Smart Performance mit Smart Money

Vor einigen Wochen haben wir uns in dieser Publikation mit der Frage beschäftigt, wie ein innovatives Timingmodell für Aktien aussehen könnte, das in der Lage ist, Bewegungen von „Smart Money" zu identifizieren und daran zu partizipieren. Als „Smart Money" bezeichnet man das Geld von Investoren, die mit guter Spürnase und überproportional gutem Wissen auf Sachverhalte setzen, die noch nicht in der Breite als „Public Knowledge" eingestuft werden können. Unsere Überlegungen sind dabei auf so großes Echo gestoßen, dass wir uns erneut mit diesem Thema beschäftigen wollen, diesmal allerdings mit einer etwas anderen Stoßrichtung. Während es zunächst darum ging diese Informationen zu nutzen, um das Timing von Aktienkäufen und -verkäufen zu verbessern, wollen wir nun aufzeigen, wie mit dieser Vorgehensweise tatsächlich eine so systematische Outperformance generiert werden kann, dass sogar eine marktneutrale Strategie darauf fußen könnte.

Für alle, die die erste Publikation zu diesem Thema nicht gelesen haben, sei unsere Grundüberlegung noch einmal schnell zusammengefasst: Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass öffentlich verfügbare Informationen in vergleichsweise kurzer Zeit in Kursen verarbeitet werden und Märkte mittelfristig nicht so irrational sind wie es oftmals unterstellt wird. Das bedeutet aber auch, dass Kursbewegungen, die nicht durch öffentlich verfügbare Informationen erklärbar sind, besonders interessant sein könnten, denn sie sind ein Indikator dafür, dass „Smart Money" im Spiel zu sein scheint und Einfluss auf die Kursentwicklung ausübt.

Genau darauf baut nun 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 Regressionsmodell gearbeitet, mit dem individuell auf Basis der verfügbaren Daten bestmöglich versucht wird, den jeweiligen Kursverlauf zu erklären und Abweichungen aufzuzeigen. Die typischen statistischen Probleme, die bei solchen Zeitreihenanalysen entstehen, haben wir dabei so gut wie eben möglich „abgefangen" und gelöst.

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 „Smart Money" im Spiel war und man vermutlich gut beraten wäre, sich hier einfach anzuschließen und an dieser Entwicklung zu partizipieren.

Aus dieser Sicht gleicht die Vorgehensweise 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. Im Ergebnis zeigte sich, dass es tatsächlich Sinn macht, eher Aktien zu kaufen, die schon vermeintlich überbewertet sind, wenn man die Bewertung allein mit öffentlich verfügbaren Informationen ableitet. Das mag auf den ersten Blick kontraintuitiv erscheinen, da man eigentlich investieren sollte, wenn die Bewertung günstig erscheint; hier ist die Logik aber genau anders. Offensichtlich liegt in einer solchen Situation eher der Sachverhalt vor, dass die öffentlich verfügbaren Informationen eben nicht ausreichen, um eine abschließende Einschätzung der Bewertung vorzunehmen. Vielmehr ist es „Smart Money", das hier den Weg weist, was zudem ja auch durchaus mit der Effizienzhypothese der Märkte kompatibel ist, denn genau das Wissen und die Überlegungen dieser Investoren machen ja den marktwirtschaftlichen „Such- und Entdeckungsprozess" erst zu einem effizienten Instrument der Informationsverarbeitung. Uns gelingt es dabei offensichtlich, über statistische Methoden einen Teil dieser Bewegungen sichtbar zu machen und daran zu partizipieren. Allerdings zeigen unsere Überlegungen auch, dass es nicht ganz unerheblich ist, bei welcher Fehlbewertung man Käufe und Verkäufe vornehmen sollte.

Insgesamt stellte sich heraus, dass unter Performancegesichtspunkten Aktien gekauft werden sollten, wenn sie aus Sicht des Regressionsmodells etwa 15% überbewertet sind und verkauft werden sollten, wenn sie unter diese Schwelle fallen oder aber auf eine Überbewertung von mehr als 25% steigen - denn hier droht eine Übertreibung mit entsprechender Korrektur. Dagegen kam es einer Lizenz zur Geldvernichtung gleich, wenn man systematisch Aktien kauft, die deutlich unterhalb ihres fairen Wertes notieren.

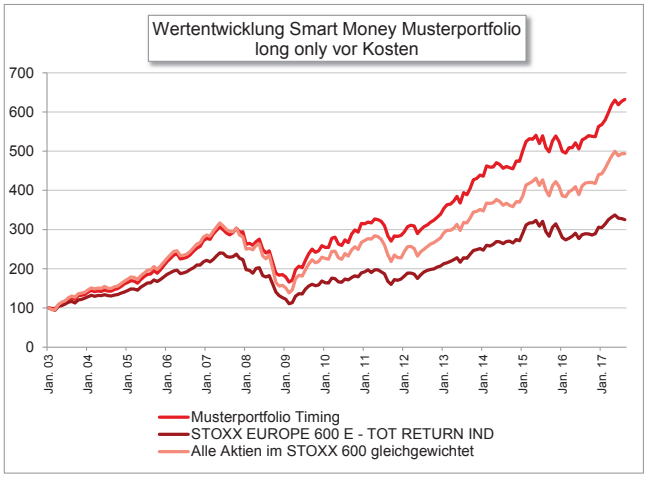
Um es vielleicht an dieser Stelle noch einmal ganz deutlich zu sagen: Uns geht es mit dieser Methode nicht darum, auf Basis fundamentaler Überlegungen ein perspektivisches Performancepotenzial aufzuzeigen, sondern jeweils am aktuellen Rand diejenigen Aktien aufzuspüren, die zuletzt eine auffallend gute Wertentwicklung zeigten, obwohl beispielsweise die Schätzungen des Gewinns, des Cash-Flows oder des Umsatzes nicht die geringsten Auffälligkeiten aufweisen. Wegen dieser eher kurzfristigen Betrachtung eignet sich dieser Ansatz auch gut als Timingmodell.

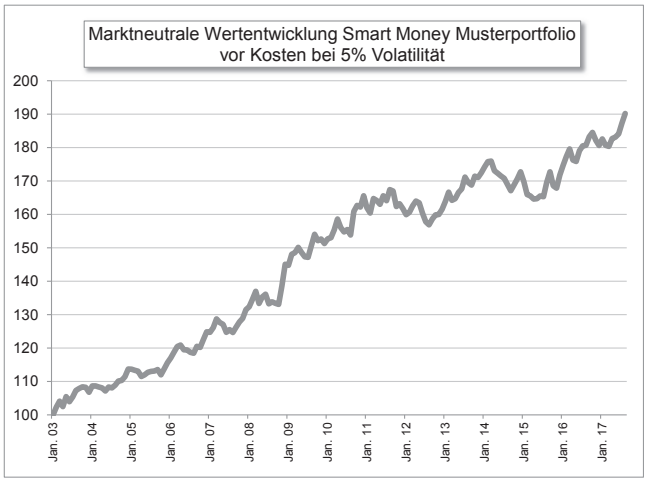
Wir haben uns nun gefragt, ob dieser Ansatz so adaptiert werden kann, dass damit ganze Portfolios gesteuert werden können, und zwar im Idealfall mit einer so konstanten Outperformance, dass sogar eine marktneutrale Strategie daraus abgeleitet werden könnte. Fest steht, dass das „originäre" Timingmodell dazu nicht geeignet wäre, denn hier sind die Einstellungen so gewählt, dass eine maximale Performance erzielt werden kann. Das hört sich zwar erst einmal verlockend an, doch wo Licht ist, da ist auch Schatten. Der Preis für die hohe Performance wird in Form eines sehr hohen Turnovers und einer weniger stetigen Outperformance bezahlt. In einem marktneutralen Fonds mit Anspruch auf die Erzielung eines absoluten Renditeziels käme es aber mehr auf eine sehr stetige Outperformance bei überschaubarem Turnover an. Daher stellt sich die Frage, ob die Grundidee des Smart-Money-Modells so verändert werden kann, dass auch diese Ziele erreicht werden. Aus theoretischer Sicht müsste das der Fall sein. Der Finanzwissen-

schaftler Grinold[1] hat schon 1989 in einer bis heute vielbeachteten Publikation darauf hingewiesen, dass die Qualität eines Portfolios und die damit einhergehende Wertentwicklung und vor allem auch die Stetigkeit der Outperformance durch wenige Faktoren bestimmt wird. Der sog. Information Ratio, der als Kennzahl die Stetigkeit und das Ausmaß der Outperformance beschreibt und damit ein gutes Maß dafür ist, ob sich eine Strategie als Absolut-Return-Strategie eignet, lässt sich genau genommen durch nur zwei Faktoren abschätzen. Der eine Faktor ist der sog. Informationskoeffizient. Er beschreibt, wie gut die Prognosen sind, die das Modell oder der Portfoliomanager im Durchschnitt trifft. Mathematisch lässt sich der Informationskoeffizient aus der „Trefferquote" ableiten. Je öfter sich Entscheidungen im Nachhinein als richtig erweisen, umso höher ist die Trefferquote. Aus unseren Berechnungen wissen wir, dass die Trefferquote unseres Smart-Money-Modells vergleichsweise hoch ist, so dass aus dieser Sicht „grünes Licht" gegeben werden kann. Der andere wichtige Faktor ist die Anzahl der Entscheidungen, die innerhalb einer Periode getroffen werden. Und hier ist unsere Strategie besonders klar im Vorteil, denn zum einen kann mit unserer gewählten Strategie ein sehr großes Universum an Aktien analysiert werden, da es sich um einen computergestützten Ansatz handelt. Zum anderen kann diese Analyse in einer höheren Frequenz erfolgen, da auch hier technisch keine Grenzen gesetzt sind. Aus theoretischer Perspektive bringt damit unser Smart-Money-Ansatz das Zeug mit, auch in einer marktneutralen Konstruktion zu funktionieren. Doch bestätigt sich diese Vermutung auch in der Rückrechnung?

Als Antwort kann an dieser Stelle schon ein klares „Ja" gegeben werden. Wir haben dazu folgende Veränderungen gegenüber dem ursprünglich vorgestellten Timingmodell vorgenommen: Um die Anzahl der Transaktionen zu reduzieren, wurde die Anzahl der Aktien und deren Verweildauer im Portfolio dadurch deutlich erhöht, dass nun Aktien schon gekauft werden, sobald sie nur knapp über ihrem statistisch hergeleiteten fairen Wert liegen; der Verkauf findet statt, wenn sie entweder unter ihren fairen Wert fallen oder aber auf eine Überbewertung von mehr als 30% steigen. Durch diese Maßnahme sinkt nicht nur die Anzahl der Transaktionen, sondern es steigt in gleichem Maße die Stetigkeit der Outperformance. Die absolute Performance geht zwangsläufig zurück, da die Strategie zu einem gewissen Grad verwässert wird, aber in einer marktneutralen Strategie mit einem absoluten Renditeziel ist das Erreichen des Ziels in jedem Jahr wichtiger als die deutliche Übererfüllung des Ziels im Durchschnitt vieler Jahre.

Die resultierende Wertentwicklung des marktneutralen Portfolios (Smart Money Portfolio auf der Long-Seite und ein kompletter Hedge über einen verkauften Future auf der Short-Seite) weist bei etwa 5% Volatilität eine außergewöhnlich gute Wertentwicklung vor Kosten auf, wobei durch geeignete Maßnahmen in der Portfoliokonstruktion (reduzierte Länder- und Sektorwetten) die Volatilität weiter reduziert werden kann, allerdings um den Preis einer schlechteren Wertentwicklung. Zudem muss an dieser Stelle klar gesagt werden, dass ein Teil der guten Wertentwicklung nicht direkt auf den Selektionsprozess zurückzuführen ist, sondern einfach das Ergebnis eines Small-Cap-Effektes ist. In dem betrachteten Zeitraum haben sich Small-Caps deutlich besser entwickelt als Large Caps, die allerdings den Index klar dominieren. Da unsere Vorgehensweise zwangsläufig Small-Caps stärker berücksichtigt, da alle Aktien eine Gleichgewichtung erfahren, profitieren wir von diesem Sachverhalt. Aus diesem Grund haben wir in der unteren Abbildung auch die Wertentwicklung eines Portfolios aufgezeigt, in dem alle Aktien im STOXX 600 gleich gewichtet sind – auch dieses Portfolio wird aber geschlagen.





Damit ist prinzipiell der Beweis angetreten, dass mit unserem Smart-Money-Modell auch ein komplexes, marktneutrales Portfolio gesteuert werden könnte, das auch in stark negativen Phasen des Aktienmarktes die Chance auf eine positive Rendite bietet, da es eben vollkommen entkoppelt von der Aktienmarktentwicklung eine autonome Wertentwicklung und damit ein echtes Alpha erzielen kann. Diese Fähigkeit dürfte in den kommenden Jahren noch weiter an Bedeutung gewinnen, da der Rentenmarkt auf der einen Seite als Performancequelle mehr oder weniger stark ausfallen dürfte, und auch der Aktienmarkt in den kommenden Jahren vermutlich nicht mehr die p.a.-Renditen erzielen wird, die in den letzten zehn Jahren im Schnitt zu beobachten waren.

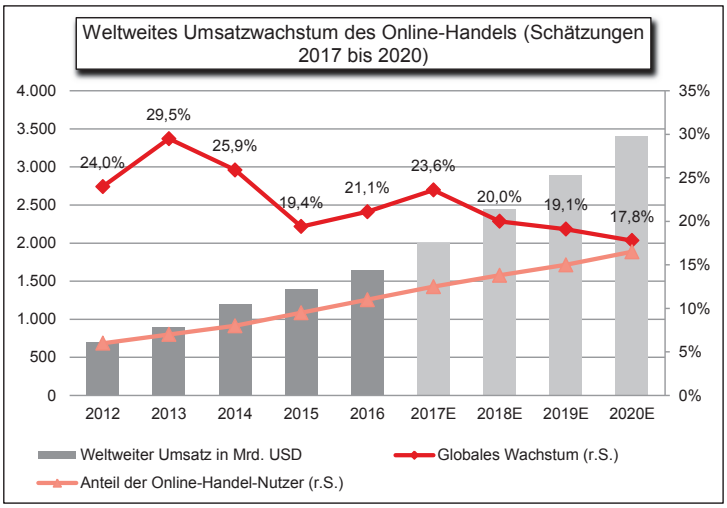
[1] Grinold 1989: The fundamental law of active management, in: The Journal of Portfolio Management, Vol 15, Nr. 3, Seite 30 – 37.

Wochenausblick für die Zeit vom 13. November bis 17. November 2017

	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	18,6	17,5	10	17	17,6	17,4	14. November
D: ZEW Lageeinschätzung	88	86,4	86,7	87,9	87	87,3	14. November
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,2%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%		14. November
D: Konsumentenpreise, y/y - final	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%	1,6%		14. November
D: Kerninflation, m/m - final	0,3%	0,5%	0,1%	-0,1%	0,0%		14. November
D: Kerninflation, y/y - final	1,6%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%		14. November
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,6%	0,3%	1,4%	-0,9%			14. November
E-19: Industrieproduktion, y/y	2,7%	3,7%	3,5%	2,9%			14. November
E-19: Konsumentenpreise, y/y – final	1,3%	1,3%	1,5%	1,5%	1,4%		16. November
E-19: Kerninflationsrate, y/y – final	1,1%	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%		16. November
	Q1 17		*Q2 17*		*Q3 17*		
D: BIP, q/q – s.a.	0,7%		0,6%		0,6%		14. November
D: BIP, y/y – s.a.	1,9%		2,1%		2,4%		14. November
E-19: BIP, q/q – s.a.	0,5%		0,7%		0,6%		14. November
E-19: BIP, y/y – s.a.	2,0%		2,3%		2,5%		14. November

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ungebrochene Dynamik im Online-Handel



Der Online-Handel hat in den vergangenen Jahren ein rasantes Wachstum hingelegt. Allein im vergangenen Jahr wuchs der globale E-Commerce Markt mit einer Rate von 21% (USD-Basis). In den Schwellenländern zeigte sich hierbei die stärkste Wachstumsdynamik. So konnte z.B. der Internetriese Alibaba Group aus dem Reich der Mitte am „Singles Day", dem mittlerweile größten Onlineshopping-Tag der Welt, einen fünfmal so hohen Umsatz generieren wie alle US-amerikanischen Online-Händler zusammen am „Cyber-Monday", dem US-Pendant zum Singles Day. Auch für die nächsten Jahre sind globale Wachstumsraten von mehr als 20% realistisch. Analysten schätzen, dass das zukünftige Wachstum weiterhin primär durch die Schwellenländer generiert wird. Hierbei soll sich China mit über 30% pro Jahr entwickeln und Indien sogar Raten jenseits der 40-Prozent-Marke erreichen. Europa und Japan werden vermutlich als weiterentwickelte Märkte mit einer etwas schwächeren Zunahme von etwa 10% pro Jahr expandieren. Auch in Deutschland sollten die Steigerungsraten des Online-Handels weiterhin zweistellig ausfallen. Doch was sind die Ursachen für diese enorme Wachstumsdynamik? Einerseits ist die Vergleichbarkeit von Artikeln im Internet einfacher, der Aufwand einer Online-Bestellung ist wesentlich geringer als bei einem Einkauf im Laden, und die Geschwindigkeit bis zur Auslieferung beim Kunden steigt. Außerdem können Rechnungen heute einfach mit dem Smartphone oder Tablet beglichen werden, teilweise sogar mit dem Fingerabdruck. Zudem wird ein zunehmender Teil der Käufe von unterwegs über mobile Endgeräte getätigt. Eine Vielzahl an Online-Händlern generiert über diesen Kanal bereits heute mehr als 50% der Umsätze. Und die Branche bleibt mit virtuellen digitalen Assistenten oder sogenannten Smart-Lautsprechern, wie zum Beispiel Amazon Echo, innovativ. Zwar steckt das System noch in der Anfangsphase, es hat jedoch das Potenzial, über die nächsten Jahre einen signifikanten Anteil an den Online-Bestellungen zu erreichen. Das starke Wachstum im E-Commerce geht jedoch am stationären Handel nicht spurlos vorbei. Eine Unternehmensgruppe, die primär unter dem Online-Handel leidet, sind die Betreiber von Einkaufszentren. In den USA sollen etwa laut einer aktuellen Analyse von Credit Suisse innerhalb der nächsten fünf Jahre 20 bis 25 Prozent der großen Einkaufszentren schließen. Noch stärker aber trifft es Bekleidungsgeschäft - hier sollen sogar 55% der Läden geschlossen werden.

Aktienmärkte	Stand 09.11.2017 17:47	Veränderung zum 27.10.2017 -1 Woche	02.10.2017 -1 Monat	02.08.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Dow Jones	23403	-0,1%	3,7%	6,3%	18,4%
S&P 500	2581	0,0%	2,1%	4,2%	15,3%
Nasdaq	6715	0,2%	3,0%	5,5%	24,7%
DAX	13183	-0,3%	2,2%	8,2%	14,8%
MDAX	26591	-0,4%	1,9%	7,2%	19,8%
TecDAX	2459	-2,7%	-0,6%	8,3%	35,7%
EuroStoxx 50	3619	-0,9%	0,5%	4,6%	10,0%
Stoxx 50	3194	-0,5%	0,1%	3,4%	6,1%
SMI (Swiss Market Index)	9178	-0,1%	-0,7%	0,6%	11,7%
FTSE 100	7488	-0,2%	0,7%	1,0%	4,8%
Nikkei 225	22869	3,9%	12,1%	13,9%	19,6%
Brasilien BOVESPA	73456	-3,3%	-1,2%	9,4%	22,0%
Russland RTS	1161	3,8%	2,9%	13,7%	0,8%
Indien BSE 30	33251	0,3%	6,3%	2,4%	24,9%
China Shanghai Composite	3428	0,3%	2,4%	4,3%	10,4%
MSCI Welt (in €)	2051	0,4%	3,1%	5,7%	6,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1135	1,8%	5,6%	7,7%	19,1%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	76	192	28	-101
Bobl-Future	131,83	5	55	-51	-180
Schatz-Future	112,28	-2	11	17	-1
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,33	0	-1	-2	0
3 Monats $ Libor	1,38	0	5	7	39
Fed Funds Future, Dez 2017	1,28	0	3	6	0
10-jährige US Treasuries	2,33	-10	-1	6	-12
10-jährige Bunds	0,38	-1	-8	-4	17
10-jährige Staatsanl. Japan	0,03	-4	-5	-5	-2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,10	-5	-8	-9	10
US Treas 10Y Performance	583,36	0,8%	0,2%	0,1%	2,4%
Bund 10Y Performance	613,02	0,1%	0,8%	1,2%	0,6%
REX Performance Index	484,89	0,3%	0,5%	0,7%	-0,1%
IBOXX AA, €	0,63	-3	-12	-12	-4
IBOXX BBB, €	1,10	-6	-21	-18	-40
ML US High Yield	6,03	7	4	7	-43
JPM EMBI+, Index	841	0,6%	0,2%	1,7%	8,9%
Wandelanleihen Exane 25	7413	0,4%	2,1%	3,2%	7,2%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	431,66	0,9%	1,2%	-2,4%	2,0%
MG Base Metal Index	347,66	1,6%	4,4%	10,8%	24,3%
Rohöl Brent	64,00	6,2%	14,8%	22,5%	12,9%
Gold	1286,06	1,3%	1,0%	1,2%	11,1%
Silber	17,13	2,5%	2,9%	2,5%	6,7%
Aluminium	2154,85	0,2%	3,4%	13,2%	26,5%
Kupfer	6898,00	1,4%	7,0%	9,1%	24,9%
Eisenerz	62,59	3,4%	0,3%	-13,1%	-21,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1486	-3,9%	11,9%	49,6%	54,6%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1647	0,4%	-0,8%	-1,5%	10,5%
EUR/ GBP	0,8869	0,4%	0,3%	-1,1%	3,9%
EUR/ JPY	132,04	-0,4%	-0,3%	0,8%	7,0%
EUR/ CHF	1,1590	-0,4%	1,7%	1,1%	7,9%
USD/ CNY	6,6378	-0,2%	-0,2%	-1,3%	-4,5%
USD/ JPY	114,10	0,4%	1,2%	3,0%	-2,4%

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
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.