

## SIGLO Timeout Nr. 110 – Risk Parity und Regime

### Inhalt

Neue Publikationen rund um Risk Parity-Ansätze legen ein erhebliches Gewicht auf statistische Auswertungen historischer Renditen und weiterer Kennzahlen. Sie zeigen, wie sich ihre Anlagestrategie bisher geschlagen hätte und nehmen implizit an, dass sie in Zukunft ähnliche Renditen abwerfen wird. Dem vorherrschenden finanzökonomischen Regime fallender Zinsen während der Prüfperiode wird hingegen kaum Aufmerksamkeit geschenkt. Weshalb wir darin Gefahren orten, vor allem bei Volatilitäts-basierten Risk Parity-Ansätzen, diskutieren wir im Timeout.

### Regime und Ausgangslage

Bei statistischen Analysen wird mit Regime oft das Umfeld in einer Beobachtungsperiode beschrieben; für Finanzmarktanwendungen also z.B. der Zinsniveauperlauf oder Daten zu Volatilitäten oder Korrelationen zwischen den untersuchten Zeitreihen in einer Periode.

Bis vor wenigen Jahren waren negative und von einer gut sichtbaren Hand manipulierte Zinsen unvorstellbar. Viele etablierte Anbieter von Allokationsmodellen hatten in ihren Tools harte Limiten für Zinsen bei null, und kaum ein Praktiker wäre auf die Idee gekommen, an dieser Annahme zu rütteln oder Sensitivitätsanalysen darauf anzuwenden. Das Regime basierte auf positiven, am Markt bestimmten Zinsen, selbst für Länder mit historisch tiefen Zinsen wie der Schweiz. Seit rund fünf Jahren leben wir aber in einem anderen Regime. Dieses ist geprägt von negativen Zinsen bei uns hier in der Schweiz und quasi-staatlich gesteuerten Tiefst-Zinsen z.B. in Japan, der Eurozone und auch den USA. Zentralbanken trieben und treiben die Zinsen über fast die gesamte Kurve hinweg in die von ihnen angestrebte Richtung nach unten und reduzieren dabei die Volatilität der realisierten Renditen.

### Wo liegt das Problem?

Gewisse Analysen von Risk Parity-Ansätzen berücksichtigen nur das Regime fallender Zinsen und extrapolieren bisherige Renditen von Staatsanleihen. Somit gehen sie davon aus, dass die hohen vergangenen Renditen auch in Zukunft anfallen. Das geschieht aber nur, wenn die Zinsen weiter auf minus fünf bis minus zehn Prozent sinken, womit wohl das Finanzsystem ad absurdum geführt würde. Man wünschte sich Analysen für Regime mit negativen Zinsen. Die Indikation für ein neues

Regime lieferte uns z.B. die Corona-Krise, da viele Staatsanleihen ebenfalls verloren (nicht US Treasuries, dank Zinssenkungen im März) und kaum in der Lage waren, wie in früheren Krisen die Aktienverluste zu kompensieren. Deshalb irritiert es uns, dass einige Manager ihre prozyklischen Volatilitäts-basierten Risk-Parity-Ansätze rühmen, ohne anzuerkennen, dass ihre Argumente nur mit Blick in den Rückspiegel bzw. eben nur in einem Regime fallender Zinsen so gut funktionieren.

### Risk Parity

Die Idee von Risk Parity-Ansätzen besteht grundsätzlich darin, Anlagen im Portfolio so zu gewichten, dass ihr Beitrag zum Gesamtrisiko gleich hoch ausfällt. Das macht per se Sinn. Doch naive Umsetzungen orientieren sich als Risikomass nur an der Volatilität der verwendeten Anlageklassen und fixieren ihre Quoten nach inverser, realisierter Volatilität. Rollende Volas von Staatsanleihen gemäss BGA Govi Bond TR Index liegen seit 2010 bei 2.6% p.a., diejenigen von Aktien im gleichen Zeitraum bei 24% p.a. Ungehebelt würde man im Schnitt bei naiver Umsetzung rund neun Mal mehr in Staatsanleihen als in Aktien anlegen und das prozyklisch, da Volatilität oft in Krisen ansteigt, was zu Stresserkäufen wie im März führt. Um die Rendite attraktiver zu machen, wird die Anleihenquote dann gehebelt, um ihren über Volatilität ausgedrückten Risikobeitrag, den Aktien anzugleichen.

Volatilitätsbasierte Risk Parity-Ansätze rentieren sehr gut, wenn ein Regime attraktive Renditen auf Staatsanleihen dank fallenden Zinsen generiert. Deshalb sehen zahlreiche langfristige Track Records etablierter Fonds, sowie optimierte Risk Parity Backtracks verlockend aus, weil mit signifikant gehebelten

Staatsanleihen sehr viel zu verdienen war. Das heutige Regime sieht aber wie erwähnt anders aus, weshalb sich diverse Fragen aufdrängen: Ist Volatilität wirklich das richtige Mass, um Risk Parity-Ansätze umzusetzen? Einige Anbieter verneinen das und führen dafür gute Folgefragen ins Feld: Will man eine Anlage hebeln, die eine negative Nettorendite erwarten lässt? Soll man das Risiko nehmen, bereits bei geringfügigen Zinsanstiegen aufgrund des Hebels satte Verluste zu erleiden, wenn man die Duration nicht stark limitiert? Sollte man Anlageinstrumente hebeln, deren Preisfindungsprozess von den Zentralbanken manipuliert wird und deren Volatilitäten und Preisniveau künstlich tief gehalten werden?

Wir haben nichts gegen Risk Parity-Ansätze, sofern das Risiko sinnvoll definiert wird. Wir messen sogar in unseren Kundenportfolios die Risikobeiträge aller einzelnen Bausteine und Fonds sorgfältig, um sie in eine sinnvolle Balance zu bringen und dort zu halten. Nur orientieren wir uns nicht an den historischen Volatilitäten, sondern wir erfassen und interpretieren das Risiko viel breiter, so z.B. über Exposure-Analysen. Bei ILS zusätzlich über Expected Loss, CVaRs und andere Masse, bei Credit z.B. über Default und Recovery Rates. Weiter raten wir Lesern, Publikationen über naive Risk-Parity-Ansätze mit Vorsicht zu geniessen, solange sie unterschiedliche (Zins-) Regime ausblenden. Wir erwarten ja auch nicht, dass unsere Kinder über 5 Meter gross werden, nur weil sie von der Geburt bis zur Pubertät stetig gewachsen sind und wir an diesem Wachstums-Regime dann einfach für die gesamte Zukunft blind festhalten.

**SIGLO Capital Advisors AG**

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

**Staatsanleihen im heutigen Regime**

Um Missverständnissen vorzubeugen sei erwähnt, dass das heutige Regime für uns nicht per se Staatsanleihen ausschliesst. Es erfordert aber eine andere Begründung und auch eine andere Evaluation als in früheren Regimen, die dank fallenden Zinsen zu hohen Renditen führten. Vor allem der Vergleich mit Cash ist im aktuellen Regime wichtig, aber auch derjenige gegenüber liquiden Unternehmenskrediten, die mit höheren Spreads locken, aber dafür auch riskanter erscheinen.

Wer einen «sicheren Hafen» sucht, wird sich fragen müssen, ob er geringe Opportunitätskosten für Cash zu tragen bereit ist und dafür auch das Risiko steigender Zinsen los wird, oder ob er hofft, mit einem gut ausgewählten Portfolio von Staatsanleihen besser zu liegen. Wer auf negative Zinsen in den USA setzt, könnte mit long 30y-Treasuries evtl. nochmal viel Geld verdienen. Wer Aktienmarktverluste erwartet oder bloss abwartet, um günstiger einzusteigen, muss irgendwo sein trockenes und rasch verfügbares Pulver aufbewahren, was oft in Cash oder Anleihen erfolgt. Es gibt also schon Gründe für Anlagen in Govis, die nicht auf Renditen aus alten Regimen mit fallenden Zinsen angewiesen sind und auch keinen starken Hebel für den Erfolg erfordern.

Natürlich stellt sich auch die Frage, ob es zur Diversifikation und Risikoreduktion in einem Portfolio nicht noch weitere Anlageklassen und Strategien gibt, welche mehr abwerfen als die Staatsanleihen heute oder als Cash, aber ähnliche defensive Eigenschaften aufweisen. Mehr dazu im nächsten Timeout.

