



Kommentar zu Risk Parity

Risk Parity is back?

ES WAR NIE WEG!

Risk Parity ist – vielleicht gegensätzlich zur früheren Darstellung mancher Verfechter von Risk Parity – kein Allheilmittel gegen schlechte Börsen. Es ist auch nicht der heilige Gral der Kapitalanlage. Es gibt Kapitalmarktphasen, in denen auch Risk Parity Draw-Downs hinnehmen muss, in jüngster Zeit gleich zweimal – im Mai/Juni 2013 und im Frühjahr 2015. Dennoch: Nicht nur viele Studien¹ belegen die herausragenden Eigenschaften von Risk Parity, sondern auch der langfristige Erfolg vieler Risk Parity Fonds. Risk Parity ist besonders – es stellt bei der Konstruktion des Portfolios rein auf das Risiko ab, verzichtet auf Marktprognosen und nutzt den Einsatz von Hebel. Risk Parity ist der etwas andere Multi Asset-Ansatz – und die risikoadjustierten Renditen von Risk Parity-Fonds sind auf der Höhe der besten Multi Asset-Fonds, häufig sogar besser. Und das aus gutem Grund – insbesondere im Niedrigzinsumfeld. Wir erklären, warum.

Obwohl Risk Parity „nur“ eine Konstruktionsmethode für Portfolios ist, bezeichnet man mit Risk Parity i.d.R. Multi Asset-Konzepte, die Long Only investieren, wie zum Beispiel den Invesco Balanced Risk, AQR Global Risk Parity oder unseren eher konservativen Newcomer Tungsten PARITON UI. Letzterer setzt sich im Risk Parity-Universum besonders ab, da er auf Rohstoffe verzichtet und eine noch puristischere Portfoliokonstruktion betreibt.

Wegen ihrer Long Only-Ausrichtung sind Risk Parity-Fonds eher nicht dem weiten Feld der Absolute Return-Strategien zuzuordnen, wie des Öfteren von den Anbietern selbst proklamiert wurde.

Risk Parity-Fonds beruhen auf besonderen Multi Asset-Ansätzen. Sie treten nicht direkt in Konkurrenz zu den Stars der Asset Allokation bzw. Vermögensverwaltenden Mandate wie Flossbach, Carmignac, DWS Kaldemorgen oder Nordea Stable Return. Vielmehr sind sie ein ideales Element, um Strategiediversifikation in einer solchen Allokation mit Multi Asset-Fonds herzustellen. Risk Parity ist nämlich nicht von ALPHA abhängig, das auch bei den Stars mal ausbleiben kann. Risk Parity setzt auf Risikooptimierung – verdient pures BETA, meist gehebelt, und steuert das Risikobudget systematisch exakt.

BETA – die **Marktrisikoprämie** – ist so etwas wie die natürliche Rendite oberhalb des risikofreien Zinses. Im Gegensatz zu ALPHA ist BETA kein Nullsummenspiel. Das BETA können alle Investoren verdienen. Daher kann auch nur BETA die Lösung für das Problem sein, das momentan alle Investoren haben, nämlich Renditedruck.

Risk Parity-Konzepte gleichen die Risiken eines Portfolios optimal aus. Das Rendite-/Risiko Verhältnis, oder die sog. Sharpe Ratio, wird so optimiert. Der Risikoausgleich drückt i.d.R. das Gesamtrisiko eines Portfolios stark nach unten – das Resultat perfekter Diversifikation. Das dadurch gewonnene Risikobudget kann im Anschluss dazu verwendet werden, das Portfolio zu hebeln. Somit wird das volle zur Verfügung stehende Risikobudget optimal zur Erzielung von Marktrenditen genutzt.

So ersetzt Risk Parity ALPHA durch gehebeltes BETA. Dies lohnt sich umso mehr, je geringer die Kosten für den Hebel sind, also gerade jetzt, im Umfeld niedriger Zinsen.

Betrachtet man die aktuellen Kapitalmärkte durch die Brille der Portfoliotheorie, so fällt auf, dass die gefallen Zinsen die gesamte Portfolio-Effizienzkurve nach links unten verschoben haben (siehe Grafik Seite 2). Auf der Suche nach Mehrrendite muss der Investor heute mehr Risiken eingehen. Dafür stehen ihm zwei Alternativen zur Verfügung: Entweder, er erhöht seine Allokation in riskanteren Wertpapieren, z.B. hochverzinsliche Renten oder Aktien, oder er setzt Hebel ein.

So nachvollziehbar die Argumente auch sind, dass Aktien bei den niedrigen Zinsen allein aufgrund ihrer Dividenden langfristig bessere Ertragsaussichten haben, so tragen sie doch ein viel höheres Risiko. Wer heute eine Rendite von Euribor + Inflation + 2% – also ca. 3%-4% anstrebt, der braucht dafür recht hohe Aktienquoten, je nach Ertragsprognose etwa 40% oder mehr. Der Fokus auf Aktien führt jedoch zu einem massiven Verlust an Diversifikation. Das Risiko und der Erfolg des Portfolios hängen in Folge fast ausschließlich von den Aktien ab.

Wenn Aktien dann ihre Durststrecke haben oder gar fallen, dann würde das Mehr an eingegangenen Risiko trotz Dividenden und Kurspotenzial nicht adäquat entlohnt.

¹ Gerne auf Nachfrage verfügbar

Wichtige Informationen – bitte sorgfältig lesen:

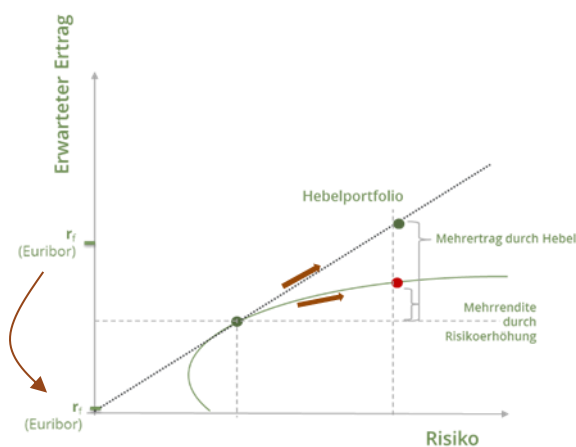
Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Kunden der Kundengruppe „Professionelle Kunden“ gem. § 31 a Abs. 2 WpHG und/oder „Geeignete Gegenparteien“ gem. § 31 a Abs. 4 WpHG und ist nicht für Privatkunden bestimmt. Die Verteilung an Privatkunden ist nicht beabsichtigt. Es dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Historische Wertentwicklungen lassen keine Rückschlüsse auf ähnliche Entwicklungen in der Zukunft zu. Diese sind nicht prognostizierbar. Alleine Grundlage für den Anteilerwerb sind die Verkaufsunterlagen zum Sondervermögen. Verkaufsunterlagen zu allen Sondervermögen der Universal-Investment sind kostenlos bei Ihrem Berater / Vermittler der zuständigen Depotbank oder bei Universal-Investment unter www.universal-investment.de erhältlich. Alle angegebenen Daten sind vorbehaltlich der Prüfung durch die Wirtschaftsprüfer zu den jeweiligen Berichtsterminen. Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Für die Richtigkeit der hier angegebenen Informationen übernimmt Tungsten Capital Management keine Gewähr. Änderungen vorbehalten. Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen.



Die Alternative?

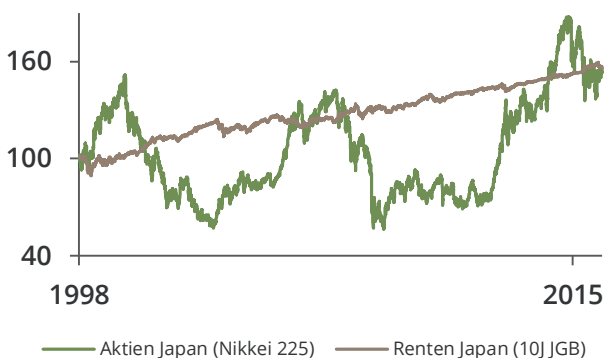
Hebel!

Es ist viel attraktiver, ein Portfolio mit wenig Risiko zu konstruieren, das vielleicht nur 1,5% p.a. verdient, dafür aber kontinuierlich. Mit einem zweifachen Hebel kommt man daraufhin auch zum Ziel, nur wesentlich sicherer. Der Effizienzgewinn durch Hebel ist gerade bei niedrigen Zinsen umso höher.



Quelle: Tungsten Investment Funds

Die Chancen, dass sich diese Alternative bewährt, sind hoch. Darauf setzt Risk Parity. Niedrige Zinsen sind nämlich kein Garant für eine bessere Aktienperformance. Ein Blick nach Japan reicht aus, um dies zu zeigen. Seit in Japan die Zinsen unter 1% gefallen sind, haben Aktien keineswegs besser performt, sie schwankten nur mehr.



Quelle: Tungsten Investment Funds

Die Performance der Risk Parity-Fonds bestätigt diese These. Wer im Nullzinsumfeld nur durch geschicktes Timing von Aktien und Renten dieselbe Rendite wie Risk Parity-Fonds erreichen möchte, braucht derzeit ein äußerst geschicktes Händchen. Dauerhaft wird dies aber wohl kaum möglich sein. Die großen Multi Asset-Schlachtschiffe tun sich momentan trotz ansehnlicher Performance schwer, mit Risk Parity mitzuhalten. Insbesondere dann, wenn man die Performance risikoadjustiert misst.

Unser Tungsten PARITON Fonds glänzt seit seiner Auflage vor ca. 3 Jahren mit einer Rendite von 6% p.a. bei sehr geringen Schwankungen. Aber auch PARITON hatte im Jahr 2015 eine schwierige Zeit.

Was war passiert?

Das Jahr 2015 war in doppelter Hinsicht schwer für Risk Parity. Bis zum April liefen die Börsen und fast alle Multi Asset-Strategien verdienten gut. Der Crash am chinesischen Aktienmarkt ließ jedoch ab April Risiko-Assets wie Aktien über eine längere Zeit fallen. Gleichzeitig kommunizierte die FED, dass der Zinserhöhungszyklus im Jahr 2015 beginnen würde und schickte viele globale Anleihemärkte damit ebenso in den Keller.

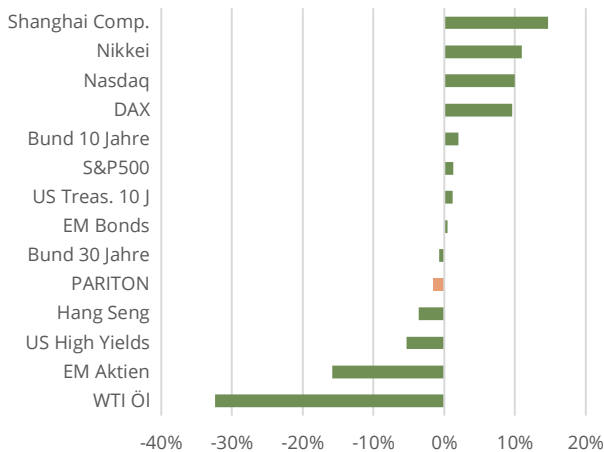
Kurzum: Diversifikation, die eigentliche Stärke der Risk Parity-Ansätze, zahlte sich nicht aus, weil fast alles fiel. Groteskerweise ergab sich am Ende des Jahres ein besonderes Bild: Die vermeintlich riskanteren Aktienmärkte NASDAQ, DAX und allen voran China konnten nach einer ordentlichen Jahresendrally noch ganz ansehnliche Renditen abwerfen. Wer darauf gesetzt hatte, konnte trotz eher unzureichender Diversifikation ein gutes Jahresergebnis zeigen. Risk Parity-Ansätze dagegen verloren seit April im Gleichlauf mit nahezu allen Märkten. Rohstoffe fielen teilweise besonders tief, was die Strategien mit Rohstoffen dementsprechend härter traf. Tungsten PARITON, der schon 2014 in den Ranglisten ganz oben zu finden war, schnitt mit nur -1,5% noch am besten ab. Ein zwischenzeitlicher Draw-Down von über 7% schmerzte trotzdem.

Wichtige Informationen – bitte sorgfältig lesen:

Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Kunden der Kundengruppe „Professionelle Kunden“ gem. § 31 a Abs. 2 WpHG und/oder „Geeignete Gegenparteien“ gem. § 31 a Abs. 4 WpHG und ist nicht für Privatkunden bestimmt. Die Verteilung an Privatkunden ist nicht beabsichtigt. Es dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Historische Wertentwicklungen lassen keine Rückschlüsse auf ähnliche Entwicklungen in der Zukunft zu. Diese sind nicht prognostizierbar. Alleine Grundlage für den Anteilerwerb sind die Verkaufsunterlagen zum Sondervermögen. Verkaufsunterlagen zu allen Sondervermögen der Universal-Investment sind kostenlos bei Ihrem Berater / Vermittler der zuständigen Depotbank oder bei Universal-Investment unter www.universal-investment.de erhältlich. Alle angegebenen Daten sind vorbehaltlich der Prüfung durch die Wirtschaftsprüfer zu den jeweiligen Berichtsterminen. Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Für die Richtigkeit der hier angegebenen Informationen übernimmt Tungsten Capital Management keine Gewähr. Änderungen vorbehalten. Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen.



Globale Märkte 2015



Quelle: Tungsten Investment Funds

Im folgenden Januar und Februar 2016 brachen die Börsen erneut ein, und im Juni gab es durch den Brexit nochmals einen Nachschlag. In dieser Zeit zahlte sich Diversifikation jedoch wieder aus, weil eben nicht alles fiel. So ragten die Risk Parity-Fonds wieder positiv hervor, weil eben die meisten Multi Asset-Manager wieder mit zu viel Risiko-Assets unterwegs waren.

Risk Parity lässt sich nicht timen. Und es macht auch keinen Sinn, Risk Parity aus seinem Portfolio auszuschließen, weil man für eine Asset Klasse – momentan meist Anleihen – eine schlechte Entwicklung befürchtet. Erstens könnte man sich mit so einer Einschätzung leicht irren, zweitens könnte man die nicht geliebte Assetklasse anderweitig weniger berücksichtigen. Wegen einer Marktprognose auf ein ganzes Konzept zu verzichten, dessen Erfolg darauf basiert, keine Marktprognosen zu treffen, ist schlichtweg gewagt.

Risk Parity 2.0

Risk Parity allein ist nur ein Konzept zur Portfoliokonstruktion. Die heutigen Kapitalmärkte lassen es nicht mehr zu, ganz ohne Marktintelligenz rein risikofokussiert vorzugehen. Ob einzelne Anlagen überhaupt ein Portfolio bereichern, lässt sich auch ohne Ertragsprognose bestimmen, über eine Analyse des Ertrags-/Risikoprofils einer jeden Assetklasse. Die treuhänderische Pflicht allein verlangt dies schon von einem Fondsmanager.

Daher legt Tungsten im PARITON sehr viel Wert darauf, eine sog. „streng überwachte Eingangstür“ vor dem

Portfolio zu haben. Nicht jedes Wertpapier oder jeder Markt kommt hier rein. Anlagen, die ein bestimmtes wohlwollendes Szenario benötigen, um eine akzeptable Rendite zu erwirtschaften, bleiben außen vor. So bleiben schon seit geraumer Zeit viele Anleihen unberücksichtigt und die Bondquoten sinken kontinuierlich.

Dies führt zu einer noch robusteren Wertschöpfung und immer weniger negativen Überraschungen.

Das Nullzinsumfeld zwingt viele Investoren zum Umdenken. Die Kapitalanlage verändert sich zunehmend. Aber nicht alle Veränderungen werden erfolgreich sein.

Auf der Suche nach ALPHA wird mindestens die Hälfte der Investoren enttäuscht werden, denn ALPHA wird immer ein Nullsummenspiel unter den Investoren bleiben. Dennoch ist es nachvollziehbar, mit ALPHA den niedrigen Renditen entgegen zu wollen.

Risk Parity – Das bessere Long-Only

Der Verzicht auf Diversifikation könnte jedoch mit Blick nach vorn der größte Fehler sein, den Investoren machen können. Niemand weiß, welche Anlagen oder Assetklassen in Zukunft am besten performen werden. Auch nicht – vielleicht sogar besonders dann nicht, wenn Zinsen um 0% notieren. Der Fokus auf allheilbringende Aktien kann teuer werden. Denn Aktien schwanken mehr, als es sich viele Investoren leisten können. Hier setzt Risk Parity an. Risk Parity hat immer die maximale Quote an Risiko-Assets, die das Risikobudget zulässt. Je schwieriger Kapitalmärkte werden, desto wichtiger wird ein emotionslos risikooptimierter Block im Portfolio sein, der die noch übrig gebliebene Rendite verdient. Dieser Block wird Risk Parity sein.

Lutz Klaus, CIO Tungsten Investment Funds

Frankfurt am Main im Oktober 2016

Wichtige Informationen – bitte sorgfältig lesen:

Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Kunden der Kundengruppe „Professionelle Kunden“ gem. § 31 a Abs. 2 WpHG und/oder „Geeignete Gegenparteien“ gem. § 31 a Abs. 4 WpHG und ist nicht für Privatkunden bestimmt. Die Verteilung an Privatkunden ist nicht beabsichtigt. Es dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Historische Wertentwicklungen lassen keine Rückschlüsse auf ähnliche Entwicklungen in der Zukunft zu. Diese sind nicht prognostizierbar. Alleine Grundlage für den Anteilerwerb sind die Verkaufsunterlagen zum Sondervermögen. Verkaufsunterlagen zu allen Sondervermögen der Universal-Investment sind kostenlos bei Ihrem Berater / Vermittler der zuständigen Depotbank oder bei Universal-Investment unter www.universal-investment.de erhältlich. Alle angegebenen Daten sind vorbehaltlich der Prüfung durch die Wirtschaftsprüfer zu den jeweiligen Berichtsterminen. Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Für die Richtigkeit der hier angegebenen Informationen übernimmt Tungsten Capital Management keine Gewähr. Änderungen vorbehalten. Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen.