

**Risk-Parity.
Der blinde Fleck wird sichtbar.**

**Reaktion auf die irreführenden Erklärungen der
Risk-Parity-Fonds Anbieter.**

von Gökhan Kula und Markus Schuller

Wir verfassten im November 2012 mit dem Artikel „Risk-Parity, eine Modeerscheinung unterschätzt ihren blinden Fleck“ eine kritische Würdigung zum Risk-Parity Ansatz. Unser Fazit lautete, dass damit der Stein der Weisen nicht gefunden wurde. Er stellt gegenüber der naiven, traditionellen Anwendung der Modernen Portfoliotheorie, also einer Diversifikation die auf Ebene von Anlageklassen-Regionen-Währungen ein Balanced Portfolio ergibt, durchaus eine Verbesserung dar. Doch kann sich auch eine Weiterentwicklung der MPT nicht den risikoverzerrenden Basisannahmen entziehen.

Nachstehend nur auszugsweise drei der erläuterten Risk-Parity-Basisannahmen angeführt (den vollständigen Artikel finden Sie [hier](#)):

- *die Reduktion von Risiko auf Volatilitätsmaße, so sophisticated (symmetrisch, asymmetrisch, pfadabhängig) diese auch ausgestaltet sein mögen*
- *der Einsatz von Leverage im Ausmaß des 2-6 fachen*
- *wenn 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*

Wir schlossen mit der Frage: „Will man wirklich Anleihen nach einem 30-jährigen Bullenmarkt mit dem bis zu 6-fachen hebeln, weil einem das Risk Parity Modell dies vorgibt?“

Eine offensichtliche Antwort für die letzten Ungläubigen gab der Zeitraum Mai/Juni 2013. Namhafte Risk-Parity-Fonds verloren kumuliert bis zu 12%. Nun wäre dies noch kein Anlass für eine Reaktion. Genugtuung bei Verlusten von überwiegend Retail-Investoren ist keine Kategorie, in der wir denken.

Antrieb für diesen Artikel ist unser Unverständnis über die irreführenden Erklärungen der Risk-Parity-Fonds Anbieter als Reaktion auf die deutlichen Verluste.

Kalmieren als oberste Devise

In der ersten Julihälfte sah man also einen Fluss an Erklärungen seitens namhafter Risk-Parity-Fondsmanager und ihrer Investor Relations Spezialisten. Nachstehend analysieren wir die Reaktionen der Anbieter, die jeweils zwar unterschiedliche Erklärungsansätze betonen, trotzdem unmissverständlich empfehlen an der Strategie festzuhalten.

**1. Erklärungsansatz: Die historische
Rückrechnung hat gezeigt, dass..**

Ein Fondsmanager aus Deutschland ([Quelle](#)) ging als erster in die Offensive und bestätigte, dass er keine Veränderung an der Strategie vornehmen will.

„Die Rückrechnungen zeigten [...], dass die Risikoparitätsstrategie sowohl in inflationären wie auch in deflationären Zeiten, in Phasen steigender Zinsen sowie in Phasen fallender Aktien- und Rohstoffkurse sehr erfolgreich umgesetzt werden könne.“

Mit anderen Worten, gemäß deren Modellannahmen im Backtesting der gegenwärtigen Strategie sollte sie auch künftig funktionieren. Mag sein.

**Noch schneller, noch persönlicher,
noch informativer. Jetzt auf Guidants!**

- ✓ Alles auf einen Blick, alles kombinierbar
- ✓ Rohstoff-Report, Videos, Charts, Analysen
- ✓ Informationsaustausch in Realtime

**Jochen Stanzl
in Echtzeit**

Überzeugen Sie sich selbst. Jetzt kostenfrei registrieren!

www.guidants.com

Guidants

Wie in unserem Artikel ausgeführt, ist der Ansatz speziell bei Stagflation verletzbar. Einem gegenwärtigen Szenario, dass uns durch die Zerrkräfte einer finanziellen Repression durchaus länger begleiten kann, als einem Risk Parity Manager lieb wäre. Weniger Marketing-Sprache und mehr professioneller Anspruch stünde dem Fondsmanager gut an.

Wohin ein zu hohes Vertrauen in historische Rückrechnungen und statische Modellannahmen geführt haben, ist zuletzt im Rahmen der Finanzkrise deutlich geworden, die sogar viele namhafte Investmentbanken zu schaffen gemacht haben. Folgender Grundsatz bleibt bestehen: "The risk you have been living is different than the one coming tomorrow."

2. Erklärungsansatz: Durch Zinsanstieg wieder implizit mehr Value enthalten

Ein anderer Fondsmanager ([Quelle](#)) macht Mut auf künftige Outperformance:

„Ähnlich einem Rentenfonds, dessen Ertragserwartung bei fallenden Kursen steigt, ist der „implizite“ Value in unseren Positionen in den letzten Wochen deutlich angestiegen, sodass die zukünftig zu erwarteten Erträge nun wohl deutlich höher sind als in den letzten 2 Jahren.“

Diese Erwartungshaltung ist klassisch den eingangs skizzierten, risikoverzerrenden Basisannahmen zuzuordnen. Klingt aber zumindest für nicht versierte Ohren plausibel und vielversprechend.

Des Weiteren ist durch einen flüchtigen Blick auf den Zinschart über die letzten Dekaden ersichtlich, dass bei einer Trendumkehr signifikantes Potenzial für weitere Zinsanstiege gegeben ist. Wir finden es weiterhin überraschend, dass die Anbieter nicht Klartext reden: Falls Sie bewusst gehebelte Geldmarkt-/Anleihen-Investments bei beschriebener Markterwartung eingehen möchten, ist ein traditioneller Risk-Parity-Fonds durchaus ein geeignetes Instrument. Wie viele der Privatanleger sich dessen im Klaren sind, ist eine andere Frage.

Positiv ist der Hinweis des Fondsmanagers auf das Phänomen wiederkehrender Korrelationsanstiege zu bewerten (siehe auch Basisannahme #3). Ihm kommt aber nicht in den Sinn, daraus den Schluss abzuleiten, dass durch die stets kürzer werdenden Abstände von Korrelationsspitzen der Risk-Parity Ansatz an sich zu hinterfragen ist.

3. Erklärungsansatz: Unvorteilhafte Makro-Trends, Anpassung des Leverage

Ein weiterer Risk-Parity-Fondsmanager ([Quelle](#)) gibt sich unaufgeregt und führt ins Feld, dass diese

Situation bei einem Long-Only Ansatz mit hoch korrelierenden Assetklassen auftreten kann. Erklärt wird die Situation mit unvorteilhaften Makro-Trends. Die Richtigkeit deren Modells wird durch die Reduktion des Leverage von 5x (Feb13) auf 3.5x (Mai13) untermauert.

Was erhält der Investor aufgrund eines überforderten Modells? Eine Allokation von 62% in STIR, also Short-Term-Interest-Rate Exposure. Dafür zahlt man gerne eine [Verwaltungsgebühr von 1,3%](#).

4. Erklärungsansatz: Vogel-Strauß-Politik

Ein weiterer Fondsmanager ([Quelle](#)) stellt klar: „Die jüngsten Marktbewegungen haben uns nicht zu einer Anpassung des Portfoliomanagement-Ansatzes veranlasst.“ Dies war die einzig klare Ansage in der Reaktion auf jenes Marktverhalten, das seinen Risk-Parity-Fonds hart getroffen hat. Der Rest verliert sich in allgemeinem Finanzjargon und verkommt zur Nullaussage. Vor dem Hintergrund, dass der Anbieter v.a. auch im Retail-Bereich sehr erfolgreich Asset-Gathering für seine Strategie betrieben hat, ist diese defensive Verhaltensweise bzw. Kommunikationspolitik zu hinterfragen. Speziell in schwierigen Marktphasen sollte dem höheren Kommunikationsbedarf seitens Investoren begegnet und transparent vollzogen werden.

Fazit

Mit welcher Selbstverständlichkeit in den Erklärungen über die strukturellen Schwächen des Ansatzes hinweggesehen wird, grenzt an Arroganz. Bei allen Anbietern wird der Eindruck eines temporären Effektes aufgrund von unvorteilhaften Marktbedingungen erzeugt. Keine Spur von einer grundsätzlichen Reflexion über die Basisannahmen. Keine Spur an Einsicht, dass sich die Rahmenbedingungen für einen Risk-Parity Ansatz aufgrund eines systematischen Korrelationsanstieges durch zunehmend interdependente Volkswirtschaften (und deren Finanzmärkten) verschlechtern werden.

Ein grundsätzliche Neuausrichtung und Adjustierung im Investmentprozess ist unserer Ansicht nach notwendig, um dieser „Neuen Normalität“ an den Finanzmärkten gerecht zu werden. Die Steuerung der strategischen Asset Allocation über Risikofaktoren und Risikoprämien und Diversifikation über mehrere Ebenen ([vgl. Schuller/Kula 2013](#)) sollten das Gebot der Stunde sein.

Die Umsetzung der Risk-Parity Strategien wird aufgrund der strukturellen Schwächen zu einem Uphill-Battle. Den Investor Relations Mitarbeitern der Fondsgesellschaften darf bereits jetzt viel Vergnügen gewünscht werden. Selbst das Vokabular im Marketing-Sprech ist endlich.

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 Investmentgesellschaften. 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, risiko-kontrollierte 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 Methoden der dritten Asset Allocation Generation.