



Konjunktur und Strategie

21. September 2023

Taktische Allokation der Aktienquote: Zwischen Baum und Borke

Es gibt derzeit 1.000 Gründe, für Aktienmärkte positiv gestimmt zu sein. So ist der Höhepunkt der Leitzinsen global so gut wie erreicht. Die Vorfreude auf wieder fallende Zinsen (auch wenn das noch einige Zeit dauern könnte) sollte Aktienmärkten grundsätzlich weiter Auftrieb verleihen, zumal die Gewinnerwartungen für 2024 und 2025 recht positiv ausfallen. Zudem spricht viel dafür, dass die globale Konjunktur ihren unteren Wendepunkt bald erreicht haben sollte; dementsprechend dürfte die Hoffnung auf eine beginnende Erholung der Weltwirtschaft – sagen wir mal in den kommenden 12 Monaten – ebenfalls positiv auf das Kurspotenzial an den Aktienmärkten ausstrahlen.

Dummerweise gibt es auch ähnlich viele Gründe für eher fallende Kurse. Dazu gehört die plausible Erwartung, dass die recht positiven Gewinnerwartungen überambitioniert sind und eine negative Revision in den kommenden Monaten und Quartalen mehr als wahrscheinlich ist. Auch die Hoffnung auf fallende Zinsen und Renditen mag sich als trügerisch herausstellen, wenn erst einmal klar wird, dass bei wieder steigenden Energiepreisen der Rückgang der Inflation schwerfälliger ausfällt als erhofft.

Nicht zuletzt gibt es auch einige eher technische Gründe für eine anstehende Korrektur. So liegen die (impliziten) Volatilitäten in diversen Indizes auf ausgesprochen niedrigen Niveaus, was durchaus als Warnsignal gewertet werden kann. Auch unser hauseigener Strukturbruchindikator liegt auf einem extrem niedrigen Niveau. Das kann als extreme Gelassenheit und Entspannung an den

Märkten gewertet werden und hört sich zunächst erst einmal sehr gut an. Wenn man aber bedenkt, dass dieser Indikator letztlich aussagt, dass Investoren komplett auf „business as usual“ eingestellt sind, nicht mit größeren Verwerfungen und Turbulenzen rechnen und auch dementsprechend positioniert sind, können auch kleinere Probleme zu größeren Reaktionen an den Märkten führen.

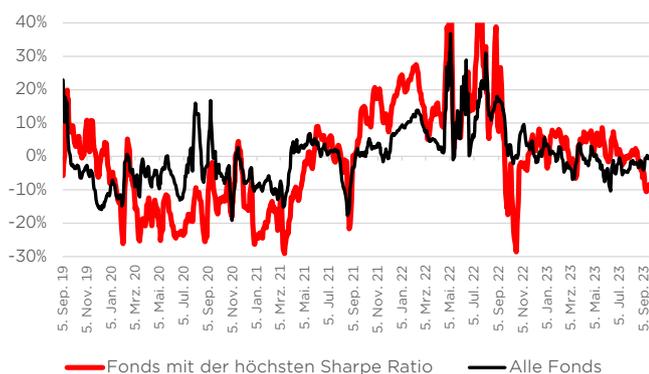
Trotzdem ist man nicht gut beraten, die Anzahl positiver Aspekte mit negativen Aspekten zu verrechnen. Asset Management funktioniert nicht wie eine Strichliste, auf der man Pro- und Contra-Argumente auflistet. Letztlich muss man Überlegungen und Szenarien auch mit Eintrittswahrscheinlichkeiten belegen, um zu validen Ergebnissen zu gelangen. Und hier spricht aus unserer Sicht doch viel dafür, tendenziell eher auf die positive Sichtweise zu setzen. Es wäre allerdings interessant zu wissen, ob wir mit dieser Überlegung und Positionierung alleine sind, oder ob wir uns hier in guter Gesellschaft befinden.

Die in der Vergangenheit erfolgreichen Fonds reduzieren ihre Aktienquote

Unsere Berechnungen legen nahe, dass wir bei Warburg mit dieser leicht positiven Positionierung eher eine Mindermeinung vertreten. Für die etwa 2.500 vermögensverwaltenden Fonds, die wir auswerten, kommen wir zum Ergebnis, dass diese Fonds im Schnitt derzeit eine Aktienquote extrem nahe ihrer jeweiligen historischen Durchschnitte aufweisen. Die Fonds, die in den letzten Jahren eine besonders gute risikoadjustierte Rendite erwirtschaften konnten, haben in den letzten Wochen ihre Aktienquote sogar leicht reduziert, wobei diese Reduktion bisher nicht sonderlich groß ausgefallen ist und noch im Rahmen üblicher Schwankungen in der taktischen Allokation liegt. Die Berechnung der Aktienquoten erfolgt

dabei nicht über Berichte der Fondsgesellschaften, denn diese sind in vielen Fällen mit einer zu großen zeitlichen Verzögerung behaftet. Stattdessen analysieren wir die Kursentwicklung der Fonds und schließen aus den Verläufen der NAVs indirekt auf die taktische Allokation. Schließlich fällt die Kursentwicklung eines Fonds nicht vom Himmel, sondern ist immer das Ergebnis einer Investition in Wertpapiere. Die Zusammenstellung dieser Wertpapiere kann man indirekt über ein mathematisches Verfahren mit hoher Treffsicherheit replizieren. Das funktioniert wie folgt: Einem Optimizer wird eine Anzahl von Assetklassen und Märkten „angeboten“, mit denen dieser die konkrete Wertentwicklung eines Fonds nachbauen muss. Diese Replikation unterliegt dabei gewissen Restriktionen; z.B. darf die Summe der investierten Assets nicht 110% übersteigen, und die Kassenquote darf nicht über 30% betragen. Nun besteht die Aufgabe darin, die tatsächliche Entwicklung eines Portfolios bestmöglich zu treffen, indem über einen Zeitraum von z.B. 100 Handelstagen die Wertentwicklung des Fonds möglichst ohne Abweichungen durch eine geeignete Mischung von Assets und Märkten erklärt wird. Das klappt tatsächlich in den allermeisten Fällen extrem gut, ist aber leider vergleichsweise rechenaufwendig. Wenn man diesen Aufwand aber nicht scheut, erhält man nahezu in Echtzeit ein recht verlässliches Bild über die taktische Allokation vermögensverwaltender Fonds.

Aktienquote aller vermögensverwaltenden Fonds und der Fonds mit der jeweils besten Sharpe-Ratio im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt



Nun könnte man es sich sehr leicht machen und einfach die Allokation der Fonds, die in der Vergangenheit besonders gut waren, „nachbauen“. Zuweilen hätte das auch sehr gut funktioniert. Ein Beispiel dafür ist die Phase unmittelbar vor der Corona-Krise an den Aktienmärkten im März 2020. Damals wurde von den sehr guten Fonds unmittelbar vor dem Einbruch die Aktienquote deutlich stärker reduziert als von allen Fonds im Durchschnitt. Man sollte aber nicht glauben, dass Fonds, die in

der Vergangenheit besonders erfolgreich waren, grundsätzlich die Lizenz zur Outperformance besitzen. Das lässt sich wiederum recht gut und anschaulich mit dem Zeitraum unmittelbar nach dem Corona-Crash aufzeigen. Denn während sich die Fonds in ihrer Gesamtheit sehr schnell wieder bei einer durchschnittlichen Aktienquote einpendelten, waren die vermeintlich besonders „schlaun“ Fonds viel zu lange viel zu vorsichtig. Es ist also keine Schande, anders als die Fonds positioniert zu sein, die in der Vergangenheit eine sehr gute risikoadjustierte Rendite aufgewiesen haben. Zudem ist es ja auch nicht so, dass die in der Vergangenheit positiv aufgefallenen Fonds eine homogene Menge darstellen, die immer identisch positioniert ist. Auch wenn die Fonds mit einer historisch guten risikoadjustierten Rendite in der Mehrheit die Aktienquote gesenkt haben, finden sich darunter trotzdem viele Fonds, die auch das Gegenteil gemacht haben. Wir stehen also nicht alleine da mit unserer moderat optimistischen Einstellung. Aus diesem Grund sollte man sich auch nicht zu sehr von solchen Auswertungen leiten lassen – es geht vielmehr darum, grundlegende Trends in der taktischen Allokation zu verstehen, um dann die eigene Meinung damit abzugleichen und ggf. kritisch zu hinterfragen, wenn es Abweichungen zwischen der eigenen Positionierung und dem Mainstream gibt. Wenn dann gute und valide Gründe bestehen, vom taktischen Mainstream abzuweichen, dann spricht nichts dagegen, genau das zu tun. Das ist der Sinn des aktiven Managements!

Gute Fonds sind taktisch aktiver

Es gibt trotzdem etwas, was man von Fonds mit historisch guten Sharpe-Ratios und damit einer guten risikoadjustierten Rendite strukturell lernen kann: Wie die Grafik auf der linken Seite zeigt, sind die erfolgreichen Fonds in ihrer Taktik deutlich aktiver als der Durchschnitt. Was schon optisch auffällt, lässt sich auch statistisch recht eindeutig nachvollziehen: Die Standardabweichung der Abweichung von Aktien-Benchmarkquoten ist bei den historisch besonders guten Fonds etwa doppelt so hoch wie im Durchschnitt aller Fonds. Aktivität zahlt sich also aus – aber natürlich nur dann, wenn man mit seinen Entscheidungen mehrheitlich auf der richtigen Seite liegt. Das ist manchmal leichter und manchmal schwerer. Derzeit ist es eher schwerer, und uns fehlt die Konfidenz für eine noch deutlich „aggressivere“ Positionierung am Aktienmarkt. Wie schon das Sprichwort sagt, man steht ein wenig zwischen Baum und Borke.

Dr. Christian Jasperneite

Überblick über Marktdaten

| | Stand | Veränderung zum | | | | |
|--------------------------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| | 21.09.2023 | 07.09.2023 | 11.08.2023 | 13.06.2023 | 13.09.2022 | 30.12.2022 |
| Aktienmärkte | 14:39 | -1 Woche | -1 Monat | -3 Monate | -12 Monate | YTD |
| Dow Jones | 34441 | -0,2% | -2,4% | 0,7% | 10,7% | 3,9% |
| S&P 500 | 4411 | -0,9% | -1,2% | 1,0% | 12,2% | 14,9% |
| Nasdaq | 13469 | -2,0% | -1,3% | -0,8% | 15,8% | 28,7% |
| Russell 2000 | 1810 | -2,5% | -6,0% | -4,5% | -1,2% | 2,8% |
| DAX | 15553 | -1,1% | -1,8% | -4,2% | 17,9% | 11,7% |
| MDAX | 26662 | -1,8% | -5,1% | -3,0% | 5,3% | 6,1% |
| TecDAX | 3019 | -2,9% | -3,5% | -7,1% | 2,6% | 3,4% |
| EuroStoxx 50 | 4204 | -0,4% | -2,7% | -3,3% | 17,2% | 10,8% |
| Stoxx 50 | 3960 | 0,3% | -0,3% | -0,8% | 11,5% | 8,4% |
| SMI (Swiss Market Index) | 11121 | 1,2% | 0,4% | -1,8% | 2,1% | 3,6% |
| FTSE 100 | 7696 | 3,4% | 2,3% | 1,3% | 4,2% | 3,3% |
| Nikkei 225 | 32571 | -1,3% | 0,3% | -1,4% | 13,8% | 24,8% |
| Brasilien BOVESPA | 118695 | 2,3% | 0,5% | 1,7% | 7,1% | 8,2% |
| Russland RTS | 996 | -1,8% | -0,5% | -3,3% | -22,4% | 2,6% |
| Indien BSE 30 | 66230 | -0,1% | 1,4% | 4,9% | 9,3% | 8,9% |
| China CSI 300 | 3672 | -2,3% | -5,5% | -5,0% | -10,7% | -5,1% |
| MSCI Welt | 2936 | -0,4% | -1,2% | 0,2% | 12,1% | 12,8% |
| MSCI Welt SRI | 2894 | 0,5% | -0,2% | -8,8% | 15,3% | 17,1% |
| MSCI Emerging Markets | 971 | -0,3% | -2,7% | -4,2% | -0,9% | 1,5% |
| Zinsen und Rentenmärkte | | | | | | |
| Bund-Future | 129,89 | -127 | -158 | -376 | -1350 | -304 |
| Bobl-Future | 115,58 | 33 | 19 | -76 | -628 | -17 |
| Schatz-Future | 104,79 | -3 | -20 | -53 | -299 | -64 |
| 3 Monats Eumibor | 3,93 | 28 | 28 | 79 | 293 | 204 |
| 3M Eumibor Future, Dez 2023 | 4,02 | 13 | 11 | 23 | 150 | 41 |
| 3 Monats \$ Libor | 5,67 | 0 | 4 | 12 | 238 | 90 |
| Fed Funds Future, Dez 2023 | 5,44 | -2 | 3 | 26 | 157 | 79 |
| 10-jährige US Treasuries | 4,48 | 22 | 31 | 66 | 106 | 65 |
| 10-jährige Bunds | 2,77 | 18 | 18 | 35 | 105 | 21 |
| 10-jährige Staatsanl. Japan | 0,75 | 10 | 17 | 33 | 51 | 34 |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz | 1,08 | 4 | 0 | 12 | 1 | -53 |
| US Treas 10Y Performance | 576,38 | 0,1% | -0,3% | -2,5% | -3,3% | -0,6% |
| Bund 10Y Performance | 533,72 | -0,3% | -0,1% | -1,0% | -5,0% | 1,6% |
| REX Performance Index | 428,60 | -0,8% | -1,0% | -1,6% | -4,5% | -0,9% |
| IBOXX AA, € | 3,84 | 3 | 9 | 19 | 97 | 25 |
| IBOXX BBB, € | 4,68 | 1 | 12 | 14 | 67 | -2 |
| ML US High Yield | 8,63 | -4 | 9 | 4 | 18 | -35 |
| Wandelanleihen Exane 25 | 6620 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,5% | 0,0% |
| Rohstoffmärkte | | | | | | |
| S&P Commodity Spot Index | 613,01 | 1,5% | 3,8% | 14,2% | -6,1% | 0,5% |
| MG Base Metal Index | 383,72 | 0,5% | 1,1% | -0,8% | -3,6% | -8,3% |
| Rohöl Brent | 95,22 | 3,6% | 7,4% | 25,5% | -0,1% | 9,8% |
| Gold | 1915,21 | -0,1% | -0,1% | -1,8% | 12,4% | 5,5% |
| Silber | 22,89 | -5,5% | 1,0% | -3,7% | 17,7% | -3,6% |
| Aluminium | 2177,25 | 1,2% | 2,5% | -0,8% | -5,3% | -7,3% |
| Kupfer | 8397,50 | 1,1% | 1,7% | -0,6% | 5,0% | 0,4% |
| Eisenerz | 121,83 | 3,8% | 15,6% | 8,3% | 20,1% | 9,5% |
| Frachtraten Baltic Dry Index | 1584 | 38,8% | 40,3% | 47,5% | 12,5% | 4,6% |
| Devisenmärkte | | | | | | |
| EUR / USD | 1,0630 | -0,7% | -3,4% | -1,5% | 4,5% | -0,3% |
| EUR / GBP | 0,8674 | 1,1% | 0,5% | 1,2% | 0,0% | -2,2% |
| EUR / JPY | 157,29 | -0,3% | -1,1% | 4,4% | 8,9% | 11,8% |
| EUR / CHF | 0,9631 | 0,8% | 0,1% | -1,6% | -0,4% | -2,2% |
| USD / CNY | 7,3078 | -0,3% | 0,9% | 2,1% | 4,9% | 5,9% |
| USD / JPY | 147,47 | 0,1% | 1,7% | 5,2% | 2,0% | 12,5% |
| USD / GBP | 0,8163 | 1,9% | 3,8% | 2,9% | -5,8% | -1,8% |

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.