



Aktiv vs Passiv oder besser Aktiv vs Digital Eine kurze Betrachtung zum Wandel im AM und zum Strategieverhalten in 2017.

Executive Summary und Conclusio

- Nach kurzer Kommentierung der Entwicklung von aktiven gegenüber passiven und digitalen Ansätzen stellen wir einige passive und semi-passive Strategien aktiven Fonds für das Jahr 2017 gegenüber.
- In einer für „Buy and Hold“ idealen Marktumgebung treten klare Unterschiede der Strategien in der Fähigkeit Wert zu erzeugen auf, allerdings nicht in der Betrachtung der hier vertretenen smart-passive gegen aktive Varianten.
- Am Ende führen wir einige der zuletzt vermehrt auftauchenden Illustrationen zu Manifestationen von Marktüberhitzungen auf.

Grundlegendes

Fast schon 9 Jahre dauert der Aufschwung der wichtigsten Aktienmärkte sowie korrelierter Risiko- bzw. Asset Klassen an, von einigen kurzzeitigen Unterbrechungen abgesehen. Seit etlichen Jahren warnen anerkannte Kapitalmarktexperten vor einer Überhitzung und überschäumender Irrationalität – bisher lagen sie alle damit falsch. Es werden einem die Worte des großen Ökonomen einer vergangenen, ex post als überhitzt klassifizierten Epoche, John M. Keynes, wieder ins Gedächtnis gerufen: „The markets can remain irrational much longer than you can remain solvent“.

Wohingegen bisher allerdings die Expertenwarnung durch eigene Einsicht und Weitsicht (und angedeuteter Eigenpositionierung) gerechtfertigt wurden, hat sich mittlerweile die Substantivierung dieser Warnungen geändert: Es werden vermehrt graphisch dargestellte Statistiken zur Untermauerung der vermeintlichen Irrationalität und überschäumenden Euphorie aufgeführt. Im zweiten Teil dieses Reports haben wir einige dieser Graphiken zur Unterhaltung und Meinungsbildung aufgeführt.

Im ersten Teil werden wir uns wieder der Betrachtung einiger Fonds und Anlagestrategien widmen.

Aktiv vs. Passiv oder eigentlich eher aktiv vs. Digital/automatisiert

Das Jahr 2017 dürfte die Diskussion über die relative Werthaltigkeit aktiven Asset Managements gegenüber einer eher passiven Vorgehensweise wieder ordentlich befeuern – nicht zugunsten aktiver Mandate. Die meisten für klassische (institutionelle) Anleger relevanten Risikoklassen (wir kommentieren hier nicht weiter, dass sich der Begriff Risikoklasse nicht mehr so eindeutig darstellt wie früher) weisen für das Jahr 2017 bis dato sehr ansehnliche Erträge auf, bei historisch geringer Volatilität. Abschwünge hielten sich teilweise an alte Schemata („Sell in May...“ für europäische Aktien) und fielen auch hier sehr Anleger-freundlich aus. Die Abschwünge hielten sich darüber hinaus an die Tradition der letzten Jahre, d.h., auch wenn sie mal schärfer ausfallen werden sie stets sofort und zügig wieder zurückgekauft. Ein funktionierendes Risiko Management im Rahmen eines aktiven Mandats wird in einer solchen Marktumgebung wenig goutiert. Diversifikation, insbesondere wenn sie auf „Schönwetter“-Korrelationen statt auf Tail-Korrelationen ausgerichtet sind, zieht durch die Mittelungseffekte die Performance gerade in den vorherrschenden Marktphasen in Richtung Mittelmäßigkeit.

Da stellt sich dann schon die Frage, wozu nach robustem Alpha ausschauen, wenn die Märkte (Beta) genügend Ertrag abwerfen. Wozu Risiko Management, wenn dies die Performance derzeit eher drückt. Natürlich wird nach einer Wende aktives Risiko Management wieder sehr schnell gefragt sein, aber in der seit Jahren vorherrschenden Marktumgebung haben aktive Manager häufig ihre gute Not mit reinem, passiven Beta mitzuhalten. Zusätzlich ist es auch wenig hilfreich, wenn ein großer Teil der aktiven Manager Risiko Management durch Risikoerfassung anhand falscher Kennziffern betreiben und sie somit auch in Phasen, in welchen aktive Allokationsveränderungen Rechtfertigung erlangen könnten, versagen – es besteht ein eklatanter Unterschied zwischen Korrelation und Tail-Korrelation, bei Cross Hedges sind insbesondere Tail-Liquiditäts Effekte zu beachten. Auch bekommt man den Eindruck, dass die von vielen so gepriesene Diversifikation eher der Absicherung gegen die Schwächen des Asset Managers dient. (Das bedeutet nicht, dass Streuung von Anlagen per se Unsinn ist, aber als Risikominderung nur sinnvoll, wenn die Tail-Korrelation nicht nahe +/- 100% liegt.) Das alles dient nicht dazu eine Dominanz aktiver- gegenüber passiven Mandaten bzw. reinem Beta zu begründen.



Gerade das vergangene Jahr wirft wieder einmal die Frage auf, ob man sich nicht eher aus dem mittlerweile recht üppigen Angebot an passiven Strategien bedient, statt z.T. überhöhte Gebühren für aktive Manager zu bezahlen, welche dann in der Performance hinterherhinken, eingeschränkte Handelbarkeit aufweisen und am Ende noch teilweise schwieriger regulatorisch umgesetzt werden können. Darüber hinaus sind passive Produkte heutzutage nicht mehr lediglich statische Allokationen in verschiedene Märkte/Indices/Risikofaktoren.

Die Evolution der passiven Strategien

Eine passiv Anlage bedeutet nicht mehr wie früher eine einfache Buy & Hold Strategie in einem Aktien-, Kredit/Bond- oder Alternativindex. Der Begriff schwimmt zunehmend. Zum einen ist mittlerweile fast jeder anlagewürdige Index über ein ETF irgendeines Anbieters investierbar gemacht. Zum anderen weitet die Flut an frisch hergeleiteten Risikofaktoren mit ihren eigens zugeschriebenen Risikoprämien das Universum an investierbaren Marktsegmenten erheblich aus. Darüber hinaus werden diese wiederum in semi-statische Allokationen, welche regelbasierte Veränderungen der Exponierung z.T. automatisiert vornehmen, weiter ausgeweitet. Es nutzt schließlich nichts, alle Risikoprämien zu kennen. Da die meisten nicht in allen Marktphasen zur Geltung kommen, muss die Allokation entsprechend hin und wieder angepasst werden. Gerade dieser letztgenannte Bereich der automatisierten, quantitativ gesteuerten semi-dynamischen Allokation in verschiedene Basis-Risikofaktoren bietet massiv Potential, aktiven Managern das Wasser abzugraben: Sie sind einfach herzustellen und umzusetzen, die Kosten beschränken sich eigentlich auf eine Lizenzgebühr für den Algorithmus. Dieser Ansatz bietet Skalierungsmöglichkeiten, von denen klassisch agierende, aktive Manager nur träumen können. Auch Risikomanagement lässt sich in den meisten Fällen automatisiert im Rahmen einer quasi-passiven Anlage eingliedern, selbst unter Einschränkungen der Liquidität – schließlich wird auch schon seit geraumer Zeit für viele Märkte stochastische Optimierung zur automatisierten Liquiditätssteuerung eingesetzt. Passive Anlagen mutieren damit vermehrt zu digital gesteuerten Anlagen. Zuletzt könnten auch einige, auf den Finanzmarkt nun übergreifende Entwicklungen in der Künstlichen Intelligenz (KI) bzw. dem maschinellen Lernen den Bereich der passiven Anlagen zusätzlich befeuern.

Erfahrungen mit KI – nur für Interessierte

KI ist derzeit wieder einmal in einer Hypephase, alles wird oder soll zumindest algorithmisch über KI gesteuert und betrieben werden.

Auch der Finanzbereich ist davon erfasst. Neben der zunehmenden, vornehmlich von FinTechs angetriebenen Digitalisierung im klassischen Bankgeschäft, beschäftigen sich insbesondere quantitativ ambitionierte Asset Manager, Hedge Fonds und die Handelsabteilungen der Investment Banken mit dem Einsatz maschinellen Lernens.

So gilt Ray Dalio's Bridgewater als KI getriebener HF – er selbst sieht seine Systematik eher als klassisches Expertensystem – aus jahrelanger Handelserfahrung aufgebautes, komplexes, regelbasiertes System, mit einem Hauch Bayes'scher Adaption. Auch Trader Legenden wie Paul Tudor-Jones sollen sich intensiv mit maschinellen Lernen beschäftigen, nachdem die Performance des einst so erfolgreichen Bauchgefühls bei den Anlegern zuletzt eher Magengeschwüre verursacht hat.

Von den Erfahrungen her (hier geht es mehr um direktionale Prognosefähigkeit, weniger um, z.B., fundamentale Prognosen) stehen regelbasierte Ansätze, wie sie von Bridgewater betrieben werden, allesamt recht gut dar. Allerdings sind diese Systeme nur sehr mühsam aufzubauen: Sie benötigen lang zurückreichende, formalisierbare Handelserfahrung, sind sehr Daten intensiv und benötigen außerordentliche Disziplin in der Aggregation und im Testen auf Robustheit. Dalio ist dies gelungen, nicht jeder hat aber den Drive und die Disziplin eines Ray Dalio. Maschinelle Alternativen zur Regelerstellung in Handarbeit mit insgesamt guten Erfahrungen sind Decision Trees bzw. deren Robustifizierung, die „Random Forests“. So hat ein derartiger Ansatz vor einigen Jahren den Two-Sigma-Kaggle Contest gewonnen, JP Morgan nutzt den Ansatz im Bondbereich. Weiterhin bietet die Modernisierung eines alten Konzepts, das „Differentiable Inductive Logic Programming“ eine Möglichkeit eine Regelsystem recheneffizient zu erstellen (Google Deep Mind, Evens et al., 2017).

Einfache Modelle wie „Vektor-Auto-Regressionen“ über Indikatoren oder auch „Support Vector Machines“ zur Separierung von Input-Indikatoren eignen sich höchstens zur Unterstützung, man sollte derartige Ansätze nicht alleine an den Markt lassen (für direktionale Prognosen) – bei der Klassifizierung von Fundamentaldaten, schneiden SVM's allerdings etwas besser ab, aber ohne autonomes Agieren zu rechtfertigen.

Deep Learning ist das allgemeine KI Segment welches sich zuletzt am dynamischsten entwickelt hat. Die Erfahrungen sind hier allerdings gemischt. Die Selektion des Inputs, das „Feature Engineering“ beeinflusst maßgeblich den Erfolg eines



Ansatzes, reine Rohdaten (High-Low-Close etc.) oder technische/fundamentale Indikatoren aus dem Lehrbuch als Input werden nicht funktionieren, egal für welche Deep Learning Variante man sich entscheidet (auch nicht für Random Forstes), da muss man sich schon mehr anstrengen. Architektonisch besteht die Herausforderung darin, diese an die Problemstellung anzupassen und dabei die Kapazität zwar groß genug zu belassen um sinnvolle Differenzierungen vornehmen zu können aber gleichzeitig derart einzuschränken dass die Verallgemeinerungsfähigkeit maximiert wird. Dies ist nach wie vor ein aufwendiges, experimentelles Verfahren. Zu oft sieht man Methoden-orientierte Ansätze, das Aufsetzen eines Off-the-Shelf KI Modells, ohne strukturelle Anpassung an die Problemstellung und die Handelsintuition – es darf nicht wundern, wenn solche Ansätze erfolglos bleiben.

Von den neueren Entwicklungen bieten insbesondere Deep Recurrent Memory Networks wie die „Neural Turing Machine“ (Google Deep Mind, Graves et al. 2014) oder die Erweiterung, der „Differentiable Neural Computer“ (Google Deep Mind, Graves et al. 2016) deutliche Vorteile gegenüber Standard Deep Neural Nets: Sie umgehen nicht nur durch die Rekurrenz das Problem der Embedding Dimension und der Repräsentation der zeitlichen Evolution, sie erlauben auch eine effiziente Möglichkeit die Marktumgebung zu repräsentieren (man liest Memory = Marktumgebung).

Die Wavelet Analyse wurde/wird zur besseren räumlichen Skalierung in der Bilderkennung eingesetzt, aber auch zur zeitlichen Skalierung im Finanzbereich (90-er Jahre, e.g. Prediction Company, anscheinend mit nur mäßigem Erfolg).

Ähnlich, aber besser, kann man die zur räumlichen Skalierung in der Bilderkennung eingesetzten Convolution Networks als Recurrent Convolution Network für temporale Skalierung (Kaskaden Effekte) für Finanzdaten nutzen.

Für all diese Ansätze ist eine gewisse Umgestaltung der Modelle notwendig um von den ursprünglich anvisierten Anwendungen wie der Sprach- und Bilderkennung auf Finanzdaten umzusatteln.

Das Segment entwickelt sich rapide, die Grundvoraussetzungen sind: Aufwendiges Feature Engineering (benötigt massive Handelserfahrung, diszipliniert formalisiert), Problem- und nicht Methodenorientierter Ansatz (es macht keinen Sinn ein Off-the-Shelf Deep Learning Modell mit irgendwelchen einfachen Daten zu füttern, nicht jede Architektur, welche für Bild- und Spracherkennung Sinn ergibt ist für Finanzdaten geeignet), Geduld und Erfahrung im Experimentieren mit Variationen (Kenntnis im Umgang mit „Tensor Flow“ hilft), Kombination von Ansätzen.

Google's Alpha Go System hat Deep Reinforcement mit einigen anderen Ansätzen, darunter auch GOFAI („Good old fashioned AI“) kombiniert, man kann wohl davon ausgehen, dass sich dies für Finanzdaten ebenfalls empfiehlt. Insgesamt ist KI aber immer noch eine experimentelle Wissenschaft und das bedeutet Zeitaufwand. Es wird also noch etwas dauern, bis KI Ansätze nachhaltigen Anteil am Asset Management erringen werden, man kann aber davon ausgehen, dass man eher von den frustrierten oder aufgehübschten Misserfolgen hört, als dass erfolgreiche Anwendungen sofort publiziert werden.

Eine weitere Erfahrung scheint den Marktakteuren bislang noch gemein: Auch wenn die Ansätze bereits gute oder zumindest vielversprechende Ergebnisse liefern, eine Verbesserung wird derzeit noch durch die Kombination von maschinellen Lernen mit einem menschlichen Operator erzielt.

Die Situation des aktiven Managers

Wir halten die Tage der meisten, eher im Unter- und Mittelfeld der verwalteten Asset Volumina und Performance logierenden aktiven Asset Manager, welche nach althergebrachten klassischen Methoden ihre Dienste anbieten (lizenzierter Asset Manager, Mandate als regulierten Fonds mit KGV und Depotbank aufgelegt und über eigene Sales-Anstrengungen verkauft) für gezählt. Das Geschäftsmodell ist überholt und ineffizient, die Kosten, schon alleine für Infrastruktur und Verwaltung sind mittlerweile zu hoch. Es könnte ein ähnlicher Effekt wie im Einzelhandel auftreten: Die großen Anbieter verfügen noch über die Skalierbarkeit um sich auch digital aufzustellen und um dem „Kodak Moment“ zu entgehen. Von den Kleinen wird es einige wenige geben, die sich aufgrund von spezifischen Kundenzugang und/oder Performance eine Nische bewahren können. Der Rest wird marginalisiert oder muss sich „andocken“.

Auch die Vermarktung, welche von vielen aktiven Anbietern immer noch durch eigene Reisetätigkeit erbracht wird, ist durch entsprechende digitale Plattformen deutlich effizienter dargestellt. Das wird den persönlichen Kontakt nicht vollkommen ersetzen, dieser ist dann aber nachgelagert.

Hier gilt es, sich durch Neukonzeption aus dem ineffizienten und sehr kompetitiven Umfeld zu lösen. Dem Wettbewerb wird man im Asset Management nicht entgehen können, man kann sich aber durch eine rechtzeitige Ausrichtung auf zunehmende Digitalisierung und Automation etwas mehr Luft zum Atmen verschaffen.



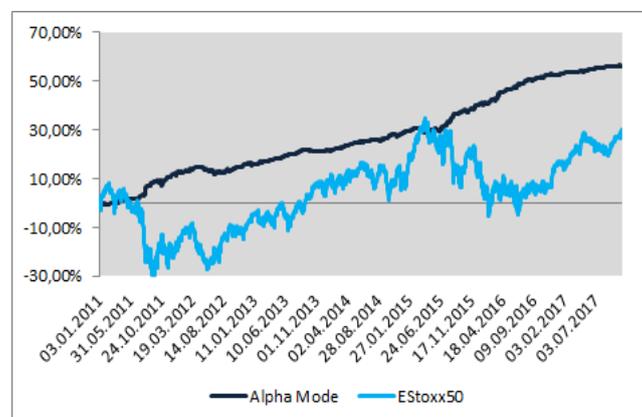
Für den aktiven Manager, der sich über die Feiertage Mut und Ideen zur Veränderung anlesen möchte, hier noch einige Lesevorschläge: Wenn man lesen will, wie man seine Personalabteilung in einen FinTech wandelt oder sein gesamtes Handeln rationalisiert (im Sinne von rational handeln), ist man mit „Ray Dalio – Principles“ bestens unterhalten. Wer sich mit seiner Unternehmung in etwas konkurrenzfreieres Terrain begeben möchte, dem sei „W.C. Kim et al. - Blue Ocean Shift – Beyond Competing“, dem Sequel zum Bestseller Blue Ocean Strategy, ans Herz gelegt. Wie man sich gegen die zunehmende Konkurrenz der Automatisierung zur Wehr setzt, kann man in „M.Frank et al. - What to do when machines do everything“ nachlesen. Zu guter Letzt, für alle die sich fürs nächste Jahr den „Burning Man“ auf den Reiseplan gesetzt haben um wenigstens einmal im Leben über den Tellerrand zu schauen, sei „S. Kotler et al. - Stealing Fire“ empfohlen (Disclaimer: Nicht zum Eigenkonsum, nur zur Unterhaltung gedacht!)

Teil 1: Der analytische Part: Passiv, smart und aktiv beim Versuch den eigentlich einfachen Markt 2017 zu meistern

Der analytische Teil dieses Reports fällt diesmal etwas kürzer aus: In einem – zumindest bis Anfang Dezember – wenig volatilen aber insgesamt gut performenden Markt sind die Differenzierungsmöglichkeiten über die Qualität des Risikomanagement nicht als systematisch zu betrachten und somit wenig sinnvoll. Auch eine positive Strategieperformance ist vor diesem Hintergrund stets mit Vorsicht zu bewerten, da ebenfalls nicht notwendigerweise durch die Mangerleistung bedingt. Allerdings treten gerade auch in diesem Jahr eklatante Unterschiede in der Fähigkeit die positive Marktumgebung für sich zu nutzen auf.

Wir beschränken uns hier auf einen kurzen Vergleich von passiven, smart Beta und einigen aktiven Mandaten für das Jahr 2017 (1.1.2017 bis 30.11.2017). Es soll dabei vornehmlich auf die Fähigkeit abgestellt werden positive Marktumgebung zu nutzen ohne negative Marktphasen zu sehr in der eigenen Performance durchschimmern zu sehen. Dass reine „Buy & Hold“ Strategien in positiven Marktphasen gut aussehen, ist offensichtlich. Die Betrachtung geht eher dahin smarte-passive Strategien mit aktiven zu vergleichen um einzuschätzen ob hier klare Dominanzen in dieser Marktumgebung auszumachen sind.

Vorab aber wollen wir – zurückgreifend auf die vorige Diskussion über automatisierte Strategien – ein Beispiel einer voll automatisierten Options Strategie geben. Die „Alpha Mode Full Quant“ Strategie kombiniert mehrere Optionsstrategien sowie ein über Long Gamma Varianten und Futures ebenfalls automatisiert gesteuertes Risiko Management. „Alpha Mode Full Quant“ ist somit als digital-passive Strategie zu klassifizieren. Den Performanceverlauf der letzten 8 Jahre haben wir nachfolgend aufgeführt. Da diese Graphik lediglich eine Simulation anhand historischer Daten illustriert, setzt sich diese Darstellung natürlich dem Vorwurf aus, die Strategie auf die historischen Daten angepasst zu haben. Die Strategie wird zukünftig mit den gleichen Einstellungen weitergeführt und wird sich dann auch der realen Konkurrenz stellen.



Zu den Strategien:

Nachfolgend betrachten wir den €Stoxx 50 Index als „Markt“- auch wenn es für 2017 deutlich besser performende „Märkte“ gibt, sowie den MSCI World in Euro als „Zweitmarkt“, auch wenn die betrachteten Strategien teilweise andere

Absolute World Analytics Insight Report 24. Ausgabe

Dezember 2017

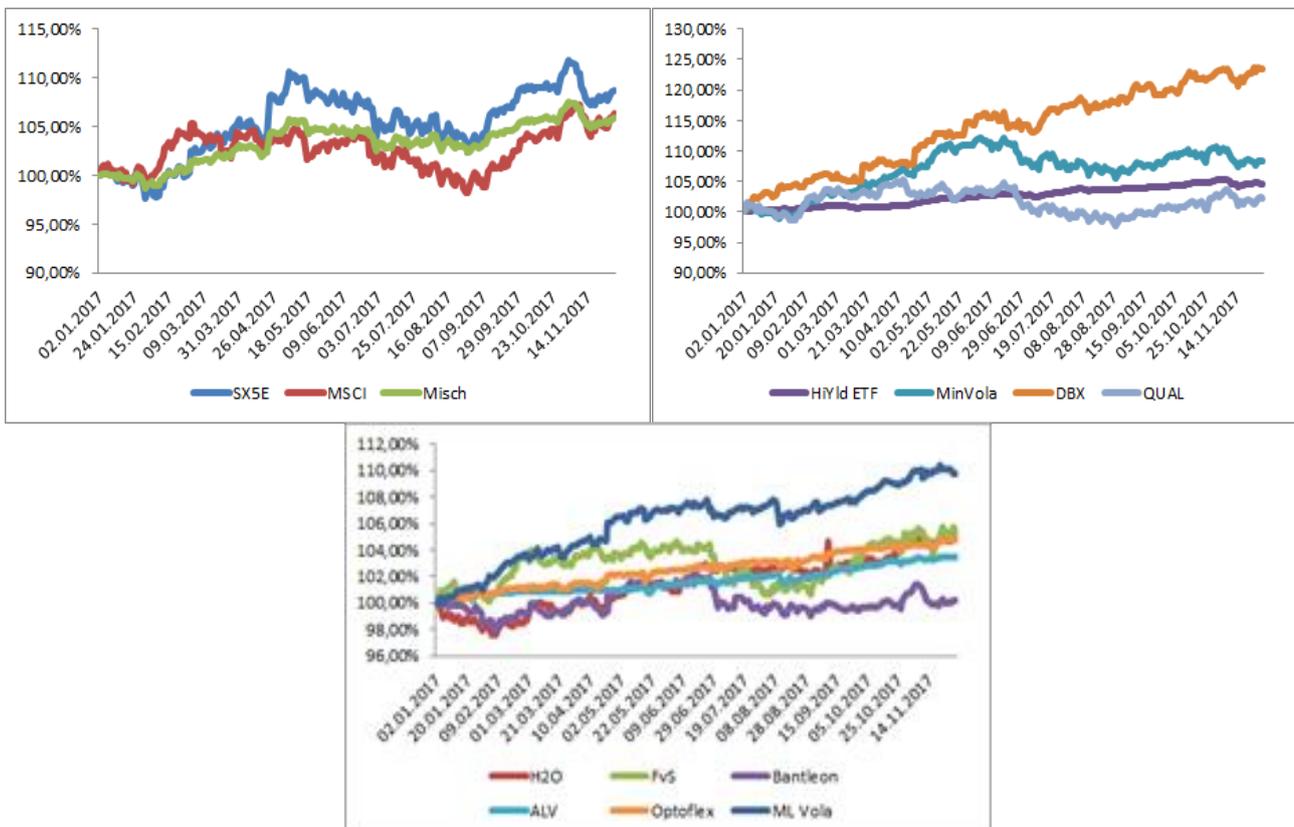


Märkte beackern (e.g. Optoflex oder der passive High Yield ETF). Für die anstehende kurze analytische Betrachtung stellen wir eine passive Misch-Strategie („Misch“: 50% Index, 30% €Corporate Index, 20% € High Yield Index), einige Smart Beta Strategien (ETFs) und einige aktive Mandate zusammen. Die Auswahl der Strategien und Fonds ist wie stets willkürlich, die aktiven Strategien sind allerdings zumindest in der Vergangenheit erfolgreich gewesen und allesamt mehrfach von der Zukunft ausgezeichnet. Deren nachfolgende Kennzahlen sind in hellem Blau untermalt. Die Auswahl der Smart Beta Strategien erfolgt u.a. über die Beliebtheit (AuM) sowie medienseitiger Belobigungen. Deren nachfolgende Kennzahlen sind in dunklem Blau untermalt. Die nachfolgend betrachteten Strategien und Fonds sind im Einzelnen:

Fonds	Fondsgesellschaft/Anbieter	ISIN	Alias
iShares Euro High Yield Corp.B.UCITS ETF (Adj.)	Allianz GI	IE00B66F4759	AGI KP
iShares Edge MSCI Europe M.V.U.E.EUR Acc (Adj.)	Allianz GI	IE00B86MWN23	AGI VS
Xtrackers FTSE Developed ex US Comprehensive Factor ETF	DB	US2330515154	DBX
Lyxor U.ETF SG Global Quality In.NTR EUR (Adj.)	SG Lyxor	LU0832436512	Qual
H2O Adagio I Cap (Adj.)	H2O	FR0010929794	H2O
FvS Multiple Opportunities II R (Adj.)	FvS	LU0952573482	FvS
Bantleon Opportunities L PA (Adj.)	Bantleon	LU0337414485	Bantleon
Allianz Volatility Strategy P EUR (Adj.)	AGI	LU0417273223	ALV
OptoFlex I EUR (Adj.)	Feri	LU0834815101	Opto
ML Enhanced Volatility	Merrill Lynch	LU1468410581	ML Vola

Zunächst ist nachfolgend die Performance für alle Märkte und Strategien aufgeführt (aufgeteilt in Märkte & Passiv, ETFs und aktive Mandate). Wünschenswert wäre gewesen, dass bei den Strategien die Signatur des zwischenzeitlichen Marktabschwungs nicht zu deutlich sichtbar ist.

Die Misch-Variante als rein passiver Vertreter kann den zwischenzeitlichen Abschwung gut abfedern, bei den ETFs lassen sich DBX und auch High Yield (nicht überraschend) vom Abschwung überhaupt nicht beeindruckt, ähnlich sieht das für die Vola Produkte (ALV, Optoflex & ML Vola) sowie H2O bei den aktiven Mandaten aus. Die Balanced Mandate (FvS & Bantleon) können hier nicht überzeugen, genauso wenig wie die beiden ETF Varianten MinVola und Qual.



Absolute World Analytics Insight Report 24. Ausgabe

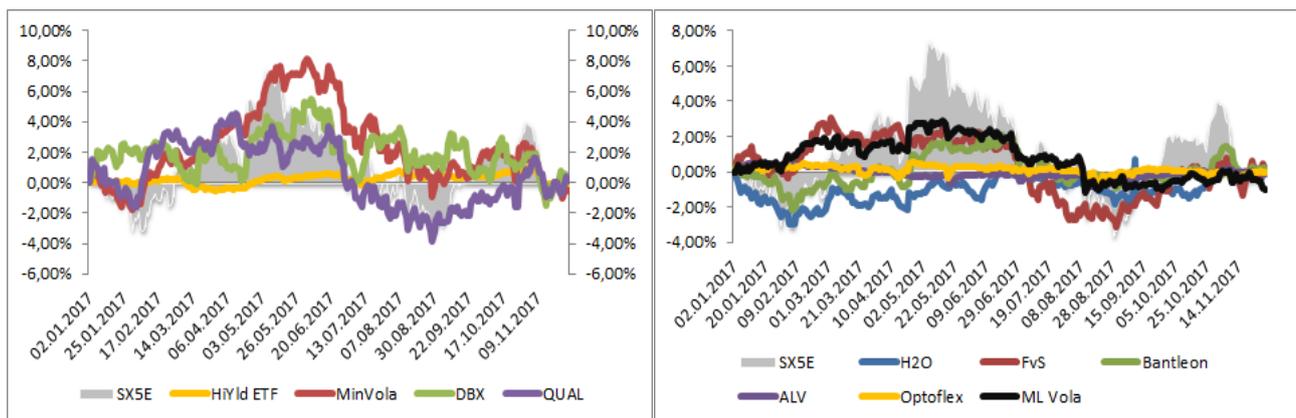
Dezember 2017



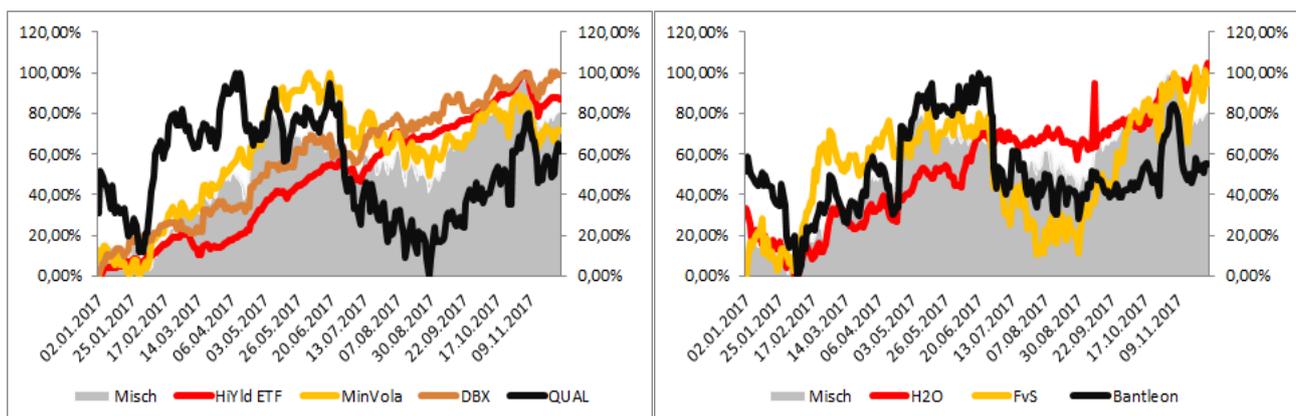
Nachfolgende Tabelle fasst einige der Standard Kennziffern zusammen. Es bestätigt etwas detaillierter den optischen Eindruck obiger Graphiken. Auffallend ist allerdings, dass H2O, ALV und Optoflex zwar einen sehr ansprechenden Verlauf aufweisen, die Gesamtperformance aber nicht üppiger als die Misch Variante ausfällt. ML Vola und DBX schlagen beide den Index, bei niedriger Volatilität.

	SXSE	MSCI	Misch	HiYld ETF	MinVola	DBX	QUAL	H2O	FvS	Bantleon	ALV	Optoflex	ML Vola
Performance	8,77%	6,35%	5,83%	4,64%	8,35%	23,37%	2,29%	5,34%	5,31%	0,16%	3,41%	4,80%	9,74%
Volatilität	10,08%	8,98%	5,11%	1,03%	7,24%	7,60%	7,36%	4,69%	5,08%	4,11%	1,26%	1,77%	3,64%
Korrelation	100,00%	57,17%	99,18%	36,50%	75,42%	43,38%	48,05%	39,75%	-7,72%	1,84%	6,87%	49,35%	42,24%
Treynor* Ratio	0,05%	0,01%	0,02%	-0,01%	-0,01%	0,08%	-0,01%	0,01%	0,04%	0,03%	0,00%	0,01%	-0,03%
Max Drawdown	-7,40%	-1,10%	-5,95%	-2,77%	-7,10%	-2,29%	-3,87%	-2,29%	-3,87%	-2,93%	-0,65%	-0,62%	-1,75%
Max Drawup	14,45%	9,18%	8,87%	5,35%	13,31%	22,87%	6,70%	7,98%	5,62%	4,24%	3,36%	4,62%	10,42%
Effizienz	54,07%	53,20%	55,22%	69,90%	54,89%	64,16%	51,45%	56,32%	54,58%	50,28%	65,08%	65,23%	62,69%
Up-Tage	51,27%	52,54%	53,39%	74,15%	54,66%	44,07%	51,27%	52,97%	48,73%	43,64%	63,56%	59,75%	59,75%

Nachfolgende Graphik illustriert die Abweichung der Strategien von einer linearen Entwicklung. Hätte sich eine Strategie streng linear über die Periode hinweg zum Endergebnis entwickelt, läge der entsprechende Graph auf der Nulllinie. Man erkennt hier die eigenen Stärke und Schwächephase relativ zur linearen Entwicklung, unabhängig von der Höhe des Endergebnisses. Erkennbar ist, dass HighYield (wiederum nicht überraschend), sowie die Optionsstrategien recht nahe an einer idealen, linearen Performanceentwicklung liegen. Bei den ETFs sieht man erneut, dass die Performance von MinVola und Qual von der ersten starken Periode leben, danach kommt nicht mehr viel.

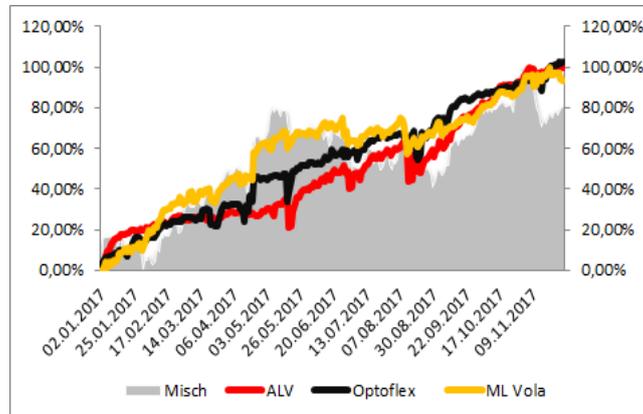


Eine zu obiger Graphik ähnliche Betrachtung ist nachfolgend aufgeführt: Sie betrachtet die Evolution der relativen Position an einem gegebenen Tag, in Relation zur Gesamt-Range über die Betrachtungsperiode der jeweiligen Strategie. Das Minimum während der Periode ist bei Erreichen der Nulllinie gegeben, das Maximum bei einem Stand von 100%. Idealerweise entwickelt sich die Strategie stetig über den Zeitraum von 0% auf 100%. Auch diese Graphik bestätigt die vorigen Eindrücke aus etwas anderer Sicht.

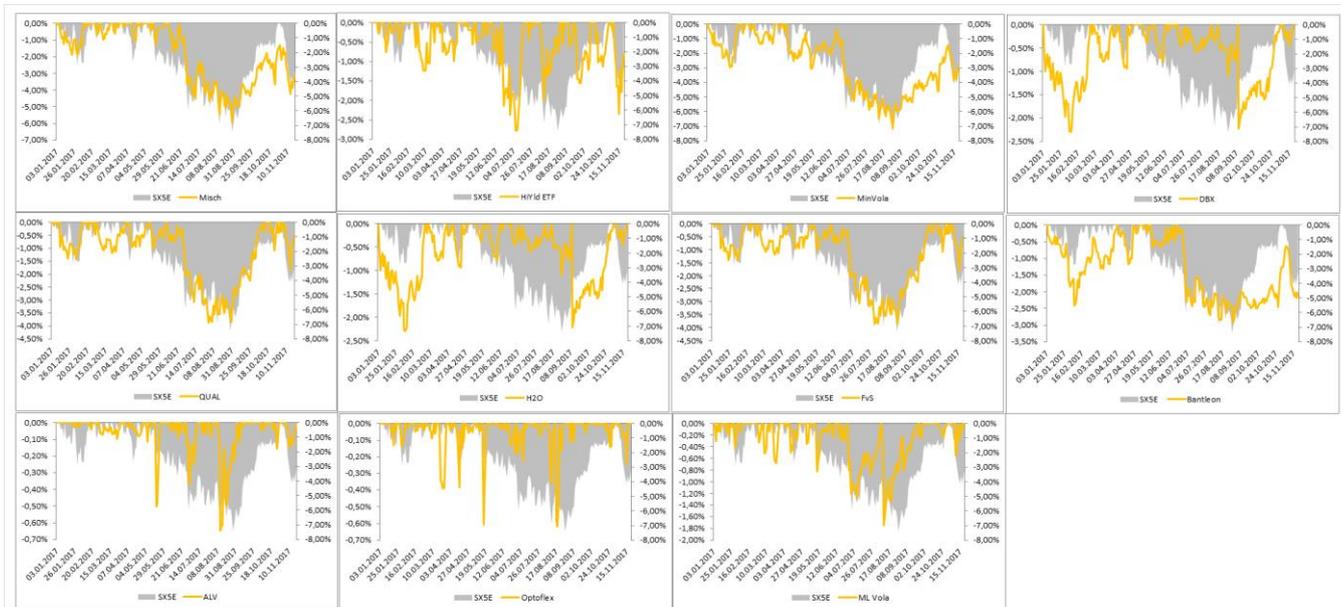


Absolute World Analytics Insight Report 24. Ausgabe

Dezember 2017



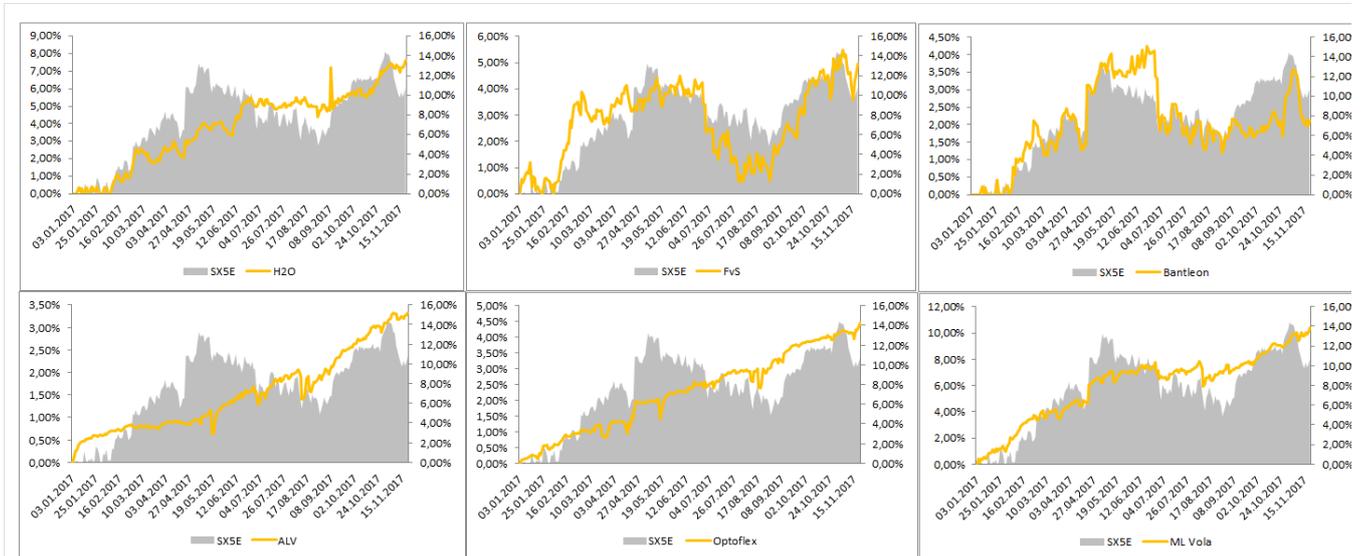
Die Betrachtung der Drawdown Prozesse bestätigt, dass die Strategien, welche mit der Marktumgebung während der Betrachtungsperiode gut zurecht kamen nur kurze Drawdowns aufweisen, teilweise auch nur kurze Spikes. Bei den anderen Strategien sind die Drawdown Phasen teilweise sogar noch ausgeprägter als im Index. Die Misch-Variante weist dabei erwartungsgemäß ein, dem Index sehr ähnlichen Profil auf – qualitativ, nicht quantitativ. Das kann zukünftig in länger anhaltenden schwierigen Marktphasen natürlich deutlich anders aussehen.



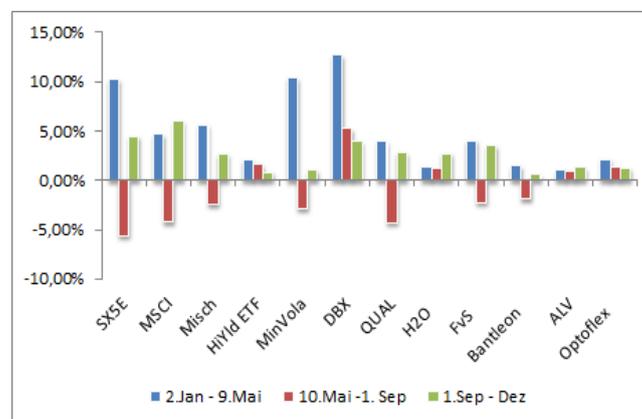
Wir haben die Drawup Prozesse lediglich für die aktiven Mandate aufgeführt, welche wiederum klar erkennen lassen welche Fonds ihre Strategien sauber durchspielen konnten. Die Balanced Mandate sehen hier wiederum nicht gut aus, man hat auch hier wieder den Eindruck, dass sich die beiden Vertreter durch die eigentlich harmlose Abschwung Phase aus dem Konzept haben bringen lassen.

Absolute World Analytics Insight Report 24. Ausgabe

Dezember 2017



Für die nächste Graphik haben wir die Zeitperiode in 3 Segmente unterteilt: Die Markt-Aufschwung Phase von Januar bis Mai, die Abschwung Phase von Mai bis September und die erneute Aufschwung Phase danach bis Anfang Dezember. Die Graphik gibt den Ertrag für jede dieser Phasen für alle Kandidaten an. Auch hier ist die Zweiteilung der Strategien deutlich: Die „Guten“ weisen positive Erträge in allen Phasen auf, die anderen nicht, wobei Qual und Bantleon in der 2. Phase einen größeren Verlust erleiden als der jeweilige Ertrag in den anderen Phasen.



Die Tabelle führt die Daten obiger Graphik nochmals auf und zeigt die Volatilitäten aller Kandidaten in den einzelnen Phasen an.

	SXSE	MSCI	Misch	HiYld ETF	MinVola	DBX	QUAL	H2O	Fvs	Bantleon	ALV	Optoflex	ML Vola
2.Jan - 9.Mai	10,29%	4,70%	5,85%	2,10%	10,44%	12,73%	3,97%	1,32%	4,07%	1,46%	1,09%	2,16%	6,71%
10.Mai - 1. Sep	-5,62%	-4,22%	-2,44%	1,62%	-2,88%	5,28%	-4,31%	1,19%	-2,27%	-1,90%	0,96%	1,31%	0,79%
1.Sep - Dez	4,50%	6,05%	2,67%	0,86%	1,02%	3,95%	2,81%	2,74%	3,55%	0,63%	1,32%	1,26%	2,03%
Vola Periode 1	11,26%	8,31%	5,41%	0,89%	5,97%	7,58%	6,95%	4,11%	4,57%	4,49%	0,56%	1,67%	3,85%
Vola Periode 2	10,60%	9,81%	5,58%	0,99%	8,74%	8,10%	7,88%	2,73%	5,31%	4,42%	1,93%	2,24%	3,99%
Vola Periode 3	7,02%	8,71%	3,82%	1,26%	6,54%	6,96%	7,20%	6,96%	5,41%	3,03%	0,80%	1,12%	2,73%

Die letzte Tabelle illustriert die Partizipation am Index (€Stoxx50) sowie gegenüber der passiven Misch Strategie, manifestiert über das jeweilige Beta relativ zum Index respektive der Misch Strategie, für die volle Betrachtungsperiode, sowie auch jeweils über die drei Phasen. Wünschenswert wären Betas, welche in Phase 2 niedriger als in den anderen Phasen wie auch über die Gesamtperiode ausfallen.

Absolute World Analytics Insight Report 24. Ausgabe

Dezember 2017



Beta zu Index	Misch	HiYld ETF	MinVola	DBX	QUAL	H2O	FvS	Bantleon	ALV	Optoflex	ML Vola
Beta volle Periode	50,33%	3,75%	54,17%	32,70%	35,08%	18,48%	-3,89%	0,75%	0,86%	8,67%	15,28%
Beta Periode 1	47,75%	2,90%	38,38%	32,03%	15,32%	23,48%	-6,60%	2,54%	-0,85%	7,21%	12,19%
Beta Periode 2	52,34%	3,69%	68,45%	29,05%	55,24%	9,46%	-1,58%	-2,53%	3,92%	10,77%	19,12%
Beta Periode 3	53,62%	7,32%	67,00%	46,10%	44,48%	28,84%	-6,59%	1,44%	-2,10%	8,28%	13,15%

Beta zu Misch	Misch	HiYld ETF	MinVola	DBX	QUAL	H2O	FvS	Bantleon	ALV	Optoflex	ML Vola
Beta volle Periode	100,00%	8,56%	111,08%	66,44%	74,43%	36,02%	-5,51%	2,91%	2,39%	17,22%	31,55%
Beta Periode 1	100,00%	6,71%	82,11%	67,26%	35,84%	48,74%	-12,05%	6,11%	-1,53%	15,28%	26,82%
Beta Periode 2	100,00%	7,88%	132,96%	57,80%	105,74%	17,40%	-1,11%	-3,60%	8,09%	20,30%	37,23%
Beta Periode 3	100,00%	16,42%	129,00%	88,62%	92,63%	54,65%	-8,81%	7,74%	-2,47%	15,04%	26,06%

Fazit:

Bei den von uns ausgewählten Vertretern der passiven Varianten, der (teilweise) smarten ETFs sowie der aktiven Mandate ergibt sich für jedes Segment eine Zweiteilung: Einige der Strategien kamen mit dem Umfeld sehr gut zurecht, einige überhaupt nicht. Eine Dominanz von passiv gegenüber smarten ETF gegenüber aktiv lässt sich hier nicht ausmachen. Allerdings bleibt festzuhalten, dass die überzeugenden aktiven Mandate allesamt Optionsstrategien waren. Das Marktumfeld des letzten Jahres ist ideal für solche Strategien. Ob sich deren Verhalten in volatilen Zeiten replizieren lässt ist abzuwarten. Ebenfalls anzumerken ist, dass sich diese Strategien allesamt recht gut automatisieren/passifizieren lassen, also nicht von einem spezifischen Asset Manager abhängen (s. „Alpha Mode“ zu Anfang) – auch das Risk Management wäre damit etwas einfacher im Vorfeld abzuschätzen.

Die Marktumgebungen mit welchen wir seit einiger Zeit konfrontiert sind, erlauben nur sehr beschränkt sinnvolle und nachhaltige qualitative Differenzierungen verschiedener Strategien vorzunehmen. Letztendlich weist jede Kategorie, passiv, smart ETFs oder auch Aktiv, Strategien auf, welche mit der Marktumgebung sehr gut zurechtkommen, die beiden letztgenannten allerdings auch solche die das nicht vermögen. „Buy and Hold“ kommt in Phasen geringer Volatilität und kurzer Abschwünge immer gut klar. Derzeit scheinen Einfachheit und Kosten für passiv, insbesondere für „Buy and Hold“ zu sprechen, aber die Zeiten werden sich auch einmal wieder ändern.

Letztendlich ist die Frage ob passiv oder aktiv wohl die Falsche, die Frage wird eher sein in Subsegmenten (e.g. Optionsstrategien) zwischen aktiv oder digital/automatisiert zu unterscheiden. Letztere Varianten haben nicht nur den passivistischen Vorteil kostengünstiger arbeiten zu können.

Teil II: Eine kurze Bildergeschichte der Überhitzung

Seit Jahren mahnen eminente Persönlichkeiten (George Soros, Stanley Druckenmiller, Ray Dalio, Jeffrey Gundlach etc.) vor einer Überhitzung des Marktes, häufig unterstrichen mit der Offenbarung der eigenen Short Positionen. Es hat nichts genutzt, die Märkte gingen weiter hoch, nur eben ohne die, die sich von den Cassandra Rufen beeindruckt ließen – keine Bange, Soros und Konsorten waren recht schnell wieder dabei...

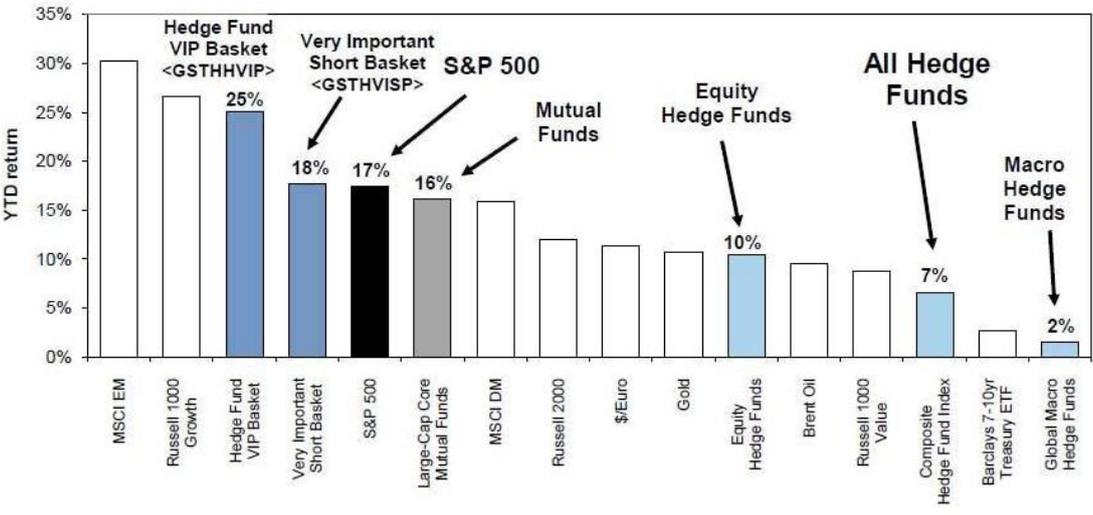
Auch in den letzten Wochen hat man viel über Überhitzungen in etlichen Marktsegmenten gehört. Aber etwas hat sich geändert: Es werden nicht mehr die eigene Positionierung zur Rechtfertigung geliefert, sondern handfeste Daten. Hier, zur Unterhaltung, einige der illustrierten Manifestationen der Überhitzung, unkommentiert:



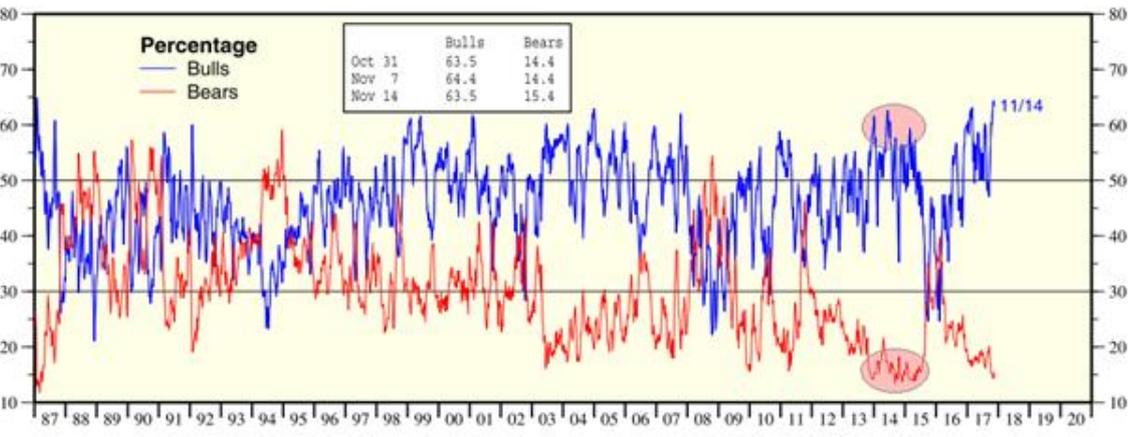
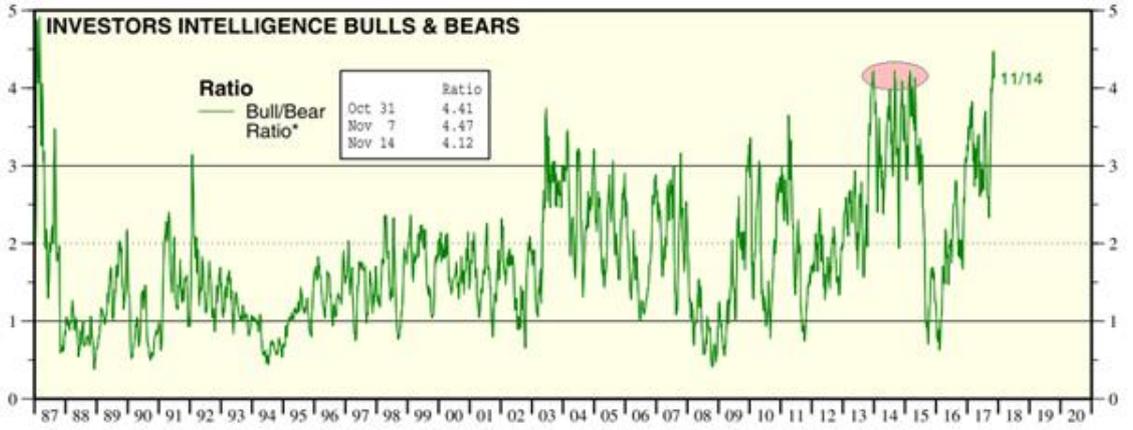
Absolute World Analytics Insight Report 24. Ausgabe

Dezember 2017

Exhibit 2: The most popular long positions have lifted equity hedge funds to a 10% YTD return as of November 20, 2017

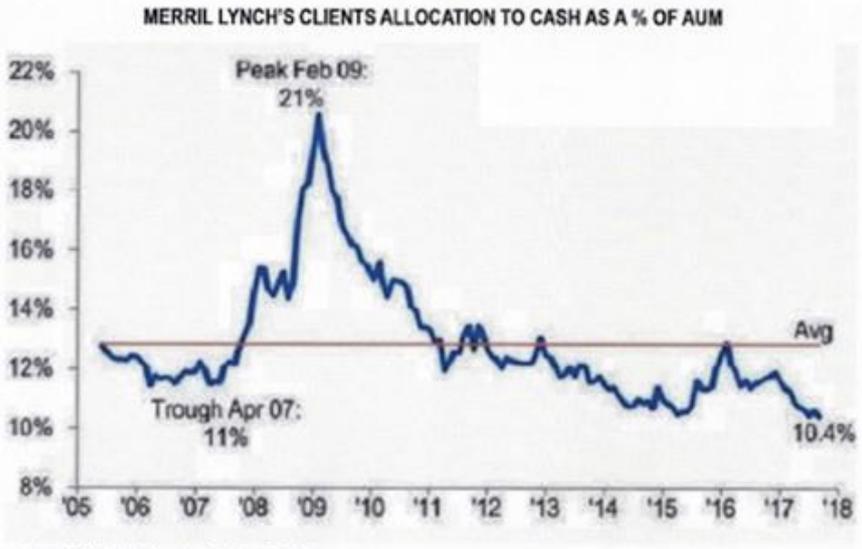


Source: HFR, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research





CASH ALLOCATION LOWEST IN OVER A DECADE



Source: BofAAM, Global Investment Strategy, SAC Data

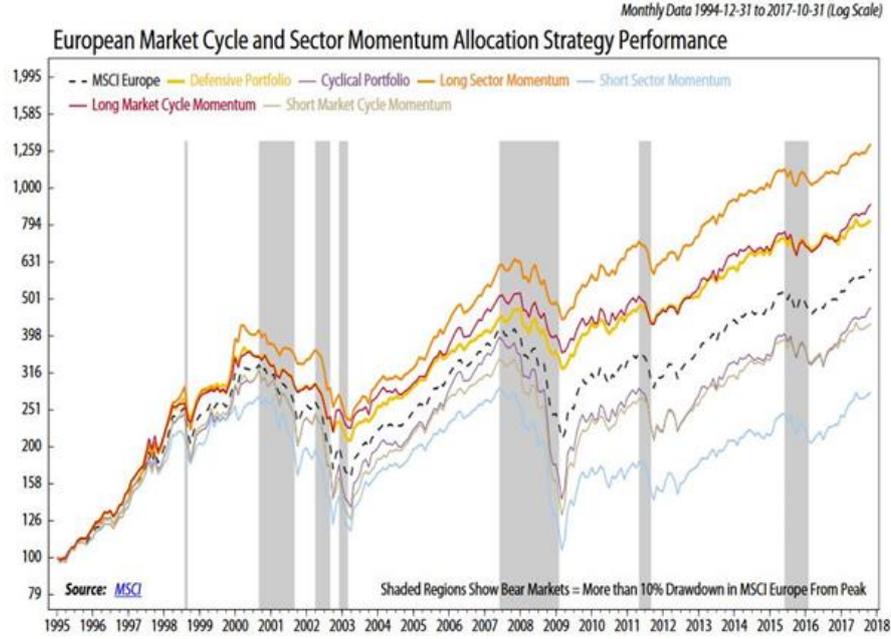
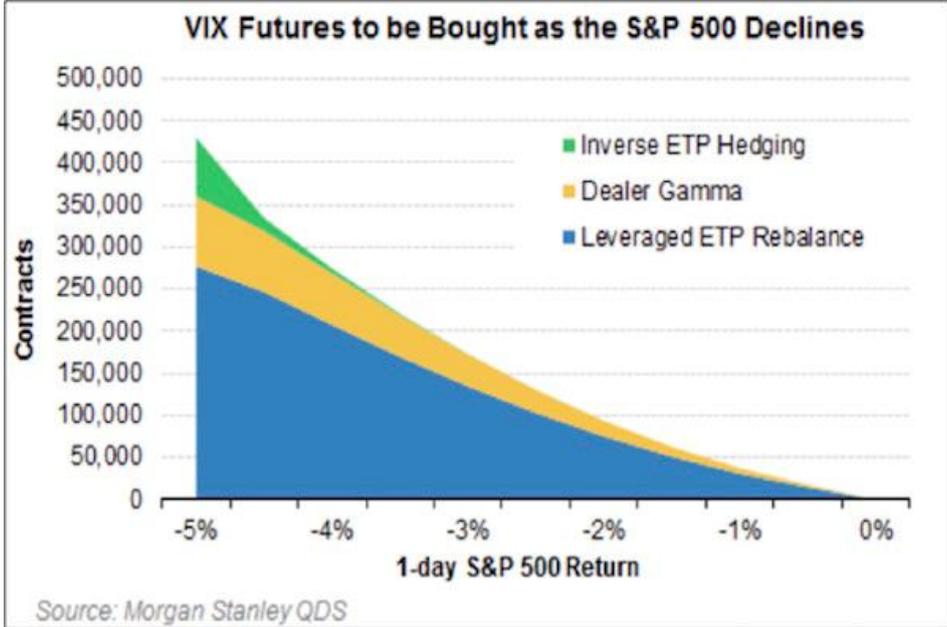
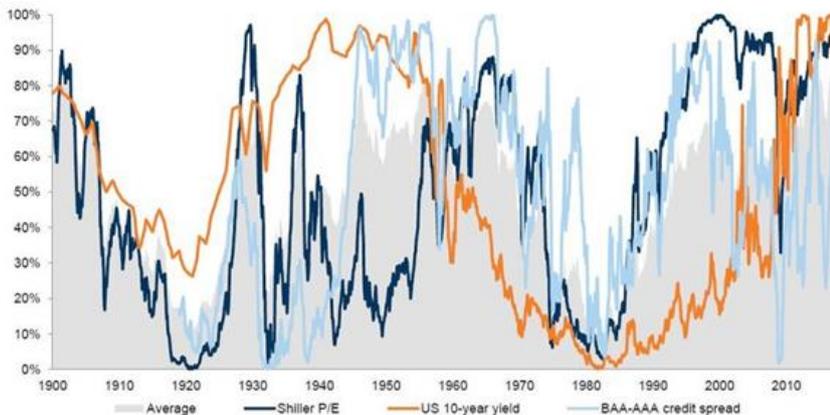


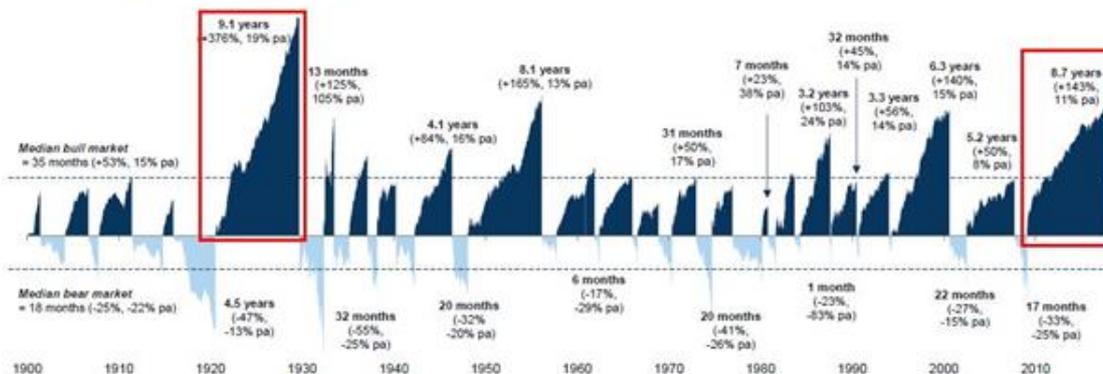


Exhibit 12: Valuation frustration - both bonds and equities appear expensive
Valuation percentile (since 1871 for S&P 500 & US 10-year yields, 1919 for BAA spreads)



Source: Shiller, Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 1: We are nearing the longest 60/40 bull market without a 10% total return drawdown
60/40 bull and bear markets (real total return drawdown of more than 10%)



Datenquellen: Teletrader GmbH, 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 2017, Absolute World. Alle Rechte vorbehalten.