



Konjunktur und Strategie

17. Mai 2023

Indextracking mit wenigen Aktien: Geht das?

In den letzten Jahren war es als Portfoliomanager nicht leicht, Indizes wie den S&P 500 oder den Nasdaq 100 zu schlagen. Ob dies ein rein temporäres Phänomen ist oder ein struktureller Sachverhalt, lässt sich nur schwer abschätzen. Fakt ist, dass nur wenige aktive Fonds und Portfolios in den letzten Jahren eine nennenswerte Outperformance gegenüber den hochkapitalisierten US-Aktienindizes erzielen konnten. Das lag u.a. auch daran, dass die besonders hochkapitalisierten Aktien in den großen Indizes eine so extrem gute Entwicklung vollzogen haben, dass eine Outperformance in einem aktiven Portfolio fast nur möglich gewesen wäre, wenn man diese Werte nochmals übergewichtet hätte – eine Entscheidung, die man unter Risikogesichtspunkten und Diversifikationsaspekten kaum hätte rechtfertigen können.

Diese Beobachtung führt fast zwangsläufig zur Überlegung, ob man nicht besser aufgestellt ist, einfach in Indizes und ETFs zu investieren. Allerdings hätte auch diese Entscheidung u.U. unvorteilhafte Konsequenzen in der Zukunft, denn mit einem Investment in Indizes setzt man systembedingt immer auf die „Sieger“ von gestern. In marktkapitalisierten Indizes sind immer die Titel hochgewichtet, die in der Vergangenheit eine besonders gute Wertentwicklung aufgewiesen haben. Kommt es zu einem Regimewechsel, bei dem neue und andere Makrofaktoren zu Werttreibern werden als in der Periode zuvor, kann sich diese Art der Indexkonstruktion mit voller Wucht gegen den Investor richten: Denn in dem Fall verlieren die Werte besonders stark, die zuvor von dem Makro-Umfeld überdurchschnittlich profitiert haben. Das spricht dafür, nicht komplett unreflektiert in Indizes

zu investieren, sondern durchaus nach wie vor Selektionsentscheidungen vorzunehmen. Um dann aber die Abweichungen zur Wertentwicklung des Index nicht zu groß werden zu lassen, spricht viel für eine Portfoliokonstruktion, die genau das zum Ziel hat. Doch wie gut kann eine Portfoliokonstruktion gelingen, die mit einer vergleichsweise geringen Anzahl von Titeln arbeitet und damit die Restriktionen eines sog. High-Conviction-Portfolios berücksichtigt, bei dem nicht hunderte von Aktien genutzt werden können, um beispielsweise den S&P 500 abzubilden?

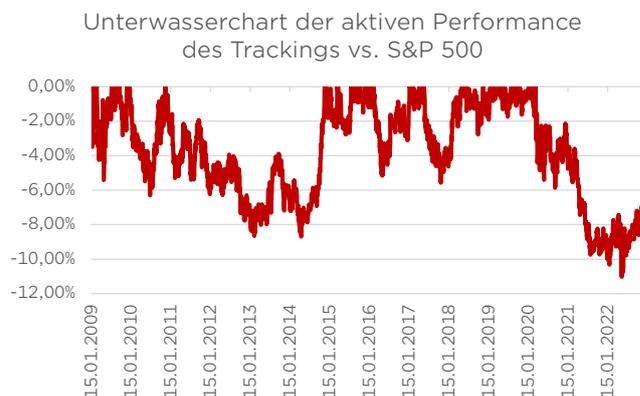
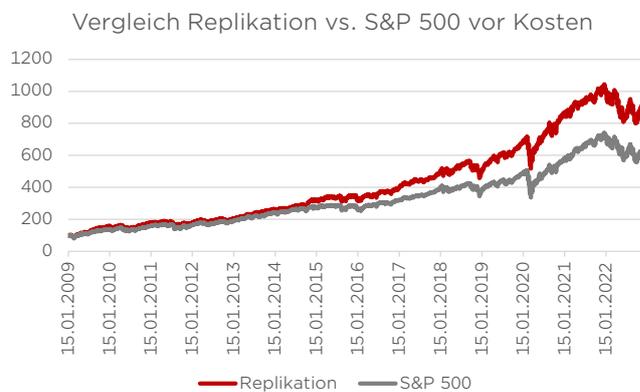
Diese Frage ist nicht trivial zu beantworten. Das liegt daran, dass die resultierende Wertentwicklung eines solchen Portfolios immer aus zwei Komponenten besteht – nämlich der vorgelagerten Selektion und der nachgelagerten Portfoliokonstruktion. Zudem existieren hier im realen Leben iterative Prozesse; so kann es sein, dass eine Aktie, die vorselektiert wurde, in der Portfoliokonstruktion gar nicht berücksichtigt wird, während der Optimizer in der Portfoliokonstruktion gerne Aktien (oder Anleihen) berücksichtigen würde, die zunächst nicht Teil der Vorselektion waren. Hier muss es fast zwangsläufig zu Kompromissen und auch zu diskretionären Entscheidungen kommen, die nicht sinnvoll regelgebunden getestet werden können. Was aber getestet werden kann, ist eine Portfoliokonstruktion in Reinform: Hier geht es also um die Frage, wie stark ein vergleichsweise konzentriertes Aktienportfolio überhaupt an eine Benchmark herangeführt werden kann, wenn ansonsten keine weiteren begrenzenden Faktoren vorliegen. Es wird also ein Fall getestet, in dem die Selektionskomponente zunächst ausgeklammert wird, um zu prüfen, wie stark sich der Tracking-Error gegenüber der Benchmark maximal reduzie-

ren ließe – wohl wissend, dass eine Integration von Selektionsentscheidungen in diesen Prozess den Tracking-Error im tatsächlichen Leben wieder erhöhen wird.

Um diesen Test durchzuführen, sind wir wie folgt vorgegangen. Wir haben uns dazu entschieden, als Auswahluniversum und zu trackende Benchmark den S&P 500 zu nehmen, da dieser sehr breite Index durch ein konzentriertes Portfolio besonders schwer abzubilden ist und dementsprechend einen besonderen „Härtefall“ darstellt, anhand dessen die Qualität der Portfoliokonstruktion besonders gut getestet werden kann. In unserer Rückrechnung haben wir ab Januar 2009 im Rhythmus von jeweils sechs Monaten eine Neuberechnung und Adjustierung des Tracking-Portfolios vorgenommen, wobei dem Optimizer jeweils die Aufgabe gestellt wurde, das Portfolio auf maximal 35 Aktien zu begrenzen. Dabei wurden zur Optimierung jeweils nur die Aktien zugelassen, die auch zu dem jeweiligen Zeitpunkt Teil des S&P 500 waren. Es existiert dementsprechend an keiner Stelle eine Art survivorship bias. Zudem wurden dem Optimizer zu jedem Zeitpunkt nur Informationen zur Verfügung gestellt, die auch zu dem jeweiligen Zeitpunkt tatsächlich zur Verfügung gestanden hätten. Das resultierende jeweils neue Tracking-Portfolio wurde zudem nicht sofort implementiert, sondern immer einige Tage später, um auch hier realistische Implementationszeiträume zu berücksichtigen.

Die ganze Sache ist aber tatsächlich nicht ganz so trivial, wie es sich vielleicht zunächst anhört. Denn es existiert schlichtweg kein Optimizer, der aus sich heraus direkt eine Lösung findet, die ohne Umwege und in einem geschlossenen Gleichungssystem exakt zu der gewünschten Anzahl von Titeln (hier 35) führt. An dieser Stelle kommen zwangsläufig immer Heuristiken ins Spiel, die in unserem Fall folgende Form haben: In einem ersten Schritt werden die jeweils 100 größten Aktien aus dem S&P 500 ausgewählt. Basierend auf diesen 100 Werten hat der Optimizer nun die Aufgabe, diese Werte so zu gewichten, dass der Tracking-Error gegenüber dem S&P 500 minimiert wird. Eine dabei einzuhaltende Restriktion ist die, dass das Beta des resultierenden Portfolios einen Wert von exakt eins zum S&P 500 aufweist. Zudem haben wir indirekt durch weitere Vorgaben sichergestellt, dass das Faktorprofil des resultierenden Portfolios keine großen Abweichungen zur Benchmark aufweist. Typischerweise kommt der Optimizer zum Ergebnis, dass etwa 70 bis 80 Aktien benötigt werden, um den S&P 500 bestmöglich abzubilden. Ab jetzt wird es rechenintensiv: In den nun folgenden Schleifen wird jeweils immer die Aktie aus

dem Optimierungsprozess ausgeschlossen, die zuvor das geringste Gewicht aufgewiesen hat. Diese Übung wird dann so lange fortgesetzt, bis 35 Aktien übrigbleiben. Wiederholt man diesen Prozess alle sechs Monate bis zum aktuellen Rand (und wartet ungefähr eine Nacht Rechenzeit auf die Ergebnisse), ergibt sich folgendes Bild.



Das Ergebnis ist zunächst fast schon beeindruckend: Die Wertentwicklung des Replikationsportfolios scheint hochgradig parallel zum S&P 500 zu verlaufen, zudem gibt es noch eine unbeabsichtigte Outperformance. Doch das Bild trügt. Der Unterwasserchart der aktiven Rendite zeigt unmissverständlich auf, dass auch Phasen einer deutlichen Underperformance zu erwarten wären. Und dabei sollte klar sein, dass dieses Ergebnis eher die Untergrenze möglicher Abweichungen zur Benchmark aufweist, denn jegliche Selektionsaktivität dürfte den Tracking Error weiter erhöhen. Unsere Schlussfolgerung ist daher wie folgt: Mit einer geeigneten Portfoliokonstruktion können auch sehr konzentrierte Portfolios durchaus an eine Benchmark herangeführt werden. Aber selbst mit komplexesten Ansätzen können die statistischen Eigenschaften von 500 Aktien nicht einfach durch 35 Aktien perfekt repliziert werden – alles andere hätte allerdings auch überrascht. Das Potenzial der Portfoliokonstruktion ist damit zu einem gewissen Grad begrenzt – nutzen sollte man es aber trotzdem!

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	17.05.2023 11:13	05.05.2023 -1 Woche	11.04.2023 -1 Monat	10.02.2023 -3 Monate	11.05.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
Dow Jones	33012	-2,0%	-2,0%	-2,5%	3,7%	-0,4%
S&P 500	4133	-0,1%	0,6%	1,0%	5,0%	7,7%
Nasdaq	12343	0,9%	2,6%	5,3%	8,6%	17,9%
Russell 2000	1736	-1,3%	-2,8%	-9,5%	1,1%	-1,4%
DAX	15932	-0,2%	1,8%	4,1%	15,2%	14,4%
MDAX	27258	-1,3%	-0,7%	-4,0%	-4,7%	8,5%
TecDAX	3226	-1,6%	-2,5%	-0,6%	8,3%	10,4%
EuroStoxx 50	4318	-0,5%	-0,4%	2,8%	18,4%	13,8%
Stoxx 50	4041	0,2%	1,0%	3,8%	13,4%	10,6%
SMI (Swiss Market Index)	11482	-0,6%	1,9%	3,2%	-0,6%	7,0%
FTSE 100	7756	-0,3%	-0,4%	-1,6%	5,6%	4,1%
Nikkei 225	30094	3,2%	7,8%	8,8%	14,8%	15,3%
Brasilien BOVESPA	108194	2,9%	1,9%	0,1%	3,6%	-1,4%
Russland RTS	1024	-0,9%	5,2%	5,4%	-8,9%	5,5%
Indien BSE 30	61438	0,6%	2,1%	1,2%	13,6%	1,0%
China CSI 300	3960	-1,4%	-3,4%	-3,6%	-0,4%	2,3%
MSCI Welt	2802	-0,7%	0,2%	0,7%	5,6%	7,7%
MSCI Welt SRI	2740	-0,7%	1,1%	-6,7%	7,1%	10,8%
MSCI Emerging Markets	979	-0,2%	-1,7%	-3,4%	-3,2%	2,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	135,30	-61	-57	-61	-1761	237
Bobl-Future	118,08	-29	11	126	-918	233
Schatz-Future	105,73	-13	4	17	-468	31
3 Monats Euribor	3,36	46	46	96	377	147
3M Euribor Future, Dez 2023	3,65	9	10	12	202	4
3 Monats \$ Libor	5,34	1	10	47	392	58
Fed Funds Future, Dez 2023	4,60	17	11	-38	154	-5
10-jährige US Treasuries	3,54	10	11	-23	62	-30
10-jährige Bunds	2,32	3	2	-1	133	-24
10-jährige Staatsanl. Japan	0,37	-5	-3	-13	12	-4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,95	-16	-27	-44	6	-66
US Treas 10Y Performance	611,33	0,4%	0,6%	3,9%	0,0%	5,4%
Bund 10Y Performance	547,86	0,7%	0,9%	1,9%	-8,1%	4,3%
REX Performance Index	439,57	0,0%	0,7%	1,4%	-5,1%	1,6%
IBOXX AA, €	3,42	-3	-8	1	147	-17
IBOXX BBB, €	4,39	-2	-7	17	151	-30
ML US High Yield	8,60	0	6	16	104	-37
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	-3,6%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	540,70	-0,9%	-8,7%	-9,5%	-27,5%	-11,4%
MG Base Metal Index	397,04	-0,5%	-2,4%	-7,6%	-14,1%	-5,1%
Rohöl Brent	74,89	-0,6%	-12,6%	-13,4%	-30,3%	-11,8%
Gold	1985,35	-1,3%	-1,0%	6,7%	7,4%	9,3%
Silber	24,18	-5,6%	-3,6%	10,2%	11,2%	1,8%
Aluminium	2196,70	-5,2%	-2,7%	-8,7%	-20,0%	-6,5%
Kupfer	8133,20	-5,0%	-8,1%	-7,9%	-13,1%	-2,8%
Eisenerz	106,84	3,2%	-11,7%	-14,6%	-20,4%	-4,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1476	-5,3%	-2,1%	145,2%	-51,6%	-2,6%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0820	-1,8%	-0,8%	1,2%	2,5%	1,4%
EUR/ GBP	0,8708	-0,2%	-0,8%	-1,5%	1,9%	-1,9%
EUR/ JPY	148,37	0,4%	2,1%	6,1%	8,2%	5,5%
EUR/ CHF	0,9738	-0,9%	-1,3%	-1,4%	-6,8%	-1,1%
USD/ CNY	7,0016	1,3%	1,6%	2,8%	4,1%	1,4%
USD/ JPY	134,56	-0,2%	0,7%	2,4%	3,5%	2,6%
USD/ GBP	0,8051	1,6%	0,1%	-2,8%	-0,7%	-3,2%

Quelle: Refinitiv Datastream

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

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@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.