Absolute World

Analytics Insight Report
17. Ausgabe

Juli 2015

Smarte Manager oder Smarte Betas.
Eine Betrachtung des Allokationsverhaltens in Marktumschwungs-Phasen

Executive Summary und Conclusio

- Wir betrachten für eine Gruppe von Absolute Return Fonds die Fähigkeit Marktumschwünge zu antizipieren oder zumindest werterhaltend darauf zu reagieren.
- Diese Fähigkeit stellt als Unterscheidungsmerkmale zu eher Benchmark orientierten Anlagen eine der grundlegenden Erwartungen an die Kompetenz von aktiven, auf absoluten Ertrag eingestellten Managern.
- Um den momentanen Trend zu passiven ETF Anlagen Rechnung zu tragen, stellen wir den betrachteten Fonds ein Smart Beta ETF vergleichend gegenüber, welches nicht daraufhin konzipiert wurde auf Marktumschwünge zu reagieren.
- Über die Periode der letzten 18 Monate kann keiner der ausgewählten Fonds dahingehend überzeugen Aufschwünge mitzunehmen und gleichzeitig Abschwünge, relativ gesehen, gut zu verarbeiten. Der Smart Beta ETF erscheint über diese Periode als gute, weil billigere und transparentere Alternative.

Schöne neue Welt

Einige Zeit schon hat man sich im Finanz- und Anlagebereich gefragt, was wohl die nächste große Welle an Finanzproukten sein wird, um die kein Anleger herumkommen wird, in welche sich die nächste Flut von Anlegergelder ergießen wird. Ein heißer Kandidat ist momentan das Segment der Alternative-ETF's. Alternativ dahingehend, dass diese Produkte nicht lediglich einen bestehenden Index eins-zu-eins replizieren, sondern regelbasiert alternative Allokationsvarianten erzeugen. Zunächst in den USA zum Schrecken aktiver Manager mutiert, werden mittlerweile auch in Europa immer schneller neue Produkte und Varianten auf den Markt gebracht. Mit Titeln wie alternative Beta, smart Beta, strategic Beta, target Beta, alternative Alpha etc. werden hinter einprägsamen Namen immer weitere Varianten von Index Umgewichtungen und semi statische Allokationsmechanismen unter die Anleger gebracht. Insbesondere unter dem Label Smart Beta werden derzeit, basierend auf den Resultaten akademischer Forschung zu separierbaren Risikofaktoren insbesondere im Aktiensegment, alle erdenklichen Nischen an alternativer Indexierung ausgefüllt. Ursprünglich lediglich als eine Alternative zu der nach Marktwert ausgerichteten Indexgewichtung konzipiert um deren Nachteile - wie Übergewichtung großer Indexkomponenten - zu beheben, beherbergt dieses Segment mittlerweile eine große Vielfalt an Index ETF's, welche eigene Indices gemäß verschiedener Risikofaktoren bzw. Risikoprämien wie Value, Größe, geringe Volatilität oder geringes Beta abbilden oder einen bestehenden Marktindex relativ zu den gewünschten Risikofaktoren hin umgewichten. Die einfachsten und ersten Varianten waren die gleichgewichteten Indices, welche die gleichen Index Mitglieder wie ein bestehender Marktindex herannehmen, diese dann aber gleich- nicht nach Marktwert gewichtet zu einem Index aufsummieren. Mittlerweile werden neben den Aktienindex Varianten entsprechende Produkte im Renten und Kreditbereich angeboten.
Auch die schreibende Zunft ist auf den Zug aufgesprungen und publiziert eine mit der Emmisionstätigkeit einhergehende Flut an populären, wie auch wissenschaftliche Artikel und Studien zu diesem Themenbereich. Den Ritterschlag erhalten neue Produkte stets dann, wenn die großen Vertreter der Zunft sich darüber in die Haare kriegen – so wie auf einer Konferenz in New York kürzlich geschehen, als Über- Aktivist Carl Icahn Blackrock's Larry Fink vorwarf Investoren unter Vorspiegelung nicht vorhandenener Liquidität und Transparenz in gefährliche Produkte zu locken (er bezog sich dabei insbesondere auf den ishares IBOXX High Yield ETF, der immerhin ein Volumen von derzeit über 14 Mrd. USD aufweist; Icahn shortet derzeit US-High Yield)

Kleiner Exkurs: Die Desaster-Ingredienzen/Gefahren strukturierter Finanzprodukte

Den Produktemittenten dieser neuen Kategorie von ETF's wird von Krtikern insbesondere mangelnde Illiquidität der Produkte, als Grundlage und Triebfeder für Desaster vorgeworfen. In der Tat war Illiquidität fast stets eine der Ingridienzen für Desaster am Kapitalmarkt, aber alleine für sich genommen reicht das noch nicht aus. Illiquidität wird nur dann zum Problem, wenn man als Anleger raus aus dem Produkt muss. Ebenso reicht die in diesen neuen Produkten zur Anwendung kommenende regelbasierte Allokation, welche den Produkten eine gewisse Dynamik verleiht aber nicht von jedem Anleger durchschaut wird, dazu nicht aus: In den meisten Fällen bestimmt diese Basis lediglich die Allokation, in einigen wenigen Fällen erhöht sie evtl. die Illiquidität nur seltenst den Hebel. Sie stellt der Illiquidität nicht per se den notwendigen Zunder zu Verfügung, welches das Produkt bereits zu einem expolosiven Gemisch verhilft. In der Vergangenheit war stets , z.T. exorbitanter Hebel der verlässlichste Partner der Illiquidität, welcher ein Agieren, ein Liquidieren eines Bestandes notwendig gemacht hat und damit, angereichert mit genügend

Zeit, eine über Jahrhunderte hinweg absolut verlässliche Rezeptur für Desaster herstellt (s. Subprime 2006-2008, LTCM 1998, strukturierte Produkte wie „Power Libor“ in den 1990-ern bis zur Tulpenkrise im 16. Jhdt.). Neuerdings kommt allerdings, durch die sich virenmässig ausbreitenden – mittlerweile Schlagzeilen lesenden - Algo-Trader verstärkt, noch der Herdentrieb hinzu, welcher Liquidierungen von Risiko forciert. Illiquidität ist ein Problem, wenn man zur Liquidation gezwungen wird, aus freien Stücken zur Liquidation gekommen geschieht das i.a. rechtzeitig bevor die Herde aufgeschreckt wird und bevor Illiquidität zu einem Lock up führt. Erzwungen durch Hebel oder durch Herdentrieb ausgelöst, müssen Liquidierungen i.a. inmitten des „Freezes“ vorgenommen werden. Für Icahn ist es wohl vor allem der Herdentrieb den er für die Investoren des HYG fürchtet, bzw. auf welchen er für sein eigenes Portmonnai hofft.

Neue ETF Generation gegen aktiven Manager

Mit dem Boom der smarten und passiv gesteuerten neuen ETF Generation erlebt natürlich die Diskussion über die Werthaltigkeit aktiven Managements neue Nahrung. Diese Diskussion wird schon seit Jahrzehnten – mal mehr, mal weniger intensiv - geführt, die aktiven Manager gibt es aber immer noch.Trtotzdem frischt sie derzeit wieder erneut auf und die Passiv Seite scheint, im Gegensatz zu den früheren Alternative Beta Produkten, welche die aktiven Manager recht gelassen beobachten konnten, mit einigen der neueren Produkte bessere Argumente zu bekommen.

Wir hatten in vergangenen Insight Reports bereits Alternative Beta wie auch smart Beta Produkte analysiert – die Ergebnisse waren seinerzeit gemischt, insbesondere die Alterntive Beta Strategien konnten sich in der Analyse nicht wirklich ggegenüber aktiven Strategien behaupten.

Wir wollen hier die vorab beschrieben Diskussion zwischen aktiven Manager und ETF und derzeitige Marktentwicklung als Aufhänger benutzen um einige aktiv verwaltete und absoluten Ertrag ausgerichtete Fonds hinsichtlich eines einzigen Kriteriums zu untersuchen. Wir betrachten bei aktiv geführten Mandaten das Verhalten, was einen aktiven Manager vom passiven – insbesondere Smart Beta - Produkt am ehesten unterscheidet: Die Fähigkeit Umschwünge zu antizipieren bzw. sich schnell darauf einzustellen. Den aktiven Fonds stellen wir lediglich ein einziges smart Beta Produkt gegenüber, welches allerdings ausgewählt wurde, weil es den Fonds für diese Analyse einen respektablen Gegenpart gegenüberstellt.

Grundlegendes

In diesem Analytics Insight Report wollen wir uns nicht, wie aus den einleitenden Zeilen heraus zu vermuten war, mit Smart Beta Produkten bschäftigen. Diese befinden sich noch in der „Entwicklungsphase“, werden aber bald schon einen – zur aufwendigeren Analyse - geeigneten Pool an Strategievarianten darstellen. Wir wollen hier eher auf eine der grundlegenden Erwartungen an die Fähigkeiten eines aktiven Managers als Unterscheidung und Rechterfertigung seiner aktiven Rolle und der damit einhergehenden höheren Vergütung gegenüber passiven Anlagen anhand der kürzlichen Historie überprüfen.

Konkret wollen wir für eine Gruppe von aktiv verwalteten Absolute-Return Strategien überprüfen, inwieweit diese in der Lage waren die Marktumschwünge der letzten 18 Monate zu antizipieren bzw. zu verarbeiten und sich damit von passiven Produkten oder zumindest von gängigen Marktindices zu differenzieren vermochten.

Diese Fähigkeit ist eine grundlegende, aber natürlich nicht die einzige Erwartung die man an die Fähigkeit des aktiven Managers einer auf absoluten Return abgestellten Strategie stellt. Sie ist aber dahingehend grundlegend, da auf absolut Return abgestellte Strategien genau diese Fähigkeit der Allokationssteuerung erkennen lassen sollten um sich von zu großen Indexabhängigkeiten/-abschwüngen absetzen zu können und sich auch vom „Durchreiten“, ohne erkennbares Risiko Management, von passiven Anlagen unterscheiden. Gerade die oben besprochenen Smart Beta Produkte mit Ihrer Exponierung gegenüber verschiedener Aktien-Risikofaktoren sind nicht auf das Umschichten vor oder während Abschwungphasen ausgerichtet, sondern eher darauf, über den jeweiligen Risikofaktor und dessen Dispersionwirkung zum Marktindex den Abschwung zu dämpfen. Es bleibt zu beobachten, ob dieser Dämpfungseffekt ein effizienteres Risikoeingrenzung darstellt als das, von den aktiven Managern angewandte.

In der nachfolgenden Gegenüberstellung betrachten wir das Verhalten der Fonds in Marktumschwungsphasen, repräsentiert durch den Wechsel von Auf- und Abschwungphasen eines Aktienindex und kontrastieren diese Verhalten gegen das Verhalten eines einzelnen Smart Beta ETF’s in diesen Phasen. Die Gegenüberstellung des Smart Beta ETF rechtfertigt sich damit, dass ein auf absoluten Ertrag ausgerichteter aktiver Fonds zumindest ein passives Index Produkt diesbezüglich dominieren sollte. Letztendlich zollen wir auch dem derzeitigen Trend zu derartigen passiven Produkt Tribut um deren Attraktivität als generelle Alternative zu aktiven Produkten zu eroieren. Insgesamt dient die Betrachtung aber dennoch auch zur Gegenüberstellung und Einordnung der einzelnen, hier vertretenen Repräsentanten der Absolut-Zunft.

Konkret
In unserer nachfolgenden Betrachtung nehmen wir konkret die Auf-und Abbewegung in (europ.) Aktienmärkten bzw. generellen Risk-On Assets der zweiten Jahreshälfte 2014, sowie den deutlich ausgeprägten Umschwung im Frühjahr 2015 als Grundlage um für die ausgewählten absolute Return Strategien das Verhalten in den Umschwungphasen zu betrachten. Wir weichen in der Auswahl der Fonds von unseren üblichen Kriterien an Mindestlaufzeit des Fonds wie auch Midestvolumen ab, um auch neuere und kleinere Produkte mit einzubeziehen. Unsere Willkür in der letztendlichen Auswahl behalten wir allerdings bei. Die Daten sind dahgingehend überarbeitet Lag-Effekte der Fonds zu minimieren.

Die Fonds der sich anschließenden Betrachtung sind in der folgenden Liste aufgeführt. Daneben führen wir eine Gruppe von Smart Beta Strategien, wie auch einen Alternative Beta Index, lediglich zum Vergleich der Performance Pfade über die Beobachtungsperiode hinweg auf. Aus diese Gruppe wählen wir den „ishares“ Smart Beta ETF in die sich anschließende Analyse der Fonds als Vergleichsmassstab mit auf.

Fonds	Fondsgesellschaft	ISIN	Auflage	Alias
BNP Paribas International Derivatives	BNP Paribas Inv. Partners	LU0258897114	30.06.2006	BNP
HAIG Return Global	Hauck Aufhäuser	LU0588515584	13.05.2011	HAIG
Carmignac Patrimoine	Carmignac	FR 0010135103	12.10.1989	Carmignac
Ethna Aktiv E	Ethenea Independent Investors	LU 0136412771	18.02.2002	Ethenea
FvS Multiple Opportunities	Flossbach von Storch	LU 0323578657	24.10.2007	FvS
Merit Capital Global Allocation	Universal Inv.	DE000A1JCWX9	06.10.2011	Merit
Kapital Plus	Allianz GI	DE 0008476250	05.02.1994	AGI
Avana Index Trend Europa Dynamic	Avana Investment	DE000A0RHDB9	26.06.2009	Avana
Sentix Fonds I	Sentix	DE000A1C2XG6	15.10.2010	Sentix

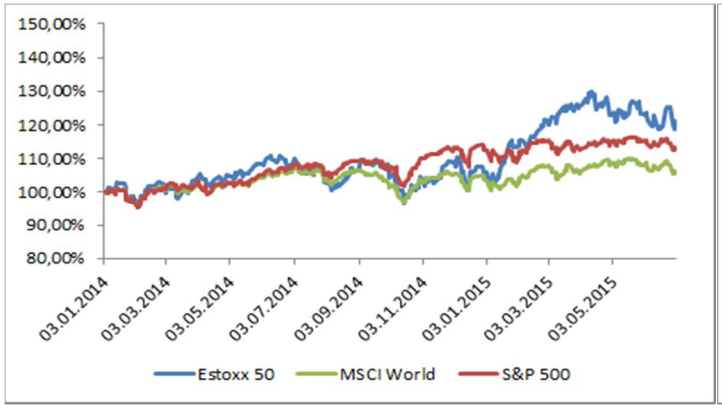
ETF	Fondsgesellschaft	Auflage	Alias
Ishares MSCI Europe Min Vol	Blackrock	03.12.2012	ishares
Amundi GL Eq Mlti Sm SC Beta	Amundi	10.06.2014	
Fundlogic MS Fid Eq Sm Beta Dyn Prot	Fundlogic	01.10.2014	
UBS ETF HFRX Gl HF EUR	UBS	19.01.2011	

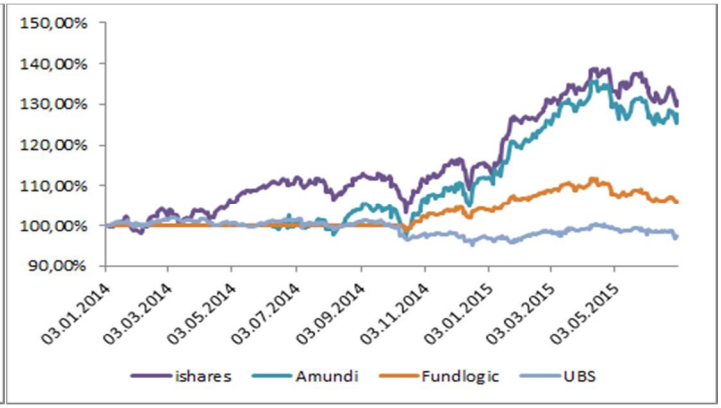
Mehrwert durch aktives Management kann durch verschiedene Strategiemerkmale erreicht werden. Neben der klassischen Selektion – gute Aktien bzw. Emittenten für Anleihen zu finden oder auch umgekehrt für short Positionen – ist insbesondere auch die geschickte Allokation in die jeweils dominierenden Marktsegmente ein derartiger Alpha-Erzeuger gewesen. Es ist ein Teilaspekt einer versierten aktiven Asset Allokation insbesondere der auf absoluten Ertrags ausgerichteten Strategien, welche wir als Basisforderung an aktives Management (auf absoluten Ertrag ausgerichteter Strategien) betrachten: Aktives Managment sollte in der Lage sein, wenn nicht schon Marktumschwünge in den für die eigene Strategie relevanten Marktsegmenten zu antizipieren, so doch zumindest zeitnah und ergebnisfördernd darauf zu reagieren. Es ist zumindest diese Form aktiven Risiko Managements, welche eine aktive Verwaltung gegenüber einer passiven, welche diese Form von Risiko Managment nicht aufweist, rechtfertigt. Alle der hier betrachteten Fonds sind in Euro denominiert, wir unterwerfen sie aus diesem Grund der Betrachtung über die Marktumschwünge, wie sie der €Stoxx 50 in der Beobachtungsperiode vorgegeben hat.

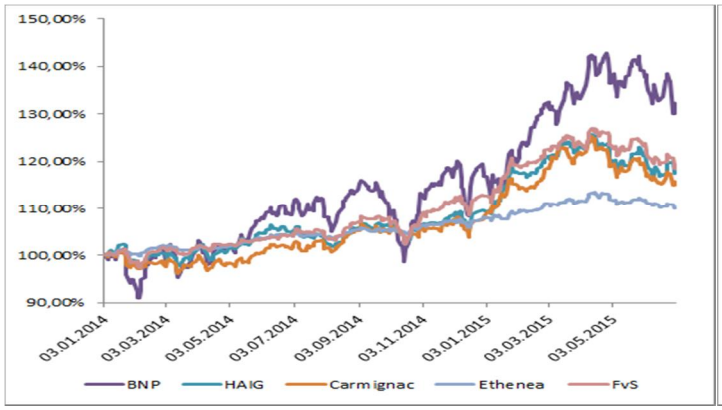
Wir haben nachfolgend alle Performancepfade über die Beobachtungsperiode aufgeführt: Zunächst für die Aktienindices €Stoxx50, S&P 500 sowie den MSCI World. Insbesondere der europäische Index weist für die zweite Jahreshälfte 2014 den ständigen Wechsel zwischen Auf- und Abschwungphasen, sowie für 2015 zunächst eine ausgeprägte Auf-, gefolgt von einer ebenso ausgeprägten Abschwungphase auf. Der S&P 500 weist gerade für 2015 einen weniger volatilen Verlauf aus, der MSCI World stellt lediglich den S&P 500 Verlauf dar, zusätzlich gedämpft durch das, in dieser Phase, schlecht performende Emerging Market Segment. Die daneben aufgeführten Smart Beta Strategien ishares und Amundi zeichnen die Umschwünge des Aktienmarktes natürlich mit – sie stellen lediglich Umgewichtungen eines Aktienindex dar, ohne Anspruch Aktienmarktverluste zu kompensieren. Allerdings sehen sie relativ zum Index auf den ersten Blick recht attraktiv aus. Fundlogics Historie ist noch zu jung zur Kommentierung.
Der alternative Beta Index (UBS) als Aggregation von Hedge Fonds Strategien weist die allgemein bekannten Nachteile breit gefasster Strategie Indices auf: Unabhängig von survivor bias mitteln sich die guten und weniger guten Fonds bzw. Strategien zu

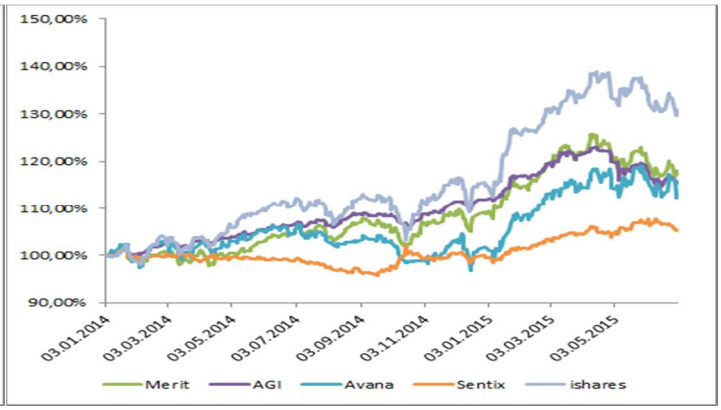
einem Brei langweiligen Mittelmasses. Dies hatten wir bereits ausführlicher in früheren Analytics Insight Reports kommentiert. Wir sind zwar grundsätzlich einem Fund-of-Funds Ansatz gegenüber aufgeschlossen, halten diese aber nur für sinnvoll wenn solche Mittelungseffekte durch eine zu breite Streuung vermieden werden.

Bei den Fonds überrascht der generelle positive Bias nicht, reflektiert er doch die Grundtendenz der Indices, wie auch das eher auf „Risk-On" ausgerichtete Gesamt-Marktsentiment dieser Zeit. Auffallend ist eher, dass die Performancepfade der Fonds recht nahe beisammen bleiben, mit BNP als positiven Ausbrecher und Sentix, der 2014 etwas nach unten abfällt. Ishares bestätigen auch relativ zu den Fonds den vorhin geäußerten positiven Eindruck.







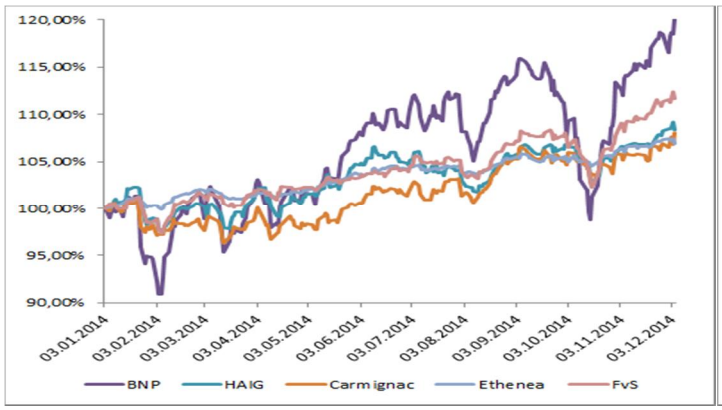


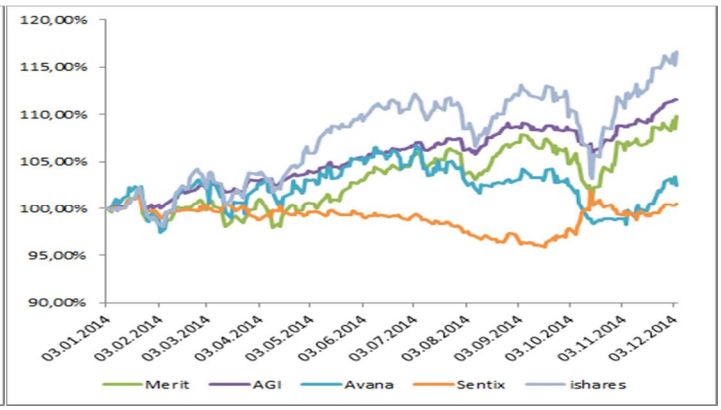
Nachfolgend haben wir die Performancepfade für die Phasen 2014 und 2015 nochmals getrennt aufgeführt um das Verhalten während der sequentiellen Auf- und Abs in 2014 sowie während der beiden markanten 2015-er Marktphasen zu illustrieren. Auffallend ist, dass fast alle Fonds in 2014 während der Schwankungen gegenüber dem Index einen positiven Grundton beibehalten. Allerdings weisen einige Fonds wie auch ishares einen scharfen Einbruch im Oktober auf, Sentix scheint hier mit einem scharfen Spike nach oben während 2014 eher einen „short bias" gewählt zu haben. Vom Grundmuster in 2015 kann sich lediglich Sentix etwas absetzen. Im 1. HJ 2015 ist auch die Betrachtung des „Zeitverlustes" interessant, i.e. die Beobachtung bis zu welchem Zeitpunkt in der Vergangenheit während der Aufschwungsphase die Verluste der sich anschliessenden Abschwungsphase „zurückwerfen". So führt der der Abschwung per 30. Juni 2015 BNP, Avena und ishares wieder auf den Stand von Anfang März zurück, einige der anderen Fonds werden durch den Abschwung auf den Stand von Februar, z.T. noch weiter zurück geworfen. Der €Stoxx 50 wurde ebenfalls bis in den Februar zurückgeworfen (die Juli Tiefststände sind nicht Teil der Beobachtungsperiode). Somit haben BNP, Avena und ishares nicht nur – für das 1.HJ 2015 – die höchsten aufglaufenen Gewinne, sie weisen auch während der Abschwungsphase einen relativ zum vorherigen Aufschwung gedämpten Rückgang, verglichen mit den anderen Fonds.

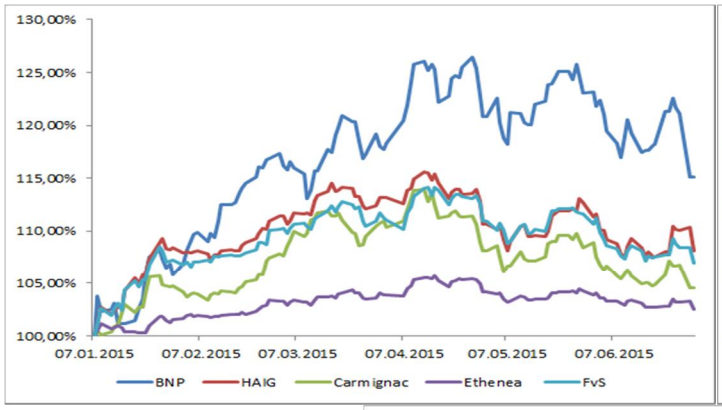
Absolute World

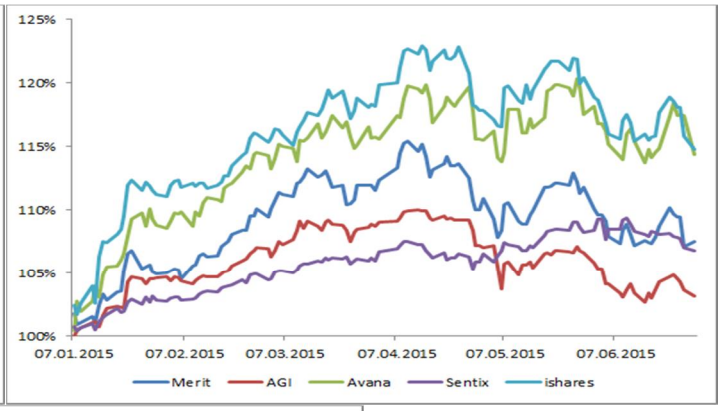
Analytics Insight Report
17. Ausgabe

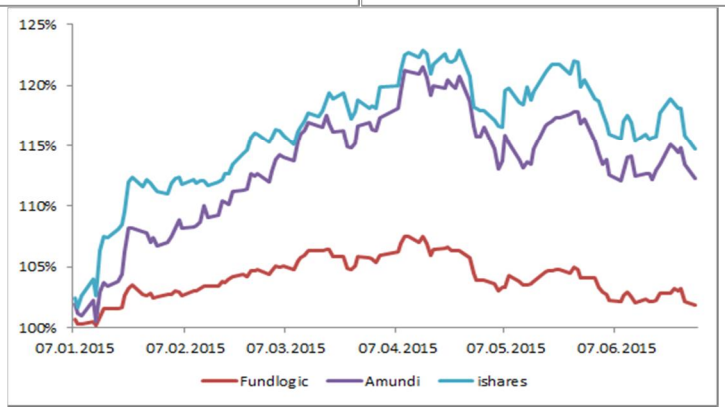
Juli 2015











In der nachfolgenden Tabelle haben wir einige Standardkennziffern aufgeführt. Beachtenswert ist hier, dass in der Betrachtung der Gesamtheit der risikoadjustierten Performancedaten wie auch den Verhätnissen von Draw-up bzw. Performance zu Draw-down ishares die Fonds zu dominieren scheint.

Absolute World
Analytics Insight Report
17. Ausgabe

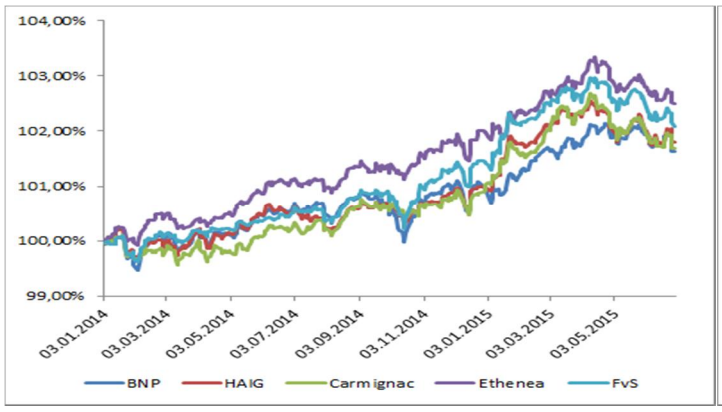
Juli 2015

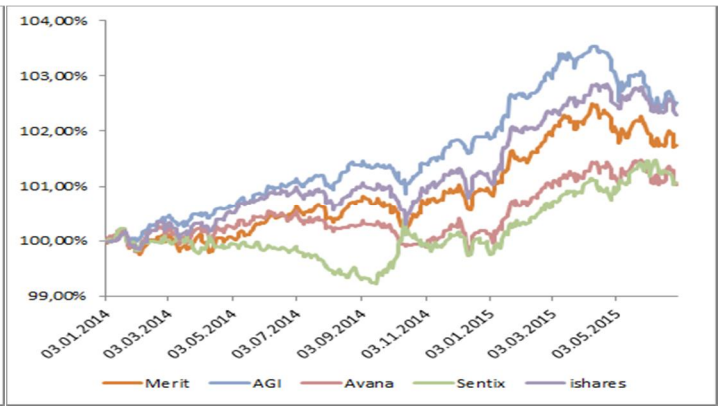
	BNP	HAIG	Carmignac	Ethenea	FvS	Merit	AGI	Avana	Sentix	ishares
Performance	30,02%	17,58%	15,01%	10,08%	19,04%	17,15%	15,32%	13,13%	5,28%	29,59%
Volatilität	17,68%	9,08%	8,67%	3,84%	8,13%	9,46%	5,95%	12,43%	5,30%	11,93%
Max Drawdown	-14,84%	-7,01%	-8,26%	-3,06%	-6,26%	-7,20%	-6,69%	-9,20%	-5,24%	-8,82%
Max Drawup	57,09%	28,92%	30,23%	13,72%	30,48%	28,87%	23,07%	22,94%	12,50%	41,62%
Perf. Vola adj.	*1,62%*	*1,79%*	*1,69%*	*2,50%*	*2,09%*	*1,75%*	*2,53%*	*1,03%*	*1,07%*	*2,28%*
Perf. DD adj.	*1,94%*	*2,33%*	*1,77%*	*3,14%*	*2,72%*	*2,31%*	*2,25%*	*1,39%*	*1,08%*	*3,09%*

	BNP	HAIG	Carmignac	Ethenea	FvS	Merit	AGI	Avana	Sentix	ishares
Ratio Dup/Ddown	385%	413%	366%	448%	487%	401%	345%	249%	239%	472%
Ratio Perf./Ddown	202%	251%	182%	329%	304%	238%	229%	143%	101%	335%
Bottom to end	39,09%	20,09%	18,76%	10,22%	21,71%	19,56%	15,39%	16,29%	9,46%	31,57%
Top to end	-12,82%	-8,11%	-10,34%	-3,47%	-7,96%	-8,62%	-7,67%	-5,92%	-2,51%	-9,23%
Up-Tage	52,11%	53,95%	55,00%	52,63%	52,11%	54,74%	54,47%	50,00%	48,16%	53,16%
Effizienz (RSI)	54,49%	55,20%	54,61%	56,91%	56,06%	54,85%	57,57%	53,02%	53,08%	56,48%
Effizienz (rel Abs)	8,98%	10,40%	9,22%	13,81%	12,13%	9,69%	15,14%	6,03%	6,17%	12,97%

Nachfolgend sind die Risiko-adjustierten Performancepfade aufgeführt. Auffallend ist hier zum Einen, das sogar noch einheitlichere Bild als zuvor, welches die Fonds hier abgeben. Sentix fällt in 2014 bis zum Markt-Abschwung im Oktober zurück , kann aber gerade in der 2015-er Abschwungphase den Anschluss wieder herstellen. In dieser Betrachtung verarbeiten Sentix und ishares diesen Abschwung besser als der Rest, die anderen Fonds geben sich hier nicht viel.

Performance Risiko Adjustiert (Vola)



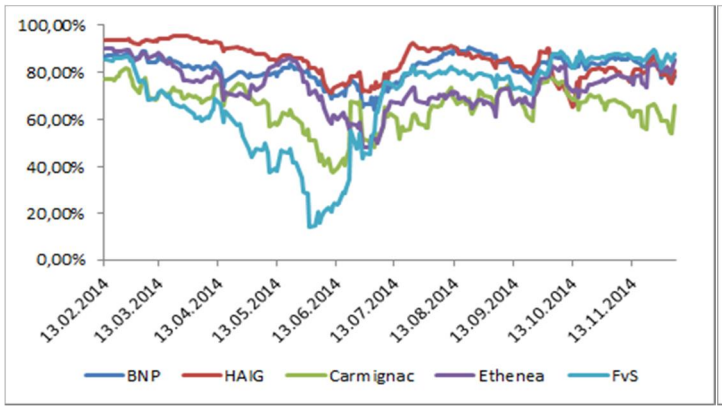


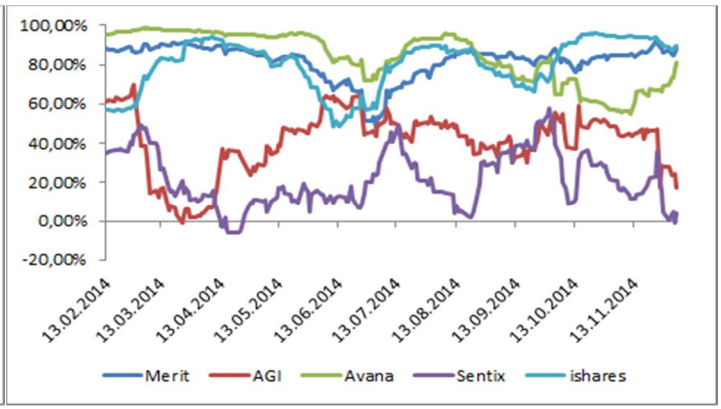
Korrelationsbetrachtungen:

Als ersten Analysecheck haben wir die rollierenden 30 Tages Korrelationen, getrennt für die beiden Jahre 2014 und 2015 aufgeführt – zu jedem Zeitpunkt ist die Korrelation der davor liegenden 30 Tage berechnet. Die Hoffnung wäre gewesen, ein Atmen mit der Indexbewegung auszumachen, dahingehend, dass Abschwungphasen zu reduzierten Korrelationen führen. Dies ist aber aus der Graphik weder für 2014 noch für 2015 wirklich auszumachen. Somit beschränken wir uns darauf, aus der Graphik lediglich die Korrelationsentwicklung herauszulesen und zu vermerken, dass bis auf AGI und Sentix, alle Fonds konstant recht hohe Werte aufweisen.

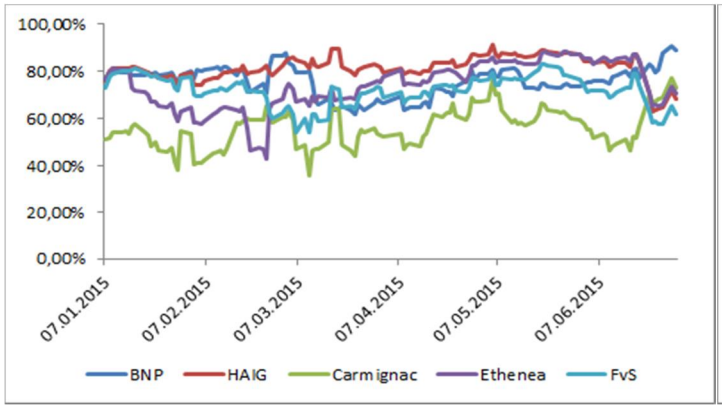
Auch die detailliertere Zahlenbetrachtung in den jeweiligen Ab- und Aufschwungphasen lässt keine signifikante Variation erkennen, welche man einer vorausschauenden Allokation attributieren könnte.

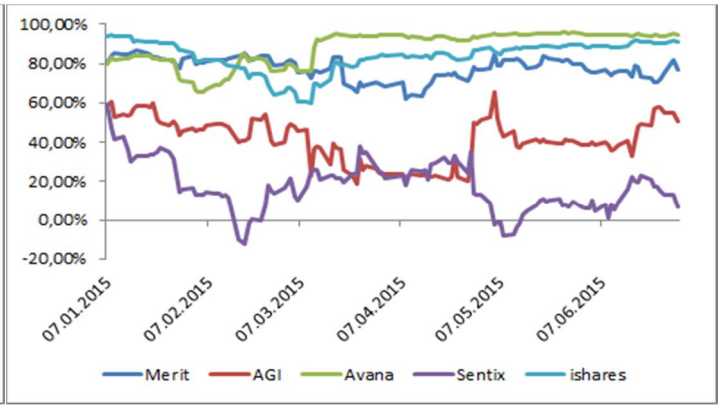
Korrelationen 2014:





Korrelationen 2015:



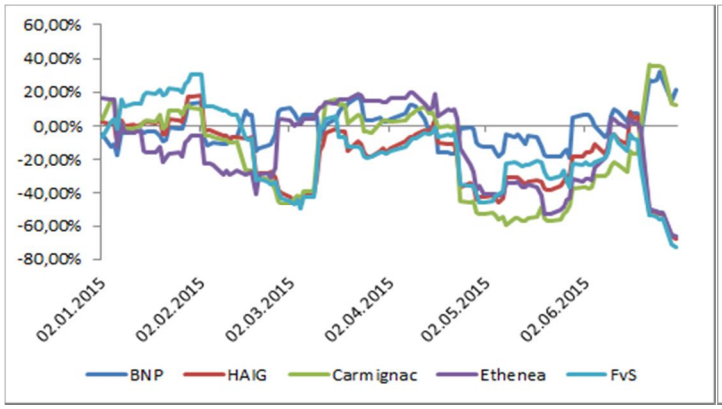


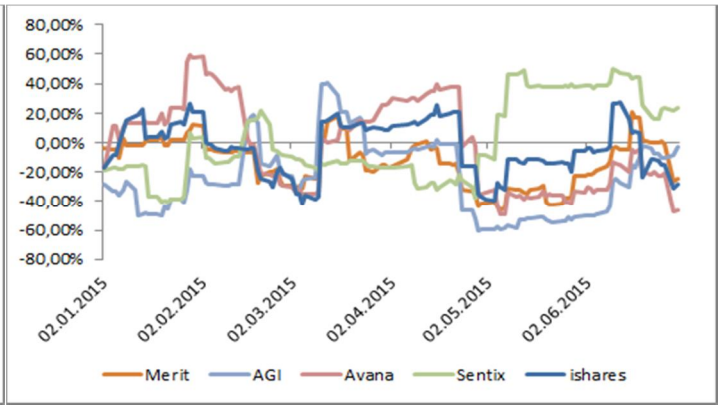
Mehr Aufschluss zu unserer gewünschten Betrachtung ergibt die Berechnung der Korrelation zwischen rollierender Korrelation und Indexerträgen. Die entsprechenden Graphiken – allerdings nur für das 1.HJ 2015 - sind nachfolgend aufgeführt. Ideal wäre es hier, wenn fallende Index/Marktrenditen mit fallenden Korrelationen zum Index/Markt einhergehen und umgekehrt, i.e. wenn der Gleichlauf dafür und damit diese Korrelation hoch ist, zumindest aber in fallenden Marktphasen steigt. Lediglich BNP und Carmignac weisen, immerhin noch für die letzte Phase des Abschwungs, dieses Verhalten auf, ishares sieht hier mit durchgängig hoher Korrelation während der Abschwungphase (i.e. fallende Marktrenditen einhergehend mit fallenden Korrelationen zum Index) noch recht gut aus.

Absolute World
Analytics Insight Report
17. Ausgabe

Juli 2015

Korrelation zwischen Korrelation zum Index und Index





Regressionen

Eine weitere Betrachtung, wiederum geprägt von der Hoffung auf beobachtbare Effekte, welche auf vorhersehende oder adaptive Alllokation schliessen lassen, führen wir nachfolgend mit einer Regressionsanalyse durch, beschränken uns dabei zur besseren Illustration auf das 1.HJ 2015 mit seinen beiden ausgeprägten Tendenzen. Die Betrachtung für 2014 vernachlässigen wir, weil auch mit diesem Tool nichts wirklich brauchbares aus den 2014-er Daten herauszulesen war – dies ist wohl dem Umstand geschuldet, dass die jeweiligen Auf- und Abschwungphasen z.T. recht kurz waren, zu kurz für die hier genutzte statistische Toolbox.

Wir haben in der nachfolgenden Tabelle für 2015 die annualisierten Alphas, wie auch die Betas gegenüber dem €Stoxx 50, getrennt für die beiden Marktphasen aufgeführt. Zunächst fällt das Vorzeichen der Alphas auf: Positiv für die Auf-, negativ für die Abschwungphase. Auch die Betas tendieren in der Abschungphase höher als in der Aufschwungphase – genau umgekehrt wie wir es von risikobewußten Managern erwarten würden. Zu folgern, dass alle Manager den Umschwung verpasst und sich im Abschwung höherer Exponierung ausgesetzt haben wäre aber voreilig.: In Aufschwungphasen herrscht eine breitere Diffusion der Risiko Klassen, die man i.a. als „Risk-On" Assets bezeichnen würde. Diese wiederum korrelieren in scharfen Markt-Abschwungphasen wiederum deutlich höher. In einem Fonds, welcher von mehr Faktoren als lediglich dem Index getrieben wird, führt das zu einem deutlich erhöhtem (Ein-Faktor-)Beta in Abschwungphasen verglichen mit Aufschwungphasen. Die sonstigen Faktoren sind im Falle einer Ein-Faktor-Regression im Alpha aggregiert und kommt hier über hohe positive Alphas in der Aufschwungphase, sowie entsprechend negative Alphas in Abschwungphase zum Ausdruck. Der in den Daten beobachtbare und vorab beschriebene Alpha-Beta Effekt in den verschiedenen Phasen resultiert damit durchaus zu einem großen Teil aus der Ineffizienzen der Ein-Faktor-Regression.

Trotzdem sollte eine Risikoumschichtung gewisse Spuren im Alpha hinterlassen, z.B. dadurch, dass die Alphas wenn schon negativ im Abschwung, so doch zumindest absolutbetragsmässig kleiner als Im Aufschwung. Ein effizientes Risikomanagement lässt sich damit allerdings nicht schlussfolgern.

Alpha	BNP	HAIG	Carmignac	Ethenea	FvS	Merit	AGI	Avana	Sentix	ishares
2015 up Phase	29%	14%	31%	4%	11%	18%	27%	8%	30%	26%
2015 dn Phase	-10%	-12%	-22%	-7%	-17%	-12%	-17%	6%	0%	-7%

Beta	BNP	HAIG	Carmignac	Ethenea	FvS	Merit	AGI	Avana	Sentix	ishares
2015 up Phase	72%	44%	28%	17%	43%	45%	13%	64%	0%	60%
2015 dn Phase	75%	44%	34%	16%	33%	47%	19%	72%	3%	57%

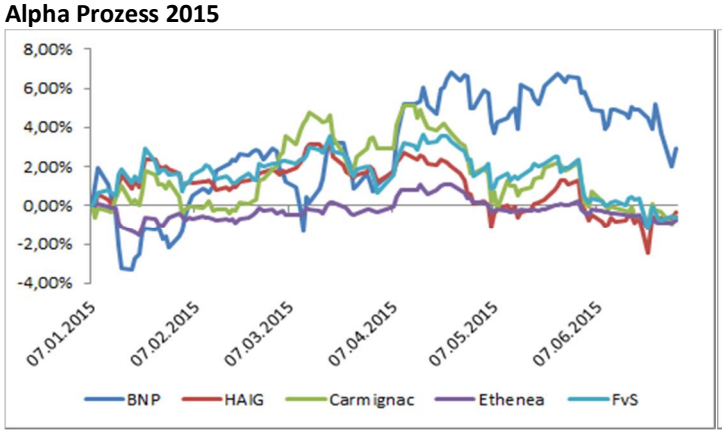
Alpha Prozesse 2015.

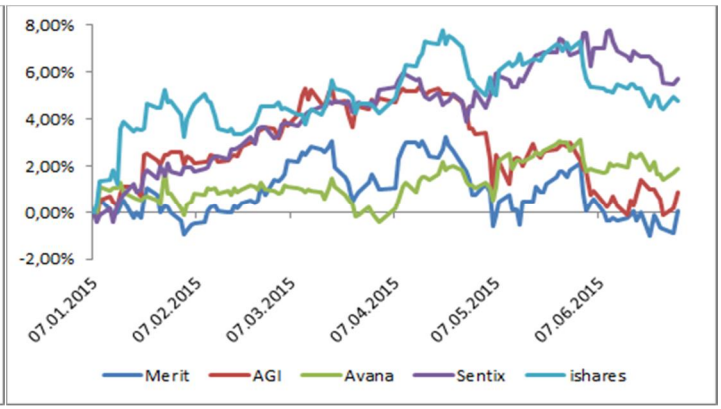
Um die Regression doch noch zu analytischen Wert in dieser Untersuchung zu verhelfen, betrachten wir für das gesamte 1.HJ 2015 das jeweilige Beta gegenüber dem Index und filtern aus der jeweiligen Fondsperformance die durch das Beta beschriebene Index-Komponente heraus. Übrig bleibt dann der Alpha Prozess, welcher den Teil der Fondsperformance darstellt, welcher nicht vom Index erklärt werden kannn. Wenn der Index den einzigen genutzten Marktfaktor darstellen würde, wäre der Alpha Prozess der

Eigenleistung des Manager zuzuschreiben. So aggregiert der Alpha Prozess immer noch - neben der Eigenleistung - die anderen Risikofaktoren. Allerdings lässt sich aus dem Verlauf des Alpha Prozesses für uns relevante Information deutlich besser als aus den konstanten (i.e. gemittelten) Alphas gewinnen.
Hier ist zunächst – der Übersichtlichkeit wegen auf drei Graphiken verteit – die Gesamtperiode, danach zur besseren Detailbetrachtung das 1.HJ 2015 separat aufgeführt.
Zu wünschen wäre als Bestätigung einer Präsenz der von uns gesuchten Allokationsfähigkeit zu Zeiten eines Marktumschwungs eine jeweilige Alpha-Prozess Entwicklung, die insbesondere in den Abschwungphasen zulegt, zumindest aber einen möglichst gleichlaufenden Anstieg darstellt. Ein absteigender Alpha-Prozess während Index Abschwungphasen deutet eher darauf hin, dass lediglich eine geringe Reaktion auf den generellen Risk-On zu Risk-Off Umschwung des Marktes hin stattfindet.

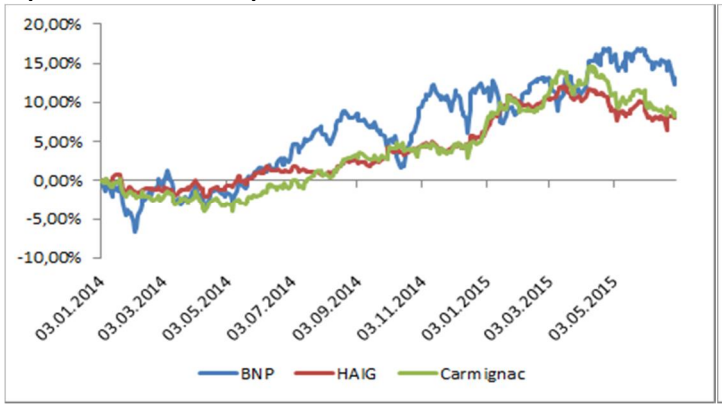
Ein konsistenten Alpha Prozess Anstieg in Index-Abschwung-Phasen ist bei keinem der Fonds zu erkennen, eine stetige Entwicklung zumindest bis zum Abschwung 2015 bei einigen der Fonds. Sentix und Avana weisen allerdings zumindest in der Anfangsphase des 2015-er Abschwungs noch die erhoffte Alpha Prozess Entwicklung auf, wobei Sentix damit die negative Alpha Entwicklung aus dem Jahr 2014 wieder etwas kompensieren kann, auch Avana gleicht die eher „vorsichtige“ Entwicklung aus dem Vorjahr damit wieder aus.
Insgesamt weisen zwar fast alle Fonds einen positiven Alpha Bias auf, dieser ist aber wohl eher den nicht durch den Index repräsentierten Risikofaktoren geschuldet als dem Geschick der Manager. Die gleiche Begründung kann für das, bei wiederum fast allen Fonds beobachtbare Abnehmen des Alpha Prozesses in der 2015-er Abschwungsphase herangezogen werden. Die Fluktuationen des Alpha Prozesses lassen i.a. nicht wirklich Re-Allokation vor oder während Abschwungsphasen erkennen – am ehesten noch bei Sentix und Avana in der 2015-er Abschwungphase.
Interessanterweise meistert auch hier wieder ishares, obwohl nicht dafür konzipiert Umschwungphasen zu erkennen, diese aus Alphaprozess-Sicht am Besten.

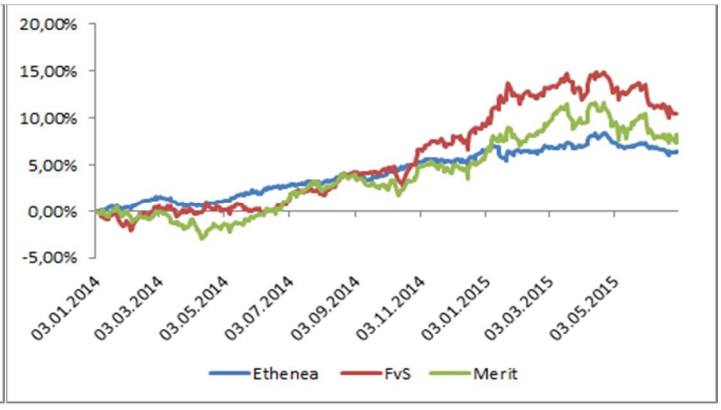
Alpha Prozess 2015

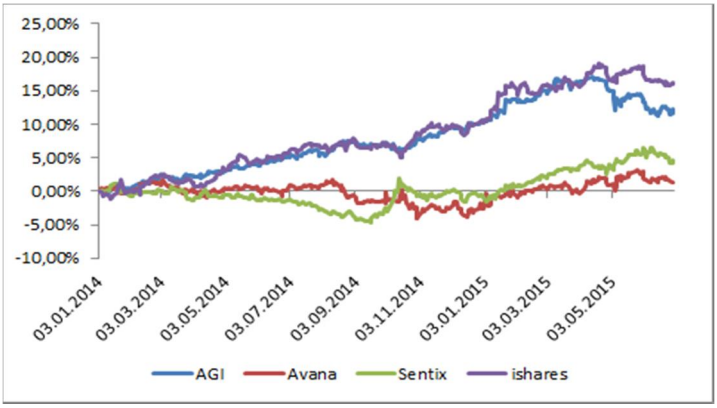




Alpha Prozess Gesamtperiode







Auf weitere Tests, wie die von Treynor & Mazay oder Henrikkson & Merton entwickelten Timing Tests verzichten wir hier, da diese, insbesondere für die hier betrachteten, doch recht kurzen Marktschwünge keine zuverlässigen Schlüsse zulassen und eher kurzfristige Konvexitäten messen.

Fazit

Wir haben eine Gruppe von Absolute- Return Strategien daraufhin betrachtet, wie die allgemeinen Marktumschwünge der letzte 18 Monate verarbeitet wurden. Die Sichtweise ist, dass die Erwartungshaltung gegenüber Absolute Return eine gewisse Fähigkeit auf Umschwünge werterhaltend oder gar wertsteigernd zu reagieren zum Ausdruck bringt. Die ausgewählte Gruppe von Absolute Return Fonds weist auf den ersten Blick ein recht homogenes Bild über die Beobachtungsperiode hinweg auf. Aus dem Performanceverlauf geht die Fähigkeit auf Umschwünge entsprechend zu reagieren nicht hervor, lediglich Sentix und Avana können sich z.B. vom Abschwung 2015 lösen, dafür macht aber gerade Sentix den positiven Bias während 2014 nicht mit. Die meisten Fonds weisen insbesondere auch im Oktober 2014 einen scharfen Spike nach unten auf und schienen von der Marktentwicklung wohl eher überrascht. Hier konnte lediglich Sentix eine positive Entwicklung verzeichnen, welche allerdings die negative Entwicklung in der vorangegangenen Aufschwungphase lediglich wettmachte.

Auch die verschiedenen, etwas detaillierteren Analysen verändern diesen allgemeinen Eindruck nicht, die Signatur des Marktes zeichnet sich in fast allen Fonds immer recht deutlich ab. Keiner der Fonds kann sich zumindest in dieser Analyse durch aktive Werterzeugung in Umschwungphasen gegenüber dem ishares-Smart Beta ETF profilieren, der nicht daraufhin konzipiert wurde Umschwünge zu vermeiden. Insgesamt sieht der ETF gegenüber allen, hier betrachteten Fonds zumindest über die Beobachtungsperiode recht gut aus.

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 2015, Absolute World. Alle Rechte vorbehalten.
Juli 2015