



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

21. März 2019

Welche Rolle spielt der Zufall für den Erfolg im Portfoliomanagement?

Beginnen wir die heutige Ausgabe von Konjunktur und Strategie doch einmal mit einem etwas provokanten Gedankenspiel: Angenommen, an den Kapitalmärkten wäre alles nur vom Zufall abhängig und es gäbe auf der Welt 1000 Portfoliomanager. Es wäre zu erwarten, dass nach einem Jahr etwa 500 der Portfoliomanager den Markt geschlagen haben. Nach zwei Jahren gäbe es immerhin noch etwa 250 Portfoliomanager, die sukzessive den Markt geschlagen haben, während nach drei Jahren noch 125 Portfoliomanager die Nase vorne hätten. Nach fünf Jahren läge die Zahl der scheinbar „ewig“ erfolgreichen Portfoliomanager immerhin noch bei etwa 30. Spätestens jetzt hätten diese Portfoliomanager in der Presse und auch bei Investoren den Status nahezu unfehlbarer Gurus, da sie fünf Jahre in Folge immer wieder den breiten Markt schlagen konnten. Was wie ein kleines Wunder aussieht, war in Wirklichkeit nichts als Zufall. Doch beschreibt dieses Gedankenexperiment wirklich die Realität? Wie zufällig ist die Leistung von Asset Managern?

Abschließend wird sich diese Frage nie befriedigend beantworten lassen. Für den Zufall spricht, dass Märkte vergleichsweise effizient sind und damit neue Informationen nahezu in Echtzeit einpreisen. Dadurch wird es extrem schwer, den Markt systematisch zu schlagen, wodurch das Zufallselement in der Erklärung der Wertentwicklung eine nicht wegzudiskutierende Rolle einnimmt. Doch lässt sich der Anteil des Zufalls und der Anteil des Könnens beim Erklären von Performance wenigstens indikativ bestimmen?

Um diese Frage empirisch beantworten zu können, haben wir uns eine Art Versuchsaufbau ausgedacht. Die

Grundüberlegung ist dabei die Folgende: Wenn die Wertentwicklung eines Fondsmanagers oder eines Asset Managers nicht nur vom Zufall abhängt, sondern auch von überdurchschnittlichen Fähigkeiten, müsste die historische Wertentwicklung von Portfoliomanagern zu einem gewissen Grad einen Einfluss auf die zukünftige Wertentwicklung haben. Wenn es dagegen gar keinen Zusammenhang gibt, wäre das ein starkes Indiz für eine zufallsgetriebene Wertentwicklung.

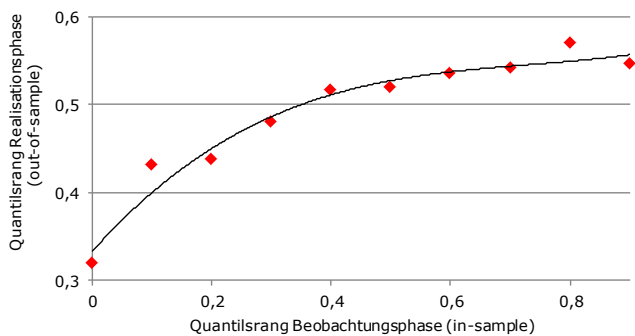
Um uns der Frage empirisch zu nähern, haben wir für eine größere Anzahl von Morningstar-Peergroups die Entwicklung von Fondsdaten analysiert. Dabei ging es um die Frage, inwieweit ein historischer Sharpe-Ratio (als Kennzahl für die risikoadjustierte Wertentwicklung) einen zukünftigen Sharpe-Ratio erklären kann. Da allerdings der Sharpe-Ratio eines Fonds zu einem gewissen Zeitpunkt auch von der breiten Marktentwicklung geprägt wird, haben wir genau genommen nicht die Persistenz von Sharpe-Ratios geprüft, sondern die Persistenz der Quantilsränge der Sharpe-Ratios von Fonds in ihrer jeweiligen Peergroup. So haben wir analysiert, wie gut oder schlecht ein Fonds relativ zu seiner Peergroup in Abhängigkeit davon abgeschnitten hat, wie gut oder schlecht er zuvor gegenüber seiner Peergroup performt hatte. Als „Testphase“ zum Bestimmen des Quantilsrangs des Sharpe-Ratios wurden jeweils historische Zeiträume über drei Jahre gewählt (sog. in-sample-Analyse), und diese Ergebnisse wurden dann den jeweiligen Quantilsrängen der Sharpe-Ratios der nachfolgenden drei Jahre gegenübergestellt (sog. out-of-sample-Analyse). Diese Berechnungen wurden für europäische Aktienfonds, US-Aktienfonds, globale Aktienfonds,

Konjunktur und Strategie

globale vermögensverwaltende Fonds und globale Unternehmensanleihenfonds vorgenommen, so dass die Datenbasis aus vielen tausend Zeitreihen und den damit zusammenhängenden Kennzahlen besteht.

Im Ergebnis zeigt sich, dass ein Zusammenhang zwischen historischer Wertentwicklung und zukünftiger Wertentwicklung nicht negiert werden kann. Eine reine Zufälligkeit in den Ergebnissen ist damit ausgeschlossen, was nebenbei bemerkt ein Beleg für die Sinnhaftigkeit darstellt, aktive Asset Manager auch anhand ihrer historischen Leistungen zu selektieren. Dabei zeigt sich ein klares Muster: Fonds, die historisch eine gute (relative risikoadjustierte) Wertentwicklung aufgewiesen haben, neigen auch in der Zeit danach zu einer leicht überdurchschnittlichen Wertentwicklung. Vorsicht ist aber vor allem bei Fonds geboten, die historisch besonders schlecht abgeschnitten haben, denn hier ist die Wahrscheinlichkeit sogar besonders hoch, auch in Zukunft überproportional schlecht abzuschneiden.

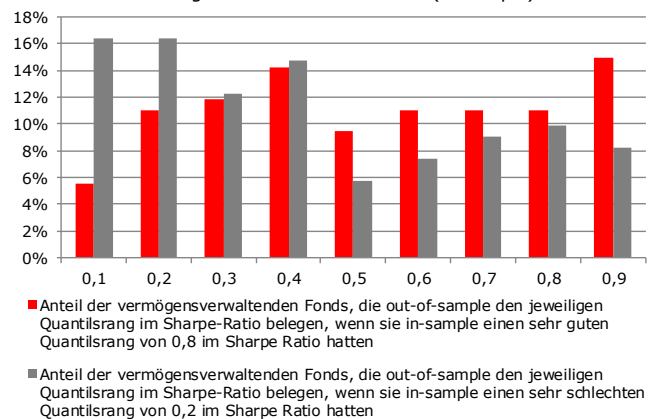
Zusammenhang des Quantilsrangs des Sharpe-Ratios aller untersuchter Fonds innerhalb ihrer Peergroup in der Beobachtungsphase (in-sample) und des Quantilsrangs des Sharpe-Ratios in der Realisationsphase (out-of-sample), jeweils drei Jahre pro Phase



Am Beispiel der obigen Grafik können die Ergebnisse exemplarisch erläutert werden. So konnten Fonds, die historisch innerhalb ihrer jeweiligen Peergroup einen besonders schlechten Quantilsrang zwischen 0 und 0,2 erzielten, auch in der Phase danach nur eine signifikant unterdurchschnittliche risikoadjustierte Wertentwicklung aufweisen. Dies zeigt sich an den geringen Quantilsrängen, die im Durchschnitt in der Zeit danach beobachtet werden können und in der Region von 0,3 bis 0,45 liegen. Konkret bedeutet dies, dass die zuvor „schlechten“ Fonds auch nach dieser Beobachtung (relativ und risikoadjustiert) so schlecht performen, dass zwischen 65% und 55% aller Fonds in der jeweiligen Peergroup besser abschneiden werden. Es sollte hier allerdings klar sein, dass eine historisch gute (schlechte) Wertentwicklung niemals ein Garant für eine gute (oder schlechte) zukünftige Wertentwicklung ist. Was im

Durchschnitt eindeutig erscheint, kann im Einzelfall völlig anders ausfallen. Das ist auch an einer anderen wichtigen statistischen Kennzahl zu beobachten, die die Qualität des Zusammenhangs zweier Datensätze beschreibt. Hier geht es um das sog. Bestimmtheitsmaß, mit dem beschrieben wird, welcher Teil der Streuung der einen Kennzahl (in dem Fall die Quantilsränge der Sharpe-Ratios in der out-of-sample-Phase) durch eine andere Kennzahl (die Quantilsränge in der in-sample-Phase) erklärt werden kann. Je nach untersuchter Peergroup liegen die Bestimmtheitsmaße zwischen 2% und 10%. Das sind vergleichsweise geringe Werte, die nochmals statistisch belegen, wie verrauscht die Ergebnisse sind. Die Bestimmtheitsmaße sind aber wiederum so hoch, dass die Hypothese einer kompletten Zufälligkeit definitiv widerlegt werden kann. Das Ausmaß der Streuung der Ergebnisse lässt sich für Nichtstatistiker auch mit einer Abbildung beschreiben. Hier ist für Fonds, die in der Beobachtungsphase gut (und zwar mit einem Quantilsrang von 0,8) oder schlecht (und zwar mit einem Quantilsrang von 0,2) abgeschnitten haben, die Verteilung der Quantilsränge in den drei Jahren danach abgebildet. So zeigt sich beispielsweise, dass auch die ursprünglich guten vermögensverwaltenden Fonds mit einer Wahrscheinlichkeit von immerhin 5% in den Jahren danach extrem schlecht und nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 15% extrem gut abschneiden.

Verteilung von Quantilsrängen von Sharpe-Ratios out-of-sample bei jeweils guten und schlechten vermögensverwaltenden Fonds (in-sample)



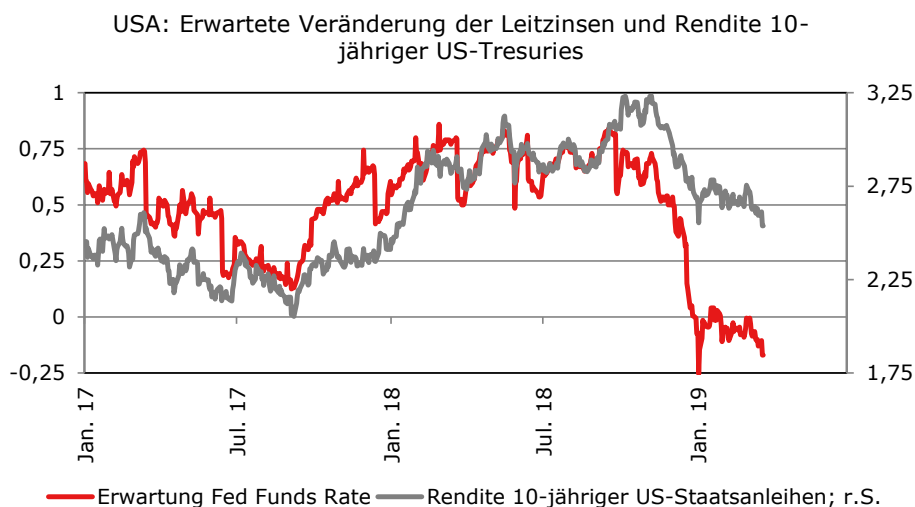
Im Ergebnis laufen diese Erkenntnisse darauf hinaus, dass gute Ergebnisse im Asset Management langfristig nicht durch Glück erreicht werden, kurzfristige Störeinflüsse aber normal sind und nicht überinterpretiert werden dürfen. Je längerfristig die Betrachtungsperiode ist, umso deutlicher sollte das Können in den Vordergrund und der Zufall in den Hintergrund treten. Es ist wie im echten Leben: Auch im Asset Management ist Geduld manchmal die wichtigste Eigenschaft.

Wochenausblick für die Zeit vom 25. März bis 29. März 2019

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	102,2	101,1	99,3	98,5	98,7		25. März
D: Ifo-Geschäftserwartungen	98,7	97,3	94,3	93,8	94,0		25. März
D: Ifo-Lageeinschätzung	105,8	105	104,5	103,4	103,6		25. März
D: GfK Konsumklima	10,6	10,4	10,5	10,8	10,8	10,9	26. März
D: vorl. Inflationsrate, m/m	-0,7%	0,0%	-0,8%	0,4%	0,2%		28. März
D: vorl. Inflationsrate, y/y	2,1%	1,6%	1,4%	1,5%	1,1%		28. März
D: Importpreise, m/m	-1,0%	-1,3%	-0,2%	0,2%			29. März
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	1,6%	-4,3%	3,3%	0,4%			29. März
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-16	-15	-4	-21	-14		29. März
D: Arbeitslosenquote	5,0%	5,0	5,0	5,0	4,9%		29. März
E-19: M3, y/y	3,7%	4,1%	3,8%	3,9%			28. März
E-19: Geschäftsklima	1,04	0,86	0,69	0,69	0,71		28. März
E-19: Wirtschaftsvertrauen	109,5	107,4	106,3	106,1	106,3		28. März
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-6,6	-8,3	-7,9	-7,4	-7,3		28. März
E-19: Industrievertrauen	4,4	2,3	0,6	-0,4	-0,1		28. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Geldpolitische Vollbremsung der US-Notenbank – inverse Zinskurve rückt näher



Die US-amerikanische Notenbank hat innerhalb kürzester Zeit eine geldpolitische Vollbremsung vollzogen. Noch im vergangenen Dezember wurde der Leitzins um 25 Basispunkte erhöht, verbunden mit der Aussage, in diesem Jahr mindestens zwei weitere Zinsschritte vornehmen zu wollen. Schwächere Konjunkturdaten und der Ausverkauf an den Aktienmärkten sorgten aber schon damals dafür, dass die Marktteilnehmer dieser Ankündigung wenig Glauben schenkten. Gestern nun ist die Fed den Markterwartungen gefolgt: Der Offenmarktausschuss geht nun mehrheitlich von einer Zinserhöhungspause in 2019 und maximal einer Zinserhöhung in 2020 aus. Die Märkte sind dagegen schon wieder

einen Schritt weiter, sie rechnen mit einer hohen Wahrscheinlichkeit damit, dass der nächste Zinsschritt keine Anhebung, sondern eine Senkung sein wird. Dies sind positive Nachrichten für die Schwellenländer, die von sinkenden US-Zinsen und einem schwächeren US-Dollar profitieren. Von daher ist mit weiteren Kapitalzuflüssen in diese Region zu rechnen. Für die USA selbst sind diese Nachrichten hingegen weniger gut, da es nicht mehr lange dauern dürfte, bis die Zinsstrukturkurve zwischen 10 Jahren und 3 Monaten invers werden wird. In der Vergangenheit war dies ein treffsicherer Hinweis für eine bevorstehende Rezession.

Überblick über Marktdaten

	Stand 21.03.2019	Veränderung zum				
		14.03.2019 -1 Woche	20.02.2019 -1 Monat	20.12.2018 -3 Monate	20.03.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	25901	0,7%	-0,2%	13,3%	4,7%	11,0%
S&P 500	2836	1,0%	1,8%	14,9%	4,4%	13,1%
Nasdaq	7779	1,9%	3,9%	19,2%	5,6%	17,2%
DAX	11562	-0,2%	1,4%	9,0%	-6,1%	9,5%
MDAX	25095	0,3%	2,8%	16,6%	-2,8%	16,2%
TecDAX	2678	0,9%	2,4%	10,1%	0,0%	9,3%
EuroStoxx 50	3362	0,6%	3,1%	12,0%	-1,5%	12,0%
Stoxx 50	3111	0,6%	3,0%	12,8%	4,0%	12,7%
SMI (Swiss Market Index)	9426	-0,6%	1,2%	12,0%	6,5%	11,8%
FTSE 100	7334	2,1%	1,5%	9,3%	3,9%	9,0%
Nikkei 225	21609	1,5%	0,8%	6,0%	1,1%	8,0%
Brasilien BOVESPA	96316	-2,3%	-0,2%	13,0%	14,4%	9,6%
Russland RTS	1238	4,7%	3,6%	14,2%	-1,4%	16,1%
Indien BSE 30	38387	1,7%	7,4%	5,4%	16,3%	6,4%
China Shanghai Composite	3101	3,7%	12,3%	22,3%	-5,7%	24,4%
MSCI Welt (in €)	2112	0,1%	1,1%	14,2%	8,0%	12,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1068	1,3%	1,6%	12,1%	-4,6%	11,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	164,25	12	-226	69	619	71
Bobl-Future	132,53	11	-62	18	187	1
Schatz-Future	111,84	0	-5	-3	-6	-10
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	0	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,28	0	-2	-6	-35	0
3 Monats \$ Libor	2,61	-1	-6	-22	36	-20
Fed Funds Future, Dez 2019	2,30	-4	-8	-25	-25	0
10-jährige US Treasuries	2,53	-10	-13	-26	-35	-16
10-jährige Bunds	0,05	-3	-5	-18	-53	-20
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,04	1	0	-7	-6	-4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,38	0	-3	-16	-41	-14
US Treas 10Y Performance	592,77	0,9%	1,2%	3,4%	5,9%	2,1%
Bund 10Y Performance	640,69	0,0%	0,2%	2,0%	6,4%	2,2%
REX Performance Index	490,20	0,1%	0,0%	0,6%	2,3%	0,5%
IBOXX AA, €	0,56	-3	-6	-32	-24	-32
IBOXX BBB, €	1,54	-6	-17	-51	12	-52
ML US High Yield	6,75	-4	-13	-119	18	-126
JPM EMBI+, Index	838	0,7%	1,3%	5,7%	3,2%	5,8%
Wandelanleihen Exane 25	7176	0,0%	1,8%	4,2%	-1,9%	4,1%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	421,99	0,9%	2,0%	2,5%	-4,1%	3,1%
MG Base Metal Index	320,65	1,0%	3,1%	6,9%	-6,8%	8,8%
Rohöl Brent	68,28	1,3%	1,8%	24,3%	1,5%	28,5%
Gold	1309,75	1,2%	-2,7%	4,1%	-0,2%	2,2%
Silber	15,31	0,7%	-5,1%	3,9%	-5,4%	-1,3%
Aluminium	1912,75	1,9%	3,4%	0,1%	-6,8%	2,7%
Kupfer	6483,50	1,1%	0,9%	8,5%	-3,6%	9,0%
Eisenerz	85,41	-0,7%	-3,4%	23,6%	19,2%	23,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	709	4,7%	14,0%	-46,2%	-36,8%	-44,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1369	0,7%	0,2%	-0,7%	-7,4%	-0,7%
EUR/ GBP	0,8673	1,9%	-0,2%	-4,0%	-1,0%	-3,4%
EUR/ JPY	126,06	0,0%	0,4%	-1,5%	-3,6%	0,2%
EUR/ CHF	1,1292	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-3,7%	0,2%
USD/ CNY	6,6944	-0,4%	-0,4%	-2,8%	5,7%	-2,6%
USD/ JPY	110,70	-0,9%	-0,1%	-0,5%	3,9%	1,0%
USD/ GBP	0,7631	1,4%	-0,3%	-3,6%	6,9%	-2,8%

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

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

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

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

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@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.