



Risiko. Management. Ertrag.

Dynamische Risk Parity – Risiken Clever Managen

Fasst man den Erfolg von Risk Parity zusammen, so trifft es „Diversifikation“ wohl am besten.

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



Inhalt

- 4 **Dynamische Risk Parity – Risiken clever managen**
- 5 **Die Vorzüge von Risk Parity an einem Beispiel**
- 6 **Risk Parity passt sich dem aktuellen Marktumfeld an**
- 7 **Der Vorteil von Volatilitätszielen**
- 8 **Dynamische Risk Parity – eine notwendige Erweiterung**
- 10 **Schätzung und Steuerung der Risiken**
- 11 **Längerfristige Vorteile des Risk Parity-Ansatzes**
- 12 **Diversifikation optimal nutzen**
- 14 **Soweit die Vergangenheit – aber was gilt für die Zukunft?**
- 15 **Verstehen. Handeln.**

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42 – 44
60323 Frankfurt am Main

Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de

Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter

Verpassen Sie auch unsere Podcasts nicht:
www.allianzgi.de/podcast



Dynamische Risk Parity – Risiken Clever Managen

Fasst man den Erfolg von Risk Parity zusammen, so trifft es „Diversifikation“ wohl am besten. Diversifikation leistet über einen genügend langen Zeithorizont im Mittel einen deutlichen Mehrertrag und wird deswegen auch häufig als „Free Lunch“ bezeichnet. Allerdings unterliegt der Diversifikationsbeitrag im Zeitablauf starken Schwankungen – wobei Herbst 2008 und Frühjahr 2013 als Negativbeispiele dienen. Der Risk Parity-Ansatz sollte somit zwecks Renditesteigerung und Risikoreduktion mit einer aktiven Assetallokation kombiniert werden.



Dr. Timo Teuber, CFA, ist Portfolio Manager im Multi Asset Protection Team bei Allianz Global Investors. Seit 2011 verwaltet er institutionelle Mandate mit Wert-sicherungen. Insbesondere ist Dr. Teuber für die Entwicklung und Verwaltung der Dynamic Risk Parity Strategie zuständig, die seit 2012 erfolgreich im Team eingesetzt wird. Zudem ist er für die konzeptionelle Modellierung von Cross-Asset-Investmentmodellen zur effizienten Nutzung von Risikobudgets verantwortlich. Dr. Teuber ist seit 2009 bei Allianz Global Investors und arbeitete während des Global Graduate Programm in verschiedenen Teams in Deutschland und den USA.

Risk Parity ist ein Investmentansatz, der darauf abzielt, Risiken paritätisch, d. h. gleichmäßig zu verteilen. In einem klassischen 50/50 Balanced-Portfolio sind Aktien und Anleihen lediglich nach dem Marktwert paritätisch balanciert. Da Aktien allerdings normalerweise riskanter als Anleihen sind, dominieren sie

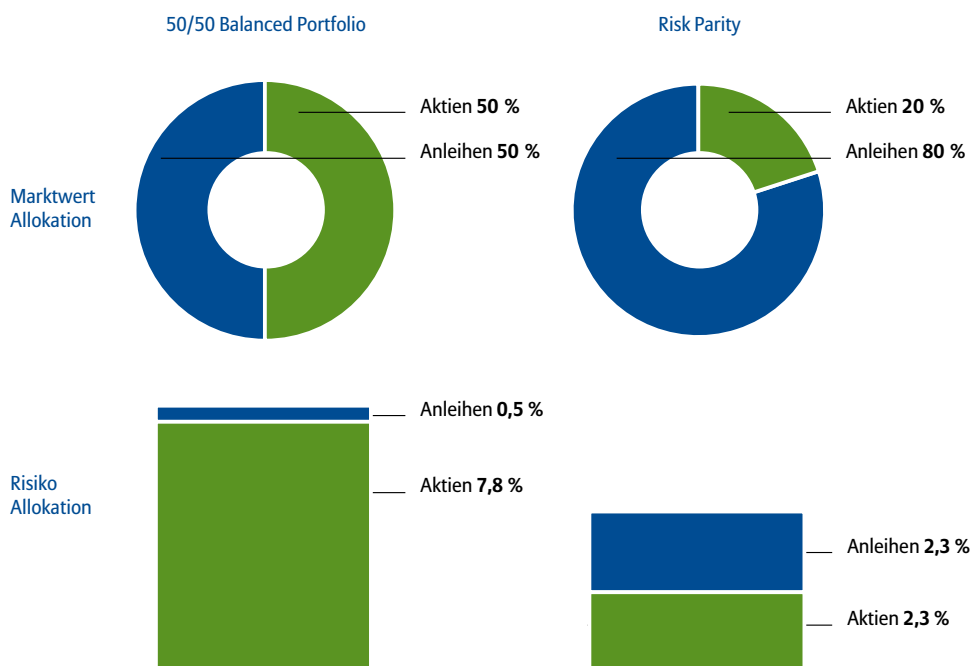
das Risikoprofil – allerdings maßgeblich auch die Rendite. In einem Risk Parity Portfolio wird dagegen der Risikobeitrag von Aktien zugunsten von Anleihen reduziert, sodass beide Anlageklassen je zur Hälfte zum Portfoliorisiko beitragen. Dadurch sinkt aufgrund des Diversifikationseffektes auch das Gesamtrisiko.

Die Vorzüge von Risk Parity an einem Beispiel

Zur Veranschaulichung ein vereinfachtes, aber durchaus realitätsnahes Beispiel mit Volatilität als Risikomaß. In einem von uns unterstellten moderaten Umfeld weisen Aktien hierbei eine Volatilität von 16% und Anleihen eine von 4% auf. Der Einfachheit halber sei eine Korrelation der Anlageklassen von Null angenommen. In diesem Fall ist die Volatilität des 50/50 Balanced Portfolios 8,25%, wobei Aktien mehr als 94% des Gesamtrisikos beitragen. Das gemischte Portfolio ist somit in Wirklichkeit hoch konzentriert und hängt hauptsächlich von der Entwicklung der Aktienmärkte ab. Das Risk Parity Portfolio ist dagegen zu 20% in Aktien und 80% in Anleihen investiert. Die Volatilität ist mit ca. 4,5% deutlich geringer und die Risiken sind diversifiziert (siehe Schaubild 1).

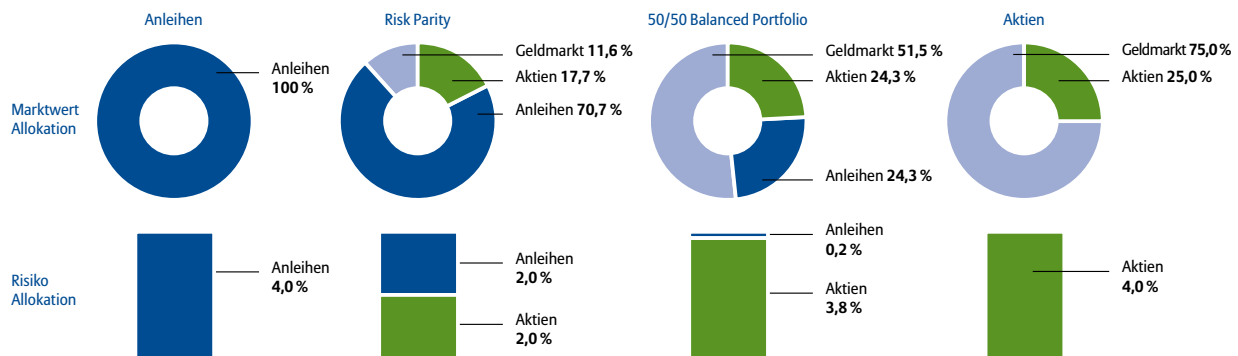
Um die Ertragsseite fair bzw. vergleichbar analysieren zu können, werden die verschiedenen Portfolios auf das gleiche Risikoniveau gebracht. Betrachtet man einen Anleiheninvestor, der eine feste Volatilität (in unserem Beispiel 4%) eingehen möchte, dann bieten sich ihm mehrere Alternativen: Anstatt 100% Anleihen zu halten, kann er auch 48,5% in das gemischte 50/50 Balanced Portfolio, 88,4% in das Risk Parity Portfolio oder 25% in Aktien investieren (siehe Schaubild 2). Die übrigen Gelder werden dabei jeweils risikolos, also beispielsweise am Geldmarkt angelegt. Um einen Ausgangspunkt für die Ertragsseite zu bestimmen, wird die langfristig erwartete Rendite für Anleihen bei 1,5% p.a. und für den Geldmarkt bei 0,1% p.a. fixiert. Dies ist sowohl aufgrund der aktuellen Zinsstrukturkurve als auch aufgrund der historischen Überrenditen typischer Anleiheportfolios zum Geldmarkt ein eher konservativer Wert.

Schaubild 1: Marktwertallokation ≠ Risikoallokation



In der oberen Reihe sind die Marktwertallokationen für das 50/50 Balanced Portfolio (links) und das Risk Parity Portfolio (rechts) dargestellt. In der unteren Reihe sind die Risikoallokationen für die beiden Portfolios dargestellt, wobei die Säulenhöhe für das Gesamtrisiko steht. Beim klassischen Ansatz wird zunächst die Marktwertallokation bestimmt, daraus ergibt sich die Risikoallokation. Beim Risk Parity-Ansatz wird die Risikoallokation bestimmt – daraus ergibt sich die Marktwertallokation.

Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013

Schaubild 2: Verschiedene Portfolios mit gleicher Volatilität

Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013

Unter dieser Annahme weist das gemischte 50/50 Balanced Portfolio nur dann eine höhere erwartete Rendite als das Risk Parity Portfolio auf, wenn die erwartete Rendite von Aktien mehr als 10% beträgt. Dies bedeutet, dass die Risikoprämie für Aktien mindestens 8,5% betragen muss, was im historischen Vergleich recht hoch ist. Für den Fall, dass Aktien eine erwartete Rendite von genau 10% aufweisen, kann man für das 25% ige Aktieninvestment (und die übrigen 75% im Geldmarkt) lediglich eine Rendite von 2,58% p. a. erwarten. Trotz der extrem hohen Risikoprämie für Aktien ist die erwartete Rendite des diversifizierten Risk Parity Portfolios mit 2,84% p. a. höher. Investoren sollten somit auch bei einem extrem positiven Ausblick für Aktien das diversifizierte Investment in Betracht ziehen. Denn falls sich die guten Aussichten für Aktien nicht realisieren, sollte ein diversifiziertes Investment klare Vorteile bieten.

Für einige Investoren ist die 30-jährige Bondrally der einzige Grund für den Erfolg der Risk Parity-Strategie. Im obigen Beispiel sind die Ertragserwartungen für Aktien jedoch deutlich höher als für Renten. Trotzdem lässt die diversifizierte Risk Parity-Allokation eine höhere risikoadjustierte Rendite als die beste Anlageklasse (Aktien) erwarten. Nicht der Renditebeitrag, sondern der Diversifikationseffekt der Anleihen ist somit der wahre Grund für den Erfolg der Strategie. Das Potenzial dieses Diversifikationseffekts wird oftmals unterschätzt. Dies impliziert: Je mehr

(unabhängige) Anlageklassen aufgenommen werden, desto größer ist das Potenzial des Ansatzes.

Risk Parity passt sich dem aktuellen Marktumfeld an

Turbulente Marktphasen gehen in der Regel mit erhöhtem Risiko und niedrigeren Erträgen einher. Umgekehrt zeichnen sich gute Marktphasen nicht nur durch hohe Renditen, sondern auch durch geringeres Risiko aus. Für ein Portfolio mit festen Marktwertgewichten bedeutet dies, dass die Risikoallokation Schwankungen unterworfen ist. Beim Investmentansatz Risk Parity wird hingegen die Marktwertallokation proaktiv dem Marktumfeld angepasst, damit die gewünschte Risikoallokation eingehalten wird.

Das obige Beispiel soll zur Veranschaulichung fortgeführt werden, wobei für Aktien zunächst ein gutes Marktumfeld mit einer Volatilität von 12% und danach ein schlechtes Umfeld mit einer Volatilität von 20% angenommen wird. Im guten Umfeld beträgt das Verhältnis von Aktien zu Anleihen im Risk Parity Portfolio 25 zu 75, im schlechten ca. 16,7 zu ca. 83,3 (siehe obere Zeile des Schaubilds 3). Das Risiko ist in beiden Szenarien gleichmäßig aufgeteilt, jedoch steigt das Gesamtrisiko nur moderat von 4,24% auf 4,71%. Die Volatilität über beide Szenarien hinweg liegt bei 4,48%, die erwartete Rendite bei 3,27%.

Betrachtet man die Risikoallokation der starren 20/80-Allokation (das Risk Parity Portfolio in dem moderaten Marktumfeld), so erkennt man, wie wichtig Anpassungen sind. In dem guten Marktumfeld tragen Aktien lediglich 36% des Risikos bei. Im schlechten Marktumfeld tragen Aktien hingegen mehr als 60% des Risikos bei. Weiterhin steigt das Gesamtrisiko deutlich von 4% auf 5,12%. Sowohl das Risiko als auch das Renditeprofil verschlechtert sich über beide Szenarien: Die Volatilität steigt auf 4,6% und die Rendite sinkt auf 3,2%.

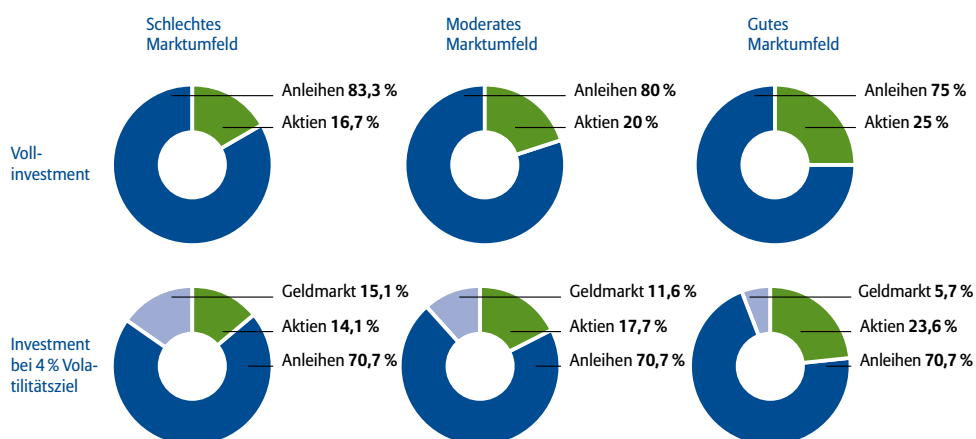
Ungeachtet der Beobachtung, dass erwartete Renditen im guten Marktumfeld steigen und im schlechten Marktumfeld sinken, verbessert sich die risikoadjustierte Rendite in beiden Szenarien zunehmend. Der Nachteil, an der starren Allokation festzuhalten, ist somit gut ersichtlich: In beiden Szenarien steigt der Risikobeitrag der unattraktiveren Anlageklasse, ob Investoren sich dieses Effekts immer bewusst sind und vor allem, ob sie sich dies wirklich wünschen, ist fraglich. Die strategische Assetallokation definiert in Risikobeiträgen – wie im Falle von Risk Parity – hat somit Vorteile, da proaktiv unattraktivere Anlageklassen reduziert und attraktive Anlageklassen aufgebaut werden.

Der Vorteil von Volatilitätszielen

Variiert man beim Risk Parity-Ansatz den Investitionsgrad, um die Volatilität konstant zu halten, erkennt man, dass in allen drei Szenarien die Investition in Anleihen konstant bei ca. 70,7% liegt, siehe die untere Zeile von Schaubild 3. Das Aktieninvestment variiert jedoch mit der Volatilität, mit steigenden Aktienmarktrisiko muss also das Aktieninvestment entsprechend reduziert werden, d. h., es wird die Anlageklasse variiert, deren Attraktivität sich verändert. Wendet man hingegen bei der starren 20/80-Allokation ein Volatilitätsziel an, so wird zwar das Aktieninvestment reduziert, sobald deren Risiko ansteigt, gleichzeitig jedoch auch die Anleihen, die in Relation zu den Aktien weniger riskant werden.

Ein Investmentansatz mit einem Volatilitätsziel erwirtschaftet in der Regel eine bessere risikoadjustierte Rendite, da die Risikokomponente durch die konstante Volatilität einen Vorteil besitzt: Falls die beiden Szenarien gutes und schlechtes Marktumfeld sich abwechseln, wird die realisierte Volatilität im Mittel höher sein als die Volatilität im moderaten Szenario (obwohl die Volatilität des moderaten Umfelds dem Mittelwert der Volatilitäten

Schaubild 3: Verschiedene Risk Parity Allokationen



Risk Parity Allokation für verschiedene Aktienmarktumfelde (schlechtes Umfeld: 20% Volatilität, moderates Umfeld: 16% Volatilität, gutes Umfeld: 12% Volatilität) und konstanter Anleihenvolatilität von 4%. Obige Zeile stellt Risk Parity Allokation bei Vollinvestment dar. Untere Zeile zeigt Risk Parity Allokation bei konstanter Volatilität von 4%. Das Aktieninvestment steigt zu Lasten des Geldmarktinvestments bei einer Verbesserung des Marktumfeldes.

Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013

aus dem guten und schlechten Umfeld entspricht). Investoren werden für dieses höhere Risiko jedoch nicht in Form von höherer Rendite entlohnt. Dies erkennt man sehr gut an der starren 20/80-Allokation, da hier die erwartete Rendite über alle drei Szenarien konstant bleibt. Dies zeigt, wenn die Volatilität über die Zeit konstant ist, dann werden Investoren durch höhere risikoadjustierte Renditen belohnt.

¹ Sharpe Ratio misst das Verhältnis der erwarteten Überrendite, d. h. erwartete Rendite abzüglich der risikofreien Rendite, zur Volatilität).

Zusätzlich verschlechtern sich die risikoadjustierten Renditen – gemessen an der Sharpe Ratio¹ – in dem schlechten Marktumfeld schon alleine aufgrund des Risikoanstiegs, also selbst im Fall konstanter Renditen, da die steigende Volatilität (im Nenner der Gleichung) die Sharpe Ratio kleiner werden lässt. Damit ein Investmentansatz mit Volatilitätsziel unattraktiver wird, müssten jedoch zunächst die risikoadjustierten Renditen im schlechten Marktumfeld stark ansteigen. Dies bedeutet, dass die erwarteten Renditen überproportional stark ansteigen müssten. Die Beobachtung, dass erwartete Renditen im guten Marktumfeld tendenziell eher steigen und im schlechten Marktumfeld eher sinken, vergrößern den Vorteil eines Volatilitätszieles noch.

Dynamische Risk Parity – eine notwendige Erweiterung

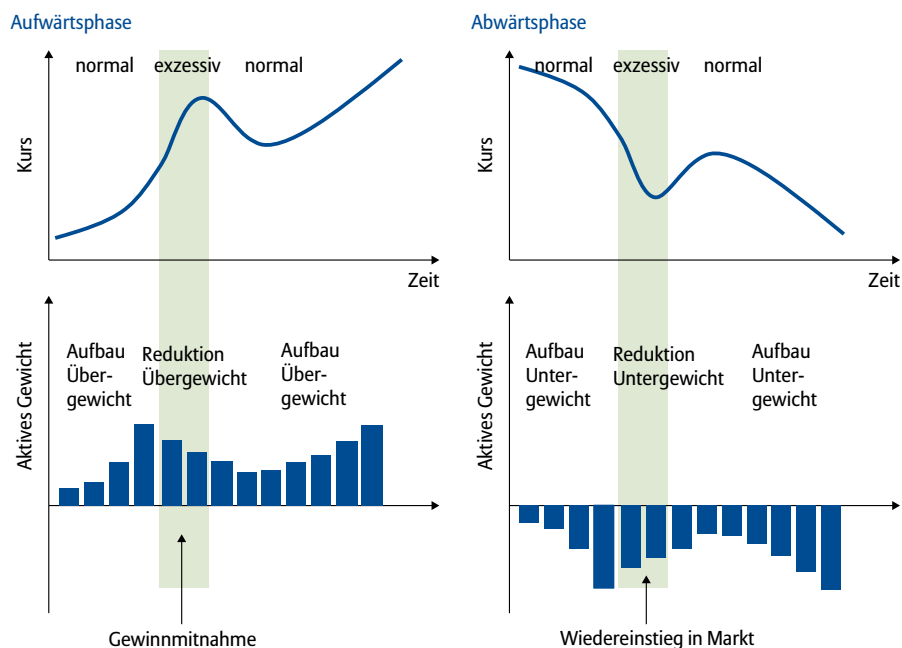
An unserem Beispiel wird deutlich: Die Vorgehensweise vieler Investoren, hoch konzentriert in bestimmte Anlageklassen zu investieren, da diese einen deutlichen Mehrertrag

erwarten lassen, ist nicht immer die beste Entscheidung. Gezieltes aktives Management in gesundem Maß ist hingegen sehr ratsam. Risk Parity kann somit als Ankerportfolio angesehen werden, das den Diversifikationseffekt nutzt. Um dieses Portfolio werden die aktiven Meinungen herum eingebaut. Anlageklassen mit positiver (negativer) Aussicht wird ein höherer (geringerer) Risikobeitrag zugewiesen, sodass aussichtsreiche Chancen eingegangen und unattraktive Risiken vermieden werden.

Eine objektive, transparente und klar nachvollziehbare Möglichkeit, aktive Meinungen für jede beliebige Anlageklasse in das Konzept einzubinden, besteht mit dem proprietären Marktzyklusindikator. Dieser basiert lediglich auf historischen Kursen und besteht aus einer Trend- und Trendumkehrkomponente. Die Idee dahinter: Kapitalmärkte folgen häufig längerfristigen Trends, die durch die prozyklische Trendkomponente gemessen werden. Oft kommt es aber auch zu Übertreibungen an den Märkten. Diese werden durch die antizyklische Trendumkehrkomponente dargestellt (siehe Schaubild 4). Da das Ausmaß der Trends für jede Anlageklasse unterschiedlich ist, kann auch der Wert des Marktzyklusindikators unterschiedlich sein, sodass mit dieser Methode Risikobeiträge intelligent gesteuert werden können. Risiken werden in denjenigen Märkten stärker eingegangen, in denen die erwartete Rendite überproportional hoch ist. Im Gegenzug werden Risiken aktiv in den Märkten reduziert, für die der Ausblick negativ ist.



Schaubild 4: Dynamischer Risk Parity-Ansatz mittels Marktzyklusindikator



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013

Weiterhin ist es auch möglich, makroökonomische Faktoren einzubinden. Bei Anleihen ist es zum Beispiel sehr leicht ersichtlich, dass deren erwartete Rendite sich sowohl am Zinsniveau orientiert als auch davon abhängt, ob die Zinsen steigen oder fallen. Fundamentale Faktoren wie das Wirtschaftswachstum oder die Inflation tragen ebenso erheblich zur Ren-

diteerwartung der einzelnen Anlageklassen bei, sodass regimeabhängige² Schätzungen einen Mehrwert liefern (siehe Tabelle 1). Auf Basis dieser Schätzungen können aktive Abweichungen von der Risikoparität mit dem Ziel, in jedem Marktumfeld optimal aufgestellt zu sein, vorgenommen werden.

² Statistische Modelle mit Regimewechseln können verschiedene Zustände (wie schlechtes, gutes und moderates Marktumfeld) modellieren. In jeder dieser Phasen können die Modellparameter völlig anders geartet sein.

Tabelle 1: Regimeabhängige Risikoprämienschätzung

Überrendite (p.a.)	Unbedingte Schätzung	Wachstum			Inflation		
		Niedrig	Normal	Hoch	Niedrig	Normal	Hoch
Aktien	3,8%	2,3%	5,7%	3,5%	10,7%	5,5%	-4,2%
Rohstoffe	3,4%	-2,4%	4,9%	7,9%	1,6%	7,5%	1,2%
Anleihen	2,2%	1,8%	2,5%	2,2%	3,4%	1,8%	1,3%

Regimeabhängige Risikoprämienschätzung von US-Aktien, Rohstoffen und US-Anleihen. Eine Schätzung abhängig vom Wirtschaftswachstum und der Inflation zeigt deutliche Unterschiede über die Regime und Anlageklassen, sodass eine aktive Assetallokation die Vereinnahmung von Risikoprämien optimieren kann.

Daten von 31/12/1970 – 30/12/2013, S&P 500, S&P GSCI Total Return CME, Federal Reserve US Treasury Note Constant Maturity Not Averaged 10 Year, 3-Month Treasury Bill; Secondary Market Rate, US GDP, US Industrial Production, US Capacity Utilization, US CPI-Urban, US CPI ex Food & Energy, US PCE Price Index less Food & Energy, US PPI Finished Goods, US PPI Intermediate Goods less Foods & Feeds, US PPI Crude Materials

Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013

Schätzung und Steuerung der Risiken

In den obigen Beispielen wurde der Einfachheit halber lediglich die Volatilität als Risikomaß gewählt. Zur Allokation von Risk Parity Portfolios können jedoch noch weitere Risikomaße zum Einsatz kommen. Auch wenn Investoren sich für ein bestimmtes Risikomaß entschieden haben, ist eine adäquate Einschätzung des Risikos niemals eindeutig. Die Schätzung der Risiken muss die aktuellen Risiken gut widerspiegeln, so dass der Schätzfehler gering ist.

Die Risiken können unter anderem mit ausschließlich den aktuellsten historischen Datenpunkten geschätzt werden, was den Nachteil hätte, dass Strukturbrüche durch Änderungen der Regime nur zeitverzögert erkannt werden. Implizite Volatilitäten können hier Abhilfe schaffen, da es sich um eine nach vorne blickende Abschätzung der Risiken durch Marktteilnehmer handelt. Es ist zu betonen, dass sowohl die Eindeutigkeit des Risikomaßes als auch die Datenverfügbarkeit nicht immer gegeben ist. Historische Simulationen sind somit weder langfristig noch für ein breites Anlageuniversum verfügbar. Eine regimeabhängige Schätzung hat den Vorteil, Änderungen von Risiken frühzeitig erkennen zu können. Die Risiken von Anleihen unterscheiden sich zum Beispiel je nachdem, ob

das Zinsniveau hoch oder niedrig bzw. ob die Zinsen steigen oder fallen. Eine Schätzung der Risiken anhand von fundamentalen Daten hat den Vorteil, dass die Schätzungen die Realität besser abbilden, jedoch muss eine größere Datengrundlage zur Verfügung stehen, um gute Schätzungen zu erhalten. Als Beispiel dient die Tabelle 2, die die Risiken in Abhängigkeit vom Wirtschaftswachstum und der Inflation für US-Aktien, US-Anleihen und Rohstoffe darstellt.

Der Vorteil der Volatilität ist, dass schon mit wenigen Datenpunkten eine gute Schätzung möglich ist, sodass historische Simulationen länger in die Vergangenheit reichen können und somit eine hohe Aussagekraft haben. Die Vergangenheit belegt aber, dass Renditen alles andere als normalverteilt sind: Viele Anlageklassen (vor allem Anleihen) weisen eine asymmetrische Renditeverteilung auf, d. h. moderat positive Renditen sind häufig und stehen sehr wenigen, aber starken Verlusten gegenüber. Außerdem treten Extremereignisse (extrem positive als auch extrem negative Ausreißer), sogenannte „Tail Risks“, häufiger auf, als über eine Gaußsche Normalverteilung erwartet wird.

Ein Risikomanagement sollte natürlich genau diese nicht normalen Eigenschaften von Renditen berücksichtigen, sodass entsprechende Extremereignisse wie zum Beispiel in 2008

Tabelle 2: Regimeabhängige Risikoschätzung

Volatilität	Unbedingte Schätzung	Wachstum			Inflation		
		Niedrig	Normal	Hoch	Niedrig	Normal	Hoch
Aktien	17,0%	20,2%	15,4%	14,8%	15,9%	15,4%	19,3%
Rohstoffe	18,7%	22,4%	16,6%	16,5%	16,9%	17,0%	21,9%
Anleihen	7,7%	9,0%	7,6%	6,5%	7,8%	7,4%	8,1%

Regimeabhängige Risikoschätzung von US Aktien, Rohstoffen und US Anleihen. Eine Schätzung abhängig vom Wirtschaftswachstum und der Inflation zeigt deutliche Unterschiede. Da die Risiken in den einzelnen Regimen unterschiedlich sind, wird auch die risikoparitätische Allokation unterschiedlich sein.

Daten von 31/12/1970–30/12/2013, S&P 500, S&P GSCI Total Return CME, Federal Reserve US Treasury Note Constant Maturity Not Averaged 10 Year, 3-Month Treasury Bill: Secondary Market Rate, US GDP, US Industrial Production, US Capacity Utilization, US CPI-Urban, US CPI ex Food & Energy, US PCE Price Index less Food & Energy, US PPI Finished Goods, US PPI Intermediate Goods less Foods & Feeds, US PPI Crude Materials

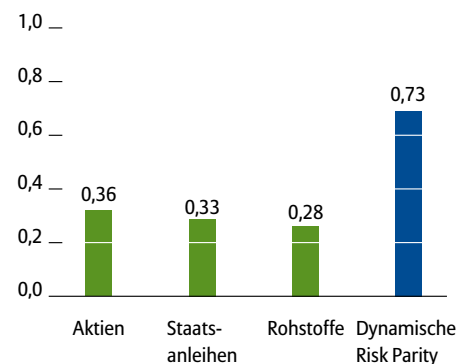
Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013

nicht zu Verlusten führen, die Investoren nicht mehr verkraften können. Weiterhin müssen sich Investoren auch überlegen, ob sie lediglich die Kursrisiken berücksichtigen wollen oder auch weitere Risiken, wie zum Beispiel die Liquiditätsrisiken. Gerade das Extrembeispiel 2008 zeigt, dass viele Anlageklassen sich durch geringe Liquidität ausgezeichnet haben, sodass ein Verkauf nur durch starke Preisabschläge möglich war. Die historischen Simulationen zeigen jedoch, dass selbst eine Risikosteuerung unter der Annahme von normalen Renditen zu sehr guten Risikoreduktionen führen und angestrebte Maximalverluste nicht unterschritten werden. Investoren haben somit die Möglichkeit, ein asymmetrisches Auszahlungsprofil zu erzeugen, d. h. Verluste zu begrenzen und Gewinne laufen zu lassen. Ob jedoch eine Risikosteuerung genutzt werden soll – und vor allem in welchem Ausmaß – ist von Investor zu Investor unterschiedlich zu beantworten.

Längerfristige Vorteile des Risk Parity-Ansatzes

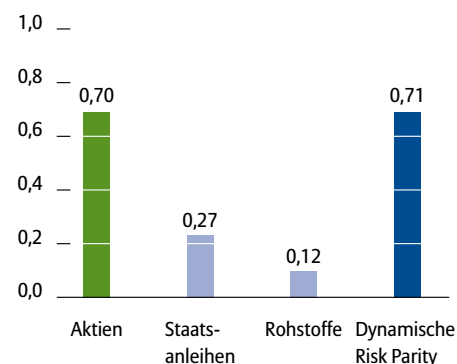
Der Vorteil des (dynamischen) Risk Parity-Ansatzes zeigt sich im historischen Vergleich: Von Anfang 1970 bis Dezember 2013 haben US-Aktien, US-Staatsanleihen und Rohstoffe weitgehend dieselbe Sharpe Ratio in Höhe von ca. 0,3 erwirtschaftet (siehe Schaubild 5). Die dynamische Risk Parity-Strategie mit Marktzyklusindikator angewendet auf die drei Anlageklassen erwirtschaftete im gleichen Zeitraum eine Sharpe Ratio von 0,73. Selbst die beste Kombination aller drei Anlageklassen kann hier nicht mithalten, sodass der Vorteil des dynamischen Risk Parity-Konzepts gegenüber einem statischen Konzept deutlich wird. Aber auch wenn man den Gesamtzeitraum jeweils nach der besten Anlageklasse unterteilt und für die jeweiligen Aktien-, Staatsanleihen- oder Rohstoff-Perioden die Sharpe Ratio ermittelt, zeigt sich, dass die Strategie in jedem Szenario stabile Renditen und sogar mindestens die gleiche durchschnittliche Sharpe Ratio wie die jeweils beste Anlageklasse erwirtschaftet (siehe Schaubild 6). Investoren müssen somit entweder eine sehr gute Prognosefähigkeit haben oder sollten den dynamischen Risk Parity-Ansatz bevorzugen.

Schaubild 5: Dynamische Risk Parity historisch im Vorteil

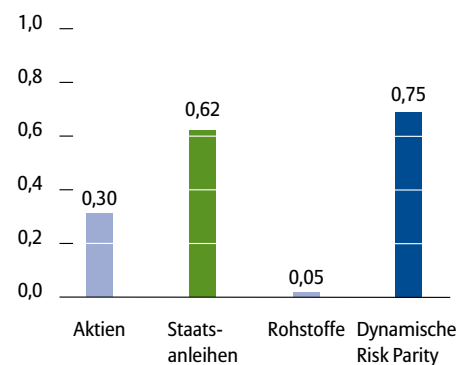


Sharpe Ratio der Anlageklassen im Vergleich über alle Perioden (1/1970 – 12/2013)

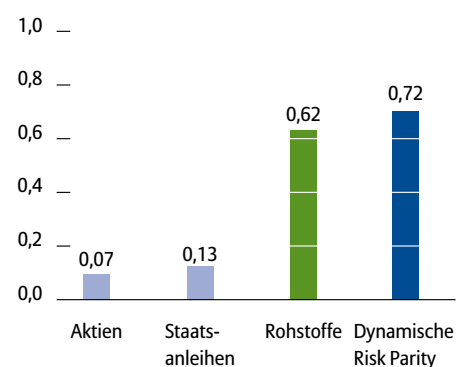
Schaubild 6: Dynamische Risk Parity mit konstant hoher Sharpe Ratio



Sharpe Ratio in Perioden, in denen Aktien die beste Anlageklasse waren (1/1970 – 12/2013)



Sharpe Ratio in Perioden, in denen Staatsanleihen die beste Anlageklasse waren (1/1970 – 12/2013)



Sharpe Ratio in Perioden, in denen Rohstoffe die beste Anlageklasse waren (1/1970 – 12/2013)

Daten vom 1/1/1970 – 30/12/2013, MSCI Daily TR Gross USA USD, Federal Reserve US Treasury Note Constant Maturity Not Averaged 10 Year, S&P GSCI Total Return CME, Treasury Bill Secondary Market 3 Month

Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013

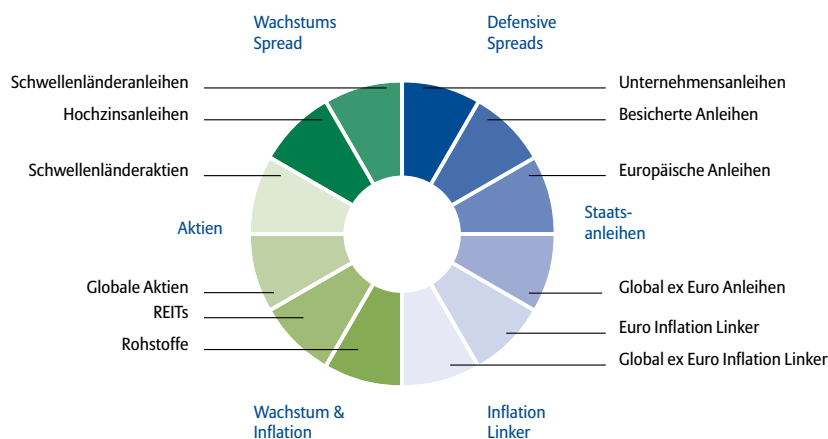
Diversifikation optimal nutzen

In einer globalen und breiten Variante bietet es sich zum Beispiel an, mit den zwölf Anlageklassen (Globale und Schwellenländeraktien, Rohstoffe, REITs, Hochzins-, Schwellenländer-, Unternehmensanleihen, Besicherte Anleihen, Europäische und globale Staatsanleihen sowie Inflationsgeschützte europäische und globale Anleihen) zu starten (siehe Schaubild 7). Es sollte angemerkt werden, dass natürlich auch andere Anlageklassen mit aufgenommen werden können bzw. aufgenommene Anlageklassen entfallen können, jedoch sollte die Aufteilung intelligent vorgenommen werden, um die zugrunde liegende Struktur aufrechtzuerhalten. Der Vorteil dieser Anlageklassenwahl ist, dass nicht nur unter den zwölf Anlageklassen Risikoparität besteht, sondern dass sie auch für verschiedene Cluster aufrechterhalten wird, die man in Schaubild 8 erkennt: Betrachtet man etwa das „Risikocluster“, so besteht eine Risikoparität zwischen den „Risk-on“-Anlageklassen (Aktien, Rohstoffe, REITs, Hochzins- und Schwellenländeranleihen) sowie den „Risk-off“-Anlageklassen (sämtliche anderen Anleihen). Auch die drei Cluster

„Aktien“ (inkl. Rohstoffe und REITs), „Staatsanleihen“ (inkl. Inflationsgeschützte Anleihen) und „Kredit“ (alle anderen Anleihen) sind risikoparitätisch aufgeteilt. Und schließlich sind auch die Konjunkturphasencluster „Wachstum“ (Aktien, Hochzins- und Schwellenländeranleihen), „Inflation“ (Rohstoffe, REITs und Inflationsgeschützte Anleihen) und „Rezession“ (alle anderen Anleihen) risikoparitätisch aufgeteilt. Neben den klassischen Risk Parity-Clustern „Aktien“ und „Staatsanleihen“ werden somit die Themen „Inflation“ und „Kredit“ beigemischt, um nach vorne blickend strategisch gut positioniert zu sein.

Ein derart breites Portfolio kann aufgrund der Datenverfügbarkeit leider erst ab 2001 analysiert werden. Eine historische Simulation ergibt hierbei ein bemerkenswertes Ergebnis: Trotz Beimischung von Anlageklassen mit unterdurchschnittlicher Performance erwirtschaftet bereits der Risk Parity-Standardansatz (ohne aktive Assetallokation) bei gleichem Risiko die gleiche Rendite wie Staatsanleihen, die in dem Zeitraum die beste Anlageklasse waren. Durch eine aktive Assetallokation unter Zuhilfenahme des Marktzyklusindika-

Schaubild 7: Strategische Risiko Allokation der breiten Dynamischen Risk Parity Strategie



Strategische Risikoallokation der breiten Dynamischen Risk Parity-Strategie

Verwendete Indizes:

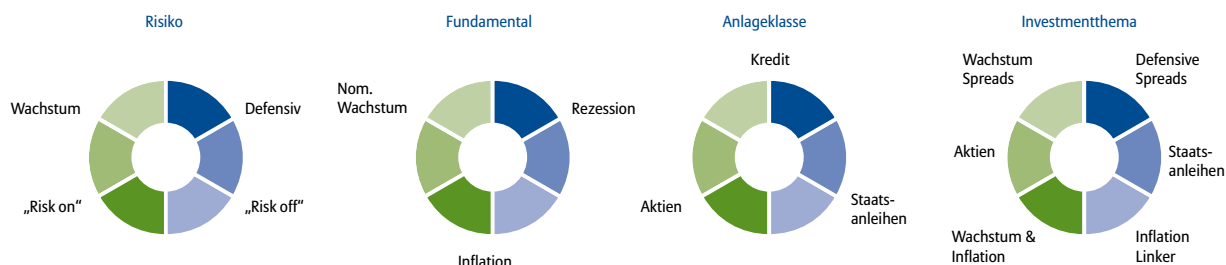
Globale Aktien = MSCI World EUR, Schwellenländeraktien = MSCI Emerging Markets Daily EUR, Rohstoffe = Dow Jones-UBS Commodity Index Euro Total Return, REITs = FTSE EPRA/NAREIT Developed Index, Hochzinsanleihen = Barclays Pan-European High Yield Total Return Index Value Unhedged EUR, Schwellenländeranleihen = JPMorgan EMBIG Hedged in Euro, Unternehmensanleihen = Barclays EuroAgg Corporate Total Return Index Value Unhedged EUR, Besicherte Anleihen = Barclays EuroAgg Securitized Total Return Index Value Unhedged EUR, Euro Inflation Linker = Barclays Euro Govt Inflation-Linked Bond Index All Maturities, Global ex Euro Inflation Linker = Barclays World Government Ex-Euro Inflation-Linked Bond Index Hedged EUR, Global ex Euro Anleihen = Barclays Global Aggregate Ex Treasury (EUR) Total Return Index Value Hedged EUR, Europäische Anleihen = Barclays Euro Agg Treasury Aaa Total Return Index Value Unhedged EUR, Globale Anleihen = Barclays Global Agg Total Return Index Value Hedged EUR, Geldmarkt = Euribor 1 Month ACT/360

Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013

tors kann die durchschnittliche Rendite sogar um ca. 65 Basispunkte p. a. erhöht werden, ohne das Risiko zu steigern. Und mithilfe eines Risikomanagements kann darüber hinaus der realisierte Jahresverlust auf unter 5%

begrenzt und die durchschnittliche Rendite – aufgrund des starken Einbruchs in 2008 – gesteigert werden (siehe die ersten drei Zeilen der Tabelle 3).

Schaubild 8: Risikoparität in allen Dimensionen



Risikoparität in allen Dimensionen: Aufteilung der Anlageklassen in „Risk-on“ und Risk-off“-Cluster erfolgt paritätisch. Anlageklassen nach Sensitivität für verschiedene Konjunkturphasen (Nominales Wachstum, Rezession und Inflation) erfolgt paritätisch. Anlageklassen Kredit, Aktien und Staatsanleihen sind paritätisch aufgeteilt. Es ergeben sich somit die Investmentthemen „Wachstum Spread“, „Defensive Spreads“, „Aktien“, „Staatsanleihen“, „Wachstum und Inflation“ und „Inflation Linker“, die paritätisch aufgeteilt sind.

Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013

Tabelle 3: Ergebnisse der historischen Simulation

Historische Simulation 1/2001 – 12/2013	Globale Anleihen	Risk Parity 1.0*	Dynamische Risk Parity **	Dynamische Risk Parity (VaR 95%, 1 Jahr: 5 %)	Geldmarkt (1 Monat, EUR)
Rendite (p.a.)	4,64%	4,89%	5,56%	5,88%	2,27%
Volatilität (p.a.)	2,55%	2,67%	2,81%	2,51%	
Sharpe Ratio	0,93	0,98	1,17	1,44	

Ergebnisse der historischen Simulation von Januar 2001 bis Ende Dezember 2013 für Globale Anleihen, Risk Parity 1.0* mit Volatilitätsziel auf Staatsanleihenvolatilität, Dynamische Risk Parity** mit Volatilitätsziel auf Staatsanleihenvolatilität und Marktzyklusindikator, jedoch ohne Risikomanagement, und Dynamische Risk Parity mit Risikomanagement: angestrebter maximaler Verlust von 5% pro Jahr.

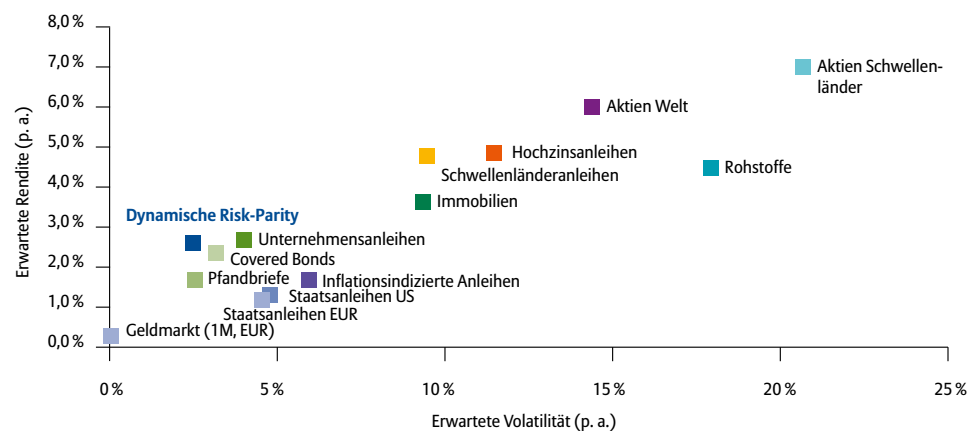
Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013

Soweit die Vergangenheit – aber was gilt für die Zukunft?

Auf Basis von erwarteten Renditen und Risiken, die sich mittels Szenarioanalyse und Monte-Carlo-Simulation aus den aktuellen Marktdaten ableiten lassen, können Erwartungen für die verschiedenen Anlageklassen und

der dynamische Risk Parity-Strategie ermittelt werden. Generell gilt: eine Erhöhung der Rendite ist nur mit einer Erhöhung des Risikos möglich. Auf Basis der aktuellen Allokation zeigt die dynamische Risk Parity-Strategie im Vergleich zu allen anderen Anlageklassen das attraktivste Rendite-Risiko-Profil auf (siehe Schaubild 9).

Schaubild 9: Erwartete Risiko-Rendite Profil der Dynamischen Risk Parity im Vergleich



Erwartete Renditen und Volatilitäten für verschiedene Anlageklassen, sowie Geldmarktverzinsung von 1-Monats-Euribor. Erwartungen für die Dynamische Risk Parity-Strategie auf Basis der aktuellen Allokation.

Indizes: MSCI World EUR, MSCI Emerging Markets Daily EUR, Dow Jones-UBS Commodity Index Euro Total Return, FTSE EPRA/NAREIT Developed Index, Barclays Pan-European High Yield Total Return Index Value Unhedged EUR, JPMorgan EMBIG Hedged in Euro, Barclays Euro Agg Corporate Total Return Index Value Unhedged EUR, Barclays EuroAgg Securitized Total Return Index Value Unhedged EUR, Barclays Euro Govt Inflation-Linked Bond Index All Maturities, Barclays World GovernmentEx-Euro Inflation-Linked Bond Index Hedged EUR, Barclays Global Aggregate Ex Treasury (EUR) Total Return Index Value Hedged EUR, Barclays EuroAgg Treasury Aaa Total Return Index Value Unhedged EUR, Barclays Global Agg Total Return Index Value Hedged EUR, Euribor 1 Month ACT/360

Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: risklab, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research, Dezember 2013



Verstehen. Handeln.

Der Erfolg der Risk Parity-Strategie ist vielfältiger Natur. Wichtigster Erfolgstreiber ist jedoch eindeutig der Diversifikationseffekt, sodass durch intelligente Risikoallokation ein gutes Verhältnis von Rendite zu Risiko erzielt wird. Risk Parity passt sich dem aktuellen Marktumfeld an, sodass eine zeitnahe Schätzung des Risikos mit der entsprechenden Anpassung unabdingbar ist. Eine Verbindung des Investmentansatzes mit Volatilitätszielen kann zu zusätzlichen möglichen Ertragssteigerungen führen. Eine sehr wichtige Erweiterung bleibt jedoch auch bei

diesem Investmentansatz die aktive Steuerung, sodass bewusste Abweichungen vom Ankerportfolio zu einer Renditesteigerung und Risikominderung führen sollten. Sehr langfristige historische Simulationen belegen, dass der Risk Parity-Ansatz den statischen Allokationen auch über einen kompletten langfristigen Zinszyklus hinweg überlegen erscheint. Ein sehr breites Anlageuniversum kann den Diversifikationseffekt zudem noch besser ausnutzen. Die Erfolgsgeschichte der dynamischen Risk Parity-Strategie, bei der der Investor risikoausgewogen aufgestellt ist, sollte sich also fortsetzen.

Timo Teuber

Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Risiko. Management. Ertrag.

- Investieren mit „Smart Risk“ in Zeiten finanzieller Repression
- Strategische Asset Allokation
- Risk Management in Zeiten des Schuldenabbaus
- Aktives Management
- Neue Zoologie des Risikomanagers der Kapitalanlage
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Portfolio Health Check®: Vorbereitet sein für die „Finanzielle Repression“

Finanzielle Repression

- Der Abstieg vom Schuldengipfel
- Internationale Geldpolitik in Zeiten finanzieller Repression: ein Paradigmenwechsel
- Lautlose Entschuldung oder Schuldenschnitt: Finanzielle Repression und Regulierung
- Finanzielle Repression findet bereits statt
- Finanzielle Repression: Die lautlose Entschuldung

Dividenden

- Dividendenstrategien in Zeiten von großem Gewinnpessimismus
- Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Welt im Wandel

- Erneuerbare Energien – Investieren gegen den Klimawandel
- Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung

Anleihen

- Zinsänderungsrisiko: Anatomie moderner Renten-Bärenmärkte
- Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen
- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Unternehmensanleihen
- Warum asiatische Anleihen?

Demografie – Pension – Langlebigkeitsrisiko

- Langlebigkeitsrisiko der betrieblichen Altersvorsorge
- Niedrige Rechnungszinsen im Bilanzstichtag – Auswirkungen auf die Internationale Bewertung von Pensionsverpflichtungen
- Grundwissen zur IFRS-Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Kompendium Insolvenzversicherung
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen
- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste dich selbst: Die Odysseus-Strategie
- Überliste dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können
- Überliste dich selbst – oder: Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- Erkenne dich selbst!

Alle unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:
<http://www.allianzglobalinvestors.de>

 @AllianzGI_DE folgen

www.twitter.com/AllianzGI_DE



Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH (www.allianzglobalinvestors.eu), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstr. 42 – 44, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

www.allianzglobalinvestors.de

Allianz Global Investors
Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42–44
60323 Frankfurt am Main



Stand: Januar 2014