



Sektor Allokation oder Fonds-Picking

Ein Versuch zur Differenzierung relativer und spezifischer Stärken und Schwächen – Teil II: Balanced Strategien

Executive Summary und Conclusio

- Ø Eine Gruppe von Balanced Fonds soll bezüglich Ihrer Stärke- und Schwächephasen analysiert werden.
- Ø Zielsetzung ist die Differenzierung innerhalb der Peer Group um eine Allokation gemäß der Präferenz dieser Eigenschaften zu ermöglichen.
- Ø Innerhalb der Peer Group treten deutliche Unterschiede bzgl. der Verteilung und Ausprägung von Stärken und Schwächen, insbesondere in Relation zum Aktienmarkt, auf.
- Ø Die Eigenschaften und die daraus folgende Differenzierung werden kommentiert, eine Einordnung gemäß eigener Präferenz kann auf Basis dieser Kommentierung erfolgen, ein einfaches Beispiel wird gegeben.

Der vorliegende Analytics Insight Report ist eine Fortsetzung des letzten Reports, in welchem wir bereits für eine gewählte Stilrichtung über die Betrachtung der jeweiligen Stärken- und Schwächen Differenzierungsmöglichkeiten aufzeigen wollten. Die Motivation für diese Betrachtungen leiten wir aus dem Bestreben ab, über eine auf Stärken und Schwächen abgestellte Charakterisierung der Performance, Präferenzlisten zu erstellen, in welcher die Ordnung der Strategien nicht alleine von der risikoadjustierten Performance bestimmt wird. Die auf der Analyse basierende Einordnung der Strategien wird unterschiedlich in verschiedenen Markteinschätzungen ausfallen und sich damit von der Einordnung nach der reinen historischen Performance unterscheiden.

Den Nutzen derartiger Methoden in einem sich veränderndem Umfeld für alternative und auf absoluten Ertrag zielende Strategien hatten wir bereits im letzten Report erläutert. Noch wichtiger wird die Möglichkeit einer differenzierteren Betrachtung vor dem Hintergrund der Neuausrichtung der Investment Banken: Der Eigenhandel, bis vor wenigen Jahren noch der Hauptgarant für ambitionierte Ertrags- und Wachstumswahlen wird ihnen seitens der Aufsichtsbehörden zunehmend verwehrt. Die Suche nach Alternativen und Ersatz hat den Investor und damit das Asset Management als Geschäftszweig wieder in den Fokus gerückt. Als Substitut für bisher einträgliche Eigenhandelsaktivitäten taugt der Geschäftszweig freilich nur dann, wenn die daraus generierten Erträge quantitativ mit den – in guten Jahren – Eigenhandelsergebnissen mithalten können. Dies wiederum wird nur gelingen, wenn die AM Gebühren qualitativ Eigenhandelsergebnis-Charakter haben. Kurzum: Die Banken müssen in erster Linie Performance Gebühren generieren, das Geschäft mit mickrigen Basisgebühren wird man wie bisher getrost den klassischen Fonds- Management Gesellschaften belassen. In der Konsequenz bedeutet das auch, dass das Angebot an Alternativen und auf absoluten Ertrag ausgerichtete Strategien sich ausweiten wird, denn vornehmlich hier sind aktive Rollen des Managers sowie die entsprechenden Performance Gebühren gerechtfertigt. Sinnvoll ist eine solche Positionierung für Investment Banken allemal, rekrutieren doch die erfolgreichsten Hedge Fonds (mit üppigen Performance Beteiligungen) schon seit eh und je aus den Eigenhandelsabteilungen der IB. Auch für die Analyse und Selektion von Anlagestrategien wird dies Konsequenzen haben: In einem solchen Umfeld werden Selektionsmethoden, welche rein auf einfachen, historischen Kennzahlen fußen, überfordert sein. Methoden, welche robuste und Marktumfeld abhängige Differenzierungen vornehmen, werden an Bedeutung gewinnen.

In diesem Analytics Insight Report untersuchen wir eine Gruppe von Fonds welche der Stilrichtung „Balanced“ zuzurechnen sind daraufhin, in welcher Marktumgebung sie ihre Stärken und Schwächen offenbaren und im Vergleich mit der Peer Group eine Differenzierung vornehmen. Die Methodik dabei ist identisch zu der im letzten Report auf eine andere Stilrichtung angewandt. Wir beschränken uns auf Balanced Strategien welche in UCITS Format oder unter dem deutschen InvG umgesetzt sind. Wir setzen eine bisherige Laufzeit von mindestens 2 Jahren, sowie ein Mindestvolumen von € 50 Mio. voraus. Analysiert werden die folgenden Fonds:

Fonds	Fondsgesellschaft	ISIN	Auflage	Alias
AC RiskParity 12	Aquila Capital Concepts	LU 0374107992	05.09.2008	Aquila
Balanced Risk Allocation Fund	Invesco GT Sicav	LU 0432616810	01.09.2009	Invesco



Bantleon Opportunity S	Bantleon Invest	LU 0337413834	15.02.2008	Bantleon
Blackrock Global Allocation Fund	Blackrock Global Funds	LU 0072462426	03.01.1997	Blackrock
Carmignac Patrimoine	Carmignac	FR 0010135103	12.10.1989	Carmignac
DB Privat Mandat Comfort	DB Invest	LU 0425202842	13.07.2009	DB
Ethna Aktiv E	Ethenea Independent Investors	LU 0136412771	18.02.2002	Ethna
FvS Multiple Opportunities	Flossbach von Storch	LU 0323578657	24.10.2007	FvS
M&W Privat	Mack & Weise Vermögensverwaltung	LU 0275832706	20.12.2006	M&W
Hypo Multi Strategy A	Hypo Kapitalanlage	AT0000506175	27.01.2006	Hypo
Global Allocation Strategies Plus	Raiffeisen Kapitalanlage	AT0000A090H8	04.04.2008	Raiff
First Private Wealth	First Private Investment Mangement	DE000AOKFUX6	25.11.2008	FirstPriv
BSI Global Return	BSI	LU0404167735	10.12.2008	BSI
Multimanager Esprit	IP Concept	LU0090303289	13.08.1998	IP Conc
Bilku 1 Epos Fonds	Bayern Invest	LU0255487448	14.07.2006	BayernInv
LO Funds Alternative Beta	Lombard Odier	LU0428700131	21.09.2009	LO
Allianz Horizont Balance	AGI	LU0103682786	20.01.2000	Allianz

Vorgehensweise

Analog zu Report 7 unterscheiden wir Schwäche-, Stärke- und neutrale Phasen, in welchen die jeweiligen Fonds relativ zu Ihrem mittleren Ertrag und ihrer Volatilität über einen Zeitraum von mindestens einer Woche verlieren, gewinnen oder sich eher seitwärts bewegen. Phasenübergänge erfolgen auch hier nur bei überschreiten von volatilitätsbedingten Schwellenwerten. Der Betrachtungszeitraum umfasst ebenfalls „nur“ 2 Jahre, bedingt durch das Auflagedatum etlicher Fonds und entsprechend sind die Ergebnisse zu interpretieren.

Zur Charakterisierung der Marktumgebung betrachten wir auch hier drei Indices: € Stoxx 50, VStoxx und den Kreditindex IBOXX EUR Liquid High Yield Index („die Märkte“). Wir haben uns als Marktsurrogat für europäische Indices entschieden, da von der vorliegenden Peer Group europäische Märkte in der Gesamtbetrachtung Übergewichtet sind und von Anlegern in diese Fonds auch bevorzugt als Marktrisiken wahrgenommen werden. Die Einbeziehung eines Kredit Index erscheint uns sinnvoll, da sich eine Long-Kredit Strategie zum einen als Liquiditätsanlage eignet, auf welcher Allokationsentscheidungen effizient über Futures gelegt werden können. Zum Anderen ist „Kredit“ eine Risiko-Allokationsklasse, welche vor dem Hintergrund der Krise (oder andernorts Blase) in Staatsanleihen an Bedeutung für Balanced Mandate gewonnen hat.

Basisinformationen

Zunächst geben wir einige Basisinformationen zur Häufigkeit der verschiedenen Phasen und zum Ertragsverhalten in den jeweiligen Phasen, was innerhalb der Peer Group und gegenüber dem Markt kontrastiert werden kann. Tabelle 1 gibt den jeweiligen Anteil der betrachteten Phasen für die Märkte und Fonds über die Zeitperiode vom 12. Oktober 2010 bis zum 1. Oktober 2012 wider. IP Concept weist hierbei den größten Anteil an Stärkephasen auf, Bantleon und Raiff den geringsten. Allerdings muss gleich vermerkt werden, dass Bantleon einen sehr hohen Anteil an Seitwärtsphasen aufweist, in welchen der Fonds langsam aber stetig aufwärts driftet. Wenn man die positiven Perioden der Seitwärtsphasen mit hinzu rechnet, landet Bantleon deutlich weiter vorne. Den größten Anteil an Schwächephasen weisen M&W und Allianz auf.

Tabelle 1

	Zeitl. Anteil		
	Abwärtsphase	Seitwärtsphase	Aufwärtsphase
Index	42,4%	6,8%	50,8%
Kredit	36,0%	17,6%	46,3%
Vola	47,5%	4,5%	48,1%
Aquila	39,5%	11,2%	49,2%



Invesco	26,4%	24,0%	49,6%
Bantleon	21,9%	40,3%	37,8%
Blackrock	39,7%	6,4%	53,9%
Carmignac	35,9%	10,7%	53,5%
DB	34,9%	9,5%	55,6%
Ethna	31,6%	17,6%	50,8%
FvS	26,6%	22,1%	51,4%
M&W	41,7%	8,1%	50,2%
Hypo	14,5%	37,0%	48,4%
Raiff	26,0%	31,6%	42,4%
FirstPriv	28,1%	22,7%	49,2%
BSI	23,8%	32,4%	43,8%
IP Conc	27,7%	12,6%	59,7%
BayernInv	27,9%	13,2%	58,9%
LO	40,5%	9,7%	49,8%
Allianz	41,7%	11,4%	46,9%

Tabelle 2 gibt zum einen die Gesamtperformance kumulativ für die jeweiligen Phasen unabhängig von der Gesamtlänge der Phasen wider und zum anderen die Durchschnittsperformance eines Tages in einer solchen Phase. Lediglich IP Concept konnte über alle Stärkephasen gesamt mehr zulegen als der Index und weist im Durchschnitt dieselbe Tagesperformance auf während Aquila hier leicht dahinter liegt. Über die Schwächephasen haben alle Fonds weniger als der Index verloren, allerdings weist IP Concept im Durchschnitt einen höheren Verlust als der Index auf Tagesbasis auf. Die Performance in der Seitwärtsphase sollte nicht überbewertet werden, solange nicht klar ist, welcher Marktphase dies entspricht: Bewegt sich der Fonds in einer Index Schwächephase seitwärts, ist eine negative Performance eher akzeptabel, es deutet darauf hin, dass der Fonds zumindest in einigen Markt-Schwächephasen einigermaßen zu Recht kommt. Auffallend sind die deutlich schlechteren Asymmetrie Eigenschaften wenn man von der Gesamt-Phasenbetrachtung auf die Tages-durchschnitte übergeht. Während der Index im Schnitt in einer Abwärtsphase so viel verliert wie er in einer Aufwärtsphase gewinnt, weisen einige Fonds hier ein negatives Verhältnis auf – eher typisch für „Short Vola“ Strategien. Die auffallendste positive Asymmetrie weisen Bantleon und FvS auf: In den Stärkephasen verdienen die Fonds deutlich mehr als in den Schwächephasen.

Zu beachten sind auch die „negativen Carry“ Eigenschaften in den Seitwärtsphasen von Aquila und IP Concept, welche hier deutlich negativere Durchschnittsperformance aufweisen als die anderen Fonds und damit nahe am Index liegen.

Tabelle 2

	Gesamtperformance			Durchschnittsperformance		
	Abwärtsphase	Seitwärtsphase	Aufwärtsphase	Abwärtsphase	Seitwärtsphase	Aufwärtsphase
Index	-37,4%	-4,7%	45,5%	-0,17%	-0,14%	0,17%
Kredit	-11,8%	1,5%	26,1%	-0,06%	0,02%	0,11%
Vola	-56,1%	15,0%	135,9%	-0,23%	0,65%	0,55%
Aquila	-24,3%	-5,7%	40,8%	-0,12%	-0,10%	0,16%
Invesco	-11,0%	-0,8%	30,6%	-0,08%	-0,01%	0,12%
Bantleon	-3,3%	1,1%	14,4%	-0,03%	0,01%	0,07%
Blackrock	-23,2%	-0,8%	29,6%	-0,11%	-0,02%	0,11%
Carmignac	-18,1%	2,0%	21,7%	-0,10%	0,04%	0,08%

Absolute World

Analytics Insight Report
8. Ausgabe

Dezember 2012



DB	-27,6%	-0,1%	31,6%	-0,15%	0,00%	0,11%
Ethna	-9,6%	-0,7%	17,2%	-0,06%	-0,01%	0,07%
FvS	-9,5%	-5,0%	37,7%	-0,07%	-0,04%	0,14%
M&W	-20,6%	1,0%	26,6%	-0,10%	0,02%	0,10%
Hypo	-2,6%	0,9%	7,1%	-0,03%	0,00%	0,03%
Raiff	-14,3%	2,6%	32,9%	-0,11%	0,02%	0,15%
FirstPriv	-5,6%	-0,5%	18,0%	-0,04%	0,00%	0,07%
BSI	-3,5%	2,2%	7,7%	-0,03%	0,01%	0,03%
IP Conc	-28,7%	-5,0%	51,1%	-0,20%	-0,08%	0,17%
BayernInv	-17,1%	2,0%	24,1%	-0,12%	0,03%	0,08%
LO	-18,9%	-1,1%	17,5%	-0,09%	-0,02%	0,07%
Allianz	-24,7%	0,5%	32,2%	-0,11%	0,01%	0,13%

Durchschnittsperformance

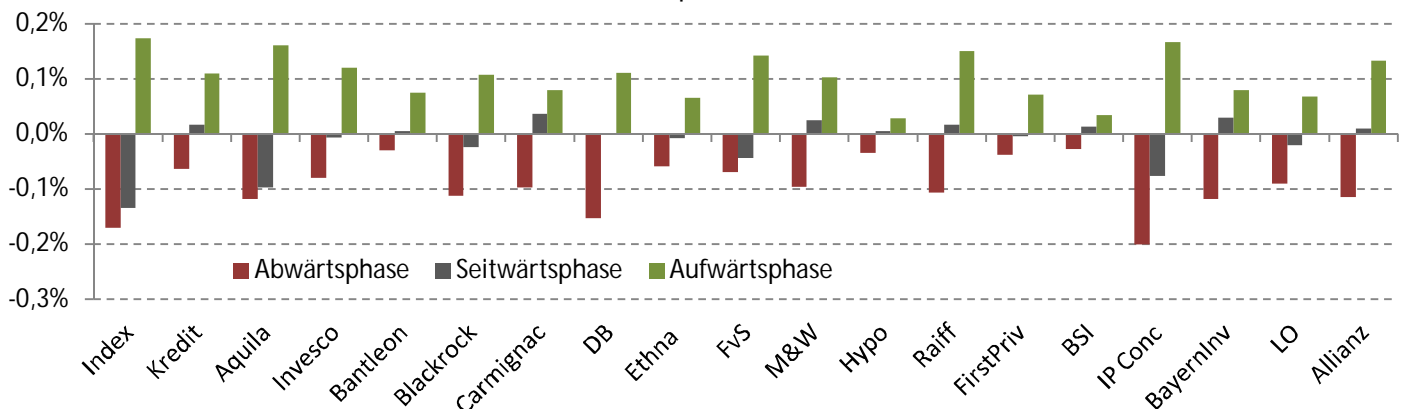


Tabelle 3 aggregiert die zuletzt gemachten Betrachtungen über das Verhältnis von durchschnittlichem Ertrag der Stärke- zu Schwächephasen. Je niedriger diese Ratio ausfällt desto wichtiger wird das Marktumfeld – die Tabelle ist dementsprechend sortiert. Je höher die Ratio, insbesondere relativ zum Index, desto weniger scheint der Manager vom Marktumfeld abzuhängen. Auch ein effizientes Risiko Management spiegelt sich in entsprechend hohen Ratios wider. Bantleon dominiert unter diesem Aspekt deutlich die vorliegende Peer Group. Ein Urteil stellt sich aus dem Gesamtbild der Daten zusammen, aus der Asymmetrie zwischen Stärke- und Schwächephasen unter Berücksichtigung von Gesamtperformance in den jeweiligen Phasen und deren zeitlichem Anteil.

Tabelle 3 (Fonds sortiert)

	Ratio Stark/Schwach	
	Gesamt	Durchschnitt
Index	120%	Index 101%
Kredit	245%	Kredit 186%
Vola	269%	Vola 262%
Bantleon	431%	Bantleon 250%
FvS	394%	FvS 204%
FirstPriv	321%	FirstPriv 183%
Invesco	279%	Invesco 148%
Hypo	274%	Raiff 141%



Raiff	230%	Aquila	135%
BSI	223%	BSI	121%
Ethna	179%	Allianz	116%
IP Conc	178%	Ethna	111%
Aquila	168%	M&W	107%
BayernInv	141%	Blackrock	94%
Allianz	130%	IP Conc	83%
M&W	129%	Hypo	82%
Blackrock	128%	Carmignac	80%
Carmignac	120%	LO	75%
DB	114%	DB	72%
LO	93%	BayernInv	67%

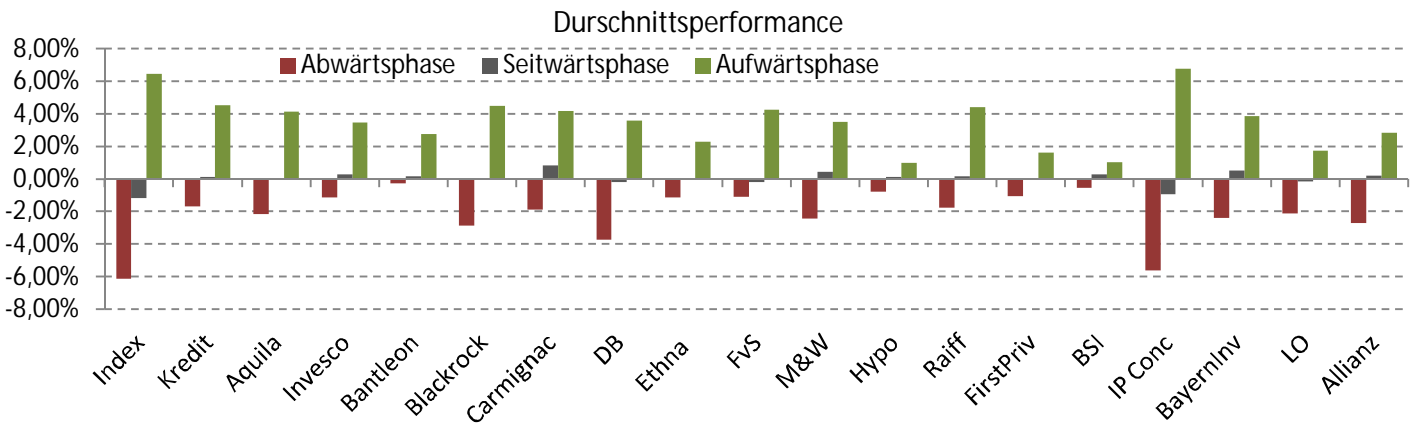
Tabelle 4 gibt den durchschnittlichen Ertrag pro Phase ohne Berücksichtigung der Dauer der jeweiligen Phase, sowie die durchschnittliche Dauer einer Phase an. Effiziente Allokationen und Umschichtungen würde in deutlich längeren Auf- als Abwärtsphasen mit entsprechender Ertragskonstellation zum Ausdruck kommen. Hier fällt insbesondere Bantleon beim durchschnittlichen Ertrag pro Phase als auch bei der geringen Dauer in Abwärts- resp. langer Dauer in Aufwärtsphasen positiv auf. Ein schnell und effizient agierendes Risikomanagement würde sich in einer geringen Dauer der Abwärtsphasen ausdrücken. Dies trifft grob gesehen auf nahezu alle Fonds zu – fast alle weisen eine Durchschnittsdauer der Abwärtsphase auf, die besser als der Index herauskommt. Am besten schneiden hier Bantleon und Invesco ab.

Tabelle 4

	Durchschnittlicher Ertrag pro Phase			Durchschnittliche Dauer (in Tagen)		
	Abwärtsphase	Seitwärtsphase	Aufwärtsphase	Abwärtsphase	Seitwärtsphase	Aufwärtsphase
Index	-6,1%	-1,2%	6,5%	31	8	37
Kredit	-1,7%	0,1%	4,5%	27	8	40
Vola	-6,4%	7,8%	18,0%	31	6	28
Aquila	-2,16%	0,01%	4,12%	20	7	28
Invesco	-1,13%	0,27%	3,48%	17	11	32
Bantleon	-0,28%	0,16%	2,76%	16	20	39
Blackrock	-2,88%	-0,05%	4,49%	29	11	46
Carmignac	-1,89%	0,83%	4,16%	23	9	55
DB	-3,74%	-0,20%	3,59%	26	7	36
Ethna	-1,15%	-0,03%	2,29%	23	11	37
FvS	-1,09%	-0,19%	4,27%	20	13	33
M&W	-2,44%	0,43%	3,50%	31	10	37
Hypo	-0,78%	0,14%	0,98%	25	18	36
Raiff	-1,79%	0,18%	4,42%	19	17	31
FirstPriv	-1,06%	0,02%	1,63%	29	12	25
BSI	-0,57%	0,28%	1,03%	25	18	32
IP Conc	-5,64%	-0,94%	6,77%	29	7	44
BayernInv	-2,39%	0,50%	3,87%	24	10	51
LO	-2,12%	-0,18%	1,75%	26	10	32



Allianz	-2,71%	0,20%	2,82%	27	8	27
---------	--------	-------	-------	----	---	----



Die nachfolgende Tabelle 5 betrachtet das Verhältnis der Erträge und Dauer von Stärke- zu Schwächephase – je höher die Ratios, desto besser. Als Benchmarks dienen hier insbesondere die Ratios des Index. Es illustriert nochmals das zuvor Gesagte durch Zahlen. Auch hier gilt in der Konsequenz: Je günstiger die Asymmetrien und Ratios aussehen, desto weniger ist die richtige Markteinschätzung wichtig für den Allokationszeitpunkt – solange die Fonds zukünftig ihre Stärken und Schwächen beibehalten.

Tabelle 5

Ratio Auf/Ab	Index	Kredit	Vola	Aquila	Invesco	Bantleon	Blackrock	Carmignac	DB	Ethna
Ertrag	106%	266%	283%	191%	307%	973%	156%	220%	96%	199%
Dauer	120%	150%	90%	138%	188%	242%	158%	239%	140%	161%
	FvS	M&W	Hypo	Raiff	FirstPriv	BSI	IP Conc	BayernInv	LO	Allianz
Ertrag	392%	143%	125%	247%	154%	182%	120%	162%	82%	104%
Dauer	169%	120%	143%	163%	88%	131%	154%	211%	123%	100%

Tabelle 6 gibt die Erträge der besten Stärke-, sowie der schlechtesten Schwächephase (Tail-Event-Phasen) an. Daraus lässt sich neben Asymmetrieeigenschaften auch die Aggressivität ablesen. Lediglich IP Concept verdient in der stärksten Phase mehr als der Index in seiner stärksten Phase, verliert dafür in der schwächsten Phase mehr als alle anderen Fonds aber immer noch deutlich weniger als der Index. Insgesamt liegen die meisten Fonds im Verhältnis der Extremphasenerträge klar besser als der Index, die Ratio des Kredit Index taugt da schon eher als „dividing line“ der Fonds: Gerade 6 Fonds weisen eine höhere Extremphasen-Effizienz aus.

Tabelle 6

	Max. Ertrag pro Phase Stärkephase	Min Ertrag pro Phase Schwächephase	Ratio Stärke/Schwäche
Index	16,9%	-24,3%	0,70
Kredit	11,0%	-7,1%	1,54
Vola	122,0%	-37,7%	3,24

Absolute World

Analytics Insight Report
8. Ausgabe

Dezember 2012



Aquila	8,0%	-7,3%	1,10
Invesco	7,4%	-4,3%	1,72
Bantleon	3,9%	-0,5%	7,43
Blackrock	7,0%	-9,6%	0,73
Carmignac	6,9%	-5,8%	1,17
DB	13,6%	-12,4%	1,10
Ethna	5,7%	-5,2%	1,10
FvS	10,1%	-2,2%	4,65
M&W	9,0%	-4,6%	1,96
Hypo	3,1%	-1,0%	3,14
Raiff	14,6%	-3,8%	3,85
FirstPriv	4,1%	-3,5%	1,17
BSI	1,9%	-1,4%	1,38
IP Conc	19,3%	-17,7%	1,09
BayernInv	6,2%	-9,5%	0,65
LO	3,9%	-5,5%	0,71
Allianz	8,9%	-7,3%	1,22

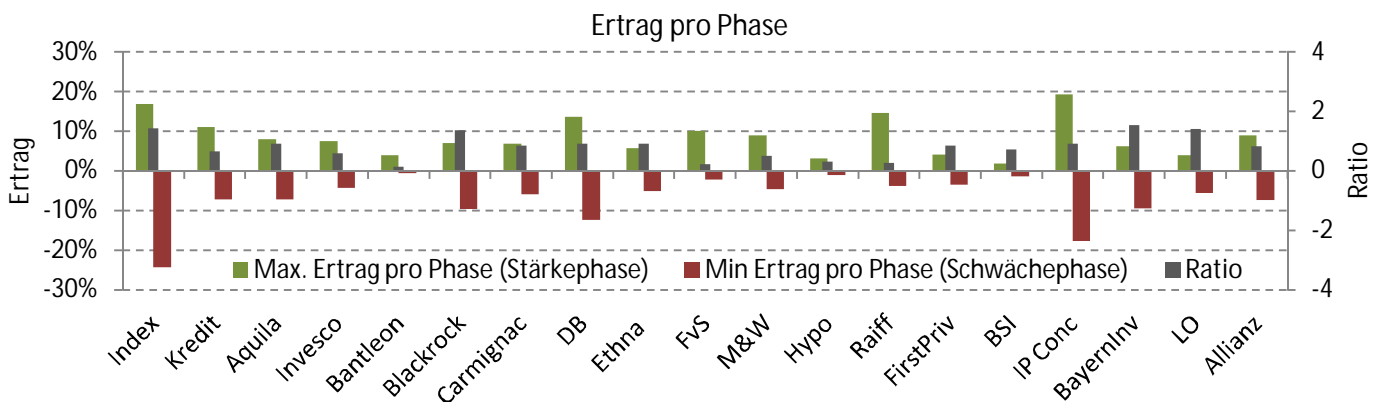


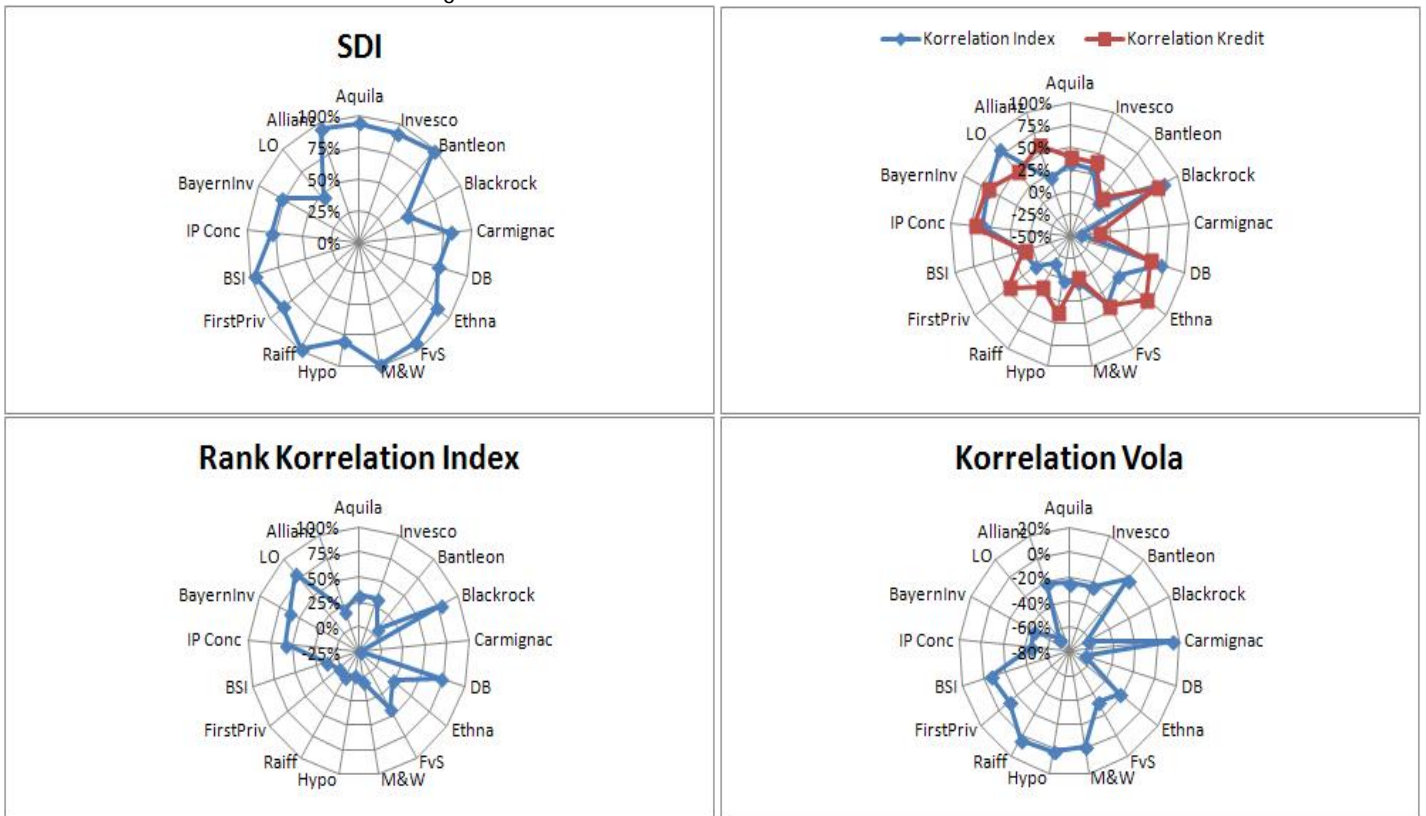
Tabelle 7 gibt die „Effizienz“ der Fonds über den Gesamtzeitraum, sowie über eine rollierende 12 Monats Periode: Die Effizienz quantifiziert zu welchem Grad der Fonds „alles richtig macht“. Eine Gesamteffizienz von 100% würde bedeuten, der Manager macht keine Fehler, weist keine Verluste auf. Die rollierende Effizienz wird über einen Index berechnet, der ein anhaltend hohes Effizienzniveau belohnt und starke Effizienzfluktuationen bestraft. Die Interpretation erfolgt hier lediglich über einen direkten Vergleich zu anderen Indexständen. Insgesamt lässt sich sagen, dass fast alle Fonds über die Gesamtperiode mehr richtig als falsch machen (Effizienz über 50%). In der rollierenden Effizienzbetrachtung liegt Bantleon wieder vorne.

Tabelle 7

	Aquila	Invesco	Bantleon	Blackrock	Carmignac	DB	Ethna	FvS	M&W
Effizienz	52,25%	55,37%	56,80%	51,05%	51,35%	50,70%	53,77%	55,56%	52,11%
Roll. Eff. (12m)	101,09%	109,99%	113,00%	98,67%	100,03%	91,43%	97,07%	109,50%	99,35%
	Hypo	Raiff	FirstPriv	BSI	IP Conc	BayernInv	LO	Allianz	
Effizienz	58,54%	55,94%	56,54%	54,85%	53,06%	52,36%	49,26%	51,68%	
Roll. Eff. (12m)	109,17%	106,38%	107,22%	110,40%	97,16%	99,17%	96,03%	96,45%	



Als letzte Basisinformation geben wir in den folgenden Graphiken generelle Gleichlaufeigenschaften zwischen den Fonds und den Märkten wider. Zunächst ist mit dem SDI (Strategy Differentiation Index) die Verschiedenartigkeit der jeweiligen Fonds vom Markt (Index, Kredit, Vola) angegeben. Er gibt den Grad an, zu dem der Fonds es anders, nicht notwendigerweise besser als der Markt macht. Je höher dieser Index, desto weniger lässt sich der Fonds durch eine statische Kombination von Aktienindex, Kreditindex und Volapositionen darstellen. Neben der klassischen Korrelation ist in der Tabelle mit der Spearman Korrelation noch eine Rank Korrelation angegeben – sie quantifiziert insbesondere den Gleichlauf der verschiedenen Phasen, i.e. hohe Rank Korrelation lässt darauf schliessen, dass Fonds und Markt gleichlaufende Phasen von Schwächen und Stärken aufweisen.



Verfeinerte Charakterisierung: Gleichlaufeigenschaften zum Markt

Nach den oben betrachteten Basisinformationen zu den verschiedenen Phasen wird im Folgenden etwas detaillierter beschrieben, was der Markt macht wenn der jeweilige Fonds eine Stärke- oder Schwächephase hat. Dies wollen wir vornehmlich über Koinzidenzeigenschaften quantifizieren. Konkret betrachten wir dabei zunächst die extremen Phasen – die jeweils schwächste und stärkste Phase der Fonds und geben an, inwieweit sich diese Phasen mit den Extremphasen des Marktes überlappen. Dies wird in Tabelle 8 illustriert. Auffallend ist, dass die beste Stärkephase der jeweiligen Fonds in vielen Fällen ausserhalb der besten Marktphase verläuft. Lediglich DB, Ethna und Bayern Inv laufen dann am Besten, wenn der Markt am Besten läuft. Deutlicher fällt der Gleichlauf bei den extremsten Schwächephasen aus: Nur noch etwa die Hälfte der Fonds erleben ihre schlechteste Phase zum großen Teil ausserhalb der schlechtesten Phase des Index. DB, Bayern Inv und Allianz haben jeweils ihre schlechtesten Phasen nahezu zeitgleich mit dem Index. FvS und M&W überlappen mit ihrer jeweiligen schwächsten Phase deutlich mit der stärksten Volaphase. Die Tabelle gibt in den beiden rechten Spalten für die Fonds die Dauer der Extremphasen an, für die Märkte ist diese Information geklammert in der Titelzeile enthalten.



Tabelle 8

	Fonds bestens Index bestens (79 Tage)	Fonds schlechtest Index schlechtest (58 Tage)	Fonds schlechtest Vola bestens (103 Tage)	Tage Fonds bestens	Tage Fonds schlechtest
Aquila	0	12	9	44	29
Invesco	0	6	3	56	24
Bantleon	0	0	0	68	18
Blackrock	0	45	42	59	57
Carmignac	0	6	3	60	31
DB	69	37	37	73	38
Ethna	77	40	37	88	59
FvS	0	0	22	77	23
M&W	0	0	42	57	46
Hypo	0	0	0	103	22
Raiff	0	3	0	57	24
FirstPriv	0	40	37	65	58
BSI	0	0	0	48	42
IP Conc	0	53	50	91	59
BayernInv	76	47	44	78	49
LO	0	0	0	55	72
Allianz	0	28	28	72	29

Um über die Extremphasen hinaus alle Phasen zu betrachten, quantifiziert Tabelle 9 die Koinzidenzen zwischen Fonds und Markt über alle Phasen hinweg: Für jede Phase des Fonds gibt sie an, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Markt entweder schwach, neutral oder stark ist – z.B. wenn sich Aquila in einer Schwächephase befindet, befindet sich der Index zu 56% ebenfalls in einer Schwäche- und zu 41% in einer Stärkephase.

Koinzidenzen:

Tabelle 9

	Phase	Index			Vola		
		Schwäche	Seitwärts	Stärke	Schwäche	Seitwärts	Stärke
Aquila	Schwäche	56%	3%	41%	61%	9%	30%
	Seitwärts	34%	41%	24%	22%	45%	33%
	Stärke	33%	2%	65%	19%	19%	62%
Invesco	Schwäche	65%	0%	35%	68%	5%	27%
	Seitwärts	42%	24%	34%	29%	32%	39%
	Stärke	31%	2%	67%	23%	17%	60%
Bantleon	Schwäche	47%	5%	48%	47%	4%	49%
	Seitwärts	43%	14%	43%	36%	29%	36%
	Stärke	39%	0%	61%	30%	13%	56%
Blackrock	Schwäche	84%	3%	13%	80%	7%	12%
	Seitwärts	27%	73%	0%	9%	82%	9%
	Stärke	14%	2%	85%	6%	18%	76%

Absolute World

Analytics Insight Report 8. Ausgabe

Dezember 2012



Carmignac	Schwäche	43%	0%	57%	30%	15%	55%
	Seitwärts	13%	44%	44%	0%	55%	45%
	Stärke	48%	4%	48%	47%	12%	41%
DB	Schwäche	77%	2%	21%	62%	12%	26%
	Seitwärts	35%	49%	16%	37%	45%	18%
	Stärke	22%	2%	76%	20%	16%	64%
Ethna	Schwäche	81%	4%	15%	90%	5%	5%
	Seitwärts	46%	25%	29%	26%	43%	31%
	Stärke	17%	2%	81%	6%	17%	77%
FvS	Schwäche	68%	0%	32%	73%	9%	18%
	Seitwärts	35%	26%	39%	33%	22%	45%
	Stärke	32%	2%	66%	18%	20%	62%
M&W	Schwäche	40%	5%	55%	37%	11%	53%
	Seitwärts	0%	57%	43%	0%	64%	36%
	Stärke	51%	0%	49%	41%	16%	43%
Hypo	Schwäche	61%	5%	33%	79%	5%	16%
	Seitwärts	56%	16%	28%	50%	24%	27%
	Stärke	26%	0%	73%	13%	17%	70%
Raiff	Schwäche	43%	4%	53%	50%	14%	36%
	Seitwärts	34%	15%	51%	26%	20%	55%
	Stärke	48%	2%	49%	35%	18%	47%
FirstPriv	Schwäche	70%	0%	30%	76%	7%	17%
	Seitwärts	42%	24%	34%	35%	30%	35%
	Stärke	27%	3%	70%	14%	18%	68%
BSI	Schwäche	53%	2%	46%	43%	26%	31%
	Seitwärts	45%	14%	41%	32%	28%	41%
	Stärke	35%	4%	61%	35%	6%	59%
IP Conc	Schwäche	87%	4%	9%	83%	9%	8%
	Seitwärts	40%	37%	23%	22%	51%	28%
	Stärke	22%	2%	76%	18%	15%	68%
BayernInv	Schwäche	99%	0%	1%	89%	7%	4%
	Seitwärts	51%	44%	4%	37%	47%	16%
	Stärke	14%	2%	85%	11%	16%	73%
LO	Schwäche	71%	3%	26%	62%	11%	27%
	Seitwärts	28%	48%	24%	26%	48%	26%
	Stärke	22%	2%	76%	17%	17%	66%
Allianz	Schwäche	68%	3%	29%	67%	8%	24%
	Seitwärts	29%	39%	32%	0%	63%	37%
	Stärke	23%	2%	74%	17%	15%	68%

Um die Informationen der Tabelle 9 besser zu sortieren, betrachten wir für selektive Charakteristika, ob diese von den jeweiligen Fonds erfüllt werden. Dies ist in der nachfolgenden Tabelle 10 zusammengefasst. Die Koinzidenz Charakteristika sind:



- Ø C1: Hohe Index-Stärke Koinzidenz: Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Index liegt über 80%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Stärkephase befindet, befindet sich der Index zu mindestens 80% ebenfalls in einer Stärkephase.
- Ø C2: Mäßige Index-Stärke Koinzidenz: Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Index liegt zwischen 60% und 80%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Stärkephase befindet, befindet sich der Index zu mehr als 60% aber weniger als 80% ebenfalls in einer Stärkephase.
- Ø C3: Neutrale Index-Stärke Koinzidenz: Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Index liegt zwischen 40% und 60%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Stärkephase befindet, befindet sich der Index zu mehr als 40% aber weniger als 60% ebenfalls in einer Stärkephase.
- Ø C4: Mäßige Index-Stärke Anti-Koinzidenz: Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Index liegt unter 40%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Stärkephase befindet, befindet sich der Index zu weniger als 40% ebenfalls in einer Stärkephase.
- Ø C5: Hohe Index-Schwäche Koinzidenz: Die Koinzidenz zwischen den Schwächephasen von Fonds und Index liegt über 70%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Schwächephase befindet, befindet sich der Index zu mindestens 70% ebenfalls in einer Schwächephase.
- Ø C6: Favorable Index-Stärke/Schwäche Koinzidenz: Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Index ist mehr als 10% höher als die Koinzidenz zwischen den Schwächephasen von Fonds und Index, i.e. wenn der Fonds seine Stärkephasen in Stärkephasen des Index hat, sind diese ausgeprägter als die Schwächephasen zu Schwächephasen des Index.
- Ø C7: Vola-Stärke Anti-Koinzidenz: Die Koinzidenz zwischen den Schwächephase von Fonds und Stärkephase der Vola liegt über 50%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Schwächephase befindet, befindet sich die Vola zu mehr als 50% in einer Stärkephase.
- Ø C8: Vola-Stärke Koinzidenz: Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Vola liegt über 50%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Stärkephase befindet, befindet sich die Vola zu mehr als 50% ebenfalls in einer Stärkephase.
- Ø C9: Positive Drift Eigenschaft: Die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Stärkephase des Index liegt niedriger als die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Schwächephase des Index.
- Ø C10: Negative Drift Eigenschaft: Die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Stärkephase des Index liegt höher als die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Schwächephase des Index.
- Ø C11: Positive Vola-Drift Eigenschaft: Die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Stärkephase der Vola liegt höher als die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Schwächephase der Vola.



Tabelle 10 Checkliste Eintreten von Charaktereigenschaften C1 – C11

	C1	C2	C3	C4	C5	C6	C7	C8	C9	C10	C11
Aquila		X						X	X		X
Invesco		X						X	X		X
Bantleon		X				X		X		X	X
Blackrock	X				X			X	X		
Carmignac			X				X			X	X
DB		X			X			X	X		
Ethna	X				X			X	X		X
FvS		X						X		X	X
M&W			X				X			X	X
Hypo		X				X		X	X		
Raiff			X							X	X
FirstPriv		X			X			X	X		
BSI		X						X	X		X
IP Conc		X			X			X	X		X
BayernInv	X				X			X	X		
LO		X			X			X	X		
Allianz		X						X		X	X

Das Eintreten der verschiedenen Eigenschaften lässt Interpretationen bzgl. der Ertragseigenschaften zu. Einige sind hier aufgelistet:

Interpretation:

- Ø C1: Deutet auf eine sehr hohe Gleichlaufeigenschaft mit dem Index hin. Negativ zu sehen wenn C5 erfüllt oder C6 nicht erfüllt ist.
- Ø C2: Macht einiges, aber nicht alles an Marktaufschwung mit. Falls C6 erfüllt positiv zu sehen.
- Ø C3: Neutralität ist für Absolute Return grundsätzlich positiv, aber nur in Kooperation mit C6 und C9, sowie dem Gesamtertrag. Könnte auch ein erfolgreicher Anti-Zykliker sein.
- Ø C4: Entgegen dem Index gerichtet, kann auch noch erfolgreicher Antizykliker sein.
- Ø C5: Lässt keine Index-Schwäche aus. In Kombination mit C1 negativ zu bewerten.
- Ø C6: Macht Stärkephasen des Index besser mit als Schwächephasen oder umgekehrt. Positiv.
- Ø C7: Deutet auf „Short-Vola“ Charakter hin, sollte nicht zu ausgeprägt sein.
- Ø C8: Deutet auf überwiegend „Long-Vola“ Verhalten hin, kann auch auf effizientes Risiko Management über Long-Optionen hinweisen.
- Ø C9: Deutet darauf hin, dass der Fonds nicht jede Schwächephase negativ mitmacht sondern in einigen Schwächephasen sich noch einigermaßen neutral verhält bzw. Stärkephasen des Index schneller mitmacht.
- Ø C10: Entgegengesetzt zu C9, deutet darauf hin, dass Schwächephasen des Index schnelle, zumindest schneller als Stärkephasen mitgemacht werden.
- Ø C11: Nicht jeder Vola-Anstieg resultiert in Verlusten.

Über die Interpretation der hier genutzten Liste von Charaktereigenschaften wird die Analyse zwar grobkörniger, filtert aber durchaus wesentliche Unterscheidungsmerkmale der verschiedenen Fonds heraus. Eine Selektion kann dann durch eine



Präferenzliste an Charakteristika erfolgen, welche über die Berücksichtigung der Marktumgebung erstellt werden kann. Konkret würde man in einem einfachen Beispiel die Eigenschaft C1 präferieren, wenn man mit hoher Konfidenz einen starken Aufschwung des Index erwartet, wohingegen man C4 wählen würde wenn man den Index sich eher seitlich bis leicht konsolidierend bewegen sieht. Eigenschaft C6 wäre auch generell zu präferieren, da diese von etlichen Fonds erfüllt ist würde man zur Feineinteilung wieder die Tabelle konsultieren: Bantleon weist unter den C6 Mitgliedern die beste Asymmetrie aus, einige weisen hier eine recht deutliche negative Asymmetrie auf. Wir belassen die Interpretation bei diesem einfachen Beispiel.

Fazit

Auch bei den Balanced Fonds lässt sich eine grobe Betrachtung des Performanceverhaltens einer Gruppe von Fonds ableiten. Durch die untersuchten Kriterien lässt sich ein Gefühl entwickeln, wie sich die Fonds in verschiedenen Marktumgebungen verhalten und mit welchen Marktphasen sie umgehen können oder nicht. Analog zu Report 7 erfolgte eine Unterteilung des Performanceverhaltens nur in jeweils eine Schwäche- bzw. Stärkekategorie. und eine detailliertere Analyse würde entsprechend verfeinerte Differenzierungen voraussetzen. Dies liesse Rückschlüsse zu, ab wann adverse Marktbewegungen sich nachhaltig auf das jeweilige Performanceverhalten auswirken. Allerdings lassen sich auch so bereits Aussagen treffen, welche deutlich über die trivialen Relativierung „geht hoch wenn der Markt hoch geht“ hinaus gehen. Allgemein gilt für eine Allokationsentscheidung: Je deutlicher die Stärkephasen bzgl. Performance die Schwächephasen dominieren, desto gleichgültiger kann man – „if history is any guide“ – gegenüber des Timings in solche Fonds sein. Je mehr die Ergebnisse der Schwächephasen die Stärkephasen ausgleichen oder gar dominieren, desto wichtiger ist das richtige Timing für den jeweiligen Fonds.. Es zeigten sich auch hier in der vorliegenden Peer Gruppe deutliche Unterschiede in der generellen Verteilung der verschiedenen Phasen (s. Basisinformationen), wie auch in der nachfolgenden, verfeinerten Koinzidenzanalyse. Einige Balanced Fonds weisen dabei eine fast vollkommen marktkonforme Ausprägung der Stärke- und Schwächephasen auf, welche durchaus wünschenswert ist, falls man von einer bevorstehenden Aufschwungphase des Index ausgeht. Andere weisen zwar die gleiche Richtungsabhängigkeit auf, konnten aber leichtere adverse Marktbewegungen besser abfedern. Allen gemeinsam ist die hohe Koinzidenz der jeweiligen Seitwärtsphasen mit denen des Index – es wird nur Geld verdient wenn sich der Index bewegt. Deutliche Unterschiede existieren bzgl. der Aggressivität, wobei wir nochmals darauf hinweisen, dass hohe Aggressivität durchaus wünschenswert sein kann, sie sollte aber zur eigenen Marktmeinung und Gemütsverfassung passen.

Zusammenfassend gesehen unterbreitet die hier durchgeführte Analyse einige Erkenntnisse und Tools für eine marktmeinungsgetriebene Allokation, sie kann die unterschiedlichen Stärke-/Schwächephasen der Fonds dahingehend nutzbar machen, eine differenzierte, präferenzbasierte Einordnung der Fonds vorzunehmen. Man könnte diese durch weitere Aspekte, wie z.B. drawdown/drawup Betrachtungen, wie sie in früheren Analytics Insight Reports bereits mehrfach gemacht wurden, anreichern. Da die Aussagen einen gewissen Mittelungscharakter haben, unterliegen die Schlussfolgerungen der Annahme einer Stationarität der Strategiefähigkeiten.

Datenquellen: Bloomberg, L.P., eigene Berechnungen

Absolute World

Analytics Insight Report
8. Ausgabe

Dezember 2012



Absolute World ist eine unabhängige Informationsplattform zur Analyse, Selektion und Verwaltung von Absolute Return Strategien. Der periodisch publizierte *Analytics Insight Report* ist ein Marktanalyse und Hintergrundreport, welcher aktuelle Themen mit detaillierten Analysen vereint. Weiterführende Schlussfolgerungen aus den Analysen und individuelle Bewertungen erfolgen auf Anfrage.

Haftungsausschluss:

Der Analytics Insight Report richtet sich ausschließlich an institutionelle Investoren. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen ausschließlich der Information und stellen keine Kaufempfehlung, keine Angebot zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Finanzproduktes sowie keine Werbung dar. Der Analytics Insight Report greift auf Datenanbieter wie Bloomberg, sowie auf eigene Berechnungen zurück. Für die Korrektheit, Vollständigkeit und Genauigkeit der genutzten Daten und durchgeführten Berechnungen wird keine Haftung übernommen und keinerlei Garantie gegeben. Es ist zu beachten, dass die Wertentwicklung der Vergangenheit kein verlässlicher Indikator für die Zukunft ist.

© Copyright 2012, Absolute World GbR. Alle Rechte vorbehalten.

Kontakt:

Dr. Clemens Glaffig, Tel: +49 (0)761 3894 8961

Thorsten Beige, Tel: + 41 (0)43 819 3823

Matthias Moch, Tel: +49 (0) 160 756 5254