

Entscheidung unter politischer Unsicherheit

Über die Möglichkeiten der Institutionellen, die Asset Allocation vor dem Hintergrund der aktuellen Unwägbarkeiten auszurichten, berichtet **Christian Funke**.



Christian Funke
Vorstand,
Source For Alpha

Die Entwicklung auf den globalen Finanz- und Kapitalmärkten der letzten Jahre wurde bekanntermaßen maßgeblich von der Kredit-, Finanz- und Eurokrise geprägt. Ein solches Marktumfeld – gekennzeichnet durch hohe politische Unsicherheiten mit Phasen hoher Volatilitäten und instabiler Korrelationen – stellt die Asset Allocation institutioneller Anleger vor große konzeptionelle Herausforderungen. Im Falle einer Deflation – das Schreckensszenario 2008/2009 – wächst die Wirtschaft nicht oder schrumpft sogar, gleichzeitig sind die Zinsen sehr gering. Eine hohe Anleihequote von über 50 Prozent – wie bei vielen institutionellen Anlegern beobachtbar – stellt einen guten Schutz vor diesem Risiko dar, da Anleihen als nominales Asset in der Deflation gewinnen. Durch geringe Aktienquoten können zugleich übermäßige Verluste aus Realkapitalinvestitionen vermieden werden. Im gegenläufigen Inflationsszenario mit wachsenden Volkswirtschaften und steigenden Zinsen positionieren sich institutionelle Anleger mit hohen Anleihequoten dagegen schlecht.

Geht man nun ab 2014 von Zinssteigerungen aus, so wie es die Konsensprognosen für die wichtigsten Märkte vorhersagen, kann es zu hohen Verlusten in den Portfolios institutioneller Anleger kommen. Einfache Modellrechnungen zeigen, dass es bei den im Marktdurchschnitt erwarteten Zinsanstiegen leicht zu Portfolioverlusten von 3 Prozent bis 4 Prozent im Jahr

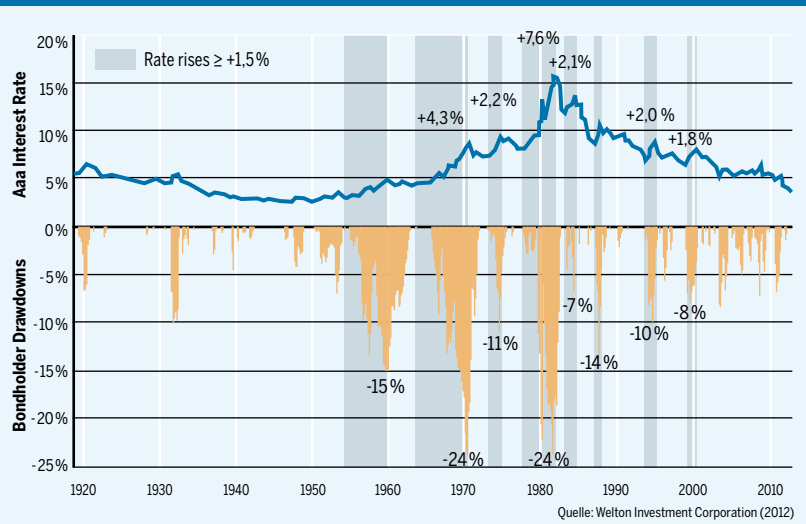
kommen kann – und dabei muss man noch nicht einmal extreme Zinsanstiege unterstellen, es reichen moderate Annahmen wie beispielsweise ein Zinsanstieg um 1,5 Prozentpunkte und eine Anleihequote von 60 Prozent. Um dies auch an historischen Beispielen zu verdeutlichen, zeigt die unten stehende Abbildung die deutlichen Wertverluste, die Anleiheinvestoren in den letzten 100 Jahren bei Zinsanstiegen von mehr als 1,5 Prozentpunkten erleiden mussten.

Welche Möglichkeiten haben nun institutionelle Anleger, ihre Asset Allocation unter den politischen Unsicherheiten der aktuellen Staatsschuldenkrise auszurichten? Die klassische Anlagestrategie mit einer diversifizierten Asset Allocation und statischen Gewichten scheint vor dem Hintergrund des derzeitigen Marktumfeldes nicht mehr optimal. Dies hat vor allem zwei Gründe: Zum einen scheint die Prognose realer Renditen – generell eine sehr knifflige Angelegenheit – langfristig noch weniger zuverlässig bestimmbar. Punktuell immer wiederkehrende hohe Volatilitäten, extreme Verlustrisiken sowie Renditen, die nicht (mehr) der Normalverteilung folgen, machen eine realistische Prognose praktisch undenkbar. Zudem ist weiterhin unklar, wie sich die derzeitige, extrem expansive Geldpolitik der Notenbanken langfristig auf die Preise auswirken wird. Eine Asset Allocation nach traditionellem Ansatz birgt weiterhin aufgrund hoher Anleihequoten die Gefahr hoher Verluste, wenn es wirklich zum unausweichlichen Zinsanstieg kommen sollte.

KEY FACTS

■ **Klassische Anlagestrategie mit diversifizierter Asset Allocation und statischer Gewichtung derzeit nicht mehr optimal**
■ **Eine Kombination aus Risikoprognosen und einer dynamischen Asset Allocation erscheint in Zeiten politischer Unsicherheit als gute Alternative**

Verluste von Anleihen bei größeren Zinsanstiegen



Eine Alternative ist, ganz auf die unsicheren Renditeprognosen zu verzichten und die Asset Allocation rein auf Basis anderer Parameter auszurichten. Das Risk-Parity-Konzept hat sich dabei in letzter Zeit einen Namen gemacht. Grundgedanke von Risk Parity ist, dass ein diversifiziertes Portfolio nicht nach den nominalen Anteilen der Anlagesegmente gewichtet werden sollte, sondern nach deren Risikobeiträgen. Dies hat gegenüber den kapitalbasierten Gewichtungen der klassischen Asset Allocation zwei essenzielle Vorteile. Zum einen sind Risk-Parity-Portfolios nicht mehr unbeabsichtigten Risiken und Verzerrungen ausgesetzt. Besteht nämlich ein Portfolio etwa aus 30 Prozent Aktien und 70 Prozent Anleihen, so wird das Gesamtrisiko des Portfolios vom Risikobeitrag des Aktienanteils dominiert und nicht von dem eigentlich nominal übergewichteten Anleihesegment. Zum anderen kann auf sogenannte Ertragsschätzer verzichtet werden, denn das Kapital wird so investiert, dass sich die

„Punktuell immer wiederkehrende hohe Volatilitäten, extreme Verlustrisiken sowie Renditen, die nicht (mehr) der Normalverteilung folgen, machen eine realistische Prognose praktisch undenkbar.“

Risikobeiträge der Asset-Klassen die Balance halten. Die Risikogleichgewichtung im Risk-Parity-Ansatz kann sich dabei auf verschiedene Risikoparameter beziehen. In der einfachsten Form wird das Risiko durch die Volatilität der einzelnen Asset-Klassen bemessen. Für die Portfoliokonstruktion reicht also eine historische Schätzung der Standardabweichungen der Renditen. Die Asset-Klassen im Portfolio werden dann umgekehrt proportional zu ihren Volatilitäten im Portfolio gewichtet. Unter der Annahme von informationseffizienten Märkten, das heißt, die Entschädigung der verschiede-

nen Anlagesegmente je Risikoeinheit ist identisch, bietet der Risk-Parity-Ansatz für Investoren, die keinen Schwerpunkt im Risiko-Exposure wünschen, durchaus eine sinnvolle Alternative.

Die Performance des Risk-Parity-Ansatzes hängt natürlich davon ab, wie die strategische Ausrichtung des Portfolios konstruiert wird. Um eine möglichst optimale Risiko-Rendite-Struktur, das heißt positive Diversifikationseffekte, zu erzielen, sollten Asset-Klassen gewählt werden, die eine niedrige Korrelation untereinander aufweisen. Denkbar sind hier Anlagesegmente wie Geldmarkt, Anleihen, Aktien und Rohstoffe.

Dadurch, dass das Kapital basierend auf den Volatilitäten investiert wird, ergibt sich allerdings eine Portfoliokonstruktion, die Asset-Klassen mit geringer Volatilität wie Anleihen oder Geldmarktinstrumente übergewichtet. Genau hier liegt auch die Hauptsorge der Kritiker des Ansatzes. Schreibt Risk Parity den Investoren eine hohe Anleihequote vor, so kann dies bei steigenden Zinsen – ähnlich wie in der traditionellen Asset Allocation – zu hohen Verlusten führen. Dem wird immer wieder entgegengehalten, dass etwaige Verluste im Anleihesegment des Portfolios durch Gewinne in anderen Segmenten aufgefangen beziehungsweise teilweise sogar überkompensiert werden können. Allerdings gilt dies nur unter der Voraussetzung einer negativen Korrelation der einzelnen Asset-Klassen, die ja gerade in Krisenzeiten nicht immer gegeben ist – ein ganz deutliches Beispiel war der deutliche Zinsanstieg im Mai/Juni 2013 und die damit einhergehende schlechte Performance bekannter Risk-Parity-Konzepte aufgrund der gleichzeitigen Verluste der Aktien- und Rohstoffmärkte. Vor dem Hintergrund einer hohen Anleihequote und des erwarteten Zinsanstieges scheint also der Risk-Parity-Ansatz auch nur bedingt geeignet.

Eine antizyklische dynamische Asset Allocation als Gegenpol zu klassischen Wertsicherungsstrategien (CPPI) stellt eine weitere Möglichkeit dar, das Kapital in Zeiten politischer Unsicherheiten zu investieren. Ein Vorteil dabei ist, dass sich das Portfolio dynamisch den Marktgegebenheiten anpasst. Dies hätte in Zeiten steigender Zinsen dann zur Folge, dass die Anleihequote deutlich geringer ausfällt als im Risk-Parity-Ansatz und der klassischen Asset Allocation. Allerdings erfordert dieser Ansatz, dass das antizyklische Signal prognostiziert werden muss – unter den oben beschriebenen Unsicherheiten sicherlich kein einfaches Unterfangen.

Risk Parity hingegen kommt ohne Renditeprognosen aus. Dies ist vor allem in Zeiten hoher politischer Unsicherheiten von Vorteil, da verlässliche Renditeprognosen nahezu unmöglich sind. Die Risikoprognosen sind hingegen deutlich realistischer bestimmbar. Zudem zeigen Ergebnisse empirischer Backtests, dass Risk-Parity-Portfolios in Zeiten steigender Zinsen eine gute Performance generieren können, wenn sich die Asset Allocation dynamisch dem Marktumfeld anpasst. Gerade diese Kombination aus Risikoprognosen und einer dynamischen Asset Allocation erscheint somit in Zeiten politischer Unsicherheiten als eine gute Alternative. ■