



Konjunktur und Strategie

20. Juli 2023

Wie ticken erfolgreiche Fonds?

Wer möchte nicht verstehen, was in den Köpfen erfolgreicher Asset-Manager vorgeht? Schließlich bestünde die berechtigte Hoffnung, dass Einblicke in ihre Gedankenwelt auch für das eigene Handeln hilfreich und im Idealfall performanceverbessernd sein könnten. Dummerweise teilen gerade die besonders guten Asset Manager typischerweise nicht in Echtzeit ihre Überlegungen, und nur selten hat man rechtzeitig Zugriff auf die Portfoliopositionen. Daher könnte man an dieser Stelle die verlockende Überlegung schon wieder begraben und sich erneut dem Tagesgeschäft widmen – wenn man nicht doch ein wenig hartnäckig wäre, so wie wir es manchmal sind. Denn auch wenn man über keine Echtzeit-Daten von Portfoliostrukturen der Konkurrenz verfügt, befindet man sich doch nicht komplett im Nebel der Unwissenheit, wenn es um die Positionierung anderer Portfoliomanager geht. Das liegt daran, dass jeder Portfoliomanager mit seinen Entscheidungen Spuren hinterlässt, und zwar in Form seiner generierten Performance.

Replikation der Allokation

Um sich diesen Sachverhalt genauer vorzustellen, kann man sich in das Bild eines Schiffes versetzen, das einen bestimmten Kurs aufweist. Nun kann man nicht dem Kapitän eines fremden Schiffes über die Schulter schauen, welcher exakte Kurs gerade angelegt ist. Aber man könnte (beispielsweise auf Satellitenbildern) an der Spur des Kielwassers doch recht gut interpolieren, welcher Kurs gerade angelegt zu sein scheint. Und genau das geht auch mit Kursdaten. Die Kursentwicklung eines Depots oder Fonds fällt nicht vom Himmel, sondern ist immer das Ergebnis einer Investition in Wertpapiere. Die Zusammenstellung dieser Wertpapiere kann man indirekt

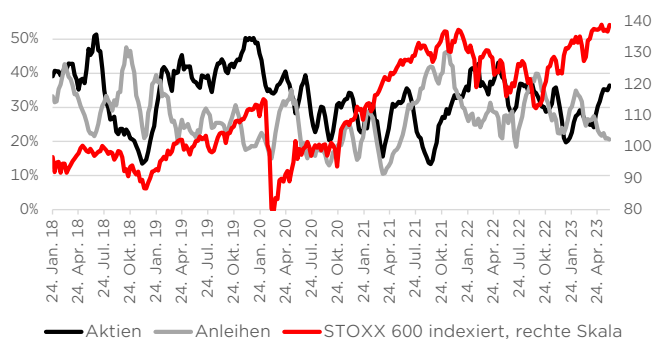
über ein mathematisches Verfahren mit hoher Treffsicherheit replizieren. Das funktioniert wie folgt: Einem Optimizer wird eine Anzahl von Assetklassen und Märkten „angeboten“, mit denen dieser die konkrete Wertentwicklung eines Fonds nachbauen muss. Diese Replikation unterliegt dabei gewissen Restriktionen; z.B. darf die Summe der investierten Assets nicht 110% übersteigen, und die Kassenquote darf nicht über 30% steigen. Nun besteht die Aufgabe darin, die tatsächliche Entwicklung eines Portfolios bestmöglich zu treffen, indem über einen Zeitraum von z.B. 100 Handelstagen die Wertentwicklung des Fonds möglichst ohne Abweichungen durch eine geeignete Mischung von Assets und Märkten erklärt wird. Das klappt tatsächlich in den allermeisten Fällen extrem gut, ist aber leider vergleichsweise rechenaufwendig.

Versuchsaufbau

Wir haben es trotzdem gemacht und sind dabei wie folgt vorgegangen: In einem ersten Schritt haben wir etwa 2.600 Fonds identifiziert, die kontinuierlich seit vielen Jahren existieren und dem Bereich vermögensverwaltender Fonds zugerechnet werden können. Für diese Fonds haben wir nun im Wochentakt ab dem Jahr 2017 die jeweilige Information Ratio ermittelt, die im Prinzip nicht nur die Outperformance aufzeigt, sondern beschreibt, wie systematisch diese Outperformance erzielt wird. Jede Woche haben wir nun die 35 Fonds selektiert, die in dem Moment von allen Fonds die beste Information Ratio aufwiesen und damit für die Gruppe besonders guter Portfoliomanager repräsentativ sind. Für diese 35 Fonds wurde dann im nächsten Schritt die Replikation gerechnet. Mit anderen Worten: Es wurde genau die Mischung aus Assetklassen und Märkten bestimmt, mit der die Wertent-

wicklung des jeweiligen Fonds nahezu perfekt nachgestellt werden kann. Wir mussten uns leider an dieser Stelle auf 35 Fonds pro Woche beschränken, da dieser Schritt sehr rechenintensiv ist, obwohl wir dies gerne für 200 oder 300 gute Fonds pro Woche gemacht hätten. Aber auch schon die Beschränkung auf 35 Fonds hat zu einer Rechenzeit von einigen Tagen geführt und den PC mehrfach zum Absturz gebracht, was wiederum bei uns die Geduld auf die Probe stellte. Das Ergebnis ist aber hochinteressant und entschädigt für die Mühe. Denn man erhält statistisch gesichert den einen oder anderen Einblick, den man zwar vielleicht vermutet hätte, aber bisher nicht beweisen konnte.

Asset Allocation der "erfolgreichen" Fonds und STOXX 600



So zeigt sich, dass in vielen Fällen auch die erfolgreichen Fonds zumindest kurzfristig dem Markt folgen; wenn beispielsweise der Aktienmarkt fällt, gehen auch oft (zumindest über kurze Zeiträume) in den jeweils erfolgreichen Fonds die Aktienquoten nach unten. Ein Rebalancing auf eine strategische Quote findet dort also nicht sofort und auch nicht mit hoher Frequenz statt. Ein paar Auffälligkeiten gibt es aber schon: So fällt auf, dass die Fonds, die beispielsweise für den Zeitraum 2018/2019 eine sehr gute Information Ratio aufwiesen (genau genommen gehen wir immer exakt 500 Handelstage zurück, um für einen Fonds die Information Ratio zu bestimmen), schon im Vorfeld der Corona-Krise die Aktienquote reduziert haben. Kann das sein? Ist es möglich, dass diese Fonds die Problematik der herannahenden Pandemie schon Ende 2019 und Anfang 2020 haben kommen sehen? Man kann es nicht ganz glauben, aber diese Bewegung wirft tatsächlich Fragen auf! Auf der anderen Seite ist es interessant zu sehen, dass die jeweils sehr guten Fonds dem anschließend stattfindenden Aufschwung an den Aktienmärkten nicht so richtig getraut haben – im Trend fällt die Aktienquote von Anfang 2020 bis September 2021. Interessant ist auch die Beobach-

tung, dass Aktien- und Rentenquoten nicht immer negativ miteinander korreliert sind, wie es unter Umständen zu erwarten wäre. Zwar gibt es immer wieder einmal kurzfristige diametrale Bewegungen, aber oft werden Aktien- und Rentenquoten auch gleichzeitig gesenkt und Kasse aufgebaut, so wie beispielsweise relativ markant im Herbst 2018. An dieser Stelle sei vielleicht erwähnt, dass wir zur Darstellung des Aktienmarktes und des Rentenmarktes im Modell natürlich nicht nur zwei Indizes verwendet haben, sondern in der Summe mehr als 20 Märkte in verschiedensten Regionen. Die hier aufgezeigten Aktien- und Rentenquoten sind also immer die Summe einzelner Märkte.

Existiert ein Erfolgsrezept?

Gibt es also ein Erfolgsrezept, das man aus diesen Beobachtungen ableiten könnte? Ganz so einfach ist es vermutlich nicht. Aber ein paar Sachverhalte kristallisieren sich heraus. So gibt es auf Wochen- oder Monatsbasis eher kein antizyklisches Verhalten, wobei über längere Zeiträume zu erkennen ist, dass Fondsmanager sehr guter Fonds durchaus bisweilen im Trend auch konträre Positionen einnehmen. Wenn es dann aber mal doch ein prozyklisches Verhalten über viele Monate hinweg gibt (wie beispielsweise April 2018 bis April 2019), dann fällt dieses prozyklische Verhalten sehr extrem aus. Während beispielsweise in dieser Zeit der breite europäische Aktienmarkt nicht viel mehr als zehn Prozent verloren hat, wurde die durchschnittliche Aktienquote mehr als halbiert, um dann wieder in kurzer Zeit verdoppelt zu werden. Überhaupt scheint es so, dass die sehr guten Fonds vergleichsweise aggressiv agieren – ein Sachverhalt, der der obigen Grafik nicht direkt entnommen werden kann. Uns ist aber aufgefallen, dass gerade die Fonds mit einer hohen Information Ratio eher auch einen hohen Tracking-Error gegenüber der durchschnittlichen Wertentwicklung aller vermögensverwaltenden Fonds aufweisen. Zudem ist uns auch aufgefallen, dass gerade die Fonds, die eine besonders hohe Information Ratio aufweisen, weniger gut durch diverse gängige Märkte repliziert werden konnten. Dafür gibt es zwei Gründe: Entweder, die betroffenen Fonds investieren immer wieder auch in exotische Märkte. Oder aber es findet eine Einzeltitelselektion statt, die wiederum zu einem hohen Tracking Error relativ zu den von uns verwendeten Indizes führt. Wie dem auch sei, eine Lehre gibt es auf jeden Fall. Wer vorne sein will, muss auf vielen Ebenen aktiv sein. Ein einfaches „Mitschwimmen“ reicht nicht aus!

Überblick über Marktdaten

	Stand 20.07.2023 14:26	07.07.2023 -1 Woche	13.06.2023 -1 Monat	Veränderung zum 13.04.2023 -3 Monate	13.07.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	35061	3,9%	2,5%	3,0%	13,9%	5,8%
S&P 500	4588	4,3%	5,0%	10,6%	20,7%	19,5%
Nasdaq	14358	5,1%	5,8%	18,0%	27,7%	37,2%
Russell 2000	1985	6,4%	4,7%	10,5%	15,0%	12,7%
DAX	16145	3,5%	-0,5%	2,6%	26,6%	16,0%
MDAX	28254	4,6%	2,8%	2,5%	10,8%	12,5%
TecDAX	3198	3,3%	-1,6%	-3,7%	9,3%	9,5%
EuroStoxx 50	4361	2,9%	0,3%	-0,1%	26,3%	15,0%
Stoxx 50	3958	2,6%	-0,9%	-1,6%	13,9%	8,4%
SMI (Swiss Market Index)	11153	2,6%	-1,5%	-0,9%	2,3%	3,9%
FTSE 100	7636	5,2%	0,5%	-2,6%	6,7%	2,5%
Nikkei 225	32491	0,3%	-1,6%	15,4%	22,7%	24,5%
Brasilien BOVESPA	117552	-1,1%	0,7%	10,4%	20,1%	7,1%
Russland RTS	1019	4,4%	-1,2%	3,6%	-9,1%	4,9%
Indien BSE 30	67572	3,5%	7,0%	11,8%	26,3%	11,1%
China CSI 300	3824	-0,1%	-1,1%	-6,0%	-11,5%	-1,2%
MSCI Welt	3048	4,2%	4,0%	7,7%	19,8%	17,1%
MSCI Welt SRI	2979	3,1%	3,0%	-0,1%	21,6%	20,5%
MSCI Emerging Markets	1020	4,0%	0,6%	2,3%	5,1%	6,6%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	133,70	258	5	-142	-1892	77
Bobl-Future	115,85	100	-49	-175	-993	10
Schatz-Future	104,93	16	-39	-64	-471	-50
3 Monats Euribor	3,65	24	50	75	370	176
3M Euribor Future, Dez 2023	3,93	-9	15	31	244	32
3 Monats \$ Libor	5,57	1	2	31	306	81
Fed Funds Future, Dez 2023	5,39	-1	22	98	240	75
10-jährige US Treasuries	3,80	-24	-3	35	89	-3
10-jährige Bunds	2,41	-22	-2	4	132	-15
10-jährige Staatsanl. Japan	0,47	5	5	6	27	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,93	-14	-3	-15	23	-68
US Treas 10Y Performance	596,20	2,5%	0,8%	-1,8%	-3,6%	2,8%
Bund 10Y Performance	538,72	1,5%	-0,1%	-0,2%	-9,0%	2,5%
REX Performance Index	433,87	1,3%	-0,4%	-0,4%	-6,3%	0,3%
IBOXX AA, €	3,69	-18	3	13	143	10
IBOXX BBB, €	4,55	-20	1	6	107	-14
ML US High Yield	8,37	-42	-22	-3	-25	-61
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	5,2%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	565,42	2,5%	5,4%	-4,8%	-14,3%	-7,3%
MG Base Metal Index	383,89	1,4%	-0,8%	-7,4%	3,3%	-8,2%
Rohöl Brent	79,70	1,4%	7,3%	-7,4%	-20,3%	-6,1%
Gold	1977,29	2,5%	1,4%	-2,9%	13,3%	8,9%
Silber	24,59	6,6%	3,4%	-4,7%	27,7%	3,5%
Aluminium	2237,25	6,5%	2,0%	-4,0%	-4,6%	-4,8%
Kupfer	8687,00	3,9%	2,8%	-4,2%	18,8%	3,9%
Eisenerz	112,08	1,4%	-0,3%	-6,5%	0,9%	0,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	1004	-0,5%	-6,5%	-31,4%	-49,9%	-33,7%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1192	2,8%	3,7%	1,6%	11,2%	4,9%
EUR/ GBP	0,8694	1,8%	1,4%	-1,6%	2,8%	-2,0%
EUR/ JPY	156,36	0,2%	3,8%	6,5%	13,3%	11,2%
EUR/ CHF	0,9641	-1,2%	-1,5%	-1,7%	-1,9%	-2,1%
USD/ CNY	7,1652	-0,8%	0,1%	4,3%	6,6%	3,8%
USD/ JPY	138,05	-2,8%	-1,5%	4,1%	0,4%	5,3%
USD/ GBP	0,7770	-0,4%	-2,1%	-2,8%	-7,2%	-6,5%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@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. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.