

**RISK PARITY**  
eine Modeerscheinung unterschätzt ihren blinden Fleck

-- von Gökhan Kula und Markus Schuller --

**Einleitung**

Verstärkt durch die Finanzkrise und deren Nachwirkungen stehen insbesondere institutionelle Kapitalanleger vor schwerwiegenden Entscheidungen bei ihrer Kapitalanlage. Durch Rekordtiefe Zinsniveaus und hohe Drawdown-Risiken an den Kapitalmärkten sind Investoren in der aktuell unsicheren Zeit auf der Suche nach funktionierenden Investmentkonzepten. In den letzten Jahren ist verstärkt das Risk Parity Konzept (Risiko-Gleichgewichtung) in das Anlegerinteresse gerückt – sowohl bei institutionellen als auch bei Retail-Investoren. Ausschlaggebend dafür ist wieder einmal das prozyklische Performanceargument – das sehr gute Abschneiden einiger Risk Parity Ansätze, besonders im Vergleich zu traditionellen Anlagekonzepten bzw. Mischportfeuillees (vgl. Schachter and Thiagarajan (2011)). Typischerweise werden die

in Europa bekannten Risk Parity Konzepte als Multi-Asset Strategien mit Exposure in den Zins- und Anleihenmärkten, Aktienmärkten und Rohstoffmärkten umgesetzt. Zur Skalierung des Exposures bzw. des Leverages werden in der Regel überwiegend Assetklassen eingesetzt, die auch über liquide Derivate (Futures) umgesetzt werden können.

**RISK PARITY HISTORIE**

Risk Parity Strategien haben ihren Ursprung aus dem angloamerikanischen Raum. Obwohl das Konzept seit 50 Jahren existiert, wurde es erst durch den bekannten Hedge-Fonds Anbieter Bridgewater 1996 mit seinem All-Weather-Fonds etabliert und tragfähig gemacht. Durch die strukturell höhere Aktienquote, die von US amerikanischen bzw. britischen institutionellen Investoren umgesetzt wird, hat sich die Problemstellung ergeben, dass beispielsweise bei einem traditionellen 60/40 Aktien-/



[click to download our company presentation](#)

**We search beyond the borders of traditional investments.**

**CAM Asset Management AG**

Anleihenportfolio die Aktienperformance die Portfolioperformance- und das Risikoergebnis maßgeblich beeinflusst und die verbliebenen 40% Anleihen keinen weitreichenden Portfolio-Impact haben. Durch die Betrachtung und optimierte Gleichsetzung der Risikobudgets kann diese Schwachstelle gelöst werden (vgl. Hurst, Johnson and Hua Ooi (2010)).

Im deutschsprachigen Europa hat Aquila Capital als erster Anbieter eine Risk Parity Strategie mit kombiniertem Risikomanagement vorgestellt. Durch die exzellente historische Performance – v.a. während der Finanzkrise, bei der viele traditionelle Anbieter bzw. Strategieansätze Schwächen zeigten, haben weitere Marktteilnehmer wie beispielsweise Invesco und auch Raiffeisen Capital Management (RCM) das Angebot an Risk Parity Konzepten erweitert und angereichert. Sowohl institutionelle als auch Privatanleger sind diesem Ruf und der Performance gefolgt und Allokationen im Bereich Risk Parity umgesetzt – die Mittelzuflüsse sprechen eine eindeutige Sprache, v.a. wenn bedacht wird, dass der Markt in Summe stagniert.

#### **FUNKTIONSWEISE**

Risk Parity verwendet bekannte Optimierungsmethoden: Efficient Frontier, Risk-Budgeting und Szenarienanalyse. Es gehört zur Familie der Balanced Portfolio Modelle und baut auf den Ansätzen von Markowitz, Tobin und Sharpe auf (Moderne Portfoliotheorie – MPT). Als solches stellt Risk Parity eine Weiterentwicklung des Balanced Portfolio Gedankens, also dem klassischen 60/40 Portfolio an Aktien und Anleihen, dar. Ergebnis ist nicht ein Balanced Asset Class Portfolio, sondern ein Balanced Risk Portfolio.

Risk Parity Strategien können in der MPT-Familie unter dem Sub-Segment der Return-prognosefreien und risikobasierten Asset Allocation Modelle geführt werden. Dies bedeutet, dass im Rahmen des

Investmentprozesses und der Asset Allocation Steuerung keine expliziten Return-Prognosen verwendet werden müssen und somit Schwächen von Return-prognosebasierten Investment-strategien ausschalten können (Vgl. Schachter and Thiagarajan (2011) und Maillard, Roncalli and Teiletche (2008)). Analog der klassischen MPT-Portfoliooptimierung sind auch für die Risk Parity Strategie Schätzungen und Prognosen zu Risikokennzahlen wie beispielsweise Volatilität (Varianz/Standardabweichung) und zur Korrelation notwendig.

Als Hauptunterscheidungsmerkmal zu traditionellen Asset Allocation Modellen wird explizit das Risiko bzw. der Risikobeitrag je Anlageklasse im gleichgewichteten Verhältnis ( $1/n$ ) auf die entsprechenden Anlageklassen im Portfolio verteilt. Anlageklassen mit geringerer Volatilitäten werden durch diesen Ansatz übergewichtet. Durch diese Übergewichtung weniger volatiler Anlage-klassen wird ein geglätteter Portfolioverlauf angestrebt, da sich die Korrelationseigenschaften positiv bemerkbar machen. Eine weitere zentrale Annahme der Risk Parity-Ansätze ist, dass alle Anlageklassen langfristig die gleiche risiko-adjustierte Rendite erzielen. Nur wenn das der Fall ist, ist eine Gleichverteilung des Risikos optimal, andernfalls gibt es effizientere Möglichkeiten das Kapital zu allokalieren (vgl. Asness, Frazzini and Pedersen (2011)).

Umsetzungselemente eines klassischen Risk Parity-optimierten Portfolios:

- # Volatilitätsschätzung der verwendeten Asset Klassen
- # Korrelationsschätzung der verwendeten Asset Klassen (zB via rollierender Kovarianz Matrix)
- # Konzentration auf liquide Asset Klassen

GodmodeTrader.de: ein Service der BörseGo AG



**ICH PRÄSENTIERE IHNEN: DAS ERSTE TRADING-TOOL MIT PERSÖNLICHKEIT!**



- Persönlich:** Widgets mit Realtime-Push Kursen, Charts & News frei auf Trading-Desktops anordnen
- Schnell:** Widgets verknüpfen und so alle Infos mit nur einem Klick abrufen
- Interaktiv:** Inhalte einfach aus Widgets ziehen und in anderen ablegen!



**Jetzt kostenlos nutzen: [www.guidants.com](http://www.guidants.com)**

- # Optimierung via Efficient Frontier-Einsatz
- # Periodisches Rebalancing
- # Risk Parity Budgets als Ausgangspunkt für TAA
- # Leveraging, durch Kapitalmarktlinien-Extension

### **KRITISCHE WÜRDIGUNG**

Folgt man der vergangenen Performance von am Markt etablierten Risk Parity Strategien, sollten gute Gründe für deren Einsatz sprechen. Trotzdem ist eine kritische Würdigung der wesentlichen Performance- und Risikotreiber angebracht. Durch prozyklische Mittelbewegungen und Investitions- und Deinvestitionsentscheidungen kommen oftmals beim Investor unterdurchschnittliche Anlageergebnisse zustande.

Auch der erwähnte Branchenprimus Bridgewater musste 2008 die Grenzen des Ansatzes erkennen, als die Korrelationen zwischen den eingesetzten Assetklassen gegen eins liefen und der „All Weather“-Fonds ein -Minus von rund 25 Prozent verzeichnete. Auffallend ist, dass sich die Performance- und Risikoergebnisse der umgesetzten Risk Parity Strategien der Anbieter doch sehr deutlich unterscheiden. Musste beispielsweise auch RCM im Jahr 2008 deutliche Abschlüge hinnehmen, konnte sich Aquila positiv in dieser schwierigen Marktphase abheben. Risk Parity ist nicht gleich Risk Parity, speziell wenn Produkthanbieter diskretionär in das Basismodell eingreifen.

Die konzeptinhärente Höhergewichtung volatilitätsarmer Anlageklassen wie Geldmarkt bzw. Staatsanleihen führt zu einer entsprechenden Hebelung der betroffenen Anlageklassen. Für in die Zukunft gerichtete Investitionsentscheidungen ist es somit von entscheidender Bedeutung, eine positive zukünftige Zinsmeinung umsetzen zu wollen bzw. zumindest, dass von Seiten Staatsanleihen keine allzu große Rückbildung zu erwarten ist. Vor diesem Lichte ist die sehr positive Wertentwicklung vieler Risk Parity Strategien nicht mehr wirklich überraschend, da von der positiven Wertentwicklung liquider Staatsanleihen-Futures (dt. Bund, US Treasury etc.) gehebelt partizipiert worden konnte und somit die seit der Finanzkrise zu beobachtende Flucht zu „Safe Haven“ Investments genutzt wurde.

Enttäuschungspotential könnte sich bei den Risk Parity Strategien aufbauen, falls sich bei einer Normalisierung diese Safe Haven Risikoprämien zurückbilden bzw. sich inflationäre Tendenzen auswirken. Vielen Anlegern dürfte dieser Hintergrund nicht bekannt sein bzw. würden bei Kenntnis ihre Investitionsentscheidung nochmals überdenken.

Weiters sind funktionierende Korrelations-eigenschaften bei Risk Parity Konzepten entscheidend. An den Finanzmärkten ist jedoch insbesondere in Krisenphasen – in denen massenhaft Liquidität den Märkten entzogen werden – oftmals ein Gleichlauf vieler Anlageklassen zu beobachten, sodass bei gleichzeitig Schwachen Aktien/Rohstoffmärkten und Zinsanstiegen bei sicheren Anleihen der Investor getroffen werden könnte. Die negative Korrelation von Fixed Income zu Aktien im Herbst 2008 stellt keine Naturkonstante dar. Zwischen 1941 und 1986 verloren Anleihen 56% an realem Wert durch eine anhaltende Phase negativer Realzinsen. Das gleiche Muster einer finanziellen Repression bildet sich heute in Europa aus.

### **FAZIT**

Der Stein der Weisen wurde mit Risk Parity nicht gefunden. Es stellt gegenüber der naiven, traditionellen Anwendung der Modernen Portfoliotheorie, also einer Diversifikation die auf Ebene von Anlageklassen/Regionen/Währungen, durchaus eine Verbesserung dar. Doch kann sich auch eine Weiterentwicklung der MPT nicht den risikoverzerrenden Basisannahmen entziehen. Zu nennen sind:

- # die Reduktion von Risiko auf Volatilitätsmaße, so sophisticated (symmetrisch, asymmetrisch, pfad-abhängig) diese auch ausgestaltet sein mögen.
- # der Einsatz von Leverage im Ausmaß des 2-6-fachen (Bsp.: Wegelin Global Diversification Fund)
- # die Annahme, Volatilität und Korrelation schätzen zu können bzw. dass diese ermittelten Risikoschätzer sich nicht im Zeitablauf verändern (Stationarität)
- # Risk Parity ist in seiner einfachen Form nur ‚long‘ in den Risikoprämien und trägt -daher signifikantes Betarisiko
- # die Annahme, alle Anlageklassen erzielen langfristig die gleiche risikoadjustierte Rendite
- # die Annahme, dass sich ein Risk Parity Portfolio als besserer Ausgangspunkt für TAA eignet als ein traditionelles Balanced Portfolio
- # Stagflation als Problemszenario für Risk-Parity Manager: wenn dann gleichzeitig die Zinsen ansteigen und die Aktienkurse fallen, dann würden unter Umständen selbst eventuelle Gewinne im Rohstoffsektor nicht ausreichen, um einen Wertverlust des Portfolios auszugleichen.

Risk Parity Fondsmanager versuchen die Modellschwächen mit Abweichungen vom strikten Risk Parity Ansatz entgegenzuwirken. Zitat einer KAG, die die Risk Parity Strategie umsetzt: "*Wir sind kein purer Risk-Parity-Fonds, sondern weichen oft stark von einer paritätischen Gewichtung ab*" (Vgl. Portfolio International Ausgabe vom 11.06.2012). Es darf die Kritik erlaubt sein, dass sie sich damit kaum noch von den klassischen Balanced Portfolio Managern unterscheidet. Zurück zum Reißbrett, darf empfohlen werden.

Als zentrale Lehre aus der Finanzkrise ist zu erkennen, dass eine ‚naive, traditionelle‘ Diversifikation auf Ebene von Anlageklassen/Regionen/Währungen nicht ausreichend sind. Stildiversifikation innerhalb der MPT-Familie kann einen diversifizierenden Beitrag insbesondere in Krisenzeiten liefern, in denen den Kapitalmärkten Kapital entzogen wird und Korrelationen gegen 1 tendieren. Als eine dieser Stilbeimischungen bietet sich das Risk Parity Konzept an. Und doch bleibt es lediglich ein Multi-Asset Ansatz der zweiten Generation. Die sich derzeit ausbildende dritte Generation an Risikofaktoren-diversifizierenden Modellen lässt sowohl ein akademisch kohärentere, als auch in seiner praktischen Anwendung robustere Asset Allocation erwarten.

Eine Stildiversifikation innerhalb der MPT-Familie via Risk Parity entspricht dem typischen, Karriererisiko-minimierenden Gedanken der kleinen Schritte vorwärts. Doch will man wirklich Anleihen nach einem 30-jährigen Bullenmarkt mit dem bis zu 6-fachen hebeln, weil einem das Risk-Parity Modell dies vorgibt? Es ist Zeit, auch bei diesem Ansatz Common Sense über seine Anwendungsgrenzen walten zu lassen. Dieser Artikel soll als Denkanstoß zu der notwendigen Reflexion dienen.

## **Autoren**

### Mag. Gökhan Kula | Managing Partner, CIO von MYRA Capital

Gökhan Kula ist seit Mai 2012 Gründungsmitglied und Geschäftsführer der Advisory Boutique MYRA Capital. Er ist Kapitalmarktexperte mit mehr als zehn Jahren Erfahrung in der Investmentbranche. Nach unterschiedlichen leitenden Positionen im Bereich Asset Management der Walser Privatbank AG wurde er mit Gründung der Walser Privatbank Invest S.A. im Januar 2011 zum Geschäftsführer der Gesellschaft bestellt. Des Weiteren war er Verwaltungsratsmitglied verschiedener Luxemburger Investment-gesellschaften. Als Fondsmanager kann er einen sehr erfolgreichen Track Record vorweisen, der durch internationale Auszeichnungen bestätigt wird.

### Über MYRA Capital GmbH

MYRA Capital ist eine unabhängige und inhabergeführte Advisorygesellschaft mit Schwerpunkt auf institutionelle Kapitalanleger. Der Fokus der Beratungstätigkeit liegt auf effizienten, systematischen und regelbasierten Investmentstrategien. Sie ist spezialisiert auf dynamische, risikokontrollierte und quantitative Asset Allocation Modelle und bieten ihre internationale Beratungsdienstleistung seit Mai 2012 an.

---

### Mag. Markus Schuller, MBA, MScFE | Managing Director, Panthera Solutions

Markus Schuller ist Gründer von Panthera Solutions, eine Beratungsfirma für strategische Asset Allocation im Fürstentum Monaco. Zuvor war er über zehn Jahre lang als Asset Manager und Produktentwickler bei Banken und Asset Managern tätig. Er kommentiert für diverse Qualitätsmedien den Markt und referiert regelmäßig auf Konferenzen zum Thema Asset Allocation.

### Über Panthera Solutions

Panthera Solutions – mit Sitz im Fürstentum Monaco – ist ein Anbieter von Strategic Asset Allocation Intelligence für professionelle Anleger in Europa. Gegründet von Markus Schuller im Jahr 2009, bietet Panthera Solutions unabhängige Beratung für professionelle Marktteilnehmer in der Verdichtung, Strukturierung und Interpretation von Marktinformation und der Überleitung in die Strategische Asset Allokation. Ziel ist eine erhöhte Allokations-Robustheit mittels Substitution von gängigen Standardmodellen im Portfoliomanagement durch den Einsatz von neuartigen Methoden in der quantitativen und qualitativen Allokationsoptimierung.