



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

27. August 2020

### Kostolany's Schlaftablettenportfolios, Teil II

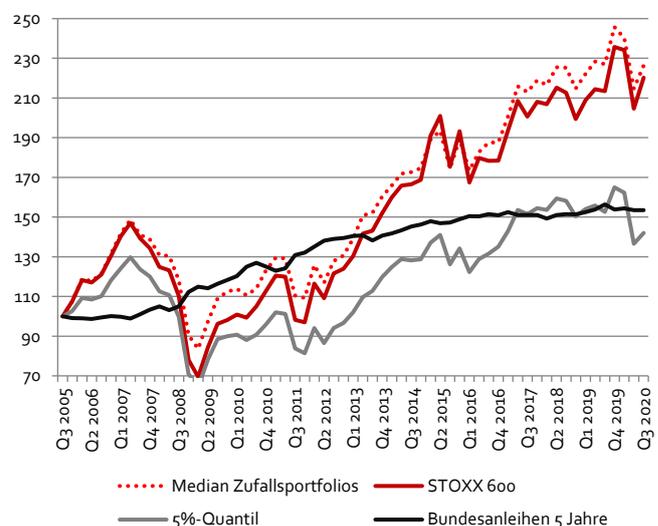
In der letzten Woche haben wir uns in Konjunktur und Strategie mit der Aussage des Börsenaltmeisters André Kostolany befasst, wonach es eine erfolgreiche Strategie sei, Aktien zu kaufen, dann Schlaftabletten zu nehmen und schließlich aufzuwachen und festzustellen, dass man reich geworden sei.

Wir haben diese Aussage nicht dahingehend interpretiert, dass es gar keinen Sinn ergebe, als aktiver Investor und Stockpicker zu agieren. Vielmehr ging es André Kostolany – so unsere Einschätzung - darum klarzumachen, dass man als Investor keinen Vorteil davon hat, wenn man hektisch und prozyklisch seine Allokationsstruktur ändert. Letztlich war es Kostolany wichtig aufzuzeigen, dass die Zeit für den arbeitet, der Zeit hat. Wer über keinen langen Investmenthorizont verfügt und aufgrund von (regulatorischen) Vorgaben zu Bilanzstichtagen nachweisen muss, gewisse Wertuntergrenzen nicht unterschritten zu haben, muss zwangsläufig nach Ansätzen suchen, die effizient mit den Risikobudgets umgehen. Wer jedoch (wie fast alle Privatanleger) von diesen Vorgaben nicht betroffen ist, sollte seine Freiheit genießen und zu seinem Vorteil nutzen. Denn jeder Versuch, Risiken beherrschbarer zu machen, muss unweigerlich zu einer Verringerung der zu erwartenden Rendite führen – daher der Verweis auf die Einnahme von Schlaftabletten. Aber wie wäre es, wenn man Kostolany nicht nur im obigen Sinne frei interpretiert, sondern ihn bezüglich seines Schlaftabletten-Gleichnisses komplett wörtlich nehmen würde? Wir haben diese Frage anhand eines konkreten Beispiels überprüft, indem wir uns gedanklich 15 Jahre zurück auf eine Zeitreise

begeben haben und in die Rolle eines Investors aus dem Jahr 2005 geschlüpft sind.

Anhand der Indexzusammensetzung des STOXX 600 aus dem August 2005 haben wir 2000 Aktienportfolios mit jeweils 60 Aktien per Zufallsgenerator konstruiert, die jeweils nur Aktien enthalten durften, die zu dem Zeitpunkt im Index enthalten waren. Der Trick bestand nun darin, diese Aktien 15 Jahre zu halten und keine weitere Transaktion vorzunehmen, ganz so wie Kostolany es im engeren Wortsinn empfohlen hat. Allerdings wurden viele der so zufällig ausgewählten Aktien im Laufe der Zeit von anderen Unternehmen übernommen oder fusionierten, so dass sie quasi vom Kurszettel „verschwunden“ sind.

Wertentwicklung STOXX 600, Bundesanleihen mit fünf Jahren Restlaufzeit und statische Zufallsportfolios



In diesem Fall haben wir den letzten gehandelten Kurs des Wertpapiers in der Kasse gehalten und nicht neu investiert. Insgesamt wurde so die denkbar passivste Investmentstrategie abgebildet.

Das Ergebnis dieser Simulation hat uns auf den ersten Blick ein wenig überrascht. Denn das Portfolio mit der Median-Wertentwicklung lag vergleichsweise nahe an der Benchmark. Wir hätten vermutet, dass die Benchmark über einen längeren Zeitraum ein wenig besser abscheidet als die extrem passive Strategie, da das Portfolio zu keinem Zeitpunkt durch neue, aufsteigende und erfolgreiche Unternehmen aufgefrischt wurde, so wie dies im Index automatisch der Fall ist. Allerdings wurde dieser Effekt durch einen gewissen impliziten Mid- und Small-Cap-Effekt ausgeglichen. Da wir in unserer Simulation auch die Startgewichte der Aktien per Zufalls-generator bestimmt haben, weisen in den Zufallsportfolios Aktien aus dem Mid- und Small-Cap-Bereich im Durchschnitt ein höheres Gewicht auf als in der Benchmark. Da in den letzten 15 Jahren (nicht in den letzten zwei Jahren!) kleinere Werte besser performt haben als großkapitalisierte Werte, konnte dieser Ansatz bzw. diese Art der Simulation davon ein wenig profitieren. Bereinigt man die Simulation um diesen Effekt, wären die Strategien im Durchschnitt schlechter ausgefallen als die Benchmark.

Aber hat Kostolany im engen Wortsinn nun Recht behalten oder nicht? Die Antwort lautet: Es kommt darauf an. Wenn man nur die absolute Wertentwicklung über den Median aller Portfolios betrachtet, hat Kostolany definitiv Recht behalten. Die Wertentwicklung ist trotz zweier großer Krisen (Lehman und Corona) extrem gut und schlägt bei Weitem die Wertentwicklung von Bundesanleihen mit mittellanger Restlaufzeit. Die Sache hat nur einen Haken: Wir haben in dieser Simulation 2000 Einzelportfolios überprüft; die oben getroffene Aussage gilt aber nur im Durchschnitt über alle 2000 Portfolios. In Einzelfällen kam es zu erheblichen Abweichungen von diesem Trend. Wer Pech hatte und auf die falschen Aktien setzte, erzielte eine dramatisch schlechtere Wertentwicklung. Während im Median (beim Mittelwert kommt man auf ein ähnliches Ergebnis) aus 100 Euro trotz der Krisen etwa 220 Euro wurden, erreichte das schlechteste „Schlaftabletten-Portfolio“ nach 15 Jahren nur einen Wert von 86 Euro. So kann mancher Schlaf für den Investor zum Albtraum werden! Zur Verteidigung Kostolanys muss allerdings angeführt werden,

dass diese Betrachtung eines Extremfalls vielleicht ein wenig zu hart ist und am Kern der Sache vorbeigeht.

Wir haben daher auch das Portfolio mit dem Quantilsrang von 5% genauer analysiert. Dieses Portfolio zeichnet sich dadurch aus, dass 5% der Portfolios eine noch schlechtere Wertentwicklung aufweisen – mit anderen Worten: Man hat als Investor extremes Pech gehabt, nicht aber den größten anzunehmenden Unfall erlitten. Ein solches Portfolio konnte über die 15 Jahre hinweg immerhin aus 100 Euro etwa 130 Euro machen. Das ist alles andere als sensationell, aber auch nicht viel schlechter als die Wertentwicklung von Bundesanleihen mit fünf Jahren Restlaufzeit. Man könnte also zumindest auf Basis dieser Daten argumentieren, dass über einen Zeitraum von 15 Jahren in 95% der Fälle auch ein komplett passives „Schlaftabletten-Portfolio“ eine hinreichend akzeptable Wertentwicklung liefert. Das ist sicher schon mal eine gute Nachricht für alle Investoren, die überhaupt in Aktien investieren, ohne sich jedoch ständig Gedanken darüber machen zu wollen, ob Umschichtungen angebracht sind.

Aber es zeigt auch, dass eine allzu wörtliche Interpretation des Schlaftabletten-Gleichnisses eine Wette darstellt, wenn es um die Wertentwicklung relativ zu Benchmark geht. Denn es besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass eine Portfoliostruktur, die zu einem gewissen Zeitpunkt angemessen und performancesteigernd war, einige Jahre später strukturell und systematisch wertvernichtend wirkt – zumindest relativ zur Benchmark. So ist nicht ausgeschlossen, dass die aktuell erfolgreichen Tech-Unternehmen, die stark von Plattform- und Netzwerkeffekten profitieren, in einigen Jahren mit erheblichen Problemen konfrontiert werden, weil sie von extrem dezentralen, blockchain-getriebenen Geschäftsmodellen verdrängt werden.

All das spricht dafür, nicht blind und passiv an Portfoliostrukturen festzuhalten, wenn schon die ökonomische Vernunft dazu rät, die Selektion von Aktien und die sektorale Struktur von Portfolios zu ändern. So gesehen hat Kostolany zwar aus unserer Sicht den Nagel auf den Kopf getroffen, wenn er mit seinem Hinweis auf Schlaftabletten eine gewisse Ruhe in der Allokation mit Blick auf einen langen Investmenthorizont anmahnte; eine komplette Passivität in der Selektion erscheint uns jedoch suboptimal und war sicher auch nie von Kostolany so gemeint.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	27.08.2020 17:29	20.08.2020 -1 Woche	24.07.2020 -1 Monat	26.05.2020 -3 Monate	26.08.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	28538	2,9%	7,8%	14,2%	10,2%	0,0%
S&P 500	3496	3,3%	8,7%	16,9%	21,5%	8,2%
Nasdaq	11706	3,9%	13,0%	25,3%	49,0%	30,5%
Value Line Arithmetic	6492	1,2%	5,8%	14,2%	11,0%	-2,5%
DAX	13095	2,1%	2,0%	13,8%	12,3%	-1,2%
MDAX	27695	1,8%	3,9%	8,8%	10,8%	-2,2%
TecDAX	3130	1,5%	2,7%	-1,4%	15,1%	3,8%
EuroStoxx 50	3339	2,0%	0,8%	11,3%	-0,3%	-10,9%
Stoxx 50	3006	1,3%	-0,1%	4,3%	-2,1%	-11,7%
SMI (Swiss Market Index)	10266	0,3%	0,5%	4,4%	5,7%	-3,3%
FTSE 100	6025	0,2%	-1,6%	-0,7%	-15,1%	-20,1%
Nikkei 225	23209	1,4%	2,0%	9,1%	14,5%	-1,9%
Brasilien BOVESPA	100020	-1,4%	-2,3%	17,0%	3,7%	-13,5%
Russland RTS	1260	-1,0%	0,3%	2,9%	-0,6%	-18,6%
Indien BSE 30	39113	2,3%	2,6%	27,8%	4,3%	-5,2%
China Shanghai Composite	3350	-0,4%	4,8%	17,7%	17,0%	9,8%
MSCI Welt (in €)	2446	2,9%	5,0%	7,6%	9,5%	-1,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1119	4,1%	3,9%	12,4%	9,8%	-4,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	175,66	-129	-43	350	-286	517
Bobl-Future	134,61	-37	-7	-41	-135	98
Schatz-Future	112,01	-5	-3	-2	-52	11
3 Monats Euribor	-0,48	2	-3	-20	-6	-9
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,47	0	-3	-9	20	0
3 Monats \$ Libor	0,26	0	1	-12	-189	-165
Fed Funds Future, Dez 2020	0,06	0	2	3	-98	-1
10-jährige US Treasuries	0,74	11	15	5	-81	-118
10-jährige Bunds	-0,40	12	7	2	27	-22
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	2	3	5	33	7
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,41	6	7	6	55	6
US Treas 10Y Performance	728,85	-0,4%	-0,8%	0,6%	11,4%	14,6%
Bund 10Y Performance	675,10	-0,8%	-0,3%	0,1%	-2,3%	2,6%
REX Performance Index	498,91	0,2%	0,3%	0,7%	-1,2%	1,2%
IBOXX AA, €	0,22	7	-3	-34	27	-8
IBOXX BBB, €	0,99	6	-9	-76	33	9
ML US High Yield	5,87	-14	-26	-161	-54	-17
Wandelanleihen Exane 25	7845	0,0%	2,4%	6,1%	4,1%	2,5%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	390,67	1,1%	4,5%	6,5%	-0,3%	-2,7%
MG Base Metal Index	312,60	0,0%	5,6%	21,2%	7,7%	4,2%
Rohöl Brent	44,62	-0,8%	2,8%	22,9%	-24,4%	-32,7%
Gold	1917,39	-1,3%	0,8%	12,2%	25,0%	26,1%
Silber	27,01	-0,6%	19,2%	57,2%	52,5%	50,7%
Aluminium	1740,00	-0,7%	4,6%	16,4%	-0,2%	-2,3%
Kupfer	6615,00	0,0%	2,9%	24,2%	17,9%	7,6%
Eisenerz	122,46	-1,0%	13,7%	33,6%	32,5%	33,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	1509	-0,6%	14,6%	198,2%	-30,4%	38,4%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1795	-0,5%	1,6%	7,5%	6,1%	5,0%
EUR/ GBP	0,8940	-0,8%	-1,7%	0,6%	-1,7%	5,5%
EUR/ JPY	125,66	0,2%	1,9%	6,6%	6,8%	3,1%
EUR/ CHF	1,0722	-0,6%	-0,1%	1,2%	-1,5%	-1,2%
USD/ CNY	6,8935	-0,3%	-1,8%	-3,4%	-3,6%	-1,0%
USD/ JPY	105,99	0,2%	-0,1%	-1,4%	-0,1%	-2,4%
USD/ GBP	0,7582	-0,4%	-3,0%	-6,3%	-7,3%	0,4%

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@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.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.