

**investing in mutual funds when returns are predictable**

**CFR working paper 05-13**

Bisherige Studien zur Performance von Investmentfonds kommen zu dem Schluss, dass Anleger durch eine Investition in aktiv verwaltete Fonds nicht mehr (sondern tendenziell weniger) als durch eine passive Anlage in die Benchmark verdienen. Selbst eine Investition in die Fonds mit den in der Vergangenheit höchsten Renditen verspricht für die Zukunft kein positives Alpha (Carhart (1997)). In dieser Studie zeigen wir, dass sich durch eine Anlage in aktiv verwaltete Fonds dennoch Geld verdienen lässt. Die in dieser Studie untersuchten Strategien investieren (i) in eine Vielzahl aktiv verwalteter Fonds. Sie nutzen (ii) prognostizierbare Eigenschaften von Fondsrenditen aus und sind so in der Lage, in der Zukunft risikoadjustierte Nettoüberschußrenditen von mehr als 10% p.a. zu erzielen. Sämtliche Strategien basieren (iii) lediglich auf Long-Positionen in Fonds, sind also in der Praxis problemlos umsetzbar. Alle Ergebnisse sind (iv) sowohl zeitlich als auch gegenüber Variationen der Benchmarkfaktoren robust.

Der Schlüssel zum Erfolg unserer Strategien liegt darin, dass wir die empirische Prognostizierbarkeit von Fondsrenditen bei der Auswahl unserer Fonds ausnutzen. Es gibt drei Gründe für die Prognostizierbarkeit von Fondsrenditen: Erstens kann das Faktorexposure von Fonds (Beta) prognostizierbar sein. Zweitens können die Faktorrenditen prognostizierbar sein. Drittens können die Fähigkeiten des Fondsmanagers, das Alpha selbst, prognostizierbar sein. Wir verwenden zur Prognose der Fondsrenditen vier makroökonomische Faktoren: Die Dividendenrendite des Aktienmarktes, den Renditespread ausfallbedrohter gegenüber risikolosen Anleihen, den Spread zwischen 10-jährigen und 3-monatigen Staatsanleihen sowie die Rendite 3-monatiger Staatsanleihen.

Die wichtigsten Ergebnisse der Arbeit lassen sich zu drei Punkten zusammenfassen:

1. Anleger können durch Strategien in amerikanische Aktienfonds, die die vier makroökonomischen Faktoren zur Prognose der Fondsrenditen verwenden, ein Alpha von 10% p.a. und mehr erzielen.

2. Der Erfolg unserer Strategien beruht einerseits auf einem erfolgreichen Sektortiming (zwischen 2 und 4% p.a.) und andererseits auf einer erfolgreichen Sektorselektion (3 bis 6% p.a.). Das heißt, die in unseren Strategien enthaltenen Fonds investieren in Sektoren, die eine Überschussrendite von 2 bis 4% p.a. aufweisen und darüber hinaus in Aktien, die sektorbereinigt weitere 3 bis 6% p.a. Überschussrendite erwirtschaften.
3. Auch Dachfonds und private Vermögensverwalter können diese Renditen realisieren. Die in dieser Arbeit entwickelten „Dachfondsstrategien“ basieren lediglich auf allgemein bekannten makroökonomischen Informationen. Sie erfordern keine Leerverkäufe von Fonds.

Die Arbeit wirft damit ein völlig neues Licht auf die Fondsbranche. Aktives Fondsmanagement schafft Werte. Anleger können davon profitieren, indem sie die Prognosekraft makroökonomischer Faktoren bei der Fondsselektion berücksichtigen. Unsere Ergebnisse haben direkte Implikationen für das Management von Dachfonds und die private Vermögensverwaltung. Sie zeigen, wie sich durch regelgebundene Strategien in aktive Fonds ein ökonomisch und statistisch signifikant positives Alpha generieren lässt.