehensweise wird in dem (vereinfachten) nachfolgenden Beispiel dargestellt. In diesem Fall wird die Einschätzung in Form einer erwarteten Rendite in der zweiten Spalte der Tabelle dargestellt. Die dritte Spalte der Tabelle stellt das Risikobudget dar, das sich aus der erwarteten Rendite ergibt. Die letzte Spalte bezieht sich auf den Unterschied zwischen dem durch aktives und passives Risk Budgeting zugewiesenen Kapital, wobei alle Anlageklassen das gleiche Budget aufweisen („Risk Parity“).

Anlageart	Erwartetes Alpha	Risikobudget		Aktive Gewichtung abzüglich Risk-Parity-Gewichtung
		Vermögenswerte	Risk Parity	
Schweizer Aktien	5%	19%	17%	2%
Globale Aktien	10%	37%	17%	5%
Schweizer Anleihen	1%	2%	17%	-13%
Internationale Anleihen	2%	3%	17%	1%
Schweizer Immobilien	3%	11%	17%	2%
Internationale Immobilien	8%	28%	17%	4%

Tabelle 1: Zuordnung von aktiven Risiko Budgetierung gegenüber den Risiko Parität

Die Risikobudgets, die Anlagearten mit erwarteter erheblicher (geringer) Rendite zugeordnet werden, sind höher (niedriger) als beim „Risk Parity“-Ansatz. Im vorliegenden Beispiel hat dies eine stark verminderte Gewichtung von Schweizer Anleihen vor allem zugunsten von internationalen Aktien und Immobilien zur Folge.

Die Gewichtung von Schweizer Anleihen ist demgegenüber nicht null und ein Teil der Allokation wird auf internationale Anleihen verschoben, selbst wenn die erwartete Rendite bei Letzteren nur wenig höher als bei Schweizer Anleihen ist. Dieses Beispiel veranschaulicht in optimaler Weise den Beitrag des Risikoanteils im Allokationsprozess, mit dem ein vernünftiger Grad der Risikodiversifizierung aufrecht erhalten und das Volatilitätsbudget des Portfolios eingehalten werden kann, während gleichzeitig die Anlageeinschätzungen Berücksichtigung finden.

SYZ Asset Management verwaltet Fonds und Mandate auf Basis einer aktiven Risikoallokation schon seit 2003. Die Risikobudgets werden hierbei anhand von so genannten Scores (Präferenzen) bestimmt, die der Investmentausschuss jeder Anlagenklasse zuordnet. Auf diese Weise entstehen Portfolios, bei denen das Risiko so breit wie möglich gestreut ist, die aber gleichzeitig an den einträglichsten Risikoquellen teilhaben.

Selbst wenn die Volatilität von risikobasierten Produkten aktiv verwaltet wird, können in den Portfolios Verluste entstehen, die mitunter erheblich und für Anleger schwer zu verkraften sind. Derartige Verluste können wie im Frühling 2013 beim „Tapering“ der US-Notenbank eintreten, als alle Anlageklassen gleichzeitig fielen. Aus diesem Grund wird die Anlagelösung auf Basis einer aktiven Risikoallokation durch ein dynamisches Management des Drawdown der Portfolios ergänzt.

## FAZIT

In Anbetracht von überaus volatilen Märkten, an denen die Anzahl von Instrumenten mit wiederkehrenden Erträgen stark rückläufig ist und Diversifizierungsquellen knapp werden, wird die Bedeutung des Risikomanagements im Investmentprozess wahrscheinlich noch zunehmen. Ein Investmentprozess, in den das Risiko integriert ist, steht nicht im Widerspruch zu einem Management, das auf festen Überzeugungen beruht. Ganz im Gegenteil, denn „risikobasierte“ aktive Ansätze bieten die Möglichkeit, in den Portfolios ein Engagement gemäß den Einschätzungen des Managers mit geringstem Risikoverbrauch herbeizuführen und so das Risiko-Rendite-Verhältnis der Portfolios zu maximieren.

**Guido Bolliger**  
Quantitative Portfolio Manager

**Claude Cornioley**  
Quantitative Portfolio Manager