

BlackRock

Investment-Perspektiven

Strategische Asset-Allokation

Februar 2024

Eine grössere Rolle für aktive Strategien

Das neue Marktregime mit mehr Volatilität in der Wirtschaft und an den Märkten kommt einem aktiven Anlageansatz entgegen. Anleger, die in der Lage sind, kontinuierlich kompetente Manager auszuwählen, sollten unserer Ansicht nach aktiven Strategien mehr Gewicht in ihren Portfolios geben.

BlackRock
Investment
Institute

Das Wichtigste in Kürze

- **Die Finanzmärkte stellen sich auf das neue, volatilere und ungewissere Umfeld mit unterschiedlichen Marktentwicklungen ein**, das einen dynamischeren Portfolioansatz erfordert. Anleger, die in der Lage sind, kontinuierlich gute Manager auszuwählen, sollten aus unserer Sicht aktiven Strategien in ihren Portfolios mehr Gewicht geben. Dazu gehören auch dynamische Indexprodukte.
- **Statische Allokationen, über die man, sind sie einmal festlegt, nicht weiter nachdenken muss, sind ein guter Ausgangspunkt, wir denken aber nicht, dass sie weiterhin so hohe Renditen erzielen werden wie früher.** Die Zeit der ultraniedrigen Zinsen ist vorbei, und die erwarteten Renditen erscheinen weniger attraktiv. Wir gehen davon aus, dass Anleger sich bei statischen Engagements daran gewöhnen müssen, dass die Überrenditen gegenüber Cash geringer ausfallen.
- **Seit der Pandemie ist das Wirtschaftsumfeld deutlich unsicherer geworden – und die Renditestreuung hat zugenommen.** Das volatilere und unsicherere Umfeld hat die Unterschiede in einigen Märkten verstärkt. Da die weitere Entwicklung weniger vorhersagbar ist, liegen die Schätzungen für wichtige Konjunkturdaten wie die Inflation weiter auseinander. Das gilt auch für die Renditespanne von US-Aktien. Daraus ergeben sich aus unserer Sicht für fähige Manager mehr Chancen, mit aktiven Strategien Renditen zu erzielen. Aktiv sind nach unserer Definition Renditen über der Benchmark-Rendite, die nicht durch statische Engagements in Makro- und Stilfaktoren erklärt werden können.
- **Alpha-orientierte Manager, die ihre Einblicke häufiger in Anlageideen umsetzen, könnten dafür im neuen Marktumfeld belohnt werden.** Bedeutet das, dass *fähige* Manager mehr aktive Renditen erzielt haben? Unsere Analysen legen das nahe, und zwar auch ohne die besonders volatilen Phasen während der Pandemie.
- **Professionelle Manager sind insgesamt nicht besser darin geworden, aktive Renditen zu erzielen. Aber wir stellen fest, dass das heutige Umfeld es fähigen Managern leichter macht, mehr aktive Renditen zu generieren.** Die Top-Aktien- und -Hedgefonds-Manager in Industrieländern erzielen mehr aktive Renditen, indem sie sich die zunehmende Unsicherheit und Streuung des neuen Marktregimes zunutze machen. Für aktive Renditen bei Industrieländeraktien nehmen wir Gebühren an, deren Höhe auf einer Umfrage zu Managergebühren basiert, denn sie sind variabel und verhandelbar. Bei Hedgefonds verstehen sich die aktiven Renditen ohne Gebühren, denn deren Gesamtrenditen werden nach Gebühren ausgewiesen.
- **Das Vorstehende gilt jedoch nur dann, wenn Anleger zuverlässig die besten Manager auswählen können.** Warum ist das so? Kontinuierlich beste aktive Renditen zu erzielen ist schwierig. Die Top-Manager lassen sich nur mit intensivem Research und Monitoring finden, und das kann ins Geld gehen. Aber beides ist heute noch wichtiger, da das neue Marktregime die Unterschiede zwischen den Besten und allen anderen stärker zutage treten lässt. Anleger, die regelbasierte Strategien bevorzugen oder über ein begrenztes Governance-Budget verfügen, könnten sich daher dafür entscheiden, ihr Portfolio auf Indexprodukten auszurichten.

Die Autoren



Vivek Paul

Head of Portfolio Research – BlackRock Investment Institute



Devan Nathwani

Portfolio Strategist – BlackRock Investment Institute



Andreea Mitache

Portfolio Strategist – BlackRock Investment Institute



Simona Paravani-Mellinghoff

Chief Investment Officer of Solutions – BlackRock Multi-Asset Strategies & Solutions



Daniel Sandersley

Head of Multi-Asset Investment Risk – BlackRock Risk and Quantitative Analysis



Shams Orr-Hruska

Director of Quantitative Due Diligence – BlackRock Manager Research

Inhalt

| | |
|------------------------------------|-----|
| Jenseits einfacher Ansätze | 3 |
| Unsicherheit heizt die Streuung an | 4 |
| Kompetenz könnte sich lohnen | 5 |
| Anhang | 6–9 |

Jenseits einfacher Ansätze

Schon länger vertreten wir die Meinung, dass mehr Volatilität in der Wirtschaft und an den Märkten der Nach-Pandemie-Ära ihren Stempel aufdrückt. Anhaltende Angebotsengpässe und MegaForces, worunter wir grosse strukturelle Veränderungen wie den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft und die divergierende demografische Entwicklung verstehen, bedeuten aus unserer Sicht, dass die stabilen Wachstums- und Inflationsraten aus der Zeit der Grossen Mässigung Geschichte sind. Dieses Umfeld hatte in den vier Jahrzehnten vor der Pandemie Bullenmärkte bei Aktien und Obligationen gleichermassen befeuert.

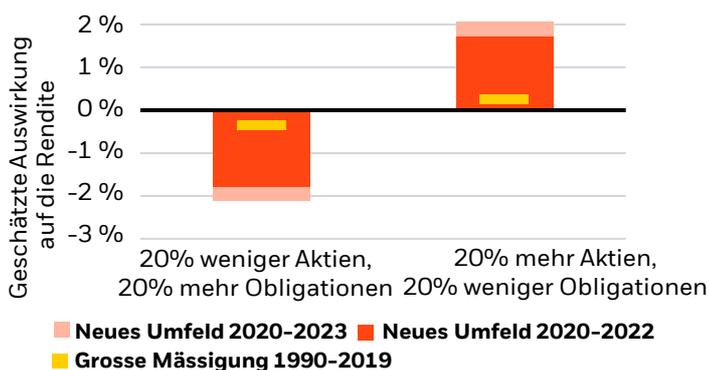
So im Einklang wie zu dieser Zeit werden diese beiden grossen Anlageklassen künftig wohl kaum mehr steigen. In der Dekade vor der Pandemie übertrafen Industrieländeraktien und -obligationen die Geldmarktrenditen um etwa zehn bzw. zwei Prozentpunkte nach Angaben von Bloomberg vom 31. Dezember 2023. Wir denken, dass die Überrenditen von Aktien gegenüber Geldmarktprodukten künftig wesentlich geringer ausfallen werden, da der anhaltende Inflationsdruck im Zusammenspiel mit MegaForces die Zinsen über dem Vor-Corona-Niveau halten wird. **Der richtige Anlagenmix wird heute immer wichtiger.** Die linke Grafik zeigt, wie sich ein Engagement von 20 % mehr oder weniger Aktien verglichen mit einem hypothetischen traditionellen Portfolio aus 60 % Aktien und 40 % Obligationen – dargestellt zur Veranschaulichung – während der Grossen Moderation (gelbe Linien) und im neuen Marktregime (orange Balken) vermutlich entwickelt hätte. Wir stellen fest, dass die Auswirkungen auf die Rendite – selbst bei einem anderen Allokationsmix – in der Vergangenheit vermutlich viel geringer waren. Dabei geht es nicht darum, ob der Ansatz eines traditionellen Portfolios heute besser oder schlechter ist, denn das hängt stets von den Anlegerzielen ab. Aber Änderungen am Portfoliomix haben heute viel grössere Auswirkungen als früher. Und damit gewinnen Allokationsentscheidungen an Bedeutung.

Einfache, statische Ansätze greifen zu kurz bei einem Ansatz, der Aktien und Obligationen kombiniert. Denn beide werden unserer Meinung nach künftig nicht mehr so im Gleichschritt steigen wie früher. Aber gilt das auch für die einzelnen Anlageklassen? Unsere Analysen zeigen, warum wir davon ausgehen, dass ein dynamischer Ansatz, bei dem Einblicke und Expertenwissen häufiger umgesetzt werden, im neuen Marktumfeld lohnender sein könnte (siehe rechte Grafik). Dabei unterstellen wir, dass die Renditeprognosen eines Anlegers zu US-Aktien zutreffen. Häufigere Allokationsänderungen basierend auf dieser hypothetischen Fähigkeit hätten sich seit 2020 viel stärker ausgezahlt (rechte Balken in der Grafik) als in den vier Jahren davor (linke Balken in der Grafik). Selbst wenn wir das Jahr 2023 ausklammern, in dem eine Handvoll Tech-Riesen erheblich zu den Gesamtrenditen der US-Aktienmärkte beitrug, kommen wir zu denselben Ergebnissen. Die orangen Balken, die einen einfachen, statischen Buy-and-hold-Ansatz repräsentieren, sind viel niedriger als die gelben und grünen Balken, selbst unter der Annahme dieser hypothetischen Fähigkeit. Was folgt daraus? Für höhere Renditen verglichen mit statischen langfristigen Strategien brauchte es seit 2020 nicht nur gute Einblicke, sondern auch deren zeitnahe Umsetzung. Dieses hypothetische Beispiel zeigt, dass Fähigkeiten und Einblicke im neuen Marktregime zu besseren Ergebnissen führen und Portfolios einen Vorteil verschaffen können. Wir denken, Anlageexpertise kann Portfolios einen Vorteil verschaffen.

Unter aktiver Rendite verstehen wir die Überrendite gegenüber Marktindizes, die nicht durch breitere Makro-, Markt- und Stilfaktoren erklärbar ist. Aktive Renditen berechnen wir gemäss unserem [Rahmen für den Renditemix](#) (in englischer Sprache), d. h. ohne Faktor-Exposure und unter Berücksichtigung einer Gebühr für aktive Aktienrenditen (Hedgefonds-Renditen werden nach Abzug von Gebühren ausgewiesen). Die Berücksichtigung von Gebühren kann aktive Renditen schmälern und sogar aufzehren. Näheres dazu im Abschnitt „Unsere Annahmen“ im Anhang. Wir meinen, aktive Renditen sind bei manchen alpha-orientierten Managern im neuen Marktregime seit 2020 ausgeprägter – das heisst, es gibt fähige Manager, die mehr aktive Renditen liefern, und andere, denen dies nicht gelingt.

Grössere Wirkung

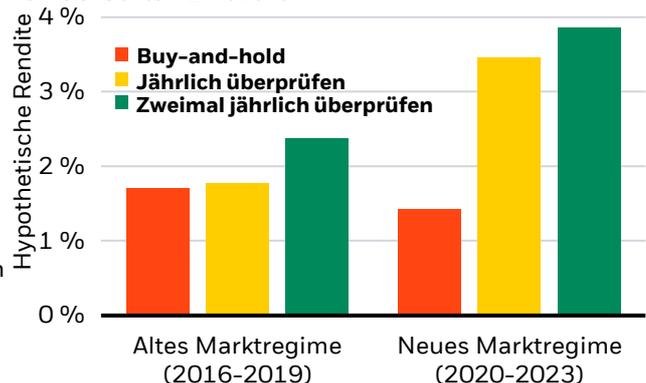
Abweichung von einem hypothetischen 60/40-Portfolio



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle bzw. künftige Ergebnisse. Bei den Renditeangaben für den Index wurden keine Gebühren berücksichtigt. Direktanlagen in einen Index sind nicht möglich. Nur zu Illustrationszwecken. Dargestellt sind keine tatsächlichen Portfolios, und dies ist keine Anlageberatung. Dies ist weder eine Anlageempfehlung für eine bestimmte Anlageklasse oder -strategie noch ein Versprechen oder eine Schätzung zukünftiger Ergebnisse. Quelle: BlackRock Investment Institute mit Daten von LSEG Datastream und Morningstar. Renditeangaben vom September 2023. Anmerkung: Die Grafik veranschaulicht den Unterschied zwischen der geschätzten durchschnittlichen jährlichen Performance zweier hypothetischer Portfolios verglichen mit einem globalen 60/40-Aktien-Obligationen-Portfolio seit Januar 2020 und während der Grossen Mässigung mit stabilen Wachstums- und Inflationsraten von Januar 1990 bis Dezember 2019. Dargestellt ist die hypothetische Wertentwicklung eines Portfolios mit 40 % globalen Aktien und 60 % globalen Obligationen und eines weiteren mit 80 % globalen Aktien und 20 % globalen Obligationen. Verwendete Indizes: MSCI AC World Index für Aktien und Bloomberg Global Aggregate Index für Obligationen. Zur Schätzung der Portfoliorenditen wurden die tatsächlichen Renditen für beide Indizes nach Angaben von LSEG verwendet.

Fundierte Einblicke zahlen sich stärker aus

Hypothetische Auswirkung einer häufigeren Umsetzung von US-Sektor-Einblicken



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Entwicklung. Bei den Renditeangaben für den Index wurden keine Gebühren berücksichtigt. Direktanlagen in einen Index sind nicht möglich. Quelle: BlackRock Investment Institute und MSCI mit Daten von Bloomberg, Januar 2024. Anmerkung: Die Grafik zeigt die monatlichen US-Aktienrenditen gemessen am MSCI USA im alten und neuen Marktregime unter drei Szenarien: Beibehalten der Allokation (Buy-and-hold-Strategie), jährliche Neugewichtung und halbjährliche Neugewichtung. Durch die Neugewichtungen wird das hypothetische Portfolio hinsichtlich Rendite, Diversifizierung und Risiko optimiert, wobei angenommen wird, dass die Renditeprognosen der Aktiensektoren im MSCI USA Index perfekt sind. Diese Analyse basiert auf historischen Renditen und wurde rückblickend durchgeführt. Die künftigen Renditen können davon und von den Renditen anderer Anlageklassen abweichen. Möglicherweise anfallende Transaktionskosten, die die Rendite schmälern können, wurden nicht berücksichtigt. Auch beziehen sich die Daten nicht auf ein tatsächliches Portfolio und dienen nur zur Veranschaulichung.

Unsicherheit heizt die Streuung an

Warum könnte ein dynamischerer Ansatz heute lohnender sein? Ein wesentliches Merkmal des aktuellen Umfelds ist die zunehmende Unsicherheit in der Wirtschaft. Die grössere Bandbreite der Schätzungen von Ökonomen zu Wirtschaftsdaten wie der Inflation ist ein Hinweis darauf, wie unsicher das neue Marktumfeld ist. Die linke Grafik zeigt die Streuung der kurzfristigen Inflationsprognosen für die USA und den Euroraum, ermittelt anhand einer Umfrage unter Volkswirten. Seit 2020 hat diese Streuung stark zugenommen. Wir glauben, dass strukturelle Angebotsengpässe und die geopolitische Fragmentierung bedeuten, dass Prognosen zu wichtigen Konjunkturindikatoren wie zum Beispiel der Inflation weiter auseinanderliegen werden, als wir es gewohnt sind. Dass die Teuerung auf dem hohen Niveau nach der Pandemie verharren würde, war nicht zu erwarten. MegaForces wie der Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft, demografische Divergenz und die geopolitische Fragmentierung dürften indes grössere Inflationsschwankungen zur Folge haben. Wir halten eine Achterbahnfahrt mit einem Wiederanstieg im nächsten Jahr für wahrscheinlich. Prognostiker sind sich bei ihren Vorhersagen weniger einig – auch hier zeigt sich die Unsicherheit, die das neue Marktumfeld prägt.

Ein weiterer Faktor im aktuellen Marktumfeld ist die stärkere Streuung der Marktrenditen. Die rechte Grafik macht deutlich, wie stark die Monatsrenditen einzelner S&P 500-Aktien vom Gesamtdurchschnitt abweichen. Seit 2020 (grüne Linie) hat ihre Streuung im Vergleich zu den zehn Jahren davor (gelbe Linie) zugenommen. Hierin kommt unseres Erachtens die unsicherere Wirtschaftslage im neuen Marktregime zum Ausdruck und dass die Unternehmen mit höheren Kreditkosten und mehr Margendruck zurechtkommen müssen.

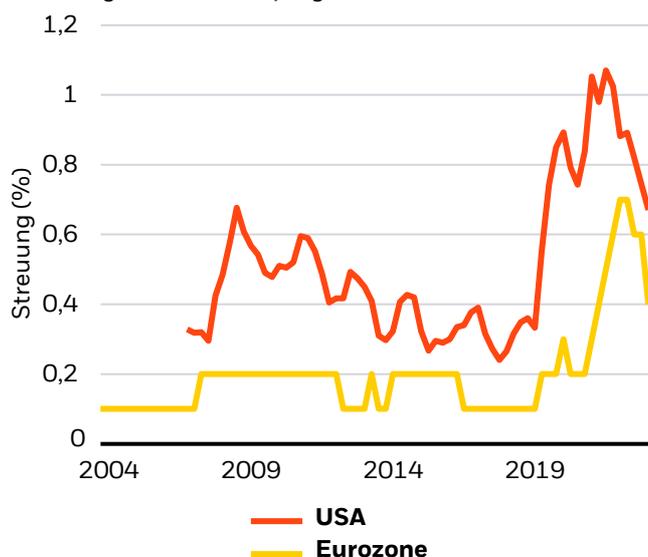
Hat die grössere Unsicherheit auch Vorteile? Durchaus. Expertise könnte sich als wertvoller erweisen, da Manager mit tieferen Markteinblicken von der grösseren Marktstreuung profitieren könnten. Dieses höhere Renditepotenzial eines dynamischen Ansatzes kombiniert mit Anlagekompetenz ist der Grund, warum wir glauben, dass aktive Strategien in einigen Portfolios künftig eine grössere Rolle spielen könnten.

Aktive Renditen können auf verschiedene Weise generiert werden. Wir denken, dass Anleger mit den Ressourcen und Fähigkeiten, die es zur Auswahl von Top-Managern braucht, davon profitieren könnten, wenn sie ihre Portfolios stärker auf aktive Strategien ausrichten und im Gegenzug statische breite Marktengagements, das sogenannte Beta, reduzieren. Auch dynamische Indexstrategien können eine Quelle für aktive Renditen sein. Ein aktiver Indexansatz würde es Anlegern ermöglichen, nicht nur von einem guten Händchen bei der Wahl des richtigen Zeitpunkts, sondern auch der richtigen Sektoren, Regionen und Anlagestile zu profitieren. Eine Präferenz für aktive Strategien setzt jedoch voraus, dass es ihnen gelingt, zuverlässig fähige Manager auszuwählen. Auch Gebühren, Portfolioziele und das Budget zur Deckung der Kosten, die sich aus der Suche nach Top-Alpha-Managern und deren Überwachung ergeben, müssen berücksichtigt werden.

Die höhere Unsicherheit und grössere Streuung im neuen Marktregime bedeuten, dass sich Anlageeinblicke und -wissen heute stärker auszahlen könnten als früher. Wie also schneiden Alpha-Manager in diesem neuen Umfeld ab?

Höhere Unsicherheit

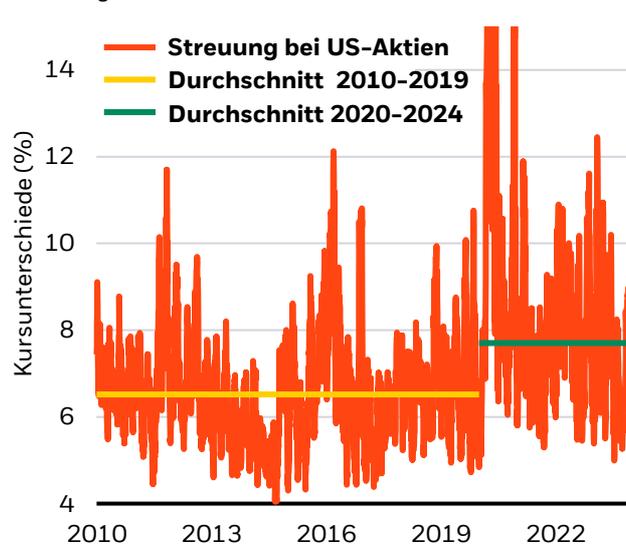
Streuung der Inflationsprognosen, 2004-2024



Quelle: BlackRock Investment Institute, Europäische Zentralbank und Philadelphia Federal Reserve mit Daten von Haver Analytics, Februar 2024. Anmerkung: Die Grafik zeigt für die USA und die Eurozone die Streuung der kurzfristigen Inflationsprognosen, die anhand von Umfragen der Zentralbanken unter professionellen Prognostikern ermittelt wurden.

Mehr Streuung

Streuung der S&P 500-Performance, 2010-2024



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für die aktuelle oder künftige Entwicklung, und bei den Renditeangaben für den Index wurden keine Gebühren berücksichtigt. Direktanlagen in einen Index sind nicht möglich. Quelle: BlackRock Investment Institute mit Daten von LSEG Datastream, Februar 2024. Anmerkung: Die Grafik zeigt die Streuung der monatlichen Aktienrenditen des S&P 500 auf täglicher Basis und den Median der Streuung von Juli 2010 nach der globalen Finanzkrise bis 2019 sowie von 2020 bis 31. Januar 2024.

Kompetenz könnte sich lohnen

Unsere Vermutung auf Seite 3 deutet darauf hin, dass sich Anlageeinblicke im neuen Marktregime stärker auszahlen könnten. Mehr Unsicherheit in der Wirtschaft und die höhere Marktstreuung legen nahe, dass das aktuelle Umfeld fähigen Managern mit fundierteren Einblicken entgegenkommt. Aber zeigen die Daten auch, dass sich Kompetenz heute mehr lohnt?

Um dies herauszufinden, haben wir ein breites Universum von Aktien- und Obligationen-Managern sowie Hedgefonds untersucht. Wir fanden heraus, dass die aktive Renditestreuung von Aktien- und Hedgefonds-Managern in Industrieländern seit der Pandemie zugenommen hat. Die linke Grafik zeigt, dass sich der Interquartilsabstand der aktiven Renditen, also die Differenz zwischen den oberen 25 % und den unteren 25 %, bei Aktienmanagern seit 2020 vergrößert hat. Nach unseren Analysen trifft das auch auf Hedgefonds-Manager zu. Bei Ersteren hat der Interquartilsabstand der aktiven Renditen den höchsten Stand seit über einem Jahrzehnt erreicht. Dabei erzielen die Top-Manager mehr aktive Renditen als die Schlusslichter. Daraus folgt: Aus einer grösseren Renditestreuung über Märkte hinweg ergibt sich eine grössere Streuung bei Alpha-Managern.

Bei Obligationen ist das anders, vielleicht weil bei ihnen die Treiber aktiver Renditen mit Makro-Faktoren wie den Leitzinsen in Verbindung stehen könnten. Seit der Finanzkrise verfolgen die Währungshüter in Industrieländern eine weitgehend aufeinander abgestimmte Geldpolitik. Vor der Pandemie hielten sie die Zinsen meist niedrig oder sogar unter null und kauften kontinuierlich Obligationen, um ihre lockere Geldpolitik zu stützen. Seit der Pandemie haben sie im Kampf gegen die Inflation die Zinsen sehr schnell stark angehoben. Die weitgehend übereinstimmende Geldpolitik in den Industrieländern könnte aktiven Managern, die schnell auf steigende Zinsen setzten, Renditechancen eröffnet haben. Es bedeutet aber nicht unbedingt, dass die aktiven Renditen auf eine regionale Streuung zurückzuführen waren. Auf dem Zins-Peak könnten divergierende Inflationsaussichten ein gewisses Auseinanderdriften der Zentralbankpolitiken in Industrieländern begünstigt und damit Anlagechancen eröffnet haben, die man nutzen konnte. Unsere Analyse bestätigt frühere Ergebnisse (Broschüre in englischer Sprache) Die Information Ratios, ein risikobereinigtes Mass für aktive Renditen, sind bei Obligationen höher als bei Aktien, was nahelegt, dass ein aktives Risiko bei Obligationen effizienter belohnt wird.

Das neue, volatilere Marktumfeld wirkt sich auch auf aktive Aktien- und Hedgefonds-Manager in Industrieländern aus. Ihre Performance divergiert stärker, was aber nicht bedeutet, dass sie geschickter sind. Unsere Schätzungen zu den Information Ratios, die Aufschluss über die Fähigkeiten der Manager geben, sind unverändert und stimmen mit den Ergebnissen von Kahn & Grinold (1999) überein. Wir stellen fest, dass die Top-Manager mehr aktive Renditen erzielen, möglicherweise weil sie das aktuell unsicherere und risikoreichere Umfeld zu nutzen wissen.

Unsere Analyse zeigt, dass die aktiven Renditen im obersten Quartil der Aktien- und Hedgefonds-Manager in Industrieländern neuerdings gestiegen sind, was auch für den Interquartilsabstand gilt (siehe Grafiken im Anhang). Dies bestärkt uns in der Überzeugung, dass das neue Umfeld für aktive Renditen besser geeignet ist. Diese hängen aber entscheidend von den Fähigkeiten ab – denn bislang waren es die kompetenten Top-Manager, die mehr aktive Renditen erzielt haben. Die Grafik rechts zeigt die risikobereinigten Renditen von Hedgefonds, US-Aktien und - Obligationen. In Zeiten mit stabilerer Wirtschaft wie nach der Finanzkrise, als die lockere Geldpolitik die Volatilität dämpfte, schnitten Hedgefonds schlechter ab. Wir erwarten aber, dass die Zentralbanken die Zügel straff halten. Das würde eher dem Umfeld vor der Finanzkrise ähneln, das von grösserer Volatilität geprägt war und sich über differenzierte Fähigkeiten, Einblicke und einen dynamischen Ansatz besser nutzen liess.

Aktive Renditen driften auseinander

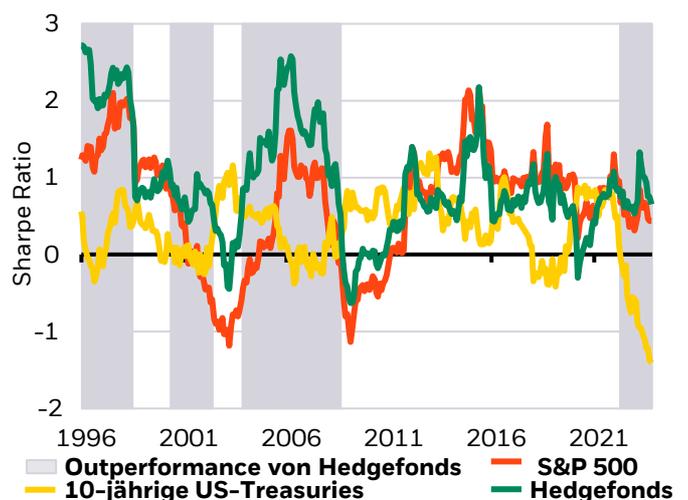
Interquartilsabstand bei aktiven Renditen von Industrieländeraktien, 2007-2023



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Entwicklung. Diese Informationen sollten vom Leser nicht als Research- oder Anlageberatung in Bezug auf einen bestimmten Fonds, eine bestimmte Strategie oder ein Wertpapier herangezogen werden. Quelle: BlackRock Investment Institute, Februar 2024. Anmerkung: Die Grafiken zeigen die Differenz zwischen dem obersten Quartil (25 %) und dem untersten Quartil der aktiven Renditen von Alpha-Managern für Industrieländeraktien. Berücksichtigt wurde eine Median-Gebühr von 0,6 % für Industrieländeraktienfonds, ermittelt anhand einer Umfrage unter Managern. Die tatsächlichen Gebühren können davon abweichen. Gebühren können aktive Renditen schmälern und sogar aufzehren. Näheres dazu im Abschnitt „Unsere Annahmen“ im Anhang. Die Einschätzung der Beziehung zwischen den Renditen von aktiven Fondsmanagern und der Marktlage erfolgte anhand einer Regressionsanalyse. Regressionsanalysen basieren auf historischen Daten und liefern lediglich eine Schätzung der Beziehung. Die künftige Beziehung kann davon abweichen. Näheres dazu im Abschnitt „Grenzen der Regressionstechnik“ im Anhang.

Aktiv werden

Sharpe Ratios von Aktien, Obligationen und Hedgefonds



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Entwicklung. Bei den Renditeangaben für den Index wurden keine Gebühren berücksichtigt. Direktanlagen in einen Index sind nicht möglich. Diese Informationen sollten vom Leser nicht als Research- oder Anlageberatung in Bezug auf einen bestimmten Fonds, eine bestimmte Strategie oder ein Wertpapier herangezogen werden. Quelle: BlackRock Investment Institute und HFRI mit Daten von LSEG Datastream, Dezember 2023. Anmerkung: Die Grafik zeigt die Sharpe Ratios für den S&P 500, für 10-jährige US-Staatsobligationen und für Hedgefonds. Stellvertretend für Hedgefonds ist der HFRI Weighted Index angegeben. Die Sharpe Ratio misst die risikobereinigte Rendite eines Vermögenswerts. Sie wird berechnet, indem die Überrendite eines Vermögenswerts – in der Regel gegenüber Geldmarktinstrumenten – durch seine Standardabweichung, die sein Risiko darstellt, geteilt wird.

Anhang

Unser Rahmen

Wie wir in unserem [Update 2022](#) (in englischer Sprache) dargelegt haben, unterscheiden wir bei Alpha – also der Rendite aktiver Manager über der Marktrendite – zwei Kategorien: erstens Renditen, die systematisch und kosteneffizient durch breite Markt- und Faktorindizes repliziert werden können, und zweitens Renditen, die auf echter Anlagekompetenz beruhen und nicht systematisch durch einen Index generiert werden können. Unsere Einschätzungen im Einzelnen:

Stilfaktoren: Makro- und Aktienstilfaktoren sind wichtige Renditetreiber. Es ist entscheidend, diese Renditequellen von der Überrendite eines Managers gegenüber einer Benchmark zu trennen, um zu verstehen, wofür Anleger Managementgebühren zahlen.

Renditen und Gebühren: Auf die Renditen nach Abzug der Kosten kommt es an. Produktgebühren schmälern die Rendite und können das Alpha, also die Mehrrendite, die ein Anleger erhält, verringern oder mitunter sogar aufzehren. Diese Gebühren variieren jedoch sehr stark und verändern sich mit der Zeit. Bei einigen Index- und Faktorprodukten können zudem hohe Gebühren anfallen. Anleger sollten daher bei ihrer Portfoliokonstruktion sämtliche Gebühren berücksichtigen.

Governance-Kosten: Sie fallen bei der Suche nach Managern und für deren Verwaltung an und sind ein wesentlicher Kostenfaktor. Wir halten jedoch die Auswahl der Manager und deren Überwachung für zentral, um Alpha zu erzielen.

Unsere Methodik

Wir verwenden auf Zeitreihen basierende Regressionsanalysen, um den Renditebeitrag von Makro- und Aktienstilfaktoren sowie anderer Marktindizes aus den Überrenditen herauszurechnen und die aktiven Renditen zu schätzen, die direkt auf die Fähigkeiten der Manager zurückzuführen sind (siehe linke Grafik auf Seite 5 und beide Grafiken auf Seite 9 im Anhang). Um eine Überanpassung zu vermeiden, verwenden wir neben der üblichen Regressionsmethode der kleinsten Quadrate die Ridge-Regression. Zwar kann keiner dieser Ansätze eine Überanpassung völlig ausschliessen, wie im Abschnitt „Grenzen der Regressionstechnik“ weiter unten erläutert. Ihr Ergebnis sind lediglich angenäherte Schätzungen der aktiven Renditen. Wir nutzen daher die Ridge-Regression, um die Auswirkungen der Überanpassung so gering wie möglich zu halten. Die von uns verwendeten Daten zu den Aktien- und Obligationenrenditen, die die Performance der Benchmark eines Fonds übersteigen, stammen von eVestment. Diese Renditen werden vor Gebühren angegeben und stammen von 2.898 Managern (per Juni 2023) aus verschiedenen Anlageklassen an öffentlichen Märkten. Für Aktienstilfaktoren verwenden wir stellvertretend MSCI Indizes, und für Makro-Faktoren ziehen wir bei sämtlichen Anlageklassen stellvertretend Markt-Benchmarks heran. Für Hedgefonds verwenden wir die rund 1.168 Fonds aus dem Universum des Hedge Fund Research (HFR) Index (Stand Oktober 2023), deren Renditen als Überrenditen gegenüber den Geldmarktrenditen und nach Abzug von Gebühren ausgewiesen werden. Die stellvertretend verwendeten Indizes sind auf der nächsten Seite aufgeführt.

Unsere Annahmen

Bei Aktien verwenden wir sowohl Stil- als auch Länderfaktoren und gehen bei unserer Analyse von einer Währungsabsicherung aus. Bei US-Large-Cap-Fonds beispielsweise berücksichtigen wir die entsprechenden Stilfaktoren. Gleiches gilt für Fonds mit Aktien aus Schwellenländern sowie Europa, Australasien und dem Fernen Osten (EAFE). Unser Regressionsmodell berücksichtigt die Währung für jedes EAFE-Aktienengagement. Wir gehen von der Annahme aus, dass die Manager ihre Engagements gegen Devisenschwankungen absichern können, um deren Auswirkungen auf ihre Renditen zu verringern. Wir verwenden für diese Zwecke stellvertretend den US-Dollar-Index DXY.

Bei Obligationen (z. B. Staatsobligationen, Investment-Grade- und Hochzinsobligationen) und an anderen Märkten (z. B. Schwellenländern) berücksichtigen wir bei unseren Analysen Ratings. Für Obligationen verwenden wir keine Stilfaktoren, da die historischen Daten zu den Managerrenditen nicht weit genug zurückreichen, um bei ihnen Stilfaktoren – also dauerhafte Renditetreiber – zu bestimmen.

Bei Hedgefonds verwenden wir in unserer Analyse diverse Stil- und Kreditfaktoren sowie einen Ölfaktor. Öl ist ein Faktor, der in der Wissenschaft herangezogen wird, um Hedgefonds-Renditen zu erklären und das kurzfristige Makro-Umfeld zu berücksichtigen.

| Annahmen zu den Gebühren | Index- oder Beta-Strategien | Alpha-Strategien |
|----------------------------------|-----------------------------|------------------|
| Aktien | 0,15–0,5 % | 0,4–0,8 % |
| Staatsobligationen | 0,15–0,3 % | 0,2–0,25 % |
| IG*-Unternehmensobligationen | 0,1–0,3 % | 0,2–0,25 % |
| Sub-IG*-Unternehmensobligationen | 0,4–0,5 % | 0,4–0,5 % |
| Privatmärkte | k. A. | 0,5–5,0 % |

Quelle: Mercer Global Asset Manager Fee Survey, 2017. Morningstar, Schätzungen von BlackRock. *IG = Investment Grade. Anmerkung: Die angenommenen Gebühren werden als Spannen angegeben, da wir bei unseren Berechnungen eine Vielzahl von Anlageklassen, Währungen und Datensätzen berücksichtigen.

Anhang

Grenzen der Regressionstechnik:

Mit unserer Regressionstechnik kann eine Überanpassung nicht völlig ausgeschlossen werden. Wenn zu viele potenzielle Erklärungen (unsere erklärenden Variablen) für die Art einer Beziehung einbezogen werden, kann die Auswirkung der Variablen auf die von uns beobachtete Beziehung über- oder unterbewertet werden. Im vorliegenden Fall würde eine Überanpassung beispielsweise bedeuten, dass zu viele Variablen für die Manager-Performance berücksichtigt werden. Dies könnte dazu führen, dass die Auswirkungen einiger dieser Variablen auf die Manager-Performance über- oder unterbewertet werden. Die Regressionsanalyse wird mit historischen Daten durchgeführt und ist ein komplexer Vorgang. Sie kann die zukünftige Beziehung zwischen der Performance eines Managers und den Marktbedingungen möglicherweise nicht zuverlässig vorhersagen. Die Beurteilung eines Fondsmanagers durch ein erfahrenes Research-Team kann unter Umständen eine bessere Einschätzung von dessen Performance ermöglichen. Ein tiefgreifendes und praxisnahes Research kann eine gute Ergänzung zu ökonomischen Techniken und Analysen wie die Regressionsanalyse sein und helfen, die künftige Performance eines Fondsmanagers besser einzuschätzen.

Datenquellen

Fondsdatenbank von eVestment

| Anlageklasse | Anzahl der Fonds |
|--|------------------|
| US-Aktien – Large-Cap Value | 315 |
| US-Aktien – Large-Cap Growth | 237 |
| US-Aktien – Large-Cap Mischfonds | 295 |
| US-Aktien – Mid-Caps | 209 |
| US-Aktien – Small-Caps | 505 |
| Schwellenländeraktien | 352 |
| Industrieländeraktien ohne US-Aktien | 152 |
| UK-Aktien | 83 |
| Europäische Aktien | 90 |
| US-Unternehmensobligationen und -Credits | 151 |
| US-Hochzinsobligationen | 152 |
| US-Kernobligationen | 217 |
| Schwellenländer-Hartwährungsobligationen | 66 |
| Europäische Unternehmensobligationen | 74 |
| Gesamt | 2898 |

Hedge Fund Research

| Strategie | Anzahl der Fonds |
|----------------|------------------|
| Equity Hedge | 492 |
| Macro | 188 |
| Event-Driven | 129 |
| Relative Value | 208 |
| Sonstige | 151 |
| Gesamt | 1168 |

Quelle: BlackRock Investment Institute mit Daten von eVestment und Hedge Fund Research, Januar 2024. Anmerkung: Die Tabellen zeigen die Anzahl der Fonds, sortiert nach Anlageklassen, die wir bei unserer Analyse berücksichtigt haben. eVestment und Hedge Fund Research sind externe Datenanbieter. Weitere Einzelheiten finden Sie unter <https://www.evestment.com/research/trends/> und <https://www.hfr.com/>

Verwendete Indizes zur Berechnung der Outperformance

| Hedgefonds-Faktoren | Index |
|----------------------------------|---|
| US-Markt | MSCI USA |
| Value | MSCI USA Value |
| Growth | MSCI USA Wachstum |
| Duration | Lehman Brothers U.S. Treasury Index |
| US-Investment-Grade-Obligationen | Lehman Brothers U.S. Credit Index |
| US-HochzinsObligationen | Lehman Brothers U.S. Corporate High Yield Index |
| Öl | Dow Jones UBS Crude Oil Total Return Index |

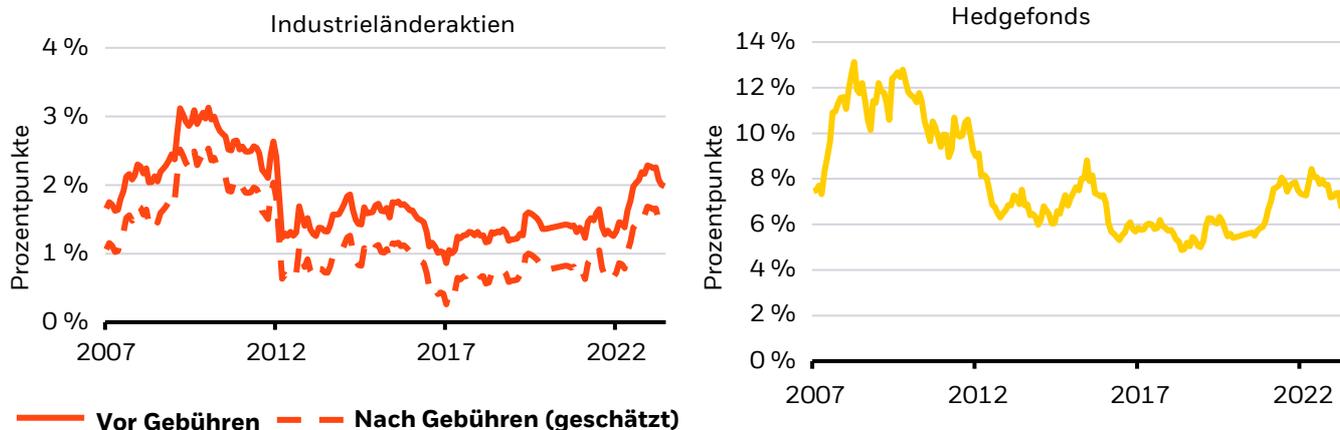
| Aktien-Stilfaktoren | Index |
|---------------------------------------|------------------------------------|
| US Large-Cap Value | MSCI USA Enhanced Value |
| US Large-Cap Quality | MSCI USA Sector Neutral Quality |
| US Large-Cap MinVol | MSCI USA Minimum Volatility |
| US Large-Cap Momentum | MSCI USA Momentum |
| US-Small-Caps | MSCI USA Small Cap |
| Schwellenländer | MSCI EM |
| Industrieländer, ohne USA | MSCI EAFE |
| US-Large-Caps | MSCI USA |
| Industrieländer, ohne USA, Value | MSCI EAFE Value |
| Industrieländer, ohne USA, Quality | MSCI EAFE Quality |
| Industrieländer, ohne USA, MinVol | MSCI EAFE Minimum Volatility |
| Industrieländer, ohne USA, Momentum | MSCI EAFE Momentum |
| Industrieländer, ohne USA, Small-Caps | MSCI EAFE Small |
| Europa Large-Caps, Value | MSCI Europe Enhanced Value |
| Europa Large-Caps, Quality | MSCI Europe Sector Neutral Quality |
| Europa Large-Caps, MinVol | MSCI Europe Minimum Volatility |
| Europa Large-Caps, Momentum | MSCI Europe Momentum |
| Europa Small-Caps | MSCI Europe Small |
| Europa Large-Caps | MSCI Europe |
| Grossbritannien Large-Caps, Value | MSCI UK Value |
| Grossbritannien Large-Caps, Quality | MSCI UK Quality |
| Grossbritannien Large-Caps, MinVol | MSCI UK Minimum Volatility |
| Grossbritannien Large-Caps, Momentum | MSCI UK Momentum |
| Grossbritannien Small-Caps | MSCI UK Small |
| Grossbritannien Large-Caps | MSCI UK |
| Schwellenländer Value | MSCI EM Enhanced Value |

| Obligationen-Stilfaktoren | Index |
|---|---|
| US-Hochzinsobligationen | IBOXX \$ Liquid High Yield |
| US-Unternehmensobligationen und -Credits | IBOXX \$ Liquid Investment Grade |
| Schwellenländer-Hartwährungsobligationen | JPM EMBI Global Core Index |
| US-Staatsobligationen mit langer Laufzeit | ICE BofA 7-10 Year US Treasury Index |
| Schwellenländerobligationen | JPM GBI-EM Global Diversified Composite |
| US-Inflationsobligationen | Bloomberg U.S. Treasury: U.S. TIPS USD |
| US-Staatsobligationen | Bloomberg U.S. Aggregate USD |
| Europa Unternehmensobligationen | ICE BofA Euro Corporate |
| Europa Hochzinsobligationen | IBOXX Euro Liquid High Yield |
| Europa Staatsobligationen mit langer Laufzeit | ICE BofA 7-10 Year Euro Government Index |
| Inflationsgeschützte Euro-Obligationen | ICE BofA Euro Inflation-Linked Government Index |

Grafiken

Top-Performer liefern mehr aktive Renditen

Aktive Renditen im obersten Quartil, 2007-2023



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Entwicklung. Diese Informationen sollten vom Leser nicht als Research- oder Anlageberatung in Bezug auf einen bestimmten Fonds, eine bestimmte Strategie oder ein Wertpapier herangezogen werden. Quelle: BlackRock Investment Institute, Februar 2024. Anmerkung: Die Grafiken zeigen das oberste Quartil (oberste 25 %) der aktiven Renditen, die von Alpha-Managern bei Industrielandaktien und von Hedgefonds erzielt wurden. Berücksichtigt wurde eine Median-Gebühr von 0,6 % für Industrielandaktienfonds, ermittelt anhand einer Umfrage unter Managern. Die tatsächlichen Gebühren können davon abweichen. Aktive Renditen für Hedgefonds-Manager sind nach Abzug von Gebühren angegeben, da Hedgefonds Gesamtrenditen nach Abzug von Gebühren ausweisen. Gebühren können aktive Renditen schmälern und sogar aufzehren. Näheres dazu im Abschnitt „Unsere Annahmen“ weiter oben im Anhang. Die Einschätzung der Beziehung zwischen den Renditen von aktiven Fondsmanagern und der Marktlage erfolgte anhand einer Regressionsanalyse. Regressionsanalysen basieren auf historischen Daten und liefern lediglich eine Schätzung der Beziehung. Die künftige Beziehung kann davon abweichen. Näheres dazu im Abschnitt „Grenzen der Regressionstechnik“ weiter oben im Anhang.

Nur für professionelle Kunden und qualifizierte Anleger

BlackRock Investment Institute

Das BlackRock Investment Institute (BII) setzt die Expertise von BlackRock ein, um Einblicke in Weltwirtschaft, Märkte, geopolitische Entwicklungen und langfristige Vermögensallokationen zu geben. Unser Ziel ist es, unsere Kunden und Fondsmanager darin zu unterstützen, gut durch die Finanzmärkte zu navigieren. Dazu bietet das BlackRock Investment Institute strategische und taktische Markteinblicke, Publikationen und digitale Tools auf Basis firmeneigener Analysen.

Risikohinweise

Kapitalanlagerisiko. Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten den ursprünglich angelegten Betrag möglicherweise nicht zurück.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht der einzige Faktor sein, der bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie berücksichtigt wird.

Änderungen der Wechselkurse zwischen Währungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen sinkt oder steigt. Bei Fonds mit höherer Volatilität können die Schwankungen besonders ausgeprägt sein, und der Wert einer Anlage kann plötzlich und erheblich fallen. Die Höhe und Grundlage der Besteuerung kann sich von Zeit zu Zeit ändern und hängt von den persönlichen Umständen ab.

Rechtliche Informationen

Dieses Material ist lediglich zur Weitergabe an professionelle Kunden (laut Definition in den Vorschriften der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde oder den MiFID-Regeln) bestimmt und sollte nicht von anderen Personen als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Dieses Dokument ist Marketingmaterial.

Im Vereinigten Königreich und in Ländern ausserhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR): Dies wird von BlackRock Advisors (UK) Limited herausgegeben, die von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und reguliert wird. Eingetragener Firmensitz: 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL, Tel: +44 (0)20 7743 3000. Eingetragen in England und Wales unter der Nr. 00796793. Zu Ihrem Schutz werden Anrufe in der Regel aufgezeichnet. Eine Liste der zugelassenen Tätigkeiten von BlackRock finden Sie auf der Website der Financial Conduct Authority.

Für Anleger in der Schweiz

Nur für professionelle Kunden und qualifizierte Anleger. Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um Werbematerial.

Dieses Dokument ausschliesslich qualifizierten Anlegern im Sinne von Art. 10 Abs. 3 des KAG vom 23. Juni 2006 in seiner jeweils gültigen Fassung zur Verfügung gestellt und richtet sich an diese, unter Ausschluss von qualifizierten Anlegern mit einem Opting-out gemäss Art. 5 Abs. 1 des Schweizerischen Bundesgesetzes über Finanzdienstleistungen ("FIDLEG").

Die unter Artikel 8 und 9 des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) erforderlichen Informationen und Ihre Zuteilung zu einem der Kundensegmente gemäss Artikel 4 FIDLEG, finden Sie auf folgender Webseite: www.blackrock.com/fidleg. BlackRock Global Funds sind in Luxemburg domiziliert. BlackRock Funds I ICAV sind in Irland domiziliert.

Nur für professionelle Kunden und qualifizierte Anleger

BlackRock Asset Management Schweiz AG, Bahnhofstrasse 39, CH-8001 Zürich, fungiert als Schweizer Vertreter, und State Street Bank International GmbH, München, Niederlassung Zürich, Beethovenstrasse 19, CH-8002 Zürich, ist die Schweizer Zahlstelle. Das Verkaufsprospekt, die Basisinformationen gemäss der Verordnung über verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIPs-KIDs) oder ein gleichwertiges Dokument, die Statuten, der letzte und alle vorherigen Jahres- und Halbjahresberichte sind kostenlos beim Schweizer Vertreter erhältlich. Anleger sollten die fondsspezifischen Risiken in den PRIIPs-KIDs und im Prospekt lesen.

Alle hier angeführten Analysen wurden von BlackRock erstellt und können nach eigenem Ermessen verwendet werden. Die Resultate dieser Analysen werden nur bei bestimmten Gelegenheiten veröffentlicht. Die geäusserten Ansichten stellen keine Anlageberatung oder Beratung anderer Art dar und können sich ändern. Sie geben nicht unbedingt die Ansichten eines Unternehmens oder eines Teils eines Unternehmens innerhalb der BlackRock Gruppe wieder, und es wird keinerlei Zusicherung gegeben, dass sie zutreffen.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Anlage in einen BlackRock Fonds dar und wurde nicht im Zusammenhang mit einem solchen Angebot erstellt.

© 2024 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. BLACKROCK, iSHARES und BLACKROCK SOLUTIONS sind Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen.