

Prof. Dr. Steffen Sebastian,
 Sebastian Schnejdar und René-Ojas Woltering¹

Mittelzuflüsse in Investmentfonds als Indikator bei Anlageentscheidungen

Im Rahmen der strategischen Asset Allocation ist eine der zentralen Entscheidungen die Diversifikation nach verschiedenen geografischen Anlageschwerpunkten. Häufiger Indikator ist dabei die in der Vergangenheit erzielte Rendite. Für Aktien- und Rentenmärkte ist dies nach der wissenschaftlichen Theorie nicht sinnvoll. In diesen sogenannten effizienten Finanzmärkten kann aus vergangenen grundsätzlich nicht auf zukünftige Renditeentwicklungen geschlossen werden. Alternativ bietet sich an, die vergangenen Mittelzuflüsse in länderspezifische Investmentfonds als Indikator für die zukünftigen Renditen zu verwenden.

Die bestehende Literatur über den Zusammenhang zwischen Mittelzuflüssen in Investmentfonds und deren Renditen weist einen wechselseitigen Zusammenhang aus. Hohe Renditen ziehen zusätzliche Anleger an, deren Mittelzuflüsse wiederum in den zugrundeliegenden Assets weiteren Preisdruck und damit höhere Renditen auslösen können. In diesem Beitrag wird anhand eines globalen Datensatzes empirisch untersucht ob aktuelle Mittelzuflüsse auch einen Einfluss auf zukünftige Renditen ausüben. Stimmt die Aussage, würde die Entwicklung der Mittelzuflüsse institutionellen Anlegern die Möglichkeit geben, die Sicherheit ihrer Kapitalanlage in Investmentfonds besser einschätzen zu können und dabei gleichzeitig eine attraktivere Verzinsung zu erreichen. Der vorliegende Beitrag geht der Frage nach, ob aggregierte Mittelzuflüsse einen Einfluss auf die Rendite weltweiter Aktienindizes haben. Des Weiteren werden zusätzliche Variablen identifiziert, welche einen Einfluss auf Länderrenditen ausüben. Abschließend wird die Übertragbarkeit auf weitere Anwendungsbereiche sowie die mögliche Übertragbarkeit auf Immobilienfonds aufgezeigt.

Modellaufbau

Die empirische Untersuchung basiert auf einem Panel von Investmentfondsdaten zu 24 verschiedenen OECD-Länder. Der Datensatz enthält Quartalsdaten des Zeitraums 2009 Q1 bis 2014 Q1. Insgesamt stehen somit 409 Beobachtungen zur Verfügung. Als erklärende Variable werden die MSCI Indexrenditen der jeweiligen Länder verwendet. Der Fokus der Analyse liegt dabei auf den aggregierten Netto-Mittelzuflüssen oder „Net Flows“ in die jeweiligen.

¹ Prof. Dr. Steffen Sebastian ist Inhaber des Lehrstuhls für Immobilienfinanzierung an der IREBS International Real Estate Business School der Universität Regensburg. Sebastian Schnejdar und René Woltering sind wissenschaftliche Mitarbeiter des Lehrstuhls.

Des Weiteren werden verschiedene makroökonomische Variablen der OECD Länder, wie die Höhe des Bruttoinlandsproduktes, die Arbeitslosenquote und das langfristige Zinsniveau als Erklärung der Rendite auf Länderebene verwendet, da diese einen Einfluss auf Unterschiede im Renditeniveau der jeweiligen Länder haben können.

Entwicklung der Rendite und „Flows“ ausgewählter Länder

Die Abbildung zeigt den Zusammenhang zwischen Renditen und Mittelzuflüssen am Beispiel von sechs ausgewählten Ländern. Die Linie gibt die Entwicklung der MSCI-Rendite über den betrachteten Zeitraum an. Die prozentuale Veränderung der Mittelzuflüsse aller Investmentfonds eines Landes werden als Balkendiagramm dargestellt.

Die ersten beiden Grafiken zeigen einen starken Zusammenhang zwischen Renditen und Mittelzuflüssen in den USA und Großbritannien auf. Hohe Mittelzuflüsse korrelieren mit hohen Renditen in derselben Periode.

Hingegen ergibt sich für Deutschland und Frankreich ein anderes Bild. Zwar weist die Grafik ebenfalls einen starken Einfluss der Mittelzuflüsse auf die Rendite aus. Bei beiden Ländern erscheint der Effekt allerdings zeitlich versetzt. Auf Perioden mit Mittelabflüssen reagiert die Rendite erst in der Folgeperiode mit Abschlügen.

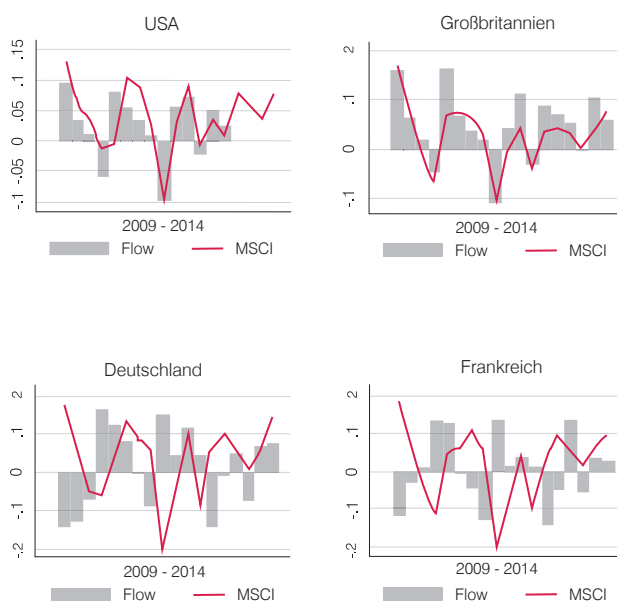
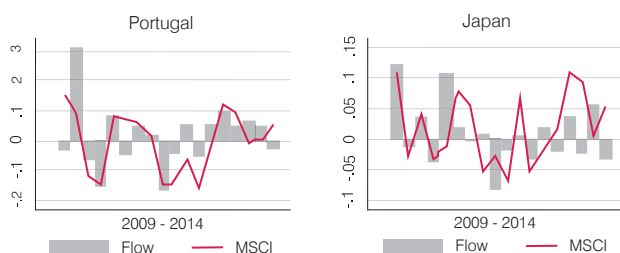


Abbildung 1: Entwicklung der Rendite und „Flows“ ausgewählter Länder



Die Effekte in den Ländern Portugal und Japan sind deskriptiv nicht eindeutig bestimmbar.

Ergebnisse der empirischen Untersuchung

Während die graphische Analyse lediglich Rückschlüsse über den Zusammenhang zwischen Mittelzuflüssen und Renditen zulässt, kann ein multivariates Regressionsmodell auch komplexere Wechselwirkungen erfassen. Es zeigt sich, dass sowohl die zeitgleichen auch die zeitlich verzögerten Mittelzuflüsse einen positiven Einfluss auf die Renditen haben. So führt eine Steigerung der aggregierten Mittelzuflüsse um 1 Prozent durchschnittlich zu einer Erhöhung der aggregierten Indexrendite um 0,55 Prozent. Ein Anstieg der um eine Periode verzögerten Mittelzuflüsse führt im darauffolgenden Quartal um eine um 0,19 Prozent erhöhte Rendite. Der Einfluss beider Variablen ist statistisch signifikant. Folglich sind Mittelzuflüsse ein relevanter Indikator bei Anlageentscheidungen.

Die Analyse der Kontrollvariablen zeigt, dass auch das vorherrschende Zinsniveau, sowie Managementgebühren einen messbaren Einfluss auf die Rendite haben. So führt ein Aufschlag bei der Verzinsung von 10-jährigen Staatsanleihen zu einer Senkung der aggregierten Rendite um 0,005 Prozent. Außerdem weisen die veranschlagten durchschnittlichen Managementgebühren einen schwach positiven Einfluss auf die Rendite auf. Auf eine Steigerung der Gebühren um 1 Prozent folgt somit eine Erhöhung der Rendite um etwa 0,005 Prozent. Dieses Ergebnis überrascht zunächst. Hohe Gebühren bei Investmentfonds können aber auch als Beleg für die Qualität des Managements gesehen werden, welches eine überdurchschnittliche Rendite für die Anleger erzielt. Weitere Faktoren, wie das Bruttoinlandsprodukt oder die Arbeitslosenquote weisen in unserem Modell keinen signifikanten Beitrag zur Erklärung der Rendite bei.

Weitere Anwendungsbereiche

Die vorliegende Studie zeigt auf, dass aggregierte Mittelzuflüsse in die Fonds eines Landes ein Indiz für die zukünftige Renditeentwicklung sein können. Bei der Erstellung von Modellen zur Optimierung der strategischen Asset Allocation sollte daher auch der Informationsgehalt von länderspezifischen Mittelzuflüssen einbezogen werden.

Aus der Sicht der institutionellen Investoren ergibt sich aus dem Informationsgehalt vergangener Mittelzuflüsse ein weiterer wichtiger Anwendungsbereich. Die Auswahl des optimalen Investmentfonds zählt gerade bei kleineren und mittleren Anlegern zu den zentralen Aufgaben. Gerade hier wird oftmals die in der Vergangenheit erzielte Rendite als zentraler Indikator verwendet. Die Berücksichtigung von Mittelzuflüsse in einen spezifischen Fonds bzw. in alle Fonds des jeweiligen Anbieters kann die Qualität der Entscheidung verbessern und somit helfen, den optimalen Investmentfondsanbieter zu identifizieren.² Dies gilt in besonderem Maße für Immobilienfonds, da zum einen aufgrund der Ineffizienz der Märkte besser möglich ist, zukünftige Fondsrenditen zu prognostizieren. Zum anderen ist in Immobilienmärkten der potenzielle Beitrag eines professionellen Fondsmanagement deutlich höher als in Aktien- oder Rentenmärkten.

² Diese Forschungsfrage ist Gegenstand eines laufenden Forschungsprojekts an der IREBS International Real Estate Business School.