

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

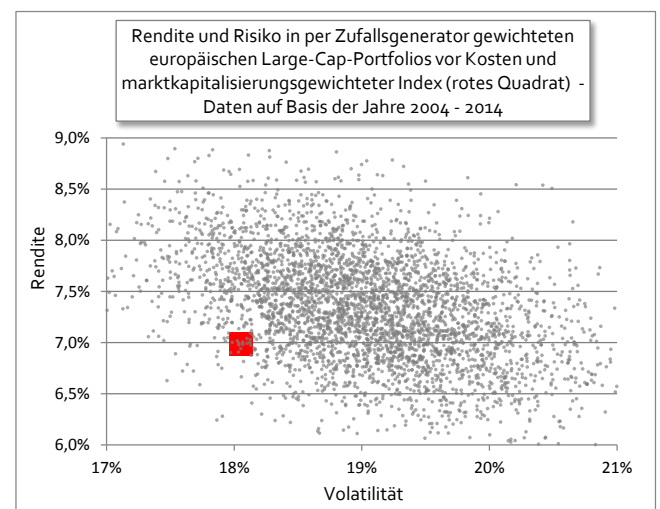
Wie aktiv muss aktives Management sein?

In der Wissenschaft tobt seit Jahren ein erbitterter Kampf darüber, inwieweit aktives Asset Management überhaupt noch Sinn macht. Die Hypothese dahinter lautet, dass Märkte hinreichend effizient seien, um zumindest nach Kosten kaum geschlagen werden zu können. Im Ergebnis verstärkt dies den Trend hin zu passiven Produkten, der sich u.a. in steigenden ETF-Volumina zeigt. Beschleunigt wird dieser Trend noch durch die Beobachtung, wonach mehr als die Hälfte der aktiven Publikumsfonds nach Kosten keine systematische Outperformance der Benchmark erwirtschaften können. Dieser empirische Befund ist Wasser auf die Mühlen der Anhänger passiver Investments. Doch sind Märkte tatsächlich so effizient wie oftmals behauptet wird, und muss tatsächlich das Totenglöckchen für aktive Asset-Management-Ansätze geläutet werden? Passive Produkte orientieren sich i.d.R. an Indizes, die auf dem Prinzip der Marktkapitalisierungsgewichtung aufbauen. Dahinter steht die plausible Vermutung, wonach auf diese Weise ein guter und liquider Zugang zum Marktportfolio sichergestellt werden kann. Doch wer sagt, dass es sich bei marktkapitalisierungsgewichteten Indizes tatsächlich auch *ex post* um effiziente Indizes handeln muss? Uns ist keine finanzwissenschaftlich fundierte Theorie bekannt, die dies explizit behauptet. Letztlich kann diese Frage aber empirisch beantwortet werden, und diese Erkenntnis sollte für die Praxis ohnehin einen größeren Mehrwert haben als theoretische Überlegungen.

Um diese Frage zu beantworten, haben wir auf Basis der größten 100 europäischen Aktien für die Jahre 2004 bis 2014 zunächst einen rein marktkapitalisierungsgewichteten Index (auf Basis des jeweiligen Free Floats) konstruiert. Natürlich hätten wir auch auf einen gängigen Index, wie z.B. den STOXX 50 oder STOXX 200 Large Cap, zurückgreifen können, doch sind derartige Indizes (das gilt auch für den DAX) nicht perfekt an der Marktkapitalisierung von Aktien orientiert, sondern berücksichtigen auch andere Kriterien wie die Sektorstruktur. Um unerwünschte Nebeneffekte dieser Art von Indexkonstruktion per Definition ausschließen zu können, haben wir die Indexkonstruktion selbst vorgenommen. In einem zweiten Schritt haben wir dann per Zufallsgenerator Gewichtungen für die Einzelaktien gewählt, die in realistischem Umfang von der Marktkapitalisierungsgewichtung abweichen und auch hinsichtlich des resultierenden Turnovers keine unerfüllbaren Ansprüche stellen. Für 5000 derartig konstruierter Portfolios haben wir jeweils die Rendite und die Volatilität für den Zeitraum 2004 bis 2014 berechnet. Es ist in diesem Zusammenhang wichtig zu verstehen, dass zwar die Gewichte per Zufallsgenerator gewählt wurden, aber diese Gewichte auf historische Kurse real existierender Aktien angewendet wurden, so dass sämtliche von uns generierten Portfolios zu jedem Zeitpunkt exakt so hätten existieren können.

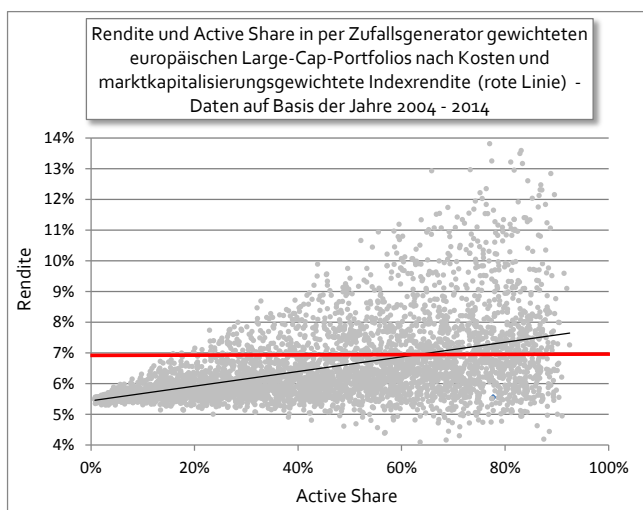
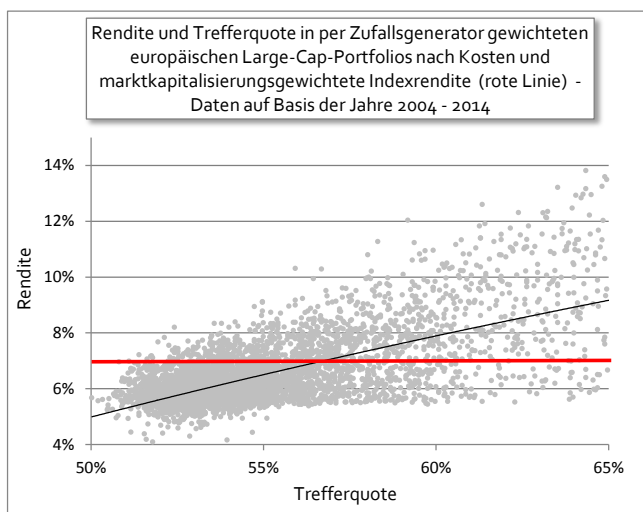
Anhänger der These effizienter Märkte würden nun vermutlich reflexhaft davon ausgehen, dass sich der marktkapitalisierungsgewichtete Index wie im CAPM-Modell in der

Nähe der Effizienzkurve zu befinden habe. Das ist allerdings definitiv nicht der Fall, wie unsere Berechnung zeigen. So weist der von uns berechnete marktkapitalisierungsgewichtete Index zwar eine geringe Volatilität auf (die deutliche Mehrheit der von uns generierten Portfolios sind etwas volatiliter), doch liegt die Wertentwicklung des Index auch deutlich unter der Mehrheit der generierten Portfolios. Bei der gegebenen Volatilität des Index von etwas über 18% hätten extrem viele andere Portfoliostrukturen (mit den gleichen Aktien!) eine zum Teil deutlich bessere p.a.-Rendite aufgewiesen. Es gibt übrigens noch eine Auffälligkeit in unseren Berechnungen, die Anhängern der „reinen Lehre“ ein Dorn im Auge sein sollte. So zeigt sich ein inverser Zusammenhang zwischen Volatilität und Rendite. Je geringer die Volatilität in den generierten Portfolios war, desto höher ist im Mittel die Rendite ausgefallen. Dieser Sachverhalt wird auch in vielen Studien immer wieder beschrieben und von sog. Minimum-Volatilitäts-Ansätzen erfolgreich genutzt, doch auch dieser Zusammenhang steht im Widerspruch zur klassischen Kapitalmarkttheorie.



Wie kann es dann aber sein, dass tatsächlich existierende aktiv gemanagte Fonds oftmals schlecht gegenüber der Benchmark abschneiden, wenn doch tatsächlich Potenzial zur Outperformance vorhanden ist? Wir führen dies auf zwei Effekte zurück. Der erste Effekt hängt mit den Kosten des aktiven Managements zusammen, der zweite mit dem Grad der Aktivität. So kann man davon ausgehen, dass die gesamte „Punktwolke“ in der oberen Grafik tiefer und damit der Index relativ höher liegen würde, wenn man realistische Kosten unterstellen würde. Auf der anderen Seite sollte sich gutes aktives Management aber auch durch eine Trefferquote von über 50% in den Entscheidungen auszeichnen, so dass die Kosten wieder „verdient“ werden können. Dass dies bei vielen Fonds nicht der Fall ist, dürfte unserer Meinung nach primär am Grad der Aktivität des Portfoliomanagements liegen. Um das besser verstehen zu können, wollen wir an dieser Stelle das Konzept des „Active Share“ erläutern. Der Active Share ist ein Maß für die Abweichung der Portfoliostruktur von der Benchmarkstruktur. Der Active Share misst die Summe der Beträge der

Differenzen zwischen Portfoliogewichten und Benchmarkgewichten. Der Wert kann konzeptionell zwischen null und eins schwanken. Beträgt der Wert null, liegt das Portfolio exakt auf der Benchmark; liegt der Wert bei eins, gibt es keine Überlappung zwischen der Benchmark und dem Index. Angenommen, der Active Share läge bei 10%, dann würde 90% des Portfolios der Indexstruktur entsprechen. Wenn nun gegenüber der Benchmark vor Kosten eine Outperformance von 2% angestrebt wird, um nach Kosten noch eine Chance auf Outperformance zu haben, so müssen die 2% Outperformance aus dem 10%igen Portfoliobestandteil kommen, der nicht der Benchmark entspricht. Hier müsste rechnerisch eine Outperformance von 20% entstehen, was eine vollkommen unrealistische Trefferquote und Qualität bei den Entscheidungen impliziert. Doch was ist dann eine realistische Kombination von Trefferquote und Active Share, um nach realistischen Kosten eine Chance auf Outperformance zu haben? Um diese Frage zu beantworten, haben wir unter Berücksichtigung realistischer Kosten 5000 Portfolios simuliert, die wiederum alle historisch in dieser Form hätten existieren können. Diesmal wurde von uns allerdings ganz bewusst der Active Share und die Trefferquote von Portfolio zu Portfolio variiert, um die resultierenden Ergebnisse im Hinblick auf diese Zusammenhänge auswerten zu können.



Wie sich zeigt, lässt sich die Wertentwicklung von Portfolios nach Kosten extrem gut alleine mit der Trefferquote und dem Active Share erklären; in einer multiplen Regression auf Basis der 5000 simulierten Portfolios liegt das Bestimmtheitsmaß bei 0,73 und lässt damit auf eine sehr hohe Erklärungskraft dieser beiden Variablen für die Nachkostenperformance schließen. In der statistischen Auswertung zeigt sich, dass eine Erhöhung der Trefferquote des aktiven Managers um einen Prozentpunkt in etwa die Performance nach Kosten um 0,3 Prozentpunkte anhebt, während eine Erhöhung von 10 Prozentpunkten im Active Share notwendig ist, um ebenfalls einen Mehrwert von etwa 0,3 Prozentpunkte zu erzielen. Auf den ersten Blick erscheinen die Werte etwas unplausibel, da man auf die Idee kommen könnte, dass der weitaus größere Hebel für die Wertentwicklung in der Trefferquote liegt. Mathematisch ist das zwar korrekt, doch muss man bedenken, dass die Bandbreite für realistische Trefferquoten begrenzt ist und eine Erhöhung der Trefferquote um wenige Prozentpunkte schon ein extremer Kraftakt ist, während der Active Share sehr leicht um 20 oder 30 Prozentpunkte angehoben werden kann.

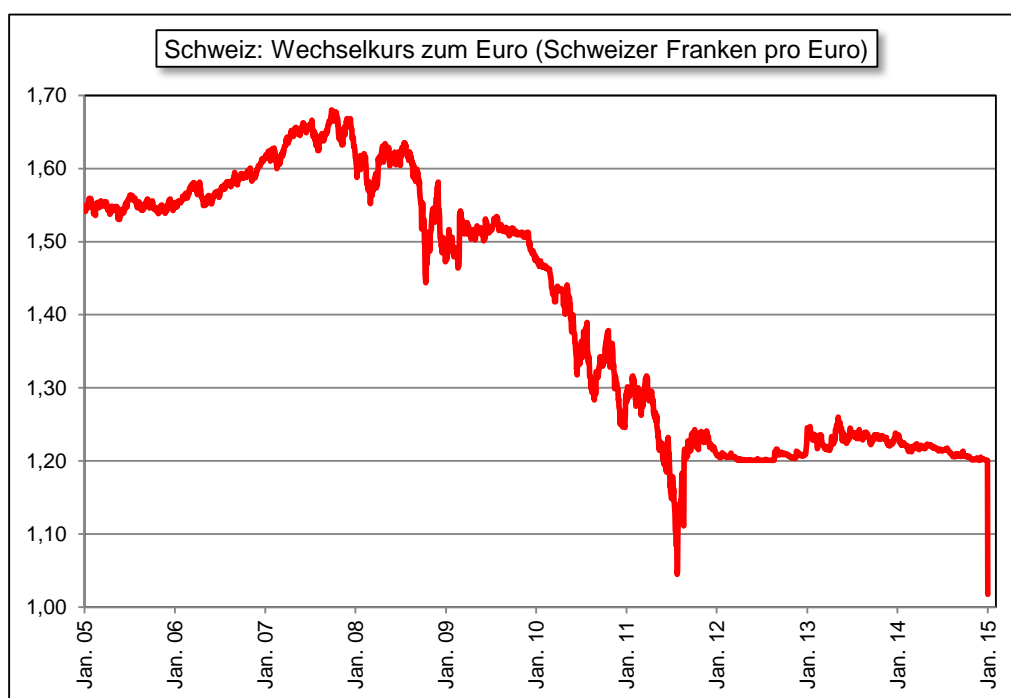
Die spannende Frage ist nun die, welcher Active Share bei einer realistischen Trefferquote von z.B. 55% angestrebt werden muss, wenn nach Kosten wenigstens die Benchmarkperformance erzielt werden soll. Setzt man den Wert von 55% als Trefferquote in unsere Gleichung ein, wird ein Active Share von über 60% benötigt, um mit hinreichender Wahrscheinlichkeit die Benchmark schlagen zu können, wenn man typische Kosten für Publikumsfonds unterstellt. Ein derartig hoher Active Share geht nach unseren Berechnungen regelmäßig mit einem Tracking Error von über drei Prozent einher, was von vielen Asset Managern eher schon als ein zu hoher Wert eingeschätzt wird. Bei extrem wettbewerbsfähig gepreisten institutionellen Mandaten reicht allerdings schon bei gleicher Trefferquote in etwa ein Active Share von 30%, um nach Kosten einen Mehrwert gegenüber der Benchmark erzielen zu können. Unsere Berechnungen sind durchaus mit anderen Studien kompatibel, in denen anhand real existierender Fonds gezeigt wurde, dass ein Active Share von über 50% notwendig ist, um überhaupt theoretisch in der Lage zu sein, systematisch die Benchmark schlagen zu können. Welche Rückschlüsse lassen diese Überlegungen zu? Aus unserer Sicht ist zunächst einmal die Annahme zulässig, wonach die oftmals enttäuschende Wertentwicklung von Publikumsfonds nicht in erster Linie auf das Unvermögen von Portfoliomanagern oder extrem effiziente Märkte zurückzuführen ist, sondern schlicht auf ein zu geringes Maß an Aktivität gegenüber der Benchmark. Geht man beispielsweise davon aus, dass sich ein Portfoliomanager extrem nah an der Benchmark bewegt, so dass der Active Share nur 15% beträgt, so ist nach unseren Berechnungen eine Trefferquote bei den Entscheidungen von 60% notwendig, um nach Kosten überhaupt in die Nähe der Benchmark kommen zu können. Die Konsequenz daraus ist eindeutig: Asset Manager müssen den Mut aufbringen, gegenüber der Benchmark aktiver zu werden, aber Kunden müssen auch mehr Geduld mitbringen, um längere Perioden mit einer schlechteren Wertentwicklung „aussitzen“ zu können.

Wochenausblick für die Zeit vom 19. bis 23. Januar 2015

	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	-0,1%	0,0%	-0,2%	0,0%	-0,4%		20. Januar
D: Produzentenpreise, y/y	-0,8%	-1,0%	-1,0%	-0,9%	-1,4%		20. Januar
D: ZEW Konjunkturerwartungen	8,6	6,9	-3,6	11,5	34,9	37,0	20. Januar
D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	51,4	49,9	51,8	50,0	52,1	52,3	23. Januar
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	54,9	55,7	54,8	52,1	51,2	51,4	23. Januar
E-19: Konsumentenvertrauen	-10	-11,4	-11,1	-10,7	-10,9	-10,7	22. Januar
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,7	50,4	50,7	50,4	50,6	50,9	23. Januar
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	53,1	52,7	52,4	51,3	51,6	51,7	23. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Chaos am Devisenmarkt – SNB streicht Mindestkurs zum Euro



In einem völlig überraschenden Schritt hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Mindestkurs von 1,20 Schweizer Franken je Euro aufgegeben. Gleichzeitig wurden der Einlagenzins um einen halben Prozentpunkt auf -0,75% gesenkt, das Zielband für den Dreimonats-Libor wurde weiter in den negativen Bereich verschoben und liegt nun bei -1,25% bis -0,25% gegenüber vormals -0,75% bis 0,25%. Der Schweizer Franken wertete binnen weniger Stunden zwischenzeitlich um mehr als 25% gegenüber dem Euro auf, zum Redaktionsschluss notierte der Franken bei 1,03 Franken je Euro. Der Schweizer Aktienmarkt verlor gemessen am Leitindex SMI zwischenzeitlich mehr als 12% an Wert. Als Begründung für den unerwarteten Schritt führte die SNB an, dass der Franken auch gegenüber dem US-Dollar massiv abgewertet habe, was die Situation für die schweizer Unternehmen entspannt. Zudem sei die Durchsetzung des Mindestkurses auch vor dem Hintergrund der weiter divergierenden Notenbankpolitik nicht mehr angemessen. Bis vor kurzem hatte die SNB noch bekräftigt, den 2011 eingeführten Mindestkurs weiter verteidigen zu

wollen. Wir halten es für wahrscheinlich, dass die Kosten der laufenden Interventionen der SNB zu hoch geworden sind. Um den Mindestkurs zu verteidigen musste die Schweizerische Nationalbank massiv Schweizer Franken drucken und damit Euro kaufen. Die Zentralbankgeldmenge hat sich seit Mitte 2011 fast verfünffacht und ist damit stärker angestiegen als bei fast allen anderen Notenbanken. Dennoch sehen wir die Glaubwürdigkeit der SNB durch die Abkehr vom Mindestkurs als beschädigt an. Die stark exportorientierte schweizer Wirtschaft dürfte durch die Franken-Aufwertung deutlich gebremst werden, und wir rechnen damit, dass die Wachstumsprognosen für die Alpenrepublik in den kommenden Tagen massiv nach unten revidiert werden müssen. Am Devisenmarkt nimmt die Euro-Nachfrage durch die SNB ab, was die Abwertung der Gemeinschaftswährung nochmals beschleunigen dürfte. Negative Konsequenzen drohen in einigen Ländern Osteuropas (vor allem in Polen und in Ungarn), wo Unternehmen Kredite in Schweizer Franken aufgenommen haben.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	15.01.2015	08.01.2015	12.12.2014	14.10.2014	31.12.2014
	17:35	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17385	-2,9%	0,6%	6,6%	-2,5%
S&P 500	2003	-2,9%	0,0%	6,7%	-2,7%
Nasdaq	4639	-2,0%	-0,3%	9,8%	-2,0%
DAX	10033	2,0%	4,6%	13,7%	2,3%
MDAX	17566	2,0%	7,3%	16,7%	3,7%
TecDAX	1437	1,8%	7,9%	24,9%	4,8%
EuroStoxx 50	3150	0,5%	2,7%	5,0%	0,1%
Stoxx 50	3058	1,6%	5,1%	6,0%	1,8%
SMI (Swiss Market Index)	8382	-8,3%	-5,8%	0,5%	-6,7%
Nikkei 225	17109	-0,3%	-1,5%	14,5%	-2,0%
Brasilien BOVESPA	48318	-3,3%	0,7%	-16,7%	-3,4%
Russland RTS	762	-6,1%	-4,6%	-29,1%	-3,6%
Indien BSE 30	28076	2,9%	2,7%	6,6%	2,1%
China Shanghai Composite	3336	1,3%	13,5%	41,4%	3,1%
MSCI Welt (in €)	1665	-0,1%	6,8%	12,9%	2,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	956	1,3%	9,4%	5,2%	4,7%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	157,44	111	271	653	157
Bobl-Future	130,57	29	77	256	29
Schatz-Future	111,16	8	19	21	7
3 Monats Euribor	0,07	0	-1	-1	-1
3M Euribor Future, Dez 2015	0,03	-2	-5	-6	0
3 Monats \$ Libor	0,25	0	1	2	0
Fed Funds Future, Dez 2015	0,42	-14	31	34	0
10-jährige US Treasuries	1,80	-21	-30	-40	-37
10-jährige Bunds	0,42	-9	-20	-38	-12
10-jährige JGB	0,26	-3	-15	-24	-8
US Treas 10Y Performance	575,25	1,6%	2,6%	3,9%	3,1%
Bund 10Y Performance	583,40	0,7%	1,8%	4,0%	1,0%
REX Performance Index	472,74	0,1%	0,6%	1,7%	0,2%
Hypothekenzinsen USA	3,73	0	-20	-39	-10
IBOXX AA, €	0,82	-3	-14	-21	-7
IBOXX BBB, €	1,71	-4	-13	-14	-8
ML US High Yield	6,98	1	-27	40	3
JPM EMBI+, Index	688	-0,3%	1,4%	-1,9%	-0,5%
Wandelanleihen Exane 25	6470	0,0%	1,9%	6,5%	0,2%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	443,19	-0,9%	-5,3%	-10,1%	-0,9%
MG Base Metal Index	288,58	-3,6%	-8,2%	-11,0%	-5,0%
Rohöl Brent	47,65	-6,0%	-25,9%	-46,1%	-16,9%
Gold	1262,31	4,0%	3,2%	2,5%	6,4%
Silber	16,97	3,3%	-0,9%	-2,2%	7,7%
Aluminium	1765,50	-2,5%	-7,7%	-8,1%	-3,3%
Kupfer	5619,00	-9,0%	-14,1%	-18,1%	-11,8%
Eisenerz	69,00	-4,2%	0,0%	-17,9%	-4,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	757	4,6%	-12,3%	-20,1%	-3,2%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1585	-1,6%	-6,9%	-8,4%	-4,6%
EUR/ GBP	0,7643	-2,3%	-3,7%	-4,0%	-1,5%
EUR/ JPY	135,64	-3,8%	-8,0%	0,3%	-6,6%
EUR/ CHF	1,0433	-13,1%	-13,1%	-13,6%	-13,2%
USD/ JPY	117,34	-1,9%	-1,2%	9,6%	-2,0%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.