

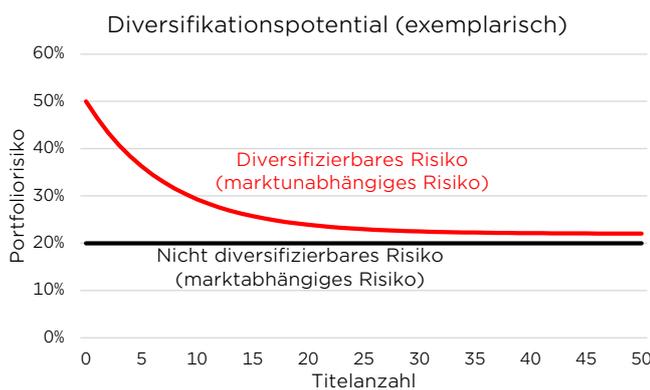


# Konjunktur und Strategie

17. August 2023

## Anlagestrategie: Auf die Portfoliogröße kommt es an

Wer seine Anlagestrategie optimieren will, dem stehen zahlreiche Stellschrauben zur Verfügung. Die geografische oder sektorale Ausrichtung kann den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angepasst werden und auch der Investmentstil kann modifiziert werden. Darüber hinaus spielt die Portfoliokonstruktion eine wichtige Rolle. Neben der Frage, ob die Portfoliogewichte im Hinblick auf Rendite- oder Risikoeigenschaften optimiert werden sollen, ist gleichzeitig die Frage der „richtigen“ Portfoliogröße von Bedeutung. Ist die Titelanzahl für eine erfolgreiche Anlagestrategie aber überhaupt entscheidend?



Unter rein theoretischen Gesichtspunkten lässt sich das Portfoliorisiko mit einer steigenden Anzahl an (nicht vollständig korrelierten) Titeln senken. Der Grundgedanke ist trivial: Sofern die Wertentwicklung der Vermögensgegenstände keinen perfekten Gleichlauf aufweist, lassen sich die Diversifikationseffekte nutzen, um das marktunabhängige Risiko zu reduzieren (vgl. Abbildung). Dabei nimmt allerdings der zusätzliche Diversifikationseffekt durch die Aufnahme weiterer Titel ab. Im Grenzfall setzt sich das Portfolio aus allen Titel des

Marktes (z.B. einer Benchmark) zusammen, sodass das marktunabhängige Risiko vollständig eliminiert wird. Was bleibt, ist allerdings das marktabhängige Risiko, welches sich nicht weiter „wegdiversifizieren“ lässt. Die Börsenweisheit „nicht alle Eier in einen Korb legen“ fasst den Diversifikationseffekt sehr schön zusammen.

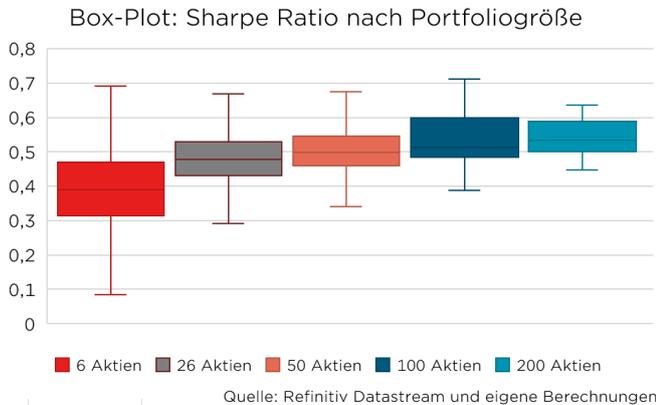
Allerdings ist das Portfoliorisiko nicht die einzige Entscheidungsvariable bei der Ausrichtung des eigenen Portfolios. Was ist nämlich, wenn zwar das Risiko zurückgeht, dafür aber die Rendite überproportional fällt? Außerdem verfügt jeder über eine persönliche Risikotoleranz: Während eine Anlegerin mit einer Volatilität in Höhe von 20 Prozent sehr gut umgehen kann, verträgt ein anderer Anleger nur zehn Prozent. Es lässt sich also nicht verallgemeinern, dass die „optimale“ Titelanzahl relativ hoch ausfallen muss, um das Portfoliorisiko so stark wie möglich zu senken. Da wir die Nutzenfunktion nicht aller Anleger/-innen kennen, wählen wir als Entscheidungskriterium für die Wahl einer sinnvollen Anzahl an Portfoliotiteln sogenannte risikoadjustierte Renditekennzahlen. Diese geben die Rendite pro Risikoeinheit wieder und bringen den Vorteil mit, dass Anlagestrategien mit unterschiedlichen Risiken vergleichbar werden.

## Was implizieren unsere Simulationsergebnisse?

Sollten sich Portfolios also aus relativ wenigen oder vielen Titeln zusammensetzen, um risikoadjustierte Renditekennzahlen zu optimieren? Immer dann, wenn derartige Fragestellungen im Finanzmarktcontext beantwortet werden sollen, gehört es zur Standardvorgehensweise, Simulationen durchzuführen. Mit ihrer Hilfe lassen sich unter streng definierten Rahmenbedingungen Anlagehypothesen überprüfen. Für unsere Fragestellung haben wir

# Konjunktur und Strategie

die Wertentwicklung von jeweils 1.000 zufälligen gleichgewichteten Portfolios bestehend aus sechs, 26, 50, 100 und 200 Aktien simuliert. Dabei bestehen die Portfolios jeweils zur Hälfte aus Aktien aus dem S&P 500 und zur anderen Hälfte aus Aktien aus dem STOXX Europe 600.



Starten wir mit der wohl bekanntesten risikoadjustierten Renditekennzahl: dem Sharpe Ratio<sup>1</sup>. Der obige Box-Plot zeigt die Verteilung der Sharpe Ratios, die sich aus den simulierten Wertentwicklungen der jeweils 1.000 Portfolios ergeben. Zwei Beobachtungen fallen direkt ins Auge: Erstens steigt der Median mit der Größe des Portfolios kontinuierlich an. Liegt der Median der Sharpe Ratio für das Portfolio bestehend aus sechs Aktien unter 0,4, beträgt er für das Portfolio mit 200 Aktien 0,53. Das ist zwar kein Quantensprung, jedoch eine deutliche Verbesserung. Ist die Verbesserung nur auf eine Reduktion des Portfoliorisikos zurückzuführen? Das ist nicht der Fall, denn der Median der annualisierten Rendite des Portfolios mit sechs Aktien fällt rund 100 Basispunkte geringer aus (vgl. Tabelle). Gleichzeitig liegt der Median der Portfoliovolatilität des kleinen Portfolios rund 330 Basispunkte über dem des Portfolios mit 200 Aktien.

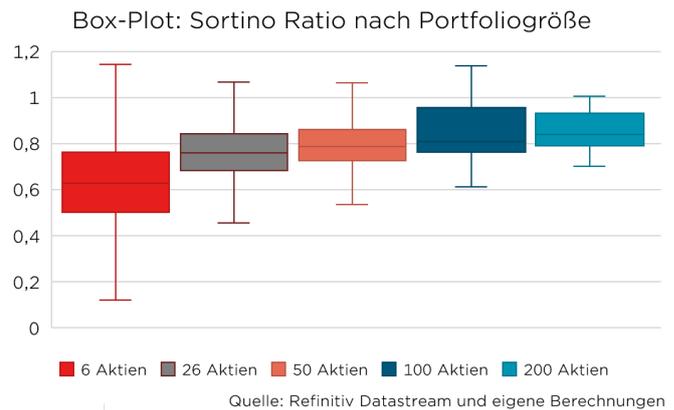
Simulationsergebnisse: Medianwerte für verschiedene Portfoliogrößen

Kennzahl	6 Aktien	26 Aktien	50 Aktien	100 Aktien	200 Aktien
Rendite p.a.	8,0%	8,5%	8,6%	8,7%	9,0%
Volatilität p.a.	20,5%	17,9%	17,5%	17,3%	17,2%
Downsidevolatilität p.a.	12,7%	11,3%	11,1%	11,0%	10,9%
Maximaler Drawdown	56,8%	54,4%	54,0%	53,9%	53,8%
Tracking Error	12,8%	8,1%	6,9%	6,2%	5,9%
Sharpe Ratio	0,39	0,48	0,50	0,51	0,53
Sortino Ratio	0,63	0,76	0,79	0,81	0,84
Calmar Ratio	0,14	0,16	0,16	0,16	0,17

Quelle: Refinitiv Datastream und eigene Berechnungen. Benchmark: 50% S&P 500, 50% STOXX Europe 600. Zeitraum: Januar 2000 bis April 2023.

Die zweite zentrale Beobachtung lässt sich anhand der Spannweite der simulierten Sharpe Ratios feststellen. So springt die große Spannbreite der risikoadjustierten Renditekennzahl für das Portfolio mit sechs Aktien direkt ins Auge. In diesem Fall bedeutet es, dass mit „Glück“ ein relativ hohe Sharpe Ratio von knapp 0,7 erreicht wurde,

bei „Pech“ die risikoadjustierte Renditekennzahl aber unter 0,1 fiel. Für unsere simulierten Portfolios mit mehr Titeln nimmt die Spannweite hingegen erheblich ab. Ein Portfolio bestehend aus 100 Aktien erzielte im „Glücksfall“ ebenfalls eine Sharpe Ratio von 0,7, kam im schlimmsten Fall aber immer noch auf eine Sharpe Ratio von knapp 0,4. Daraus folgt, dass die Gefahr, ein schlechtes Rendite- und Risikoprofil zu erzielen, in unserer Simulation mit zunehmender Anzahl an Titeln deutlich sinkt.



Bei der Volatilität – gemessen als Standardabweichung der Renditen – handelt es sich um eine symmetrische Risikokennzahl. Das bedeutet, dass die Schwankungen von sowohl positiven als auch negativen Renditen als gleich „schlimm“ empfunden werden. Häufig sind es aber nur die Schwankungen der negativen Renditen, die Sorgen bereiten. In diesem Fall wird die Standardabweichung durch die sogenannte Downside-Volatilität ausgetauscht und anstatt der Sharpe Ratio die Sortino Ratio<sup>2</sup> betrachtet. Wie schneiden in dieser Betrachtung die unterschiedlichen Portfolios ab? Die Grundaussagen im Hinblick auf die Sharpe Ratio werden bestätigt. Auch hier steigt mit zunehmender Portfoliogröße die risikoadjustierte Renditekennzahl. Ausschlaggebend ist erneut – dank der zusätzlichen Diversifikationseffekte – das sinkende Portfoliorisiko bei einer gleichzeitig höheren Rendite. Ferner nimmt die Spannweite der Sortino Ratio mit zunehmender Portfoliogröße ab und deutet darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit für Portfolios mit einem schlechteren Rendite- und Risikoprofil abnimmt.

## Wie lautet unser Fazit?

Unsere Simulationsergebnisse sprechen eine eindeutige Sprache: Mit einem zu kleinen Portfolio ist es nahezu unmöglich, attraktivere risikoadjustierte Renditekennzahlen zu erreichen. In der Praxis gibt es zwar einige wenige

<sup>1</sup> Sharpe Ratio = (Portfoliorendite – Rendite einer sicheren Anlage) / Portfoliovolatilität

<sup>2</sup> Sortino Ratio = (Portfoliorendite – Rendite einer sicheren Anlage) / Downside-Volatilität des Portfolios

erfolgreiche „High Conviction“ Portfoliomanager, die über ein tiefes Branchen- sowie Unternehmenswissen verfügen und mit einem konzentrierten Portfolio beachtliche Ergebnisse erreichen. Allerdings wird diese Zahl immer kleiner, je größer der Betrachtungszeitraum ist. Ferner unterstreicht unsere Simulation, dass es rein statistisch betrachtet erheblich schwieriger ist, mit einem kleinen Portfolio ein besseres Rendite- und Risikoprofil zu erzielen. Wer also glaubt, mit einem Portfolio bestehend aus nur wenigen Aktien einen erfolgreichen und

langfristigen Vermögensaufbau betreiben zu können, macht sich selbst etwas vor. Wer hingegen spekulieren will und „Spielgeld“ übrig hat, der kann selbstverständlich extremes Stock-Picking betreiben und den Fokus auf einige sehr wenige Aktien setzen. Das damit einhergehende höhere Risiko aufgrund mangelnder Diversifikationseffekte darf in diesem Fall aber nicht verwundern.

## Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	17.08.2023 14:56	10.08.2023 -1 Woche	14.07.2023 -1 Monat	16.05.2023 -3 Monate	16.08.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
Dow Jones	34766	-1,2%	0,7%	5,3%	1,8%	4,9%
S&P 500	4436	-0,7%	-1,5%	7,9%	3,0%	15,5%
Nasdaq	13475	-1,8%	-4,5%	9,2%	2,8%	28,7%
Russell 2000	1872	-2,7%	-3,1%	7,8%	-7,4%	6,3%
DAX	15765	-1,4%	-2,1%	-0,8%	13,3%	13,2%
MDAX	27624	-2,5%	-0,8%	1,1%	-1,7%	10,0%
TecDAX	3101	-1,8%	-3,6%	-4,2%	-2,4%	6,2%
EuroStoxx 50	4266	-2,7%	-3,0%	-1,1%	12,1%	12,5%
Stoxx 50	3928	-2,1%	-0,9%	-2,7%	6,6%	7,6%
SMI (Swiss Market Index)	10935	-1,9%	-1,6%	-5,1%	-1,8%	1,9%
FTSE 100	7339	-3,7%	-1,3%	-5,3%	-2,6%	-1,5%
Nikkei 225	31626	-2,6%	-2,4%	6,0%	9,6%	21,2%
Brasilien BOVESPA	115592	-2,3%	-1,8%	6,8%	1,8%	5,3%
Russland RTS	1032	1,4%	1,7%	0,1%	-9,6%	6,3%
Indien BSE 30	65151	-0,8%	-1,4%	5,2%	8,9%	7,1%
China CSI 300	3831	-3,6%	-1,7%	-3,7%	-8,3%	-1,0%
MSCI Welt	2926	-2,0%	-3,1%	4,4%	2,9%	12,4%
MSCI Welt SRI	2853	-2,1%	-4,4%	-4,4%	3,3%	15,4%
MSCI Emerging Markets	976	-3,2%	-5,1%	-0,4%	-3,8%	2,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	131,16	-127	-165	-414	-2437	-177
Bobl-Future	115,09	-71	-43	-294	-1167	-66
Schatz-Future	104,91	-20	6	-83	-488	-52
3 Monats Euribor	3,80	15	40	65	347	191
3M Euribor Future, Dez 2023	3,94	5	-5	28	236	33
3 Monats \$ Labor	5,64	1	7	30	268	87
Fed Funds Future, Dez 2023	5,43	3	6	84	219	78
10-jährige US Treasuries	4,29	18	47	75	146	46
10-jährige Bunds	2,68	18	21	34	177	12
10-jährige Staatsanl. Japan	0,66	7	19	26	49	24
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,03	3	5	4	58	-58
US Treas 10Y Performance	573,81	-1,3%	-3,3%	-5,0%	-8,0%	-1,0%
Bund 10Y Performance	532,82	-1,0%	-1,0%	-1,7%	-11,5%	1,4%
REX Performance Index	430,00	-0,8%	-0,6%	-2,2%	-7,8%	-0,6%
IBOXX A.A. €	3,80	13	11	24	183	21
IBOXX BBB, €	4,61	13	5	7	155	-9
ML US High Yield	8,58	12	21	-12	109	-39
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	-4,4%	0,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	573,56	-3,1%	2,0%	5,7%	-12,1%	-6,0%
MG Base Metal Index	374,40	-3,3%	-5,5%	-1,8%	-8,2%	-10,5%
Rohöl Brent	84,21	-2,6%	5,4%	12,3%	-8,8%	-0,8%
Gold	1898,99	-0,8%	-3,1%	-5,0%	6,9%	4,6%
Silber	22,58	-0,6%	-9,4%	-4,8%	12,0%	-4,9%
Aluminium	2095,74	-2,7%	-6,1%	-7,0%	-12,2%	-10,8%
Kupfer	8115,25	-2,8%	-6,3%	0,5%	1,8%	-3,0%
Eisenerz	104,81	0,2%	-6,7%	-1,9%	-2,4%	-5,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	1233	8,4%	13,1%	-16,5%	-11,1%	-18,6%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0906	-1,0%	-2,8%	0,2%	7,6%	2,3%
EUR/ GBP	0,8538	-1,3%	-0,4%	-1,8%	1,4%	-3,8%
EUR/ JPY	159,04	0,4%	2,3%	7,5%	16,8%	13,1%
EUR/ CHF	0,9562	-0,6%	-0,9%	-1,7%	-0,7%	-2,9%
USD/ CNY	7,2855	0,9%	2,0%	4,4%	7,3%	5,5%
USD/ JPY	146,36	1,1%	5,5%	7,3%	9,0%	11,6%
USD/ GBP	0,7831	-0,3%	2,7%	-2,1%	-5,3%	-5,8%

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.