Absolute World

Analytics Insight Report
5. Ausgabe

Mai 2012

Timing is everything
Markt-Timing Fähigkeiten von Balanced Mandaten im Vergleich

Executive Summary und Conclusio

- Ø Die Markt-Timing Fähigkeiten verschiedener Balanced Mandate für die Periode September 2009 bis April 2012 werden betrachtet. Die Analyse beschränkt sich auf die Bewertung der Timing Fähigkeiten relativ zum Aktienmarkt.
- Ø Die Bewertung bedient sich dabei unterschiedlicher Verfahren, welche von intuitiv motivierten visuellen Methoden bis zu akademischen Kennziffern reichen.
- Ø Um eine bessere Vergleichbarkeit zu ermöglichen wird eine fiktive, mit sehr guter prozyklischen Timing Fähigkeit ausgestattete Strategie, wie auch ein statischer Mischfonds als Benchmark gesetzt.
- Ø Die genutzten Analyse Methoden belohnen prozyklische- eher als antizyklische Timing Fähigkeiten.
- Ø Diesbezüglich schneiden die Fonds von Aquila und Invesco am besten ab. Der FvS Fonds als Top-Performer weist eine Kombination von pro- und antizyklischen Timing Fähigkeiten auf, wobei die Gesamt Timing Fähigkeit eher mittelmäßig bleibt.

Balanced- oder Asset Allokation Mandate, welche zwischen verschiedenen Risiko Faktoren und -Segmenten umschichten, gehören neben Aktienmandaten zu den Klassikern des Portfolio- und Fonds-Managements. Es sind dynamische Mischfonds mit der Zielsetzung, eine auf Marktzyklen abgestimmte strategische Asset Allokation durch gutes Timing umzusetzen Sie unterscheiden sich nach der Anzahl und der Natur der betrachteten Risikofaktoren wie auch in der Rezeptur welche die strategische Allokationssteuerung treibt. Typischerweise allokieren sie zwischen verschiedenen Aktienmärkten auf der einen Seite der Risikoskala und Rentenmärkten auf der anderen Seite. Anteile in Kreditrisiken wie insbesondere Unternehmensanleihen bilden eine zwischengelagerte Risiko-/Allokationsklasse.
Somit liegt die Performance eines Balanced Mandats in der Regel zwischen der Rendite eines Aktienindex bzw. des „Aktienmarktes“ und einer risikoscheuen Rentenanlage. Insbesondere verlieren diese Fonds in turbulenten Phasen weniger als Aktienmärkte, eine Eigenschaft mit der die Asset Manager immer wieder gerne hausieren gehen.
Das allein ist allerdings auch mit althergebrachten und statischen Mischfonds mit feststehender Aktienallokation, den Liquiditätsverbleib in Rentenpapieren angelegt zu erreichen. Aus diesem Grunde können unter den aktiv verwalteten Balanced Mandaten nur solche eine Existenzberechtigung einfordern, für welche der aktive Teil, die dynamische Umschichtung zwischen den gewählten Risikofaktoren einen nachhaltig positiven Mehrertrag zu einem statischen Mischfonds erbringt. Oder anders ausgedrückt, wenn das Timing funktioniert und die Zeitpunkte der Umschichtungen günstig gewählt wurden.

Methoden zur Allokationsbestimmung

Historische Performance und die Methodik der Allokationen bzw. der Zeitpunkt der Umschichtungen bilden die zentralen Themen der Selbstdarstellung der verschiedenen Manager. Heutzutage gehört eine quantitative Allokationsentscheidung gekoppelt mit einer systemtischen Risikokontrolle zur Grundausstattung jedes Balanced Mandats – rein diskretionäres Umschichten ist nahezu verpönt. Standard ist es auch einen Mix aus technischen-, fundamentalen- und verhaltensbasierten Entscheidungsfaktoren zuzubereiten. Wie mit allen quantitativen Ansätzen gilt auch hier: Die Mathematik alleine macht es nicht, die Modelle sollten mit reifer Markterfahrung, quantitativem Know How und dem Wissen der Fehlbarkeit von Modellen erstellt sein.

Aber auch für den Manager, der kein eigenes Modell entwickeln kann oder will gibt es quantitative Methoden: Prognosefreie Allokationsbestimmungen, typischerweise formelbasiert und auf einem akademischen Ansatz basierend. Dazu gehören „Best-of“ Strategien, multivariate CPPI Konzepte sowie weitere, ähnlich gelagerte Ansätze wie das der Informationstheorie entsprungene „Universal Portfolio“. Die Prognosefreiheit hat Charme und wird von einigen Anlegern durchaus geschätzt, erspart sie doch eine aufwendige Prüfung eigenentwickelter Prognosemodelle sowie einen gehörigen Vertrauensvorschub der Anleger bzgl. der Modellierungsfähigkeiten der Anbieter. Gemein ist diesen Ansätzen, dass die jeweilige Methodik recht alt ist (für die hier gegebenen Beispiele 80-er Jahre) und einen trendfolgenden Charakter im Sinne des Prinzips des „Following the Leader“ aufweist. Die bisherigen Resultate dieser prognosefreien Ansätze sind dementsprechend eher verhalten – nicht überraschend, der Markt folgt nun mal nicht alten, einfachen und statischen Regeln. Aufgrund der derzeitigen Popularität haben wir einen „Best-of“ Ansatz in die Betrachtung mit aufgenommen.

Absolute World

Analytics Insight Report
5. Ausgabe

Mai 2012

Timing

Die Kunst der strategischen Asset Allokation und der Wert aktiver Strategien besteht in der zeitlich geschickten Wahl der Umschichtungszeitpunkte, den Timing Fähigkeiten der Strategie. Während sich ein Aktienmanager durch die opportune Auswahl von Titeln hervortun kann, bleibt dem Disponenten einer Allokation in grobe Risikoklassen/faktoren lediglich die Aktion auf der Zeitschiene um sich von Indices, Benchmarken, der Konkurrenz und statischen Mischfonds abzusetzen.
Wir nehmen dies als Anlass in diesem Report die Timing Fähigkeiten verschiedener „Balanced" Fonds zu betrachten. Da Timing Fähigkeiten nicht einfach zu quantifizieren sind, betrachten wir mehrere Bewertungsansätze und kombinieren dabei intuitive und auf visuelle Eigenschaften abhebende Verfahren mit akademischen Kennziffern. Der Report ist somit nicht nur ein Abklopfen verschiedener Fonds auf Ihre Fähigkeiten hin sondern auch ein Abwägen welche Betrachtungsweise eine angemessene Bewertung hervorbringt.

Die Strategien

Folgende Strategien haben wir für diesen Report ausgewählt:

Fonds	Manager	Auflage	Volumen (Mio €)*	ISIN	Alias*
AC RiskParity 12	Aquila Capital Concepts	05.09.2008	445,31	LU 0374107992	Aquila
Invesco GT Sicav	Balanced Risk Allocation Fund	01.09.2009	1530	LU 0432616810	Invesco
Bantleon Opportunity S	Bantleon Invest	15.02.2008	424,24	LU 0337413834	Bantleon
FvS Multiple Opportunities	Flossbach Von Storch	24.10.2007	486,49	LU 0323578657	FvS
M&W Privat	Mack & Weise Vermögensverwaltung	20.12.2006	370,26	LU 0275832706	M&W
Blackrock Global Allocation Fund	Blackrock Global Funds	03.01.1997	14070	LU 0072462426	Blackrock
Ethenea Independent Investors	Ethna Aktiv E	18.02.2002	2740	LU 0136412771	Ethna
DB Invest	DB Privat Mandat Comfort	13.07.2009	2810	LU 0425202842	DB Best of
			*) per 31.10.1011		*) in Analyse benutzter Name

Bemerkung:
Wir benutzen Tagesdaten, haben diese aber geglättet um eine bessere Vergleichbarkeit zu ermöglichen, welche durch unterschiedliche Bewertungsstichpunkte nicht gegeben ist (z.B. weist der MSCI World eine Korrelation von lediglich 66% zu seiner eigenen, um einen Tag verzögerten Bewertung auf). Sämtliche nachfolgenden Kennziffern beziehen sich auf diese geglätteten Daten. Un- bzw. anders geglättete Daten weisen davon abweichende Kennziffern auf. Dies ist bei der Interpretation der Ergebnisse zu beachten.

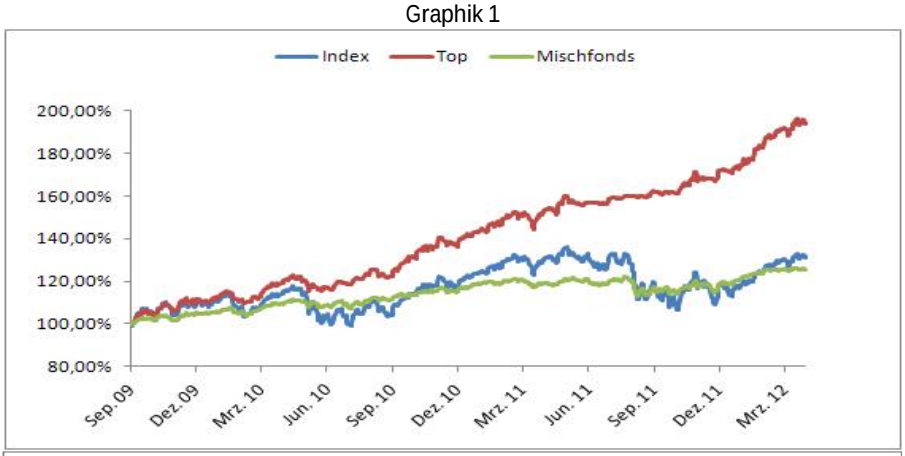
Die betrachteten Strategien unterscheiden sich hinsichtlich der Märkte zwischen welchen sie umschichten. Insofern wären Timing Fähigkeiten relativ zu den jeweils genutzten Marktsegmenten und Risikofaktoren zu sehen. Dies würde allerdings die Vergleichbarkeit stark beeinträchtigen und über den zu Verfügung stehenden Zeitraum keine wirklich validen Resultate erzeugen.

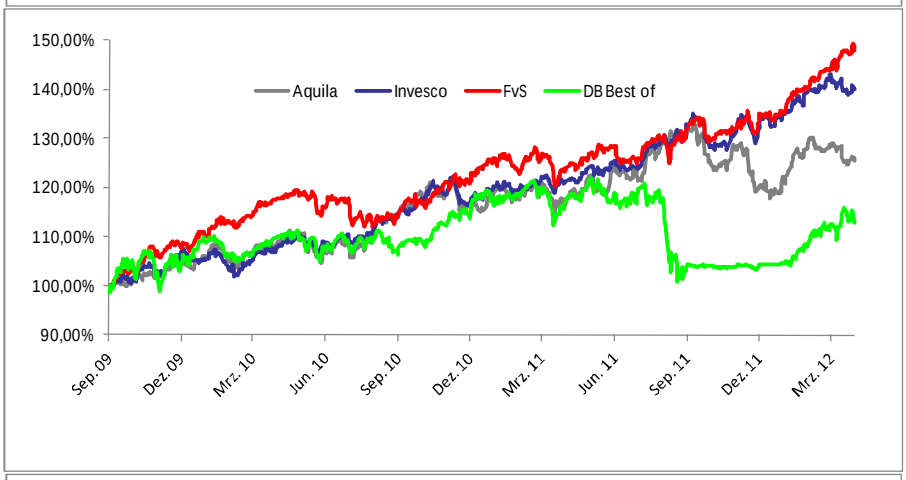
Gerade in den letzten Jahren hat sich aber die Betrachtung und Differenzierung verschiedener Risikofaktoren aufgrund der stark gestiegenen absoluten Korrelationen untereinander stark vereinfacht: Die Grobklassifizierung in „Risk-On" bzw. „Risk-Off" stellt in dieser Periode ein sehr einfache, prägnante und präzise Klassifizierung verschiedener Risikofaktoren dar. Der herausragende Repräsentant der „Risk-On" Klasse ist dabei der Risikofaktor „Aktien", welchen wir hier über den MSCI World Index („Index") repräsentieren.
Um also die Betrachtung der Timing Fähigkeiten der Fonds zu vereinfachen und vergleichbarer zu machen, nehmen wir in diesem Report die Timing Fähigkeiten bzgl. des Index unter die Lupe, d.h. wir bewerten vornehmlich inwieweit die Fonds Aufschwünge des Index mitgemacht sowie Abschwünge des Index ausgelassen haben oder sogar positive Performance in solchen Phasen aufweisen konnten.
Zur besseren Einordnung der Resultate stellen wir den Fonds zwei Alternativstrategien als Benchmarken anheim: Zum Einen handelt es sich dabei um einen klassischen, statischen Mischfonds mit einer konstanten Allokation von 50% in den MSCI World Index und 50% in einen Index von G7 Staatsanleihen. Die Gewichtung wurde derart gewählt, dass der Mischfonds eine Volatilität im Mittelfeld der betrachteten Fonds über die Betrachtungsperiode aufweist. Zum Anderen eine fiktive Strategie mit gewissem „Hindsight": Der „Toptrader (Top)", welcher zwischen MSCI World und Bondindex umschichtet, basierend auf beschränktem, vorausschauendem Wissen. Insofern ist der Toptrader keine reale Handelsstrategie sondern lediglich eine Messlatte, welche nahezu perfektes Timing repräsentiert. Verlustphasen treten für den Toptrader trotzdem auf, da die gewährte „Hindsight" nicht perfekt ist und seine

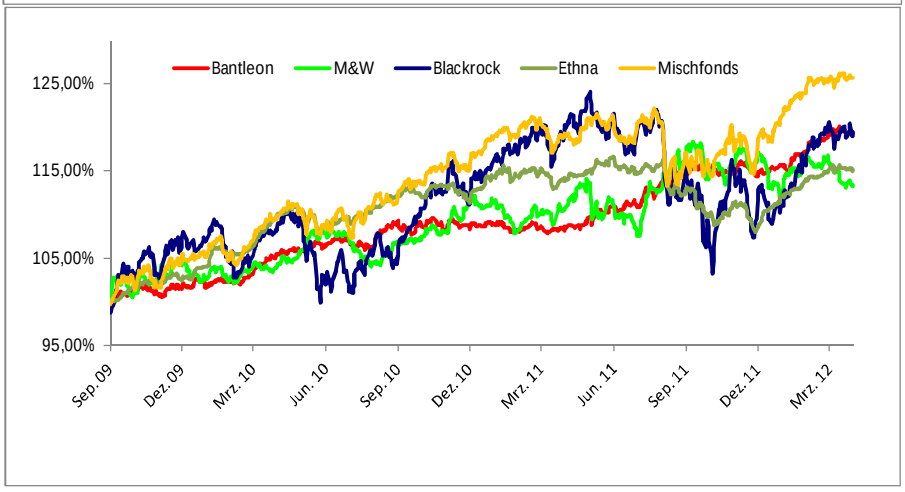
Allokation auf Basis seiner Informationen sich nur graduell ändern darf. Der Toptrader repräsentiert vornehmlich prozyklische Timing Fähigkeiten.

Die nachfolgenden Graphiken (Graphik 1)veranschaulichen die Performancepfade des Index, der Vergleichsstrategien sowie der Fonds.

Graphik 1







Rein optisch betrachtet erscheint der FvS Fonds dem Toptrader am nächsten. Auch der Invesco Fonds entwickelt sich bis September 2011 sehr gut und fällt lediglich am Ende ab. Der DB Best-of sieht hier deutlich am Schlechtesten aus. Aus der zweiten Gruppe sticht

der Bantleon Fonds mit seiner sehr stetigen Performanceentwicklung hervor – auch dieser Fonds sieht zumindest von der Entwicklung aus betrachtet wie ein kleiner Toptrader aus. M&W verhält sich im gedrängten Vergleich eher unauffällig, legt aber mit Schwankungen ebenfalls stetig zu. Auffallend hingegen ist, dass der statische Mischfonds unter all den aktiv verwalteten Mandaten sich rein optisch sehr gut hält und etliche der Fonds dominiert.

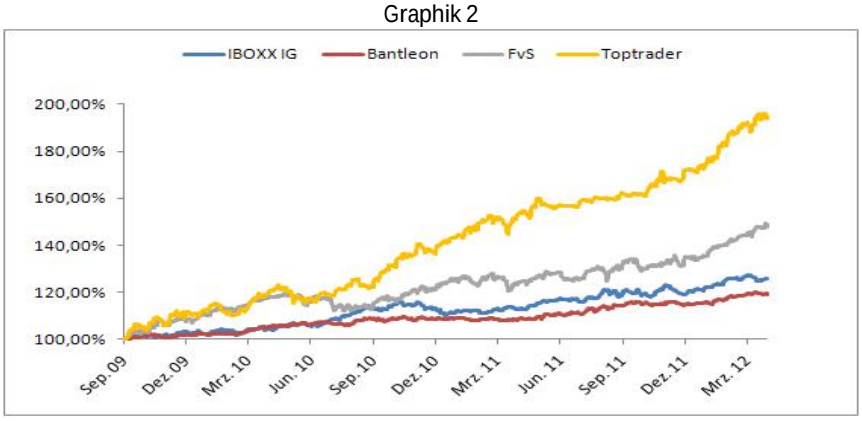
Alternative Quellen von scheinbaren Timing Fähigkeiten – A word of caution

Die Beschränkung der Bewertung von Timing Fähigkeiten auf einen Vergleich ausschließlich mit dem MSCI World Index bedingt, dass Strategien in Anlageformen oder Märkten welche per se Timing Fähigkeiten relativ zum Index aufzuweisen scheinen als gute Timer dastehen. D.h. ein Fonds kann als guter Timer gegenüber dem Index dastehen, obwohl er gar nichts gemacht hat sondern nur in den geeigneten Risikofaktor investiert hat. Wir wollen dies an folgendem Beispiel illustrieren:

Eine optische Nähe zum Performanceverlauf des Toptrader wie sie FvS und Bantleon aufweisen, würde vermuten lassen, diese Fonds weisen ähnlich gute Timing Eigenschaften relativ zum MSCI World auf. Allerdings gibt es auch Indices welche in der Betrachtungsperiode auch ohne Umschichtungen eine große Ähnlichkeit zum Toptrader aufweisen. So hat der IBOXX IG von Unternehmensanleihen mit Investment Grade kaum größere Drawdowns zu verzeichnen und kommt damit dem qualitativen Performanceverlauf des Toptrader recht nahe. Ein Fonds welcher ausschließlich in IG Unternehmensanleihen angelegt hat, würde in einer Timing Analyse rein auf den MSCI World bezogen sehr gute Resultate erzielen. Weitere Analysen wären zu einer Differenzierung in der Lage. Wir gehen in diesem Report, bis auf die kurze Diskussion auf Basis der Graphik 3, nicht weiter darauf ein, sondern begnügen uns mit diesem Hinweise, welchen wir in der nachfolgenden Graphik 2 noch unterstützend illustriert haben.

Vor diesem Hintergrund sind die folgenden Betrachtungen zu sehen und interpretieren.

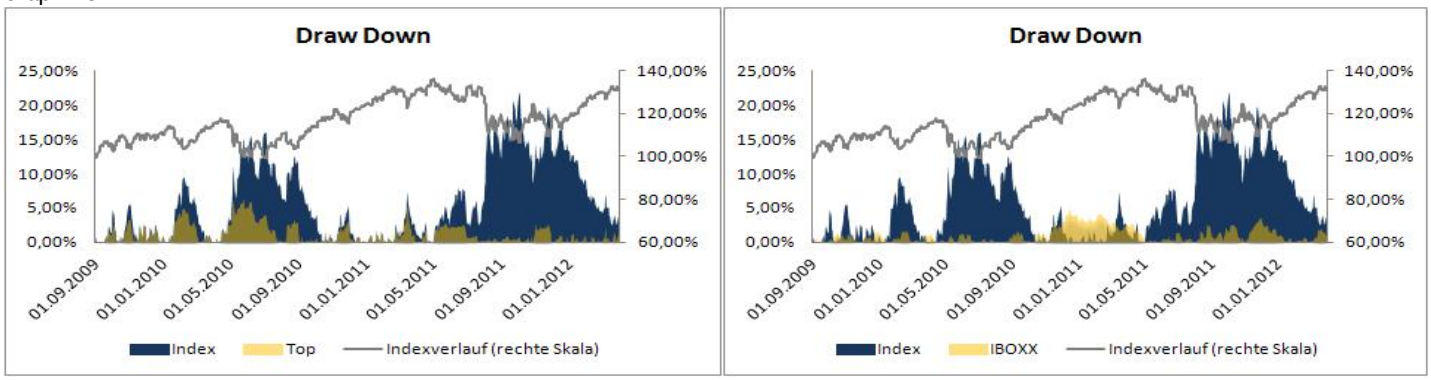
Graphik 2



Eine kleines Indiz zur Unterscheidung

Als kleines Indiz zur Unterscheidung der Quellen von Timing Fähigkeiten haben wir die beiden Drawdown Graphiken für den Toptrader und den IBOXX IG Index vor dem Hintergrund des MSCI World Drawdown beigefügt.

Graphik 3

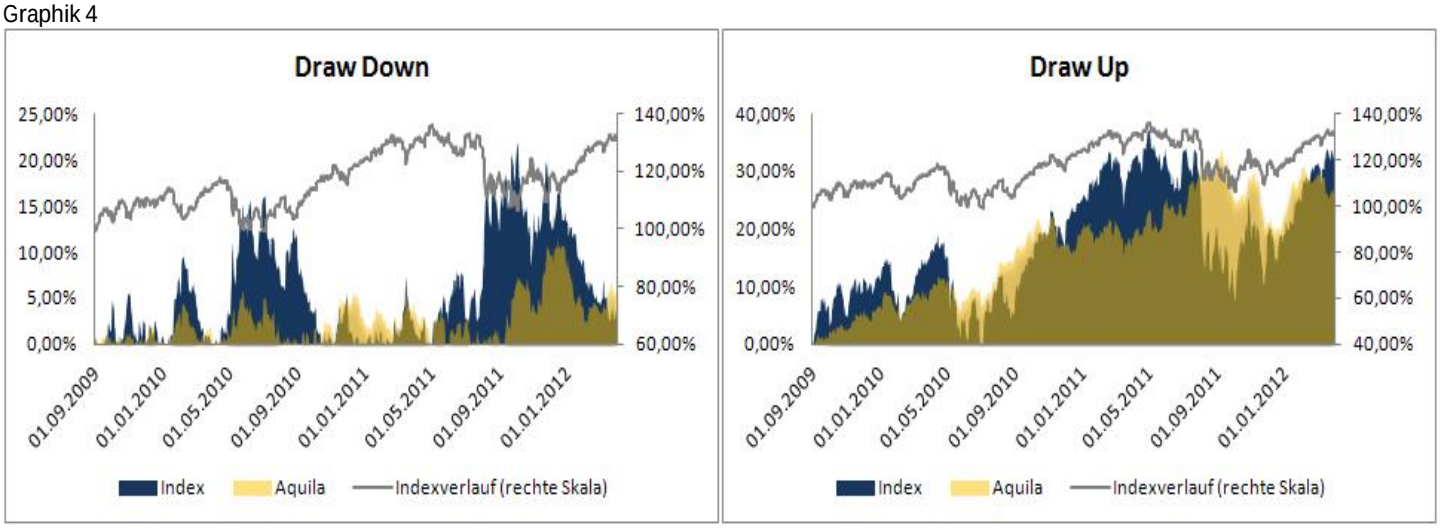


Der Drawdown Prozess des Toptraders weist die typischen Merkmale eines guten, prozyklischen Timing auf: Die Verluste des Index werden anfänglich mitgemacht, dann aber wieder schnell abgebaut. Dies wird besonders in länger anhaltenden Drawdown-Phasen des Index deutlich. Die Anbindung der Verluste des Toptraders an den jeweils einsetzenden Drawdown des Index – typische für prozyklisches Timing - ist ebenfalls klar zu erkennen.
Der IBOXX weist seine Verluste eher in Phasen von Indexgewinnen auf und verliert ansonsten eher am Ende anhaltender Index Drawdowns. Antizyklische Timing Fähigkeiten würden eine typische Drawdown Graphik aufweisen, welche sich wiederum von beiden unterscheidet; siehe dazu auch die Kommentierung zu den Fonds.

Erste Bewertungen
Neben den eingangs aufgeführten Performancegraphiken dienen insbesondere die Drawdown bzw. Drawup Prozesse der Fonds einer ersten visuellen Inspektion der Daten, jeweils im direkten Vergleich mit dem Index. Sie geben einen ersten, guten - allerdings Interpretationsbedürftigen - Einblick in die jeweilige Timing Fähigkeit der Fonds. Unter Drawup Prozess verstehen wir dabei das Gegenstück zum Drawdown Prozess, i.e. die positive Performanceakkumulation seit dem letzten Tiefpunkt.
Die oben aufgeführten Drawdown Graphiken des Toptraders und des IBOXX Index im direkten Vergleich zum Index geben schon einmal die Vergleichsmaßstäbe wie gutes Timing in solchen Graphiken aussieht bzw. wie dazu im Vergleich gute Performance, welche auf anderen Gründen als Timing basiert, dagegen differenziert.
Im Folgenden haben wir für alle Fonds die komparativen Drawdown/Drawup Graphiken (Graphik 4) dargestellt.

Ein Fonds mit durch Timing induzierter, guter Performance sollte einen stetig aufwärts verlaufenden Drawup Prozess aufweisen, zumindest aber den Drawup Prozess des Index glätten. Das Mindeste, was an Dominanz und Glättung gegenüber dem Index erreicht werden sollte, stellt die Drawup Graphik des statischen Mischfonds (ganz am Ende der Serie) dar.
Gegen diese Benchmark können sich lediglich Bantleon, Invesco und FvS positiv abheben, während sich Blackrock und DB-Best-of in diesem Vergleich auffallend negativ hervortun. Gerade Blackrock sieht hier eher wie eine untergewichtete Indexanlage aus.
Die Betrachtung des Drawup Prozesse ist zwar aufschlussreich zur Beurteilung der Performancequalität per se, Timing Fähigkeiten lassen sich aber besser am Drawdown Prozess in Relation zum Index Prozess ablesen.
Wir möchten hier nicht auf jeden Fonds einzeln eingehen, sondern nur einige der Auffälligkeiten kommentieren. So erkennt man z.B. für Aquila (erste Graphik) das typische „gutes-Timing“ Muster des Drawdown Prozesses relativ zum Index in der Periode Mai 2010 bis Sep 2010. In der Index-Drawdown Periode Spätsommer 2011 hingegen scheint Aquila eher antizyklisch und dabei „zu früh“ agiert zu haben. Neben Aquila sind auch für Invesco vereinzelt „gutes Timing“ Muster zu erkennen. Häufig aber scheinen sich die Fonds in ausgeprägten Drawdown Phasen des Index in antizyklischem Timing zu versuchen, s. Aquila, Invesco und FvS. Bantleon sieht hier, wie auch schon beim Performance Graph, eher wie eine IBOXX Version aus, die gute Performance wird nicht durch „gutes Timing“ Muster erklärt. DB-Best-of stellt sich als typischer formelbasierter „Following-the-leader“ Kandidat dar: Immer etwas zu spät in der Anpassung.

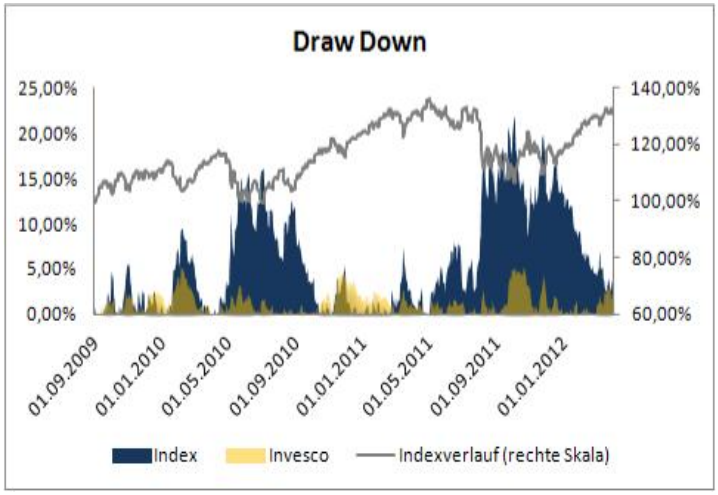
Graphik 4

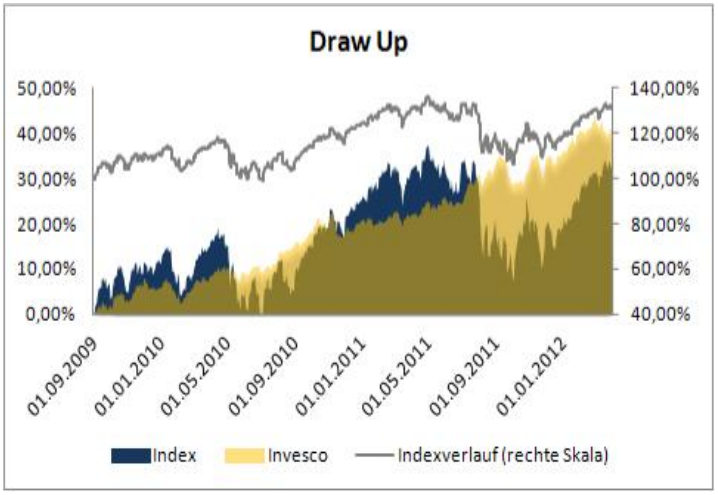


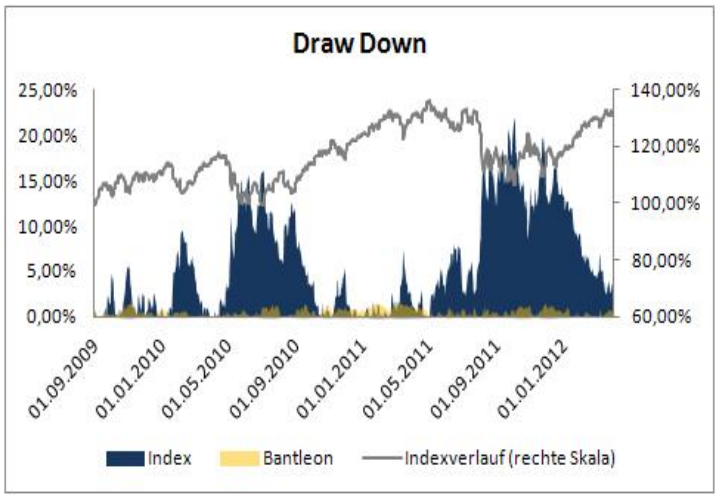
Absolute World

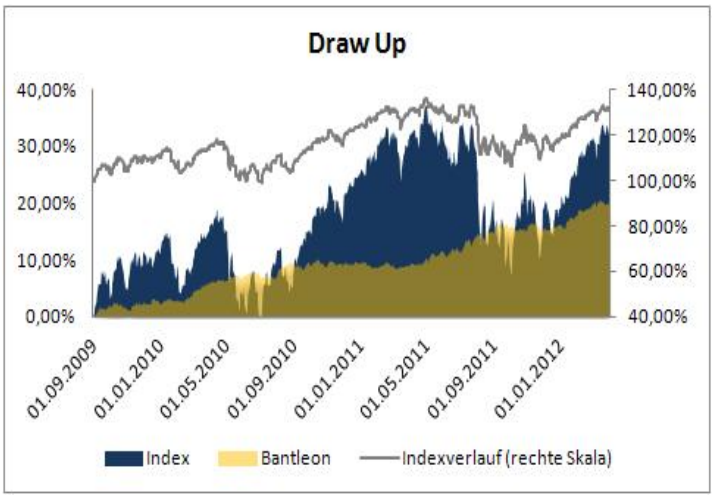
Analytics Insight Report
5. Ausgabe

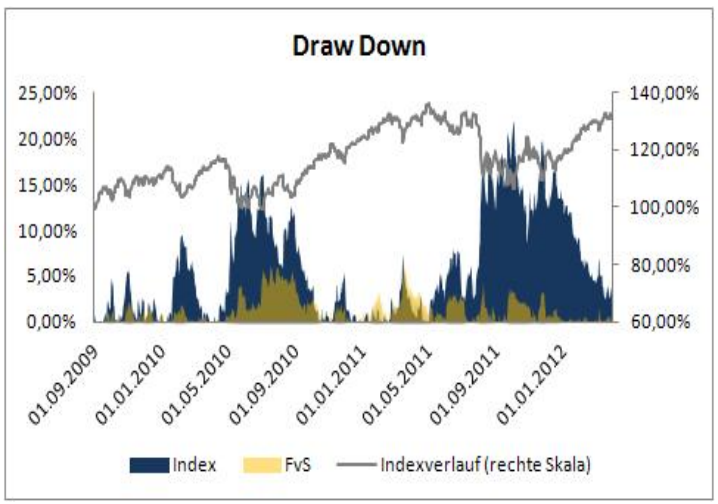
Mai 2012

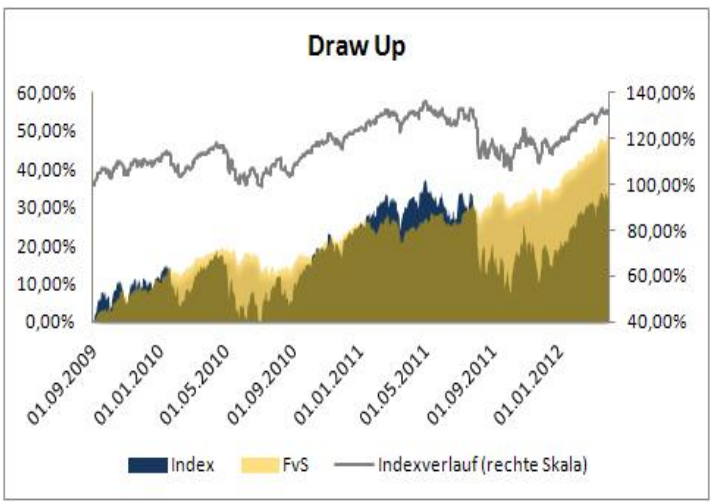








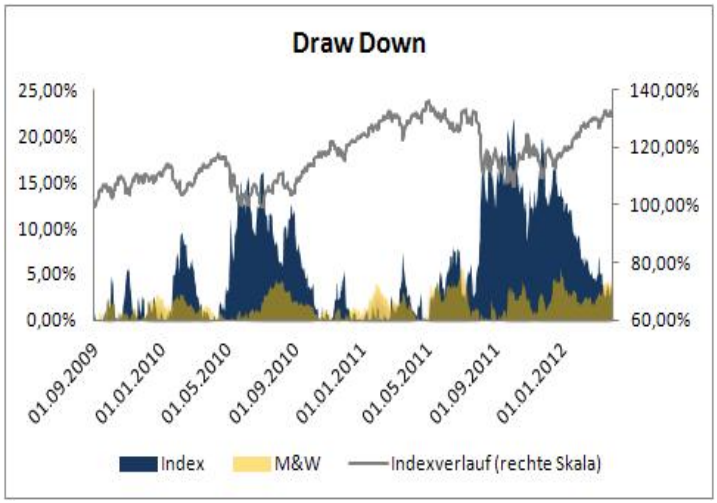


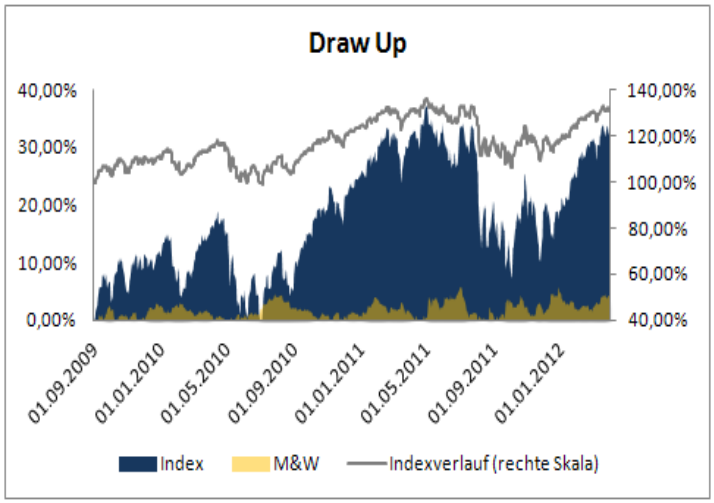


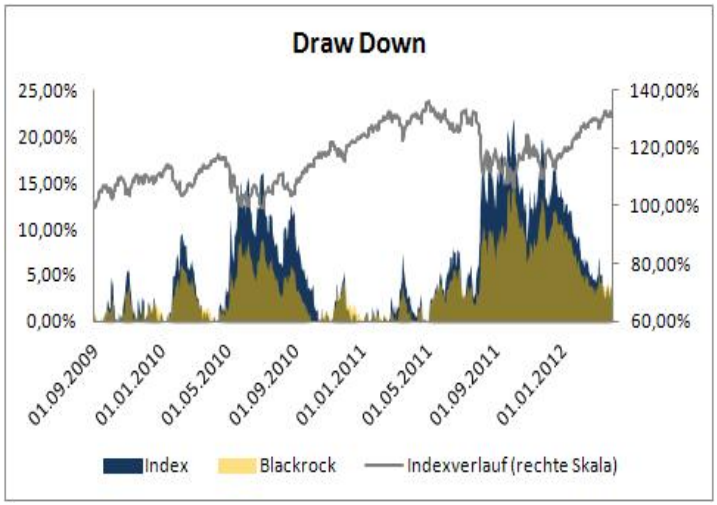
Absolute World

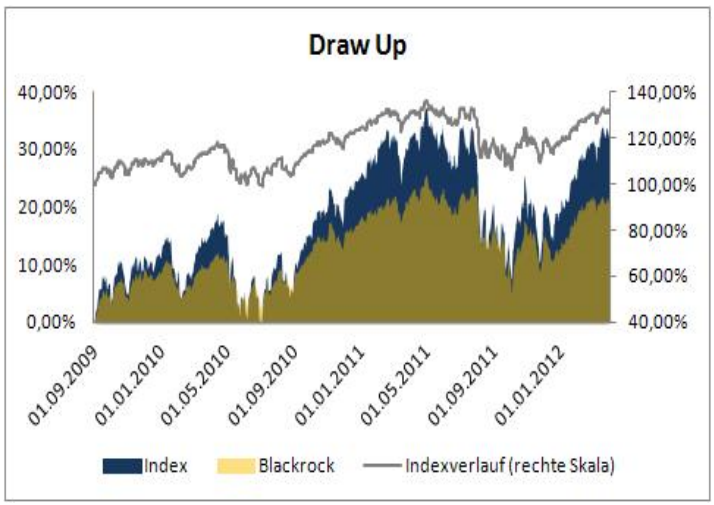
Analytics Insight Report
5. Ausgabe

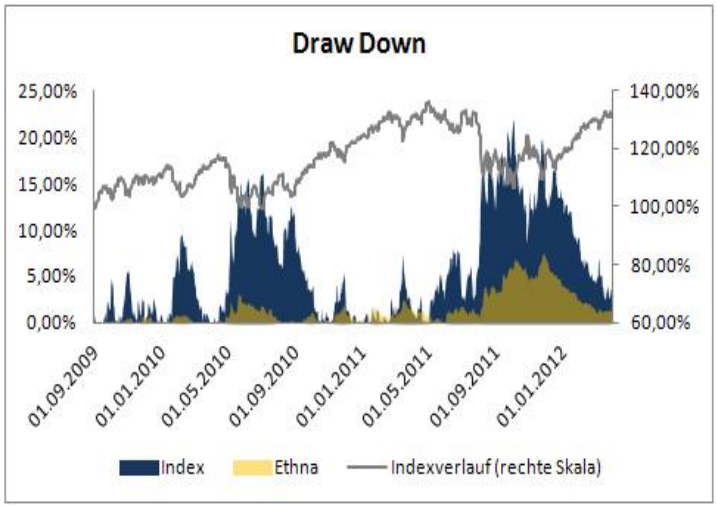
Mai 2012

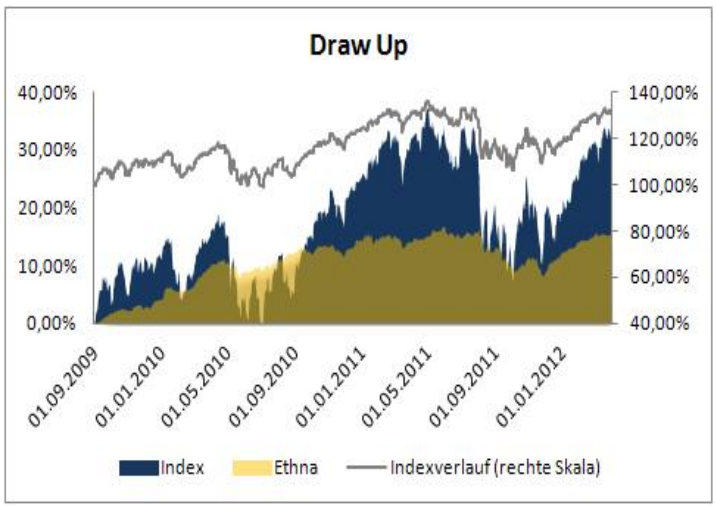


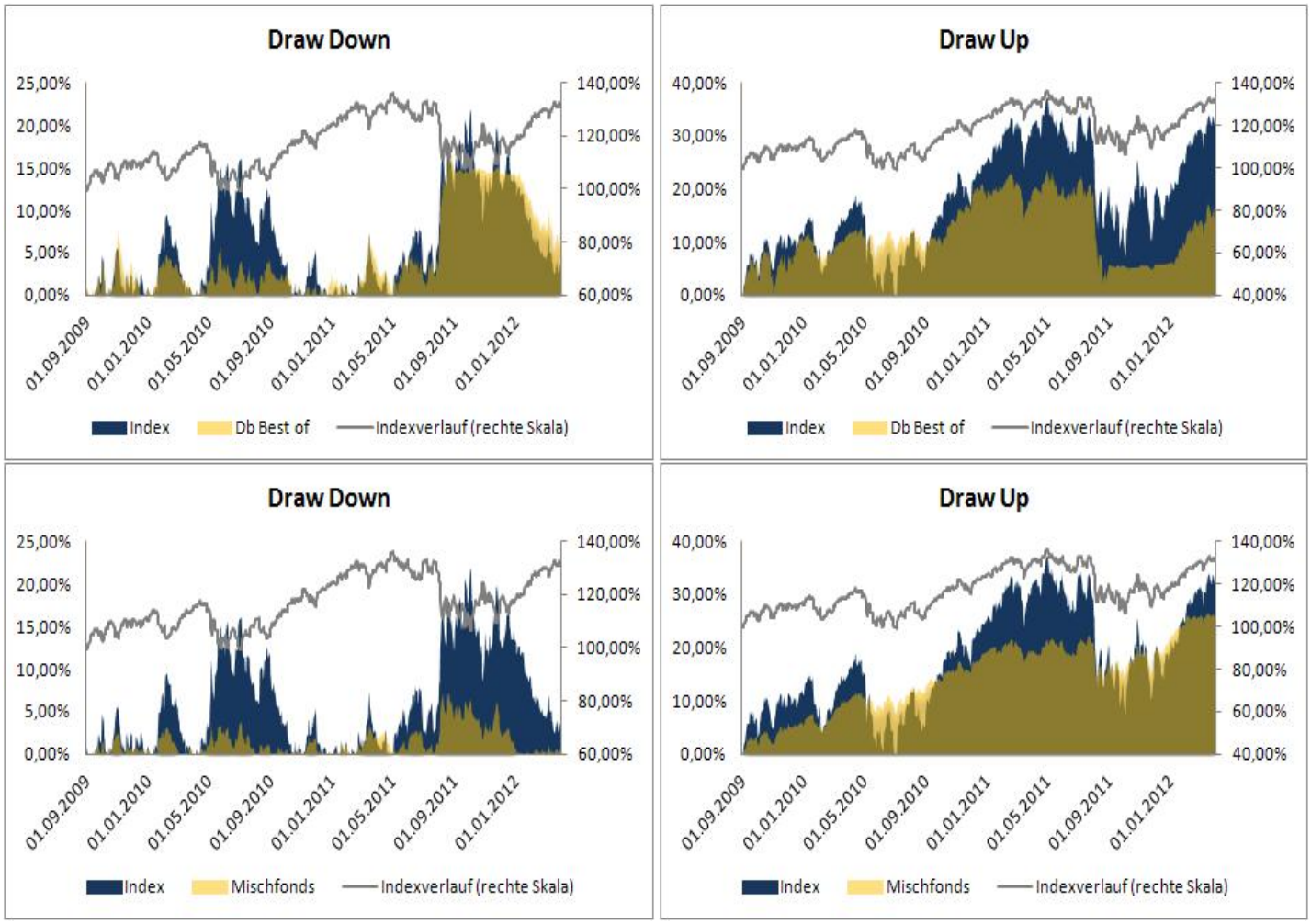












Timing Bewertung über Quantifizierung der visuellen Eindrücke

Eine Möglichkeit die visuellen Eindrücke der oben aufgeführten Graphiken zu quantifizieren gibt Tabelle 1 wider: Sie misst die Korrelationen der jeweiligen Drawdown/Drawup Prozesse der Fonds zu denen des Index (MSCI). Ein Qualitätsmerkmal bzgl. Timing Fähigkeit ist dann durch hohe Korrelationen der Drawup Prozesse sowie niedrige, idealerweise sogar negative Korrelationen der Drawdown Prozesse manifestiert. Die einfache Differenz der beiden Korrelationen haben wir unter „Quality“ als Bewertung der Timing Fähigkeit ausgewiesen.

Rein informativ sind in der Tabelle 1 noch die Korrelationen der Drawdown/Drawup Prozesse zwischen den Fonds und dem IBOXX IG Index bzw. dem Toptrader angegeben, sie eignen sich aber nicht zur Timing Beurteilung gegenüber dem Index. Hier schneiden die Fonds von Invesco, Bantleon, FvS und M&W recht gut ab, mit der vorherigen Relativierung bzgl. Timing Quellen beim Bantleon Fonds.

Tabelle 1

	MSCI			zu IBOXX		Top	
	Korr DDown	KorrDUp	Quality	Korr DDown	KorrDUp	Korr DDown	KorrDUp
Aquila	51,03%	68,13%	17,09%	39,39%	93,86%	8,93%	91,37%
Invesco	21,17%	65,90%	44,72%	38,78%	97,88%	29,55%	98,47%
Bantleon	-1,38%	54,83%	56,21%	54,68%	97,65%	-7,21%	95,25%
FvS	33,67%	67,94%	34,27%	-2,92%	92,44%	27,75%	97,05%
M&W	21,36%	56,44%	35,08%	2,71%	90,73%	-4,26%	91,36%
Blackrock	96,46%	98,62%	2,16%	-2,59%	65,45%	21,19%	75,51%
Ethna	79,13%	78,38%	-0,75%	21,07%	74,25%	-2,60%	72,65%
DB Best of	79,74%	76,88%	-2,86%	3,68%	17,47%	-9,13%	26,58%
Mischfonds	78,01%	85,35%	7,34%	10,14%	89,13%	26,70%	93,14%
Top	*29,22%*	*73,02%*	*43,80%*	*-18,67%*	*95,57%*		
IBOXX	*-9,56%*	*60,30%*	*69,86%*			*-18,67%*	*95,57%*

Einsichten aus Betas

Eine weitere Facette in der Beurteilung von Timing Fähigkeiten kann die Betrachtung von Betas und den „R-squares“ der entsprechenden Regressionen bilden. Die Idee dahinter ist, wenn ein Fonds ähnliche Timing Fähigkeiten wie der Toptrader besitzt, wird sich dies an den verschiedenen Betas und R-squares ablesen lassen. Das R-square gibt dabei grob gesehen den Erklärungsgrad der Fonds durch die Beta-gewichtete Kombination der Regressoren wider.

In Tabelle 2 sind zunächst die Kennziffern der verschiedenen Fonds relativ zu einem Regressor, dem MSCI World aufgeführt. Daneben sind die entsprechenden Größen aus einer tri-variaten Regression gegen den MSCI World, dem Toptrader und dem IBOXX IG Index angeggeben. Vage Anzeichen für Timing Fähigkeiten liefert ein deutlich höheres R-square für die tri-variate Regression sowie eine Übertragung vom MSCI Beta auf das Top Beta. Dies ist für keinen Fonds der Fonds wirklich gegeben, am Ehesten noch bei Aquila und Invesco. Diese Sichtweise veranschaulicht vornehmlich prozyklischen, ähnlich dem Toptrader ausgelegte Timing Qualitäten, antizyklische Timing Qualitäten bleiben eher unbelohnt. Immerhin vermittelt die Veränderung der Kennzahlen einen Einblick in die Natur der jeweiligen Strategien, so ist z.B. das hohe IBOXX Beta einiger Fonds auffallend.

Tabelle 2

	MSCI	rsquare	Alpha p.a.	MSCI	TOP	IBOXX	rsquare	Alpha p.a.
Aquila	17,94%	33,92%	7,20%	16,62%	16,47%	71,12%	50,70%	-3,14%
Invesco	19,69%	48,30%	11,11%	17,07%	17,51%	59,12%	63,87%	1,34%
Bantleon	-0,12%	0,64%	7,00%	-2,33%	9,31%	20,23%	33,56%	2,98%
FvS	14,68%	33,71%	14,25%	11,47%	8,20%	0,70%	34,18%	12,27%
M&W	3,64%	10,09%	4,26%	1,31%	9,22%	18,16%	19,06%	0,55%
Blackrock	53,91%	86,86%	1,05%	55,72%	-0,07%	24,17%	87,46%	-1,23%
Ethna	5,79%	26,76%	4,72%	4,96%	6,54%	24,21%	41,64%	0,97%
DB Best of	37,36%	63,15%	1,19%	22,40%	36,35%	-6,70%	65,67%	-5,49%
Mischfonds	35,91%	91,64%	4,60%	41,09%	-9,56%	18,65%	92,62%	n.a.

Timing Kennziffern

Um Timing Fähigkeiten direkt und nicht lediglich über den Vergleich zum Toptrader zu bestimmen, nutzen wir zwei unterschiedliche Verfahren. Das erste Verfahren ist das „Timing Ability“ Maß von Henrikkson und Merton (1981), welche eine bivariate Regression gegen den MSCI und der aus max [0, - ($R_{B,t} - R_{0,t}$)] hergeleiteten Zeitreihe darstellt, mit $R_{B,t}$ der Tagesperformance des MSCI am Tage t, $R_{0,t}$ der risikolose Zins am Tage t. Das Beta bezüglich des MSCI misst nach wie vor die Marktexponierung, ein positives Beta des zweiten Faktors (MSCI+) deutet Timing Fähigkeiten an. Perfekte Timing Fähigkeiten (für eine long only Strategie) würden in gleich großen Betas resultieren.

Überzeugen kann keiner der Fonds, M&W hat zwar annähernd gleich große Betas, aber bei einem R-square von gerade 11% ist das eher bedeutungslos.

Tabelle 3

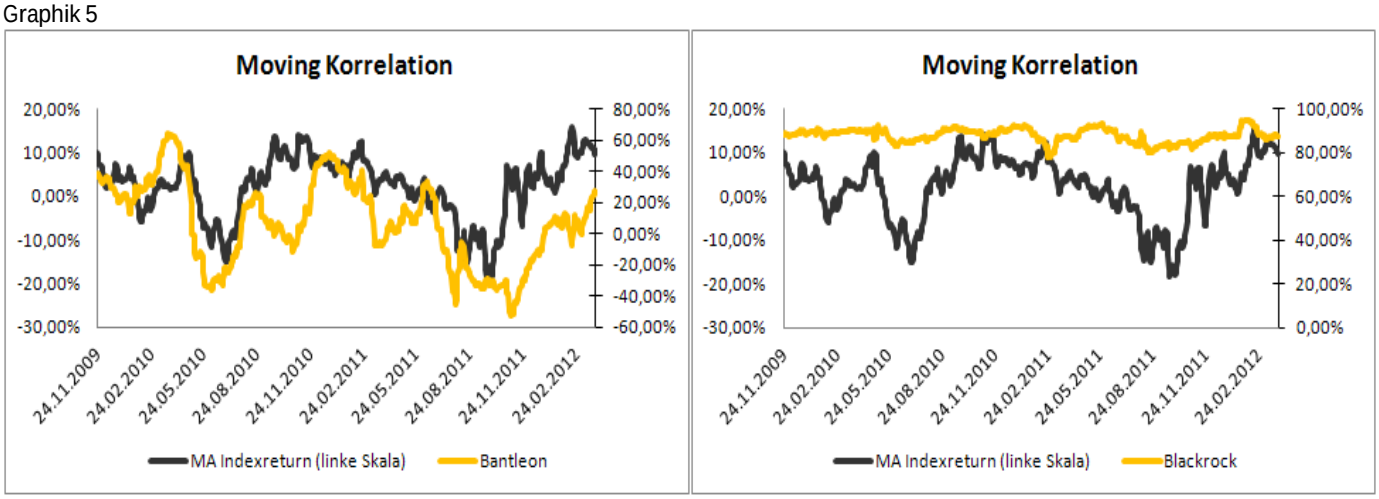
	MSCI	MSCI+	rsquare
Aquila	13,54%	-8,05%	34,27%
Invesco	20,78%	1,99%	48,33%
Bantleon	-0,95%	-1,52%	2,67%
FvS	12,70%	-3,62%	33,82%
M&W	6,02%	4,35%	10,82%
Blackrock	53,13%	-1,42%	86,87%
Ethna	-1,17%	-12,72%	32,78%
DB Best of	29,62%	-14,14%	63,62%
Mischfonds	47,81%	-1,76%	96,85%
Top	*54,70%*	*27,27%*	*82,14%*

Das zweite Verfahren ist eher intuitiv motiviert: Intuitiv sollte für einen guten Timer die Korrelation zum MSCI mit der Performance des MSCI atmen, d.h. die Korrelation zwischen, z.B., der 60-Tages Korrelation und 60-Tages MSCI Performance sollte hoch sein. Dies ist in Tabelle 4 als KK Timing bezeichnet.
In der Tabelle 4 sind zunächst die Korrelationen zum MSCI sowie dem Toptrader (Korr Index und Korr Top) aufgeführt. Gute Timing Fähigkeiten werden z.B. durch eine hohe Korrelation zum Toptrader, die gleichzeitig noch deutlich höher als die Korrelation zum Index sein sollte, dokumentiert. Diesbezüglich kann keiner der Fonds überzeugen. Allerdings wird wiederum lediglich die prozykische Timing Fähigkeit des Toptraders belohnt, antizyklische Fähigkeiten bleiben unerkannt.
Deutlich aussagekräftiger ist die zuvor motivierte KK Timing Kennzahl. Sie quantifiziert in welchem Ausmaß in einem beweglichem 60-Tages Fenster die Korrelation zum Index sich mit der Performance des Index auf- bzw. abbaut. Allerdings sagt diese Kennzahl nichts über die Effizienz der Umsetzung der Timing Fähigkeiten, d.h. eine hohe KK Ziffer bedeutet nicht zwangsweise dass der Fonds aus der so begründeten Timing Fähigkeit auch etwas macht. Um diesen Punkt zu illustrieren haben wir den Verlauf der 60-Tageskorrelation und die 60-Tages Performance des MSCI für die Fonds mit den höchsten KK Kennziffern aufgeführt. Beide Graphiken sehen vom Verlauf her nach guten Timern aus. Wohingegen die Korrelationen des Bantleon Fonds zwischen -60% und +60% schwanken, fluktuiert die Korrelation des Blackrock Fonds ständig um 85% herum. Man könnte sagen dass bei Blackrock die Timing Fähigkeit vorhanden ist (siehe KK Timing Kennziffer) der Fonds aber nichts daraus in Bezug auf Ertragsgestaltung macht (Korrelation zum Index zu hoch und zu wenig variabel).
Um diesen Effekt mit zu berücksichtigen ist in der Tabelle 4 noch eine adjustierte KK Timing Kennziffer angegeben, welche die Größe der Korrelationsfluktuationen mit einbezieht. Hier schiebt sich, wie auch bei der zuvor betrachteten „Timing Ability“ die Kennzahl des M&W ins Auge. Daneben kommen Aquila und, mit Abstrichen durch die adjustierte KK Timing Ziffer, Invesco noch gut heraus.

Tabelle 4

	Korr Index	Korr Top	KK Timing	Adj KK Timing
Aquila	33,92%	35,85%	28,82%	7,35%
Invesco	48,30%	49,72%	27,14%	4,96%
Bantleon	-0,64%	10,72%	52,15%	14,15%
FvS	33,71%	30,40%	14,65%	1,85%
M&W	10,09%	13,79%	24,32%	8,12%
Blackrock	86,86%	70,56%	49,47%	1,52%
Ethna	26,76%	29,42%	9,28%	2,48%
DB Best of	63,15%	61,26%	-2,18%	-0,27%

Graphik 5



Schlussfolgerungen

Wir haben uns in diesem Report der nicht ganz unproblematischen Analyse der Timing Fähigkeiten verschiedener Balanced Mandate angenommen. Parallel zu dieser Betrachtung dient der Report auch dazu verschiedene Bewertungsansätze und Kennziffern zum Timing zu testen. Insofern sind unsere Schlussfolgerungen eher vage gehalten. Die von uns genutzten Methoden zur Bewertung der Timing Fähigkeiten haben deutlich gemacht, dass verschiedene Fonds nicht nur unterschiedliche Timing Fähigkeiten relativ zum Aktienmarkt an sich, sondern auch verschiedene Stärken der Timing Fähigkeiten haben. Es wird auch deutlich, dass Performance alleine sich nicht eins-zu-eins auf alle Aspekte der Timing Fähigkeiten abbildet: FvS mit der optisch und absolut besten Performance sticht nicht in gleichem Masse bei den Timing Fähigkeiten hervor. Einigermaßen verlässlich werden Aquila und Invesco in allen Betrachtungen hervorgehoben. Blackrock erscheint zwar wie eine untergewichtete Indexanlage, kann aber bei genauerer Analyse doch mit gewissen Timing Fähigkeiten aufwarten, macht aber im Endeffekt zu wenig daraus. M&W, im Gesamtbild der Fonds eher unauffällig, fällt gerade bei den quantitativen Kennziffern positiv auf. Ethna rangiert im unteren Bereich und schneidet bereits schlechter als der Mischfonds ab, DB Best-Of mit einer formelbasierten Best-Of Strategie bildet das Schlusslicht. Anzumerken bleibt, dass das aus dem akademischen Bereich stammende „Timing Ability“ Maß keinem der Fonds wirkliche Timing Fähigkeiten zugesteht.

Was die Schlussfolgerung bzgl. der Methodik angeht, so präferieren wir nach dieser Analyse eindeutig die Quantifizierung der Intuition: Die Interpretation der Drawdown/Drawup Prozesse sowie die Korrelation zwischen moving Korrelation und moving Index Performance.

Datenquellen: Bloomberg, L.P., eigene Berechnungen

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