

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

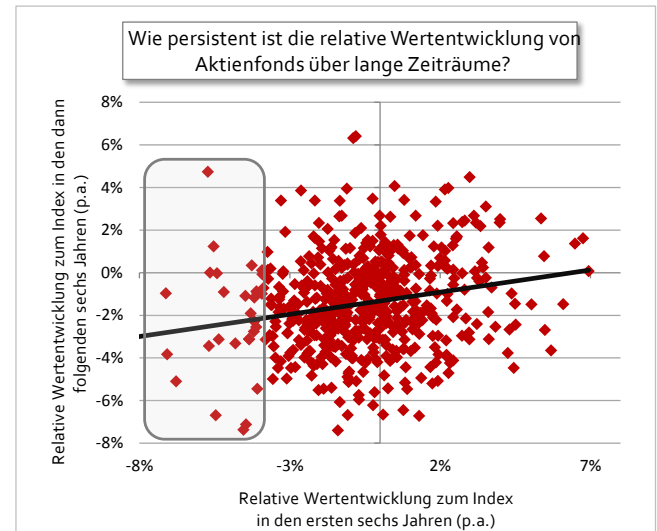
Fondsselektion: Was sagt uns die Vergangenheit?

Es ist nicht einfach, immer den vermeintlich besten Fonds zu finden. Oft konkurrieren tausend und mehr Fonds im gleichen Markt miteinander und versuchen, für den Kunden einen Mehrwert zu erzielen. Da verwundert es nicht, wenn Investoren auf die vergangene Wertentwicklung setzen und versuchen, daraus Schlüsse für die Zukunft zu ziehen. Auf den ersten Blick ist diese Vorgehensweise mehr als plausibel, denn die Vermutung liegt nahe, dass ein in der Vergangenheit erfolgreicher Portfoliomanager auch in der Zukunft überdurchschnittlich erfolgreich sein könnte. Doch ist das wirklich der Fall?

Letztlich lässt sich diese Frage vergleichsweise gut testen, denn die Daten zur Wertentwicklung von Fonds liegen in Datenbanken auch für lange Zeitreihen vor. Um allerdings eine faire Auswertung durchführen zu können, muss für jeden einzelnen Fonds bekannt sein, welche Benchmark dem Fonds zugrunde liegt. Hier besteht teilweise ein Defizit, denn die Datenbanken haben nicht in jedem Fall immer die tatsächlich relevante Benchmark hinterlegt. Trotzdem lässt sich dieses Problem auf eine vergleichsweise elegante Art statistisch lösen. Man bestimmt für jeden Fonds aus einer sehr großen Anzahl möglicher Märkte und Benchmarks den Index, mit dem der Fonds in der Vergangenheit am stärksten korrelierte. Dies muss dann im Fall einer hohen Korrelation mehr oder weniger zwangsläufig die Benchmark gewesen sein, an der sich der Portfoliomanager orientiert hat, selbst wenn „offiziell“ eine andere Benchmark hinterlegt wurde. Anhand einer so ermittelten Benchmark kann nun überprüft werden, inwieweit man tatsächlich auf Basis der Vergangenheit auf die zukünftige Wertentwicklung schließen kann. Um das Ergebnis schon vorwegzunehmen: Die Erkenntnisse entsprechen in etwa dem, was man auch mit gesundem Menschenverstand hätte erwarten können. Offensichtlich ist eine überdurchschnittliche Wertentwicklung relativ zur Benchmark über einen längeren Zeitraum von z.B. von fünf oder sechs Jahren bei den von uns untersuchten Aktienfonds ein vager Hinweisgeber auf das, was danach kommt.

Wenn beispielsweise ein Fonds über einen längeren Zeitraum die Benchmark schlägt, gibt es eine Wahrscheinlichkeit von etwas über 50%, dass er auch in Zukunft überdurchschnittlich abschneiden wird. Allerdings zeigen unsere Berechnungen auch, dass es aktiven Fonds in der Mehrzahl der Fälle nicht gelingt, die Benchmark zu schlagen. Und selbst die Fonds, die dies in der Vergangenheit geschafft haben, schlagen in der Zukunft meist nicht die Benchmark, sondern verfehlen sie nur knapper als die Fonds, die auch schon in der ersten Betrachtungsperiode stark unter der Benchmark lagen. So lässt sich ein erstes Zwischenfazit dahingehend ziehen, dass die historische Wertentwicklung über längere Perioden einen gewissen Einfluss auf die dann folgenden Perioden hat; eine Überrendite gegenüber der Benchmark lässt sich allein auf Basis derartiger Selektionskriterien jedoch nicht verlässlich generieren, wie auch die folgende Abbildung zeigt. Wenn überhaupt eine Regel aufgestellt werden kann, dann die, dass

Fonds, die über mehrere Jahre eine stark unterdurchschnittliche Wertentwicklung aufweisen, auch in der Zukunft mit einer vergleichsweise hohen Wahrscheinlichkeit enttäuschen.

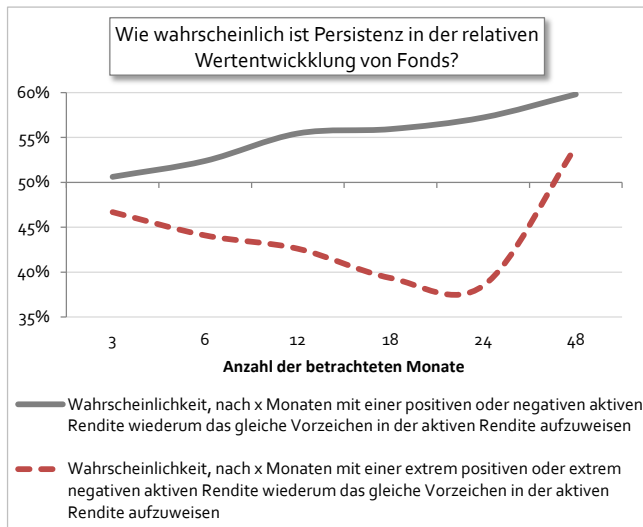


In der oberen Grafik sind solche Fonds hervorgehoben. Von den über 30 Fonds mit schwacher relativer Wertentwicklung in der ersten Periode weisen nur zwei Fonds eine signifikante Outperformance in der zweiten Periode auf.

Doch ist das schon die ganze Wahrheit? Nicht selten verstecken sich hinter grundsätzlichen Zusammenhängen noch wichtige Erkenntnisse, wenn man nur tief genug in die Datenwelt einsteigt. So hätten wir vermutet, dass sich neben der oben beschriebenen Persistenz auch Mean-Reversion-Effekte zeigen müssten. Die sog. Mean-Reversion beschreibt einen in Finanzmarktdaten oftmals zu beobachtenden Effekt, in dem Bewegungen in eine Richtung über eine Periode mit einer hohen Wahrscheinlichkeit zu einer Gegenbewegung in der nächsten Periode führen.

Um diesen Sachverhalt in den von uns untersuchten Fondsdaten aufzuspüren, haben wir folgenden „Untersuchungsaufbau“ gewählt. In einem ersten Schritt haben wir für jeden Fonds für jeden Monat die relative Wertentwicklung zur fondsspezifischen Benchmark berechnet und dann über verschiedene Zeiträume überprüft, ob eine über den jeweiligen Zeitraum im Durchschnitt zu beobachtenden Über- oder Unterperformance in der dann folgenden Periode eine Fortsetzung findet. Die Ergebnisse sind recht interessant. Über alle Fonds und alle gleitenden Dreimonatsperioden liegt die Wahrscheinlichkeit dafür, dass sich eine Über- oder Unterperformance fortsetzt, bei fast exakt 50%. Man könnte also im Prinzip auch eine Münze werfen, wenn man aus der Wertentwicklung der letzten drei Monate auf die Wertentwicklung der dann kommenden drei Monate schließen müsste. Auf den ersten Blick sieht das nicht nach Mean-Reversion, sondern eher nach „Rauschen“ aus. Ein anderes Bild ergibt sich allerdings, wenn man nicht alle gleitenden Dreimonatsperioden aller Fonds untersucht, sondern nur die Perioden analysiert, in denen die Fonds eine auffällig gute oder schlechte Wertentwicklung aufwei-

sen. Hier sinkt die Wahrscheinlichkeit eines gleichen „Vorzeichens“ in der relativen Wertentwicklung über zwei aufeinanderfolgende Dreimonatsperioden auf etwa 46% - ein erster Hinweis auf eine leichte Mean-Reversion. Noch extremer wird dieser Sachverhalt in rollierenden 6-, 12-, 18- oder auch 24-Monatsperioden. Über alle Fonds und alle gleitenden Zeiträume lässt sich im Durchschnitt über alle Perioden eine deutliche Persistenz beobachten, während nach Perioden mit extremen Wertentwicklungen tatsächlich eine deutliche Mean-Reversion beobachtet werden kann, wie auch in der folgenden Abbildung zu erkennen ist.

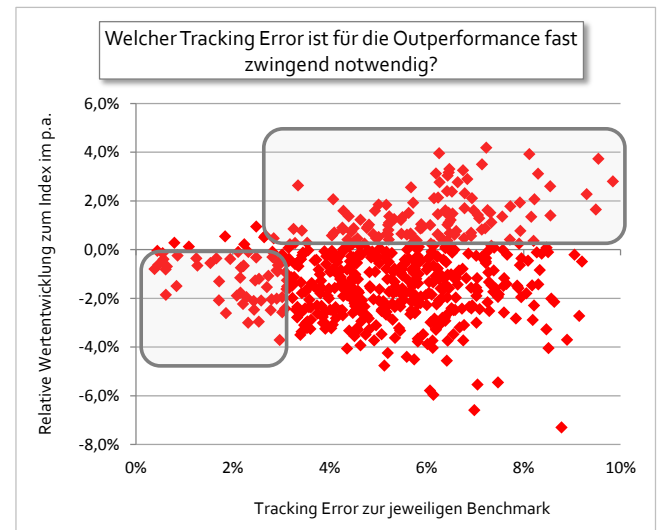


Hier ist deutlich zu sehen, wie insbesondere nach sehr guten oder sehr schlechten 24-Monatsperioden die Wahrscheinlichkeit einer Fortsetzung dieses Trends nur noch bei 37% liegt, während im Durchschnitt über alle Perioden eine klare Persistenz und eben keine Mean-Reversion zu beobachten ist. Erst Perioden von 48 Monaten und mehr weisen auch nach extremen Verwerfungen in der relativen Wertentwicklung keine Mean-Reversion auf. Was sind nun die Erkenntnisse, die aus diesen Berechnungen gewonnen werden können? Im Prinzip lässt sich eine einfache Regel aufstellen, wonach durchaus ein Auge auf die Fonds geworfen werden sollte, die in der Vergangenheit über längere Zeiträume eine gute Wertentwicklung aufgewiesen haben. Wenn diese Wertentwicklung jedoch am aktuellen Rand einen signifikanten Rücksetzer aufweist, dann ist das wiederum eher ein Kauf- als ein Verkaufssignal. Noch etwas prägnanter ließe sich sagen, dass man langfristig gut beraten ist, auf Qualität zu setzen, dies jedoch kurzfristig durchaus mit einer Schnäppchenjagd verbinden sollte.

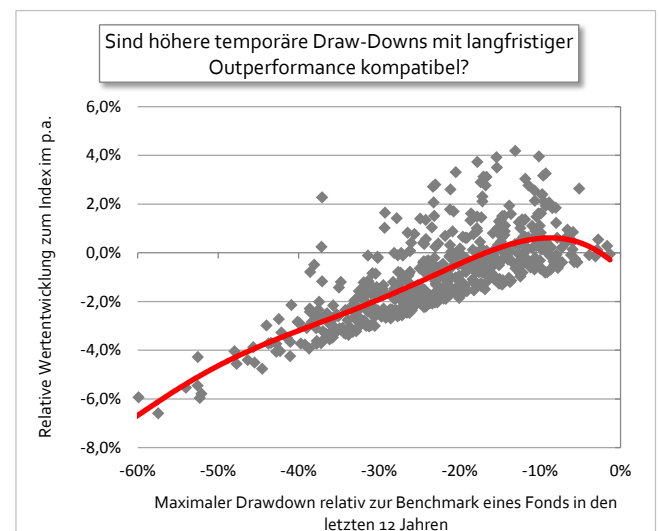
Die Ergebnisse machen allerdings auch aus ökonomischer Perspektive Sinn. Fonds, die über sehr lange Zeiträume eine gute Wertentwicklung aufweisen, belegen damit ihre „handwerklichen“ Fähigkeiten. Eine eher kurzfristig schwache Performance ist dagegen nicht der Beweis für den Verlust dieser „handwerklichen“ Fähigkeiten, sondern hängt eher mit temporären Paradigmenwechseln an den Märkten zusammen, die von Fonds mit klaren Investmentstilen nicht zwangsläufig abgebildet werden können. Das ist aber auch nicht notwendig, da derartige Verwerfungen nicht ewig dauern und es sich langfristig offensichtlich auszahlt, seinem Stil treu zu bleiben – anders wäre nicht

leicht zu erklären, dass über Perioden von 48 Monaten und mehr keine Mean-Reversion-Effekte in der relativen Wertentwicklung beobachtet werden können.

Neben diesen Ergebnissen, die vor allem für Investoren interessant sind, bieten unsere Auswertungen aber auch Erkenntnisse für Portfoliomanager. So legen unsere Berechnungen nahe, dass eine Bereitschaft für sehr aktives Asset Management vorhanden sein muss, damit man langfristig überhaupt eine Möglichkeit hat, die Benchmark zu schlagen.



So zeigt sich, dass ein Tracking-Error von unter drei Prozent fast automatisch zu einer langfristig negativen Wertentwicklung relativ zur Benchmark führt. Das muss auch so sein, denn die Kosten des aktiven Managements müssen verdient werden, und das geht per Definition nicht, indem man einfach die Benchmark in einem Fonds „nachbaut“.



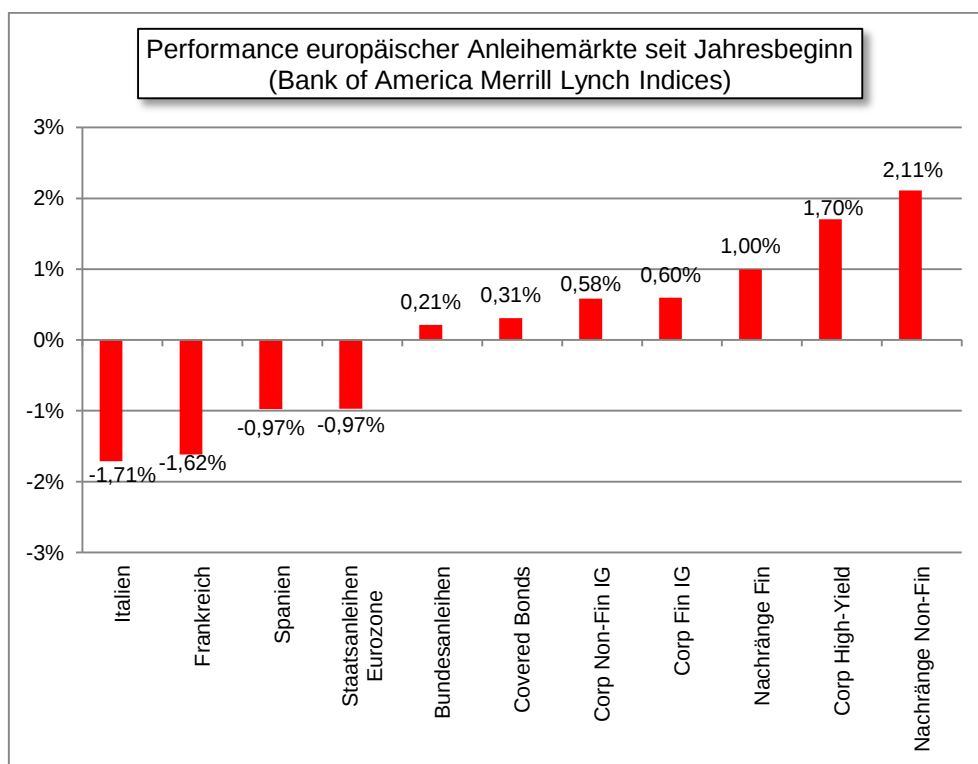
Die Fonds, die langfristig die Benchmark schlagen konnten, erlitten - relativ zur Benchmark - trotzdem nicht selten temporäre Drawdowns von mehr als 10%. Hier gilt es dann für Portfoliomanager und Investoren, die Nerven zu bewahren. Eine sinnvolle Alternative gibt es dazu aber nicht, denn eine benchmarknahe Portfoliokonstruktion führt aufgrund der Kosten langfristig zu einer sicheren Underperformance.

Wochenausblick für die Zeit vom 6. März bis 10. März 2017

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Auftragseingänge, m/m	5,0%	-2,5%	5,2%	-2,9%			7. März
D: Auftragseingänge, y/y	6,4%	3,3%	7,6%	4,1%			7. März
D: Industrieproduktion, m/m	0,5%	0,4%	-3,0%	2,4%			8. März
D: Industrieproduktion, y/y	1,6%	2,1%	-0,6%	-1,0%			8. März
D: Exporte, m/m	0,5%	3,9%	-2,8%	0,2%			10. März
D: Exporte, y/y	2,0%	4,8%	3,3%	3,3%			10. März
D: Importe, m/m	1,2%	3,5%	0,1%	0,2%			10. März
D: Importe, y/y	1,7%	3,8%	5,6%	4,4%			10. März
E-19: Sentix	8,5	13,1	10,0	18,2	17,4	15,8%	9. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Licht und Schatten am Rentenmarkt



Während wir in unserem Kapitalmarktfazit aufgrund der starken Konjunkturdynamik ein durchaus positives Aktienmarktszenario skizziert haben, fiel unser Fazit für die Rentenmärkte im Jahr 2017 deutlich nüchterner aus. Dies liegt vor allem daran, dass die internationale Geldpolitik das erste Mal seit Langem nicht noch expansiver werden wird. Zwar hält die EZB noch an ihrer lockeren Geldpolitik fest, aber die Fed wird wahrscheinlich sogar etwas stärker als vom Markt erwartet an der Zinsschraube drehen. Daher wird es gerade mit Staatsanleihen schwierig werden, eine positive Wertentwicklung zu erzielen. Diese Einschätzung hat sich in den ersten Wochen des Jahres als richtig herausgestellt. Staatsanleihen aus der Eurozone haben durch die Bank weg an Performance eingebüßt. Dabei stehen die beiden Sorgenkinder aus Frankreich und Italien am Ende der Tabelle. Bundesanleihen hingegen konnten sogar noch ein kleines Plus verzeichnen. Signifikante Performancezuwächse gab es allerdings nur im Bereich

der Unternehmensanleihen. Erstrangige unbesicherte Anleihen mit Investmentgrade profitierten dabei sowohl von der positiven wirtschaftlichen Entwicklung als auch vom Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank, welches im ersten Quartal noch mit unverändertem Volumen weiterläuft. Die von uns schon im Dezember favorisierten High-Yield-Anleihen und nachrangige Titel führen das Feld der Anleihen in Bezug auf die Year-to-date-Performance allerdings deutlich an. Die sehr gute realwirtschaftliche Entwicklung und auch die weiterhin positiven Frühindikatoren lassen die Ausfallrisiken weiterhin auf sehr niedrigen Niveaus verharren. Wir empfehlen daher auch im weiteren Jahresverlauf die Kreditrisiken überzugewichten, während wir aus Durationssicht eher vorsichtig agieren. Neben den Unternehmensanleihen könnten sich allerdings bei einem positiven Wahlausgang in Frankreich – Marine Le Pen gewinnt nicht – auch wieder Chancen am Staatsanleihemarkt bieten.

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum			
	02.03.2017 17:26	23.02.2017 -1 Woche	01.02.2017 -1 Monat	01.12.2016 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Dow Jones	21084	1,3%	6,0%	9,9%	6,7%
S&P 500	2386	0,9%	4,7%	8,9%	6,6%
Nasdaq	5904	1,2%	4,6%	12,4%	9,7%
DAX	12059	0,9%	3,4%	14,5%	5,0%
MDAX	23577	-0,1%	4,4%	14,2%	6,3%
TecDAX	1928	0,8%	4,2%	13,7%	6,4%
EuroStoxx 50	3383	1,5%	3,8%	11,6%	2,8%
Stoxx 50	3113	0,7%	3,6%	10,4%	3,4%
SMI (Swiss Market Index)	8657	1,0%	3,9%	11,3%	5,3%
FTSE 100	7375	1,4%	3,8%	9,2%	3,2%
Nikkei 225	19394	0,1%	1,3%	4,8%	1,5%
Brasilien BOVESPA	65701	-2,6%	1,3%	10,4%	9,1%
Russland RTS	1100	-4,0%	-5,8%	5,0%	-4,6%
Indien BSE 30	28840	-0,2%	2,5%	8,6%	8,3%
China Shanghai Composite	3231	-0,6%	2,3%	-1,3%	4,1%
MSCI Welt (in €)	1856	1,1%	6,2%	9,7%	6,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	938	-0,9%	5,4%	10,4%	9,1%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	164,51	-113	290	425	36
Bobl-Future	134,10	-55	120	276	47
Schatz-Future	112,51	-14	27	17	21
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	-2	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,27	0	-2	-1	0
3 Monats \$ Libor	1,06	1	3	12	7
Fed Funds Future, Dez 2017	1,21	7	10	18	0
10-jährige US Treasuries	2,49	10	2	4	4
10-jährige Bunds	0,33	9	-14	5	22
10-jährige Staatsanl. Japan	0,09	1	-1	6	4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,18	9	-8	-7	3
US Treas 10Y Performance	568,95	-0,6%	0,2%	0,1%	-0,1%
Bund 10Y Performance	612,74	-0,5%	1,8%	1,5%	0,0%
REX Performance Index	486,59	-0,1%	1,0%	0,7%	0,3%
IBOXX AA, €	0,68	7	-16	-10	0
IBOXX BBB, €	1,49	5	-16	-18	-1
ML US High Yield	5,99	-3	-25	-84	-47
JPM EMBI+, Index	797	-0,3%	1,7%	5,5%	3,2%
Wandelanleihen Exane 25	7008	0,0%	1,8%	4,8%	1,3%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	429,79	0,4%	-0,7%	2,0%	2,2%
MG Base Metal Index	309,88	1,4%	2,8%	4,8%	10,8%
Rohöl Brent	55,60	-2,0%	-1,8%	2,4%	-2,0%
Gold	1238,41	-0,9%	3,0%	6,0%	7,0%
Silber	18,43	1,7%	5,6%	11,6%	14,8%
Aluminium	1942,50	4,4%	7,3%	12,9%	14,0%
Kupfer	6003,00	2,7%	1,1%	3,7%	8,7%
Eisenerz	91,00	-3,7%	9,0%	17,4%	13,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	871	1,8%	10,8%	-27,2%	-9,4%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0520	-0,5%	-2,5%	-1,0%	-0,2%
EUR/ GBP	0,8568	1,5%	0,7%	1,9%	0,4%
EUR/ JPY	120,30	0,8%	-1,6%	-0,9%	-2,5%
EUR/ CHF	1,0637	-0,2%	-0,4%	-1,2%	-0,9%
USD/ CNY	6,8868	0,2%	0,0%	0,0%	-1,0%
USD/ JPY	113,74	1,0%	0,4%	-0,3%	-2,7%
USD/ GBP	0,8147	2,2%	3,0%	2,8%	0,7%

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Dr. Jörg Rahn +49 40 3282-2419

cklude@mmwarburg.com
cjasperneite@mmwarburg.com
jrahn@mmwarburg.com

Martin Hasse +49 40 3282-2411
Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452
Bente Lorenzen +49 40 3282-2409

mhasse@mmwarburg.com
rhaller@mmwarburg.com
blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.