

## SIGLO Timeout Nr. 72 – Die Krux mit dem Risikoabbau

### Abstract

Man hört sie immer lauter, die warnenden Stimmen, welche einen Abbau von Portfoliorisiko fordern. Und die Argumente dafür werden ehrlich gesagt auch überzeugender. Kurs-Gewinn-Verhältnisse von über 20x für Aktien, geringes Potenzial für positive Überraschungen, enge Kreditspreads, Währungsungleichgewichte, tiefe Zinsen, politische Unsicherheit, unterschätzte Liquiditätsrisiken und evtl. sogar mal Inflation. Dummerweise können alle die genannten Risiken nicht integral abgebaut, sondern lediglich gegenseitig abgewogen und je nach subjektiver Wahrnehmung sinnvoll verschoben werden.

### Einführung

Auf der ersten Blick scheint absolut klar zu sein, was der Wunsch oder die Forderung, Risiken im Portfolio zu reduzieren, verlangt. Irgendwie die riskanten Anlagen zu Gunsten weniger riskanter reduzieren. Wenn man annimmt, dass die simple Standardabweichung historischer Monatsrenditen von Anlagen (Volatilität) ihr zukünftiges Risiko vollständig abbildet, wird auch gleich ersichtlich, von welchen Anlageklassen man beim Risikoabbau in andere umschichten muss.

### Akademischer Exkurs

James Tobin schlug als Erweiterung zum zuvor entwickelten Markowitz Modell vor, zwischen dem nach Markowitz optimalen Marktportfolio auf der Effizienzgrenze eine Linie (die Tangente, die Tobin Kapitalmarktklinie nannte) zu ziehen, welche bei einem Wert von Null auf der X-Achse genau die Rendite einer risikolosen Anlage auf der Y-Achse habe. Investoren können auf dieser Kapitalmarktklinie Portfolios wählen, welche aus Cash und diesem Tangentialportfolio bestehen, um so ihre bevorzugte Kombination von Rendite und Risiko zu erhalten. Risikoaverse Investoren werden Portfolios mit mehr Cash und weniger Aktien wählen und risikofreudige hingegen nur Aktien oder sogar noch Leverage aufnehmen, um noch mehr Aktien zu kaufen.

### Praktische Implikation

Tobins Gedanke ist theoretisch interessant und elegant. In unserer heutigen Realität negativer Zinsen ändern sich aber die Überlegungen zur Kapitalmarktklinie heftig. Risikolose Anlagen gibt es nicht mehr, vor allem nicht bei realer anstelle von nominaler Betrachtung. Die Linie unterschreitet für Anleger in CHF seit Einführung der negativen Zinsen den Ursprung im Koordinatensystem bei negativen Werten auf der Y-Achse.

Investoren müssen sich heute also nicht mehr die Frage stellen, ob sie Risiken eingehen wollen, sondern welche sie ertragen können. Zur Auswahl stehen im Prinzip ein garantiertes

Unterschneiden der Zielrendite mit risikoarmen Anlagen oder aber höhere Anlagerisiken, deren langfristig erwartete Rendite zur Zielerreichung ausreichen müsste aber Schwankungsrisiken mit sich bringt; eine erheblich schwierigere Wahl als sie Tobin damals im Kopf hatte.

### Mehr Komplexität mit vielen Anlageklassen

Tobin's Modell profitiert auch von der einfachen Ausgangslage mit nur zwei Anlagen. Die Volatilität von Cash und deren Korrelation mit Aktienrenditen sind praktisch Null. Heute können Anleger aber aus dutzenden von traditionellen und alternativen Anlageklassen auswählen. Für Skeptiker der alternativen Welt eine Qual der Wahl aber für offenere, die breite Diversifikation schätzen, hingegen ein Segen. Damit wird auch das Problem beim Risikoabbau wesentlich komplexer. Es ist nämlich nicht mehr so klar, welche die riskanten Anlagen sind und welche nicht. Wir sind uns wohl alle einig, dass Aktien nach wie vor zur riskanten Gruppe zählen und Staatsanleihen zu den risikoarmen. Aber was ist mit all den anderen Anlageklassen, Märkten, Risikoprämien und Strategien dazwischen?

Bevor wir unsere selbstverständlich subjektive Meinung dazu äussern, öffnen wir den Raum für andere Risiken, welche nicht oder nur verzögert Eingang in die Berechnung der Volatilität finden, aber für Anleger trotzdem höchstrelevant sein dürften. Wir denken z.B. an Liquidität, Inflation, Zinsänderungsrisiken, Währungsrisiken bzw. Hedgingkosten, politische bzw. regulatorische Risiken und auch Reputation bzw. Herdenrisiko. Verlassen Sie sich also nicht nur auf die Vola.

### Mehr oder weniger riskante Anlageklassen

Unter Berücksichtigung dieser komplexeren Ausgangslage lautet Tobins Frage, welche Risiken bzw. Risikofaktoren man mehr oder weniger in seinem Portfolio gewichten will. Antworten darauf kann eine progressive ALM-Studie liefern, sofern sie auf der Anlageseite über Markowitz-Optimierungen hinausgeht und

nicht nur auf Volatilität als Risikomass abstützt. Wir listen nun beispielhaft praktische Überlegungen auf, welche wir mit Kunden und interessierten Stellen kürzlich diskutiert haben.

Für Anleger, welche eine hohe Fixed Income Allokation benötigen, aber negative Renditen mit heftigen Zinsrisiken nicht so attraktiv finden, bietet sich die Frage an, ob man Staatsanleihen mit kreditlastigeren Anlagen substituieren will. Man tauscht im Wesentlichen Zinsrisiken gegen Kreditrisiken. Den einfachen Schritt haben viele Kassen bereits unternommen als sie teilweise Staatsanleihen durch Unternehmensanleihen mit IG-Ratings und ähnlich langer Duration aber höheren Spreads ersetzen. Nächste Schritte auf dem Weg lägen in traditionellen High Yield Anleihen, wobei (für uns) hier die Spreads heute (zu) eng bzw. die Risiken zu hoch sind. Alternativ dazu bieten sich Senior Secured Loans an.

Emerging Markets-Anleihen stellen ebenfalls eine Option als FI-Ersatz dar, wobei man so die Zinskurven und Währungen entwickelter Länder gegen diejenigen von Ländern mit vorteilhafter Demographie und mehr Wachstumspotenzial aber auch hohen politischen Risiken tauscht.

Für strukturell junge PKs bietet sich der Ausbau von illiquiden Anlagen an, weil sei zusätzliche Prämien über liquiden Märkten versprechen und bei sorgfältiger Auswahl kaum höhere Anlage Risiken enthalten. Man tauscht also Aktien- oder Zinsrisiken gegen Liquiditäts- und Aktien- oder Kreditrisiken. Wir denken z.B. an Private Equity, smarte Senior Direct Lending Strategien oder an private ILS-Kontrakte, die gegenüber liquiden Cat Bonds höhere Renditen bieten und zugleich das Diversifikationspotenzial verbessern.

Weiter treffen wir unter den Alternativen auf Libor-basierte Anlagen mit attraktiven Coupons und diversifizierender Wirkung. Darunter die angesprochenen Loans aber auch neue Strategien wie Infrastructure und Real Estate Debt, Trade- und Microfinance, Royalties und Leasings.

Auch strukturierte Kredite wie CLOs erscheinen attraktiv, weil die Wahlfreiheit der verschiedenen Tranchen jedem Anlegerprofil Lösungen bietet. Historisch haben die AAA-, AA- und A-Tranchen gemäss Moody's und S&P noch nie auch nur einen Rappen verloren (wenn man sie bis Maturität halten konnte). Trotz solch geringen Risiken bieten die Senior CLO-Tranchen heute positive Nettorenditen in CHF bei Durationen von fast Null. CLO-Tranchen mit tieferem Rating (Mezzannine) oder Equity-Tranchen sind wie erwartet deutlich riskanter aber vom Rendite-Volatilitäts-Profil her durchaus mit Aktien vergleichbar.

Herausfordernd ist in diesem Zusammenhang, dass Cash nicht mehr kostenlos ist. Es sind also nicht nur die Opportunitätskosten verpasster Chance, die wir früher mit einem Lächeln abtun konnten, sondern echte Verluste, die drohen.

### Risiken abwägen und tauschen

Wir finden leider kein Beispiel, welches Tobin's Anspruch risikoloser positiver Erträge genügt. Irgendein Risiko bleibt heute immer im Portfolio (oder den Schultern aktiver Beitragszahlern). Die Frage ist, welche Risiken wir akzeptieren wollen, weil wir davon eine attraktive Entschädigung erwarten und welche wir meiden. Der Wunsch, die Risiken zu reduzieren wirkt daher etwas verloren. Stattdessen sollte man mit Blick nach vorne diskutieren, wie man unvermeidbare Risiken bei Umschichtungen ausbalancieren will.

#### **SIGLO Capital Advisors AG**

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,*

*berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,*

*unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,*

*erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,*

*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)

