

Timing von Aktientransaktionen: Ein etwas unkonventioneller Vorschlag

Das Timing von Käufen und Verkäufen bei Aktien ist nicht unbedeutend für die Wertentwicklung eines Portfolios. Selbst wenn man sich aus fundamentalen Gründen entschieden hat, eine Aktie prinzipiell zu kaufen oder zu verkaufen, hat der exakte Zeitpunkt der Transaktion nicht selten einen wesentlichen Einfluss darauf, ob die Transaktion am Ende als erfolgreich eingestuft werden kann. Der Grund dafür ist leicht erklärt: Während sich die fundamentale Einschätzung über ein Unternehmen in der Regel nicht innerhalb weniger Wochen oder Monate ändert, kann aufgrund der üblichen Kursschwankungen der Preis für die betroffene Aktien innerhalb solcher Zeitspannen schnell und deutlich um mehr als zehn Prozent schwanken.

Deshalb überrascht es nicht, dass so ziemlich jeder Investor versucht, einen guten Ein- und Ausstiegszeitpunkt zu finden, um die Wertentwicklung des Portfolios zu optimieren. Zu diesem Zweck steht eine große Anzahl an Instrumenten bereit. Übliche Ansätze kommen hier aus der technischen Analyse und versuchen anhand des Chartbildes oder technischer Kennzahlen, mögliche Wendepunkte zu antizipieren und Potenziale zu erschließen. Basis für diese Methoden sind langjährige Beobachtungen, wonach bestimmte Kursmuster in der Folgezeit mit einer überdurchschnittlich hohen Wahrscheinlichkeit zu bestimmten Kursverläufen führen. Aus diesem Grund nutzen auch wir sowohl die klassische Chartanalyse als auch andere technische Indikatoren wie z.B. die sogenannte Relative Stärke, um von den Möglichkeiten der technischen Analyse zu profitieren.

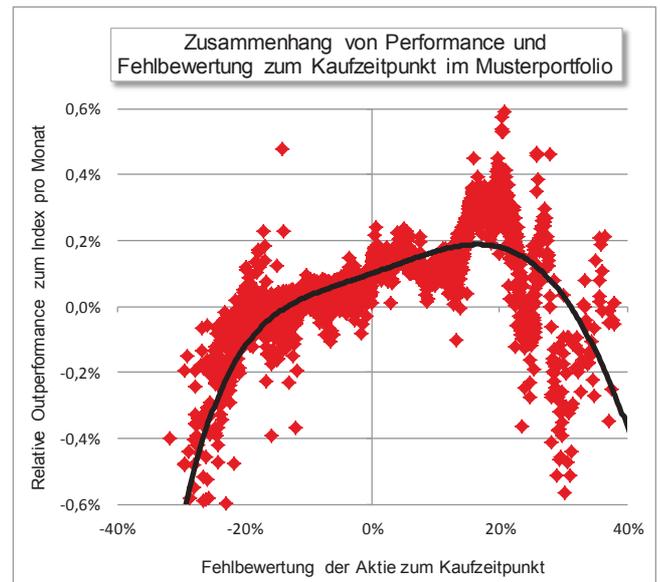
Letztlich muss man sich dabei aber auch bewusst sein, dass mit dieser technisch orientierten Vorgehensweise zwar in Extremfällen grobe Fehlentscheidungen beim Timing vermieden werden können, in der Mehrzahl der Entscheidungen aber kein „Wunder“ vollbracht werden kann. Der Grund dafür ist leicht erklärt: Schließlich ist man als Investor nicht der einzige Teilnehmer, der auf solche Instrumente zurückgreift; vielmehr findet eine derartige Analyse stetig und überall statt und hat zur Folge, dass Investoren oftmals fast gleichzeitig zu sehr ähnlichen Schlussfolgerungen kommen, was wiederum sehr schnell zu Kursanpassungen führt, die dann das Outperformancepotenzial wieder reduzieren.

Aus diesem Grund forschen wir seit längerer Zeit an Ansätzen, die zwar wertvolle Timinginformationen in sich tragen, aber in dieser Art nicht von jedem genutzt werden und damit unter Umständen ein größeres Outperformancepotenzial aufweisen als gängige Methoden der Timingoptimierung. Ohne an dieser Stelle sämtliche „Betriebsgeheimnisse“ unserer Analysen zu veröffentlichen, wollen wir trotzdem im Folgenden die Grundzüge unserer Überlegungen skizzieren. Unsere Vorstellung von Kapitalmärkten ist dabei die, dass öffentlich verfügbare Informationen in extrem kurzer Zeit in Kursen verarbeitet werden, und Märkte mittelfristig nicht so irrational sind wie oftmals unterstellt wird. Das bedeutet aber auch, dass Kursbewegungen,

die nicht durch öffentlich verfügbare Informationen erklärbar sind, besonders interessant sein könnten, denn sie signalisieren möglicherweise die Existenz von Insiderwissen.

Genau darauf baut unsere Idee auf: Wir berechnen auf Basis eines statistischen Verfahrens und einer Vielzahl von Kennzahlen zu jedem Zeitpunkt einen (vermeintlich) fairen Kurs für jede Aktie im STOXX 600. Dabei wird für jede Aktie mit einem aktienspezifischen Modell gearbeitet, mit dem individuell auf Basis der verfügbaren Daten bestmöglich versucht wird, den jeweiligen Kursverlauf zu erklären und Abweichungen aufzuzeigen. Als Datenbasis verwenden wir die globalen Konsensschätzungen von Analysten für eine Vielzahl von Kennzahlen auf Basis der Datenbank von IBES. Als Hypothese gingen wir davon aus, dass eine Aktie, die oberhalb ihres statistisch abgeleiteten fairen Kurses notiert, im Zweifel gekauft werden sollte, weil offensichtlich „Insider“ zuletzt die Aktie gekauft haben und man damit gut beraten wäre, sich hier einfach anzuschließen. Aus dieser Sicht gleicht die Vorgehensweise auf eine gewisse Art einer Momentumstrategie, wobei wir nicht zwangsläufig die Aktien kaufen, deren Kurs gestiegen ist, sondern stattdessen die Aktien kaufen, die stärker gestiegen sind, als auf Basis verfügbarer Informationen zu erwarten gewesen wäre.

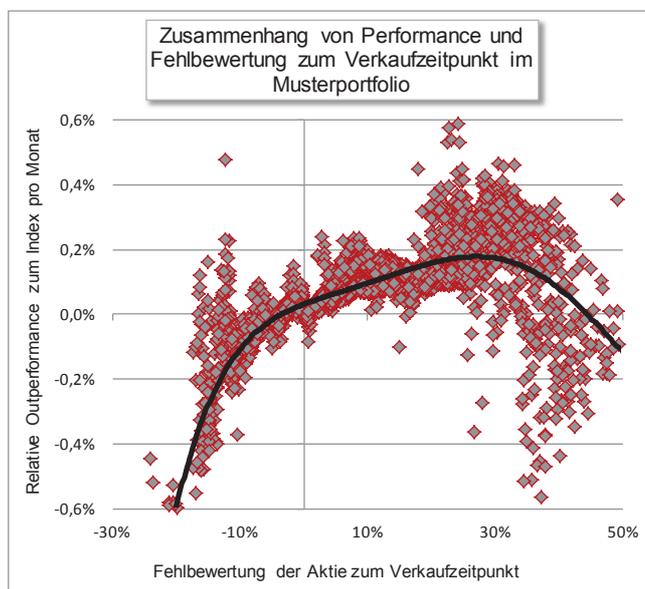
Jede gute wissenschaftlich fundierte Arbeit lebt davon, dass eine Hypothese empirisch geprüft wird, und genau das haben wir auch gemacht, indem wir berechnet haben, wie sich Portfolios in Abhängigkeit davon entwickeln, bei welcher Fehlbewertung Aktien jeweils gekauft und verkauft werden.



Auf der Kaufseite zeigte sich dabei, dass die Outperformance gegenüber dem breiten Markt dann am größten war, wenn man Aktien kauft, die etwa 15% oder 20% oberhalb ihres vermeintlich fairen Wertes notieren. Dagegen kam es einer Lizenz zur Geldvernichtung gleich, wenn man systematisch Aktien kauft, die deutlich unterhalb ihres fairen Wertes notieren. Wir sind uns bewusst, dass wir mit dieser Vorgehensweise auf den ersten Blick komplett konträr zu

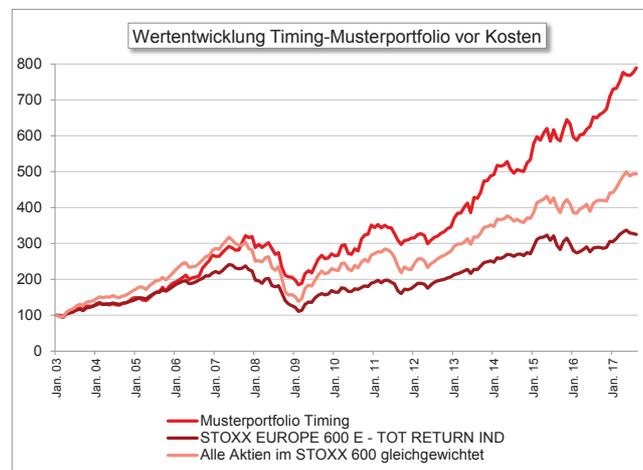
dem stehen, was im Asset Management üblich ist. Allerdings trägt dieser Schein, denn es geht uns mit unserer Methode nicht darum, auf Basis fundamentaler Überlegungen ein perspektivisches Performancepotenzial aufzuzeigen, sondern jeweils am aktuellen Rand die Aktien aufzuspielen, die zuletzt eine auffallend gute Wertentwicklung zeigten, obwohl beispielsweise die Schätzungen des Gewinns, des Cash-Flows oder des Umsatzes nicht die geringsten Auffälligkeiten aufweisen. Für so eine Entwicklung gibt es zwei Erklärungen: Entweder, der Markt ist „verrückt“, oder aber es gibt Investoren, die ein wenig mehr wissen als andere. Wir tendieren zur zweiten Interpretation und wollen an diesem Wissen temporär partizipieren, bis das Wissen zunehmend allgemein verfügbar ist und damit dieses spezifische Outperformancepotenzial wieder gegen Null geht. Wegen dieser eher kurzfristigen Betrachtung eignet sich dieser Ansatz auch als Timingmodell.

Allerdings ist mit dieser Betrachtung noch nicht die Frage geklärt, wann der Verkauf einer Aktie stattfinden sollte, nachdem sie gekauft wurde. Sollte der Verkauf sehr schnell stattfinden, oder kann man sie halten, bis die (scheinbare) Fehlbewertung noch viel größere Dimensionen angenommen hat? Auch diesen Sachverhalt haben wir ausführlich getestet und sind zum Ergebnis gekommen, dass Aktien durchaus gehalten werden dürfen, bis sie (scheinbar) 25% oder 30% überbewertet sind – erst dann wird „die Luft dünner“, und die Wahrscheinlichkeit einer sogenannten Mean-Reversion nimmt zu – vermutlich auch deshalb, weil einfach viele Profiteure der vorherigen Entwicklung Kasse machen.

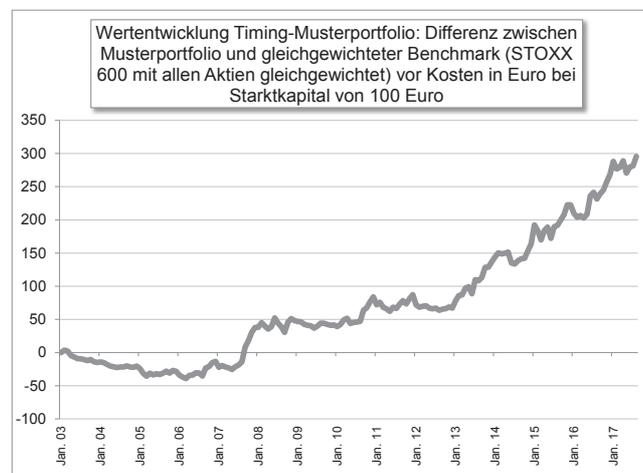


Wenn man nun die beschriebenen Erkenntnisse in eine Portfoliokonstruktion umsetzt, könnte man beispielsweise die Regel implementieren, wonach Aktien gekauft werden sollten, wenn die mehr als 15% oberhalb des statistisch berechneten fairen Wertes notieren, und wieder verkauft werden sollten, wenn sie entweder unter die Schwelle von 15% fallen oder sich mehr als 25% von der vermeintlich fairen Bewertung entfernen. Die folgende Abbildung zeigt den Verlauf eines Musterportfolios, das genau nach dieser Regel konstruiert wurde, wobei wir die Transaktionskosten

an dieser Stelle nicht berücksichtigt haben, um erst einmal aufzuzeigen, welche gewaltige Information mit dieser Methode „gehoben“ werden kann. Nach Kosten geht vermutlich die Hälfte der Outperformance wieder verloren, da die Transaktionshäufigkeit bei dieser Vorgehensweise erheblich ist – was allerdings für Timingmodelle ja gerade ein typisches Merkmal ist.



Auch die Betrachtung der Differenz in der Wertentwicklung zwischen dem Musterportfolio und dem breiten Markt zeigt nachdrücklich auf, welches Potenzial in diesem Ansatz steckt, selbst wenn ein Teil der Outperformance unter Transaktionskosten und dem sogenannten Market-Impact der Transaktionen leiden wird.



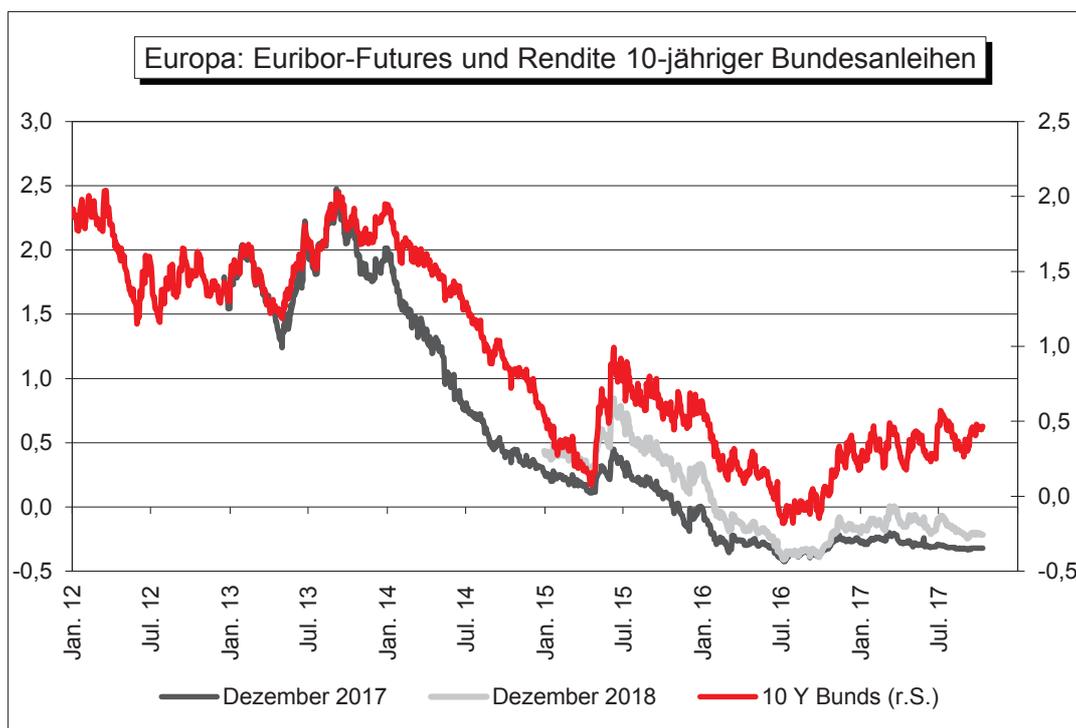
Problematisch wäre es allerdings, wenn sich herausstellen würde, dass wir keinen grundsätzlichen Zusammenhang im Sinne der Identifikation von „Insider“-Wissen aufgedeckt hätten, welches langsam in den Markt „diffundiert“, sondern nur durch eine bestimmte Auswahl von Parametern rein „zufällig“ in der Rückrechnung eine Performance erzielt haben, die in Echtzeit nicht replizierbar wäre. Das ist aber nicht der Fall, da ähnliche Ergebnisse durch eine Vielzahl anders gewählter Parameter erzielt werden können. Es wäre vor dem Hintergrund der gewonnenen Erkenntnisse ein Fehler, diese Informationen nicht in Timingentscheidungen einfließen zu lassen; aus diesem Grund haben wir auch beschlossen, in Zukunft den Output des oben vorgestellten Ansatzes für unsere Entscheidungen zu nutzen.

Wochenausblick für die Zeit vom 16. Oktober bis 20. Oktober 2017

	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	20,6	18,6	17,5	10,0	17,0	17,5	17. Oktober
D: ZEW Lageeinschätzung	83,9	88	86,4	86,7	87,9	90,1	17. Oktober
D: Produzentenpreise, m/m	-0,2%	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%		20. Oktober
D: Produzentenpreise, y/y	2,8%	2,4%	2,3%	2,6%	2,9%		20. Oktober
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,4%	1,3%	1,3%	1,5%	1,5%		17. Oktober
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	0,9%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%		17. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: In zwei Wochen wird es spannend



Noch zwei Wochen, dann findet am 26. Oktober die nächste geldpolitische Sitzung der EZB statt. Nach Signalen von EZB Präsident Mario Draghi gehen viele Marktteilnehmer – uns eingeschlossen – von einer Entscheidung über die Zukunft der Anleihekäufe der EZB aus. Das Kaufprogramm ist seit März 2015 in Kraft und würde gegen Ende 2017 auslaufen. Das aktuelle monatliche Nettokaufvolumen liegt bei EUR 60 Mrd. Aufgrund der nach wie vor niedrigen Inflation und niedrigen Inflationserwartungen im Euroraum sowie kritischen Schuldenquoten südlicher Euroländer wird fest mit einer Verlängerung der Anleihekäufe über 2017 hinaus gerechnet, bei jedoch gleichzeitiger Reduzierung der monatlichen Volumina. Dies steht im Gegensatz zu den Bedenken einiger Länder – insbesondere Deutschland – bezüglich der negativen Folgen der expansiven Geldpolitik auf die Finanzmarktstabilität. Da die Frage, ob eine Verlängerung des Kaufprogramms erfolgt, als beantwortet gilt, bleibt die Frage der Marktteilnehmer wie diese genau aussehen wird, d.h. wie ändert sich Dauer und Volumen der monatlichen Käufe. Während vielfach von einem linearen Modell gesprochen wurde, nach dem die Käufe langsam auf Null reduziert werden, deuten Äußerungen des

EZB Chefvolkswirt Peter Praet am Mittwoch in einer Rede in New York auf ein anderes Vorgehen hin: Aussagen, nach denen in dem aktuell ruhigen Marktumfeld Investoren geduldiger seien und einen geldpolitischen Stimulus, der über eine „ausgedehntere Zeitstrecke“ erfolgt, besser einschätzen können, werden in der Hinsicht gedeutet, dass die Reduzierung der Anleihekäufe in einem ersten deutlichen Schritt erfolgen könnte und der Zeitraum der Nettokäufe danach weiter gestreckt wird. Weitgehend losgelöst von der Frage nach dem Kaufprogramm der EZB wird fest mit unverändert niedrigen Leitzinsen für einen Zeitraum deutlich über 2018 hinaus gerechnet. Hier sprechen die Marktdaten eine klare Sprache: Die Euribor-Futures für Dezember 2017 und 2018 bewegen sich sehr konstant und schließen eine Erhöhung der Leitzinsen quasi aus. Das ist auch völlig in Linie mit den Äußerungen seitens der EZB sowie den längerfristigen Inflationserwartungen für die Eurozone. Diese liegen trotz der sehr guten Konjunkturdaten auf fünf Jahressicht mit 1,65% weiter deutlich von der Zielrate von nahe aber unter zwei Prozent entfernt und machen damit keinen Zinsschritt notwendig.

	Stand	Veränderung zum			
	12.10.2017 17:05	05.10.2017 -1 Woche	11.09.2017 -1 Monat	11.07.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	22861	0,4%	3,6%	6,8%	15,7%
S&P 500	2553	0,0%	2,6%	5,2%	14,0%
Nasdaq	6604	0,3%	2,7%	6,6%	22,7%
DAX	12983	0,1%	4,1%	4,4%	13,1%
MDAX	26059	-0,2%	3,3%	5,5%	17,4%
TecDAX	2521	1,3%	6,6%	12,7%	39,2%
EuroStoxx 50	3604	-0,3%	3,1%	4,0%	9,5%
Stoxx 50	3188	-0,4%	3,2%	2,6%	5,9%
SMI (Swiss Market Index)	9294	0,3%	3,5%	4,7%	13,1%
FTSE 100	7554	0,6%	1,9%	3,1%	5,8%
Nikkei 225	20955	1,6%	7,2%	3,8%	9,6%
Brasilien BOVESPA	76660	0,1%	3,1%	20,1%	27,3%
Russland RTS	1143	-0,1%	1,4%	14,1%	-0,8%
Indien BSE 30	32182	1,9%	0,9%	1,4%	20,9%
China Shanghai Composite	3388	1,2%	0,3%	5,8%	9,2%
MSCI Welt (in €)	2025	-0,4%	3,5%	1,8%	2,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1117	0,4%	3,0%	5,7%	15,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	192	37	245	-101
Bobl-Future	131,36	17	-43	-7	-227
Schatz-Future	112,17	3	-8	29	-12
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,32	0	0	-3	0
3 Monats \$ Libor	1,36	1	4	6	36
Fed Funds Future, Dez 2017	1,27	0	6	2	0
10-jährige US Treasuries	2,33	-2	21	-3	-11
10-jährige Bunds	0,44	0	11	-11	24
10-jährige Staatsanl. Japan	0,06	1	8	-3	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,03	1	13	-4	17
US Treas 10Y Performance	582,30	0,1%	-1,7%	1,0%	2,3%
Bund 10Y Performance	607,45	-0,2%	-1,2%	1,5%	-0,3%
REX Performance Index	482,52	0,0%	-0,5%	0,9%	-0,6%
IBOXX AA, €	0,76	-1	8	-16	8
IBOXX BBB, €	1,29	-2	4	-20	-21
ML US High Yield	5,99	1	-9	-19	-47
JPM EMBI+, Index	839	-0,2%	-0,8%	2,8%	8,6%
Wandelanleihen Exane 25	7269	0,0%	1,2%	1,5%	5,1%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	429,02	-0,3%	-1,1%	-3,7%	1,4%
MG Base Metal Index	342,09	1,0%	1,2%	14,6%	22,3%
Rohöl Brent	56,11	-1,8%	4,6%	19,0%	-1,1%
Gold	1293,11	1,5%	-3,2%	6,8%	11,7%
Silber	17,12	2,7%	-4,3%	9,0%	6,7%
Aluminium	2104,75	-2,0%	0,6%	11,8%	23,5%
Kupfer	6756,00	1,5%	0,4%	15,5%	22,3%
Eisenerz	59,84	-4,8%	-20,0%	-7,2%	-25,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1433	3,7%	5,8%	72,7%	49,1%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1844	0,9%	-1,3%	3,8%	12,4%
EUR/ GBP	0,8997	0,9%	-1,0%	1,2%	5,4%
EUR/ JPY	133,00	0,7%	2,0%	2,0%	7,8%
EUR/ CHF	1,1560	0,8%	1,4%	4,7%	7,6%
USD/ CNY	6,5860	-1,0%	0,8%	-3,2%	-5,3%
USD/ JPY	112,50	-0,3%	2,8%	-1,3%	-3,8%
USD/ GBP	0,7596	-0,2%	0,2%	-2,4%	-6,1%

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
Julius Böttger	+49 40 3282-2229	jboettger@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.