

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Risikomanagement Teil 2: Verlustbringer verkaufen?

Jeder Anleger wird irgendwann mal mit dem Thema konfrontiert, wie er mit den „Verlierern“ in seinem Aktienportfolio umgeht. Soll er sich davon trennen, um nicht noch mehr Minus zu machen, auch wenn die Verlustrealisierung schwer fällt? Oder soll er stattdessen die Position verdoppeln und auf eine Erholung hoffen, obwohl der Wert anscheinend Probleme hat?

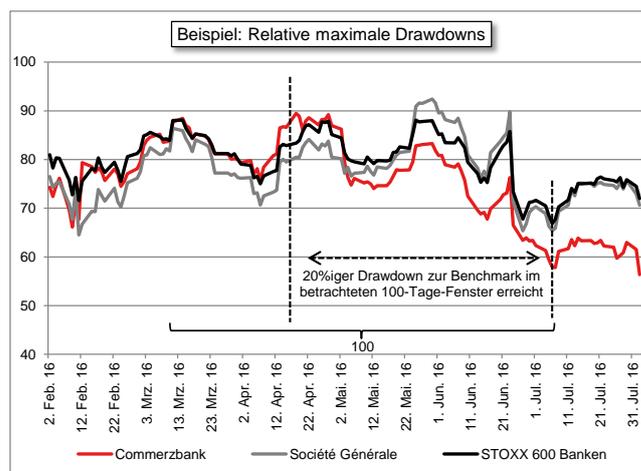
Die Bedeutung der Frage hat sogar noch eine größere Bedeutung, weil damit grundsätzliche Anlagestrategien verbunden sind. Auf der einen Seite stehen die „Value“-Investoren, die auf der Suche nach unterbewerteten Titeln sind, die mittel- bis langfristig wieder zu einem fairen Wert zurückkehren. Auf der anderen Seite versuchen „Momentum“-Investoren, die positive Dynamik eines Trends mitzunehmen und negative Trends zu meiden, weil an den Märkten immer wieder ein Herdenverhalten zu beobachten ist. Die Anhänger der jeweiligen Anlagestrategie sind dabei von „ihrer“ Philosophie jeweils so überzeugt, dass sich eine tiefere Analyse lohnt. Daraus können sich gegebenenfalls auch wichtige Rückschlüsse für ein aktives Risikomanagement ergeben, bei dem Verlustschwellen gesetzt werden, die einen Verkauf eines Titels auslösen.

Eine erste naive Analyseidee sähe so aus, dass man Aktienwerte untersucht, die einen absoluten Verlust von 10%, 15% oder 20% verbucht haben und anschließend schaut, wie sie sich in der Folge entwickelt haben. Doch kann es immer mal wieder Phasen geben, in denen der breite Markt 10% oder mehr zurückgeht, so dass man nicht nur überdurchschnittliche Verlierer dabei hätte, sondern alle Werte oder zumindest die meisten zyklischen Titel, selbst wenn sie relativ gut zur eigenen Branche performt haben.

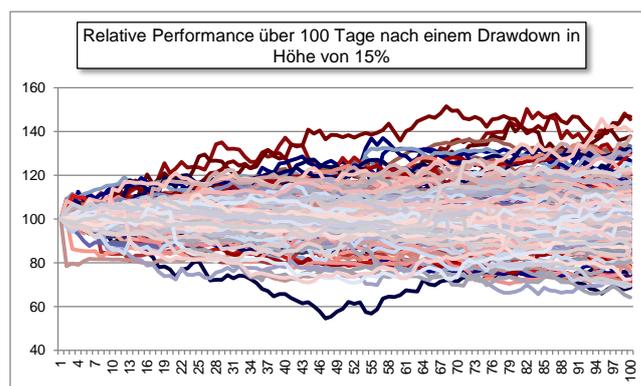
Stattdessen richtet sich unser Fokus auf die Aktien, die auffällig schlecht im Vergleich zum Sektor liefen. Denn wenn der Kursverlauf eines Titels gegenüber der Branche deutlich schwächer ist, dann gibt es vermutlich Gründe für den enttäuschenden Kursverlauf in dem Unternehmen selbst. Wir haben daher die historische Performance der Aktien aus dem STOXX 600 nach einem Kursrückgang im Vergleich zur jeweiligen Sektor-Benchmark betrachtet. Als Maß für den Kursrückgang haben wir den maximalen Verlust (Drawdown) der relativen Zeitreihe im Vergleich zu einem vorher relativ erreichtem Hoch der letzten hundert Tage herangezogen. Immer wenn dieser eine bestimmte Grenze überstieg, wurde die Performance der folgenden hundert Tage in einem fiktiven Korb von Aktien fortgeschrieben.

Die Betrachtung der relativen Verluste sowie der anschließenden relativen Performance dient dazu, den Kursverlust einzelner Aktien isoliert und damit losgelöst von Marktbewegungen betrachten zu können. Die unten stehende Grafik zeigt den Verlauf der Commerzbank und der Société Générale im Vergleich zur Sektor-Benchmark, dem STOXX 600 Banken. Man kann deutlich sehen, dass die

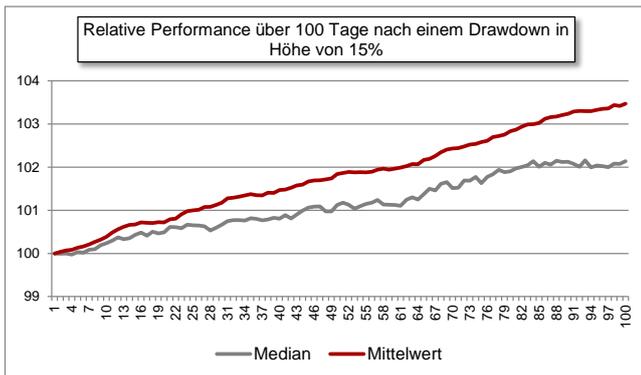
Société Générale zwar im betrachteten Zeitraum auch an Wert verliert, der Wertverlust aber nicht stark von dem der Benchmark abweicht. Anders sieht es bei der Commerzbank aus, die überproportional im Vergleich zur Benchmark verliert. Im Juli letzten Jahres erreichte der relative maximale Drawdown der Commerzbank in einer Zeitspanne von hundert Tagen 20%, während der relative maximale Drawdown der Société Générale Aktie in der gleichen Periode „nur“ 8% betrug. In diesem Fall wäre die Commerzbank eine der Aktien gewesen, deren folgende Wertentwicklung wir analysiert hätten.



Dieselbe Vorgehensweise haben wir für alle Aktien des STOXX 600 in dem Zeitraum vom 1. Januar 2012 bis 12. Januar 2017 angewandt. Der Zeitraum ist bewusst so gewählt, weil es sich hierbei um eine stabile konjunkturelle Aufschwungphase handelt. In Stressphasen kann es dagegen zu Liquiditätsengpässen und irrationalen Übertreibungen kommen, die das Ergebnis verzerren würden. Außerdem ist diese Analyse so für die kommende Marktphase, in der wir eine Fortsetzung des Aufschwungs erwarten, maximal relevant. Insgesamt kamen wir bei der Untersuchung eines fünfprozentigen Drawdowns als Auslöser auf 20.231 Treffer und bei 10%, 15%, 20% und 25% auf 10.222, 6.074, 2.980 und 2.810 Beispiele respektive. Untenstehende Grafiken zeigen exemplarisch die Kohorte der Datenreihen und den Median und Mittelwert der relativen Performance in den darauf folgenden hundert Tagen bei einem Drawdown in Höhe von 15%.



Im Hinblick auf die Grafik der unterschiedlichen Datenreihen ist keine Systematik erkennbar. Ganz im Gegenteil, es ist fast eine auffällige „Unsystematik“ bzw. Willkürlichkeit zu erkennen. Etwas anders scheint die Situation, wenn man den Mittelwert und den Median einer derartigen Strategie betrachtet. Im Mittel kommt es nach einem Kurssturz zu einer Kurserholung in den folgenden hundert Tagen. Ein ähnliches Ergebnis erhalten wir, wenn wir Drawdowns in Höhe von 5%, 10%, 20% und 25% betrachten, wobei der Erholung umso stärker ausgeprägt ist, je höher der Kursverlust zuvor ausfiel.

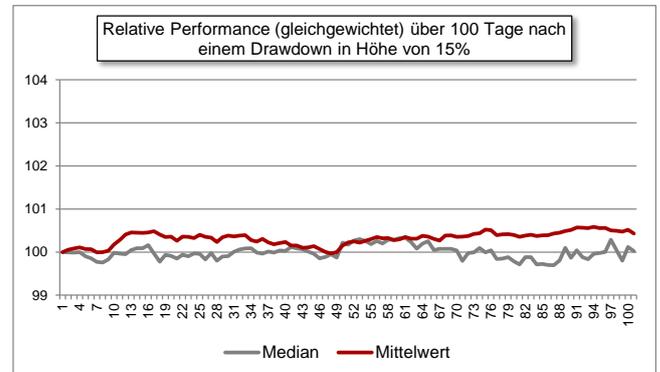


Würde man also immer dann kaufen, wenn eine Aktie in einer hunderttägigen Periode einen Drawdown in Höhe von 15% erreicht hat, könnte man eine systematische Outperformance gegenüber der Benchmark erzielen. Oder im Sinne des Risikomanagements: nicht verkaufen, sondern halten, die Aktie erholt sich schon wieder. In der Praxis hat man jedoch weder so viele Aktien, noch würde man so oft umschichten. Berücksichtigt man in diesem Zusammenhang die Streuung in der Grafik auf der letzten Seite, scheint es eine sehr riskante Wette zu sein, darauf zu hoffen, dass genau die Aktie im Portfolio nicht in der unteren Hälfte landet. Eine solche, auf Erholung setzende Strategie wäre nur dann auf eine systematische Weise zielführend, wenn man mit einer großen Auswahl an Aktien und mit einer hohen Frequenz immer wieder Umschichtungen nach dieser Regel vornimmt.

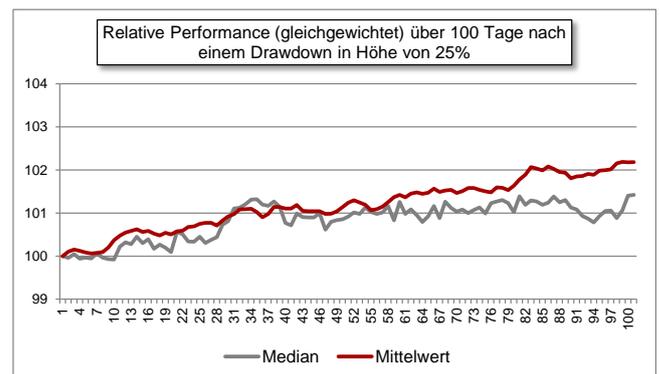
Darüber hinaus haben wir uns gefragt, ob die im Mittel positive Performance nicht auch dem Small Cap Effekt geschuldet sein könnte. Der Effekt beruht auf der Beobachtung, dass Aktien von Unternehmen mit geringem Börsenwert (Small Caps) eine höhere Rendite erzielen als große Unternehmen. Gründe hierfür wären zum Beispiel, dass diese Unternehmen meist schneller wachsen und die Geschäftsmodelle anpassungsfähiger sind. Übernahmen oder Übernahmefantasien könnten weitere Kurstreiber sein. Da die Benchmarks der einzelnen Sektoren marktkapitalisierungsgewichtet sind, haben sie automatisch eine Orientierung in Richtung Large Caps. Vor diesem Hintergrund würde sogar ein zufällig generiertes Portfolio im Schnitt eine bessere Performance abliefern als die Benchmark. Um diese These zu testen, haben wir die Benchmarks neu berechnet, indem wir die dazu gehörigen Aktien gleichgewichtet haben. Das Ergebnis bestätigt unsere Vermutung größtenteils. Insbesondere bei den Fällen mit kleineren Verlustschwelen von 5% bis 15% ist das Ergebnis unauf-

fällig. Es kommt weder zu einer spürbaren Erholung, noch setzen sich die relativen Verluste weiter fort.

Das bedeutet, dass die Märkte so effizient zu sein scheinen, dass eine reine quantitative Analyse keinen Mehrwert für den Anleger liefert. Muster sind anhand der relativen Kursentwicklung bei normalen Verlusten nicht erkennbar.



Dabei gibt es jedoch eine Ausnahme. In den nur 2.810 Fällen, in denen es zu einem außergewöhnlich hohen Kursrückgang von mindestens 25% kam, ist eine positive relative Performance gegenüber der gleichgewichteten Benchmark erkennbar. Die Outperformance ist zwar mit 1,5% bzw. 2% – je nachdem, ob der Median oder der Mittelwert als Maßstab genommen wird – überschaubar, aber doch recht stabil, zumal sich der Trend auch schon bei einem Kursrückgang von 20% abzeichnet. Dies bedeutet, dass bei großen relativen Verlusten eine ruhige Hand hilfreich ist. Ebenso könnten Neuinvestments in stark abgestrafte Aktienwerte interessant sein. Allerdings ist die Streuung auch hier so groß, dass der Privatanleger kaum über genügend Kapital verfügt, um diesen Effekt systematisch auszunutzen. Der Nutzen für den institutionellen Anleger würde zudem wohl durch die damit verbundenen Transaktionskosten aufgezehrt werden.



Im Ergebnis kommen wir also trotz anderer Vorgehensweise zu einem ähnlichen Ergebnis wie in unserem ersten Teil zum Risikomanagement. Es bleibt die Aufgabe des Aktienanalysten, den Einzelfall durch eine individuelle Prüfung zu bewerten. Auf reine quantitative Statistiken kann er sich nicht verlassen. Das Risikomanagement sollte sich zudem stärker auf das Gesamtportfolio als auf Einzeltitel konzentrieren.

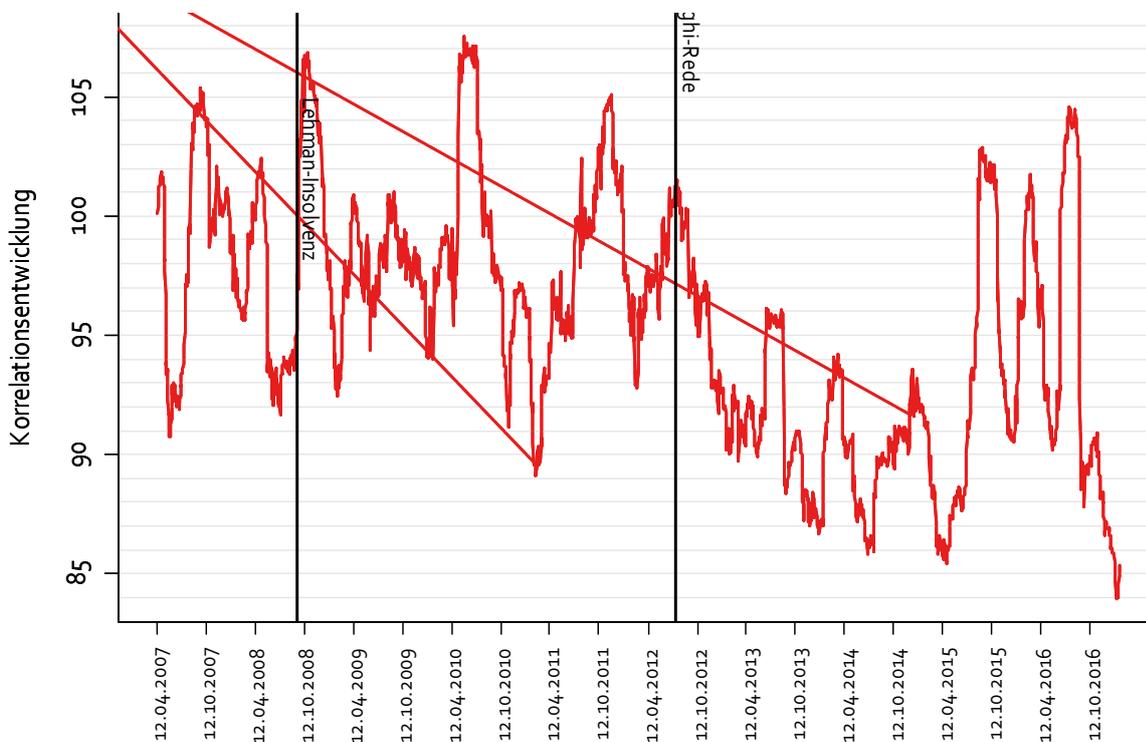
Wochenausblick für die Zeit vom 6. Februar bis 10. Februar 2017

	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Auftragseingänge, m/m	-0,4%	5,0%	-2,5%	0,8%			6. Februar
D: Auftragseingänge, y/y	2,9%	6,4%	3,3%	4,4%			6. Februar
D: Industrieproduktion, m/m	-1,3%	0,5%	0,4%	-0,2%			7. Februar
D: Industrieproduktion, y/y	1,5%	1,6%	2,1%	2,0%			7. Februar
D: Exporte, m/m	-0,9%	0,5%	3,9%	-0,5%			9. Februar
D: Exporte, y/y	0,5%	2,0%	4,8%	6,2%			9. Februar
D: Importe, m/m	-0,8%	1,2%	3,5%	-0,4%			9. Februar
D: Importe, y/y	-1,8%	1,7%	3,8%	5,1%			9. Februar
E-19: Sentix	5,6	8,5	13,1	10,0	18,2	14,8	6. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Märkte mit viel Eigenleben

Korrelationsindex (50-Tages-Korrelationen)



Märkte funktionieren nicht selten wie das Prinzip der kommunizierenden Röhren. In diesem aus dem Physikunterricht bekannten Phänomen steigt der Wasserspiegel in verschiedenen Röhren immer auf das gleiche Niveau, solange diese Röhren miteinander verbunden sind. Erhöht man in einer Röhre den Wasserspiegel, entsteht kein „Eigenleben“; stattdessen sackt in dieser Röhre der Wasserspiegel auf das (dann höhere) Niveau der anderen Röhren. Es gibt also eine Art von „Kommunikation“ zwischen den Röhren, und genau nach diesem Prinzip funktionieren auch Märkte. Steigt die Rendite von Staatsanleihen, lässt sich auch bei Unternehmensanleihen eine steigende Rendite beobachten. Und fallende Kurse bei riskanten High-Yield-Anleihen gehen in aller Regel auch mit fallenden Kursen bei Aktien einher. Diese Beziehungen ändern sich allerdings im Zeitablauf – manchmal bewegen sich Märkte

stärker im Gleichlauf, manchmal weniger stark. Aktuell weisen Märkte global ein ausgeprägtes Eigenleben auf, was an unserem Korrelationsindex eindrucksvoll zu sehen ist. Vor einigen Tagen hat unser Indikator sogar die niedrigsten Korrelationen zwischen diversen Märkten seit über zehn Jahren gemessen. Auf der einen Seite spricht das für eine hohe Rationalität der Investoren und einen fast nicht vorhandenen Herdentrieb. Auf der anderen Seite ist diese hohe „Entspannung“ bei Investoren aber auch kritisch zu sehen, da ein exogener Schock viele Marktteilnehmer komplett auf dem falschen Fuß erwischen und zu heftigen Reaktionen führen würde.

	Stand 02.02.2017 20:22	Veränderung zum			
		19.01.2017 -1 Woche	23.12.2016 -1 Monat	25.10.2016 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	19866	0,7%	-0,3%	9,3%	0,5%
S&P 500	2281	0,7%	0,7%	6,4%	1,9%
Nasdaq	5656	2,1%	3,5%	7,1%	5,1%
DAX	11628	0,3%	1,6%	8,1%	1,3%
MDAX	22621	-0,1%	2,4%	6,3%	1,9%
TecDAX	1858	1,2%	3,9%	5,7%	2,5%
EuroStoxx 50	3254	-1,1%	-0,6%	5,4%	-1,1%
Stoxx 50	2984	-1,0%	-0,5%	4,4%	-0,9%
SMI (Swiss Market Index)	8277	0,0%	0,5%	4,4%	0,7%
FTSE 100	7141	-0,9%	1,0%	1,8%	0,0%
Nikkei 225	19058	-0,1%	-1,9%	9,7%	-0,3%
Brasilien BOVESPA	64742	1,2%	11,7%	1,4%	7,5%
Russland RTS	1171	3,1%	4,8%	16,9%	1,7%
Indien BSE 30	28227	3,4%	8,4%	0,5%	6,0%
China Shanghai Composite	3159	1,9%	1,6%	0,9%	1,8%
MSCI Welt (in €)	1793	0,0%	-1,1%	6,4%	0,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	913	1,1%	5,2%	0,4%	3,6%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	162,32	-71	-134	-170	-183
Bobl-Future	133,15	-14	-30	154	-48
Schatz-Future	112,29	6	-1	22	-1
3 Monats Euribor	-0,33	0	-1	-2	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	-4	-7	-1	0
3 Monats \$ Libor	1,04	0	4	15	4
Fed Funds Future, Dez 2017	1,13	-1	-3	36	0
10-jährige US Treasuries	2,47	1	-7	71	2
10-jährige Bunds	0,43	5	29	47	32
10-jährige Staatsanl. Japan	0,11	3	5	17	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,04	12	11	45	16
US Treas 10Y Performance	565,55	-0,5%	0,2%	-5,6%	-0,7%
Bund 10Y Performance	601,49	-0,9%	-1,6%	-3,2%	-1,9%
REX Performance Index	482,21	-0,3%	-0,3%	-1,2%	-0,6%
IBOXX AA, €	0,83	7	12	36	16
IBOXX BBB, €	1,62	5	8	33	12
ML US High Yield	6,25	-4	-25	-10	-21
JPM EMBI+, Index	782	0,1%	1,7%	-3,5%	1,2%
Wandelanleihen Exane 25	6882	-1,0%	-0,2%	1,5%	-0,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	431,75	0,6%	4,1%	2,3%	2,6%
MG Base Metal Index	300,32	1,4%	6,3%	16,3%	7,3%
Rohöl Brent	56,92	4,8%	4,0%	11,9%	0,4%
Gold	1216,10	1,2%	7,3%	-4,4%	5,1%
Silber	16,99	0,7%	7,7%	-4,3%	5,9%
Aluminium	1836,75	0,1%	6,0%	10,6%	7,8%
Kupfer	5922,25	3,7%	8,6%	25,4%	7,2%
Eisenerz	83,50	2,5%	9,2%	38,0%	4,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	786	-16,6%	-18,2%	-3,3%	-18,2%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0772	1,0%	3,1%	-0,9%	2,2%
EUR/ GBP	0,8596	-0,3%	0,7%	-4,0%	0,7%
EUR/ JPY	121,39	-0,7%	-1,0%	6,8%	-1,6%
EUR/ CHF	1,0681	-0,4%	-0,3%	-1,5%	-0,5%
USD/ CNY	6,8768	0,1%	-1,1%	1,4%	-1,1%
USD/ JPY	113,29	-1,4%	-3,5%	8,7%	-3,1%
USD/ GBP	0,7983	-1,8%	-2,2%	-3,2%	-1,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.