



Konjunktur und Strategie

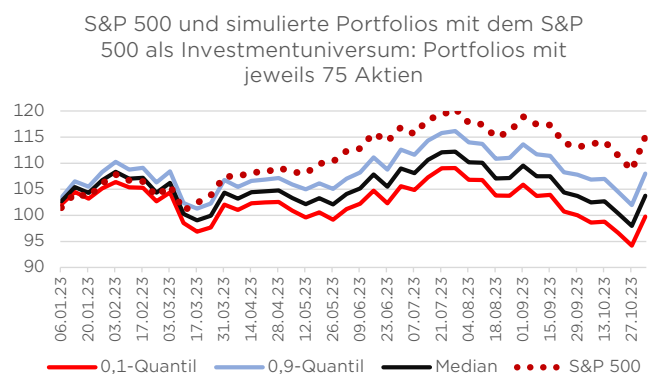
9. November 2023

2023: Ein wirkliches Horrorjahr für Stockpicker

Wer auf die Wertentwicklung von Aktienfonds (vor allem mit Schwerpunkt auf US-amerikanische Aktien) schaut, wird insbesondere mit Blick auf das laufende Jahr feststellen, dass kaum ein Fonds die Benchmark schlagen konnte. Das Resultat ist derart frappierend, dass man sich hier ernsthafte Fragen stellen muss: Haben die Portfoliomanager ihr Handwerk verlernt? Folgt der Markt vollkommen irrationalen Tendenzen, die mit fundamentalen Analysen nicht mehr eingeordnet und antizipiert werden können? Ist man gut beraten, nur noch entlang von Benchmarkstrukturen passiv zu investieren?

Immer dann, wenn man vor derartigen Fragen und einem solchen kapitalmarkttheoretischen Rätsel steht, ist man gut beraten, den Sachverhalt nüchtern zu durchleuchten und dem Phänomen analytisch auf den Grund zu gehen. Wir haben das gemacht, indem wir in einer Simulation zunächst den „Möglichkeitenraum“ für aktive US-Stockpicker ausgelotet haben. Dabei sind wir wie folgt vorgegangen: Wir haben einen Zufallsgenerator programmiert, der aus den 500 Aktien des S&P 500 in einem ersten Schritt jeweils 75 Aktien ausgewählt hat, deren Gewicht wiederum ebenfalls von einem Zufallsgenerator bestimmt wurde. Die resultierende Wertentwicklung haben wir dann festgehalten und dieses „Experiment“ 1000 Mal wiederholt. Mit dieser Vorgehensweise gelingt es, ein großes Spektrum hypothetischer Entscheidungen von Portfoliomanagern zu simulieren, um ein Verständnis für das Outperformancepotenzial aktiver Entscheidungen im Asset Management in einem spezifischen Zeitfenster zu erhalten. Für das Jahr 2023 sind die Ergebnisse dieser Si-

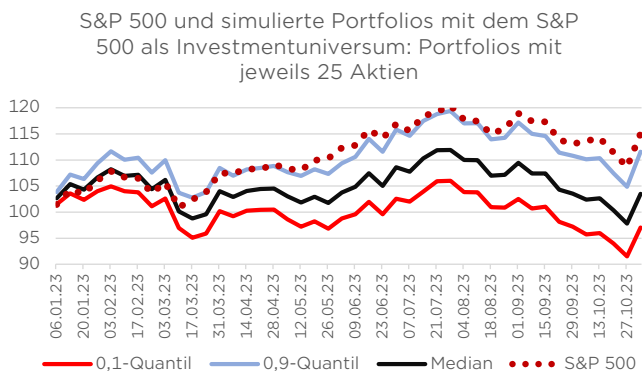
mulation mehr als niederschmetternd. Wenn man beispielsweise unterstellt, dass man als Portfoliomanager ein diversifiziertes Portfolio von 75 Aktien steuert, war es im laufenden Jahr nach Kosten und nach Steuern nahezu ausgeschlossen, die Benchmark zu schlagen. Die rote Linie in der unteren Grafik zeigt dabei die Wertentwicklung eines simulierten Portfolios, das sich am unteren Rand des möglichen Spektrums bewegte; hier waren nur 10% der simulierten Portfolios noch schlechter. Die bläuliche Linie liegt am oberen Rand des möglichen Spektrums; hier waren nur 10% der simulierten Portfolios noch besser. Die Wertentwicklung der Benchmark wird durch die gepunktete Linie beschrieben und liegt am oberen Rand aller simulierten Portfolios. Wir haben diese Art von Berechnung auch schon in vorherigen Jahren durchgeführt und können uns nicht daran erinnern, jemals eine so extreme Situation beobachtet zu haben.



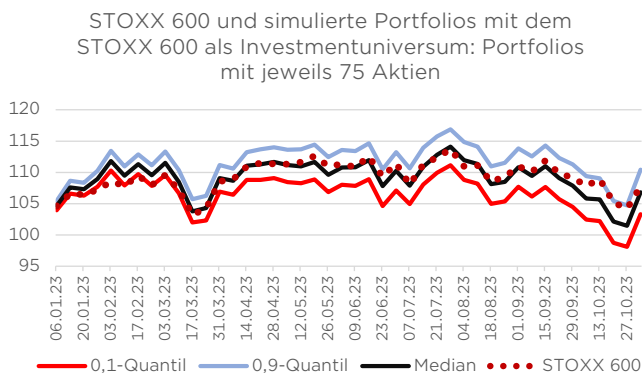
Der Grund dafür hängt damit zusammen, dass nur wenige sehr große Werte eine extrem gute Wertentwicklung erzielt haben, während sehr viele sehr kleine Werte im Jahr 2023 eine enttäuschende Performance aufwiesen. Wenn man nun versucht, ein breit diversifiziertes Portfolio aktiv zu managen, kann man vor dem Hintergrund dieses

Konjunktur und Strategie

Sachverhaltes gegenüber der Benchmark eigentlich nur noch verlieren. Doch wie sieht das Bild aus, wenn man ganz bewusst vom Anspruch abweicht, besonders diversifiziert zu sein und stattdessen zum Ziel hat, konzentrierte High-Conviction-Portfolios mit nur 25 Aktien zu steuern? Auch hier haben wir den Computer ein wenig herausgefordert und analog zur vorherigen Vorgehensweise nun Portfolios mit 25 Aktien generiert.

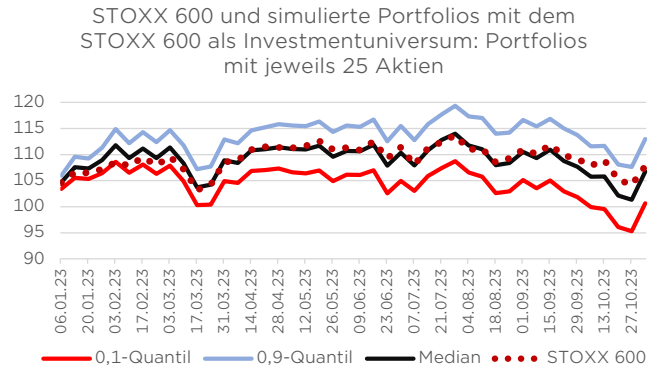


Das Ergebnis unterscheidet sich nicht substantiell vom ersten Simulationsdurchlauf; wie zu erwarten rückt die Benchmark ein wenig näher an das 90%-Quantil der Verteilung simulierter Portfolios, aber die Aussage bleibt grundsätzlich die gleiche: Eine Outperformance der Benchmark nach Kosten und Steuern war nahezu (wenn auch nicht komplett) unmöglich. Wir haben diese Berechnungen auch für den breiten europäischen Aktienmarkt durchgeführt und sind hier zu ähnlichen - wenn auch im Ausmaß weniger extremen - Ergebnissen gekommen.



Auch in Europa war es nicht einfach, durch aktives Management die Benchmark zu schlagen. Da aber die sehr großen Unternehmen im STOXX 600 nicht so systematisch die kleineren Unternehmen outperformt haben wie in den USA, ist in Europa das Ausmaß der Problematik weniger stark ausgeprägt. Das ändert aber nichts daran,

dass gerade gemischte und aktiv gesteuerte Aktienportfolios aus US-Aktien und europäischen Aktien im Jahr 2023 bisher (und auch wohl bis zum Ende des Jahres) keine realistische Chance auf eine Outperformance hatten.



Was sind nun die Schlussfolgerungen, die aus einer solchen Situation zu ziehen sind?

Einige Investoren kommen zum Ergebnis, dass aktives Asset Management grundsätzlich in Frage zu stellen sei, da passive Investmentstrukturen, die sich an marktkapitalisierungsgewichteten Indexstrukturen orientieren, offensichtlich systematisch überlegen sind. Wir würden diese Schlussfolgerung nicht zwingend teilen. Denn die Erfahrung zeigt, dass gerade nach extremen Situationen an Kapitalmärkten i.d.R. sog. Mean-Reversion-Prozesse einsetzen, die zu einer Umkehr der bisherigen Trends und Übertreibungen führen. Das würde bedeuten, dass möglicherweise eine Phase bevorsteht, in der aktive Selektionsansätze ein extremes Outperformancepotenzial aufweisen könnten. Zudem suggerieren Anhänger passiver Investmentstrategien, dass Investments in passive Vehikel - wie beispielsweise ETFs - zu einer Wertentwicklung führen, die annähernd der Benchmarkentwicklung entspricht. Auch das ist keine redliche Betrachtung der Sachlage, da in Benchmarks nie Gewinne realisiert werden und damit steuerfreie Konstrukte darstellen, die in der Realität so grundsätzlich nicht abgebildet werden können. Zudem darf nicht vergessen werden, dass Benchmarks ohne jegliches Risikomanagement ausgestattet sind. Ein Sachverhalt, der gerade in den USA schmerzlich sichtbar wird, denn gerade die großen US-Aktienindizes sind in ihrer Struktur von einer zufriedenstellenden Diversifikation meilenweit entfernt. Es bleibt also dabei: Aktives Management behält seine Berechtigung, und vielleicht wird schon im nächsten Jahr der Beweis dafür angetreten.

Dr. Christian Jasperneite

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	09.11.2023	26.10.2023	29.09.2023	01.08.2023	01.11.2022	30.12.2022
	15:51	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	34088	4,0%	1,7%	-4,3%	4,4%	2,8%
S&P 500	4399	6,3%	2,6%	-3,9%	14,1%	14,6%
Nasdaq	13661	8,5%	3,3%	-4,4%	25,4%	30,5%
Russell 2000	1719	3,8%	-3,7%	-13,8%	-7,1%	-2,4%
DAX	15328	4,1%	-0,4%	-5,6%	14,9%	10,1%
MDAX	25828	8,5%	-0,9%	-9,6%	7,5%	2,8%
TecDAX	3017	6,5%	-0,1%	-8,7%	5,6%	3,3%
EuroStoxx 50	4220	4,2%	1,1%	-4,3%	15,6%	11,2%
Stoxx 50	3906	1,8%	-0,4%	-2,7%	9,5%	6,9%
SMI (Swiss Market Index)	10672	2,9%	-2,7%	-5,6%	-1,0%	-0,5%
FTSE 100	7456	1,4%	-2,0%	-2,7%	3,8%	0,1%
Nikkei 225	32646	6,7%	2,5%	-2,5%	17,9%	25,1%
Brasilien BOVESPA	120070	4,6%	3,0%	-1,0%	2,7%	9,4%
Russland RTS	1108	2,1%	9,9%	4,9%	-0,9%	14,1%
Indien BSE 30	64832	2,7%	-1,5%	-2,4%	6,1%	6,6%
China CSI 300	3613	2,8%	-2,1%	-9,6%	-0,6%	-6,7%
MSCI Welt	2888	5,4%	1,2%	-5,3%	13,4%	11,0%
MSCI Welt SRI	2729	2,1%	-1,5%	-16,3%	13,0%	10,4%
MSCI Emerging Markets	958	5,2%	0,5%	-8,2%	10,4%	0,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	130,73	226	209	-149	-811	-220
Bobl-Future	116,59	67	84	98	-333	84
Schatz-Future	105,11	3	12	11	-188	-31
3 Monats Euribor	3,97	7	9	57	224	208
3M Euribor Future, Dez 2023	3,97	0	-3	9	96	36
3 Monats \$ Libor	5,65	0	0	3	119	89
Fed Funds Future, Dez 2023	5,35	-2	-6	-6	66	70
10-jährige US Treasuries	4,54	-30	-3	51	49	71
10-jährige Bunds	2,64	-17	-17	11	52	8
10-jährige Staatsanl. Japan	0,84	-2	8	25	59	43
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,10	-4	1	11	-6	-51
US Treas 10Y Performance	556,66	0,7%	-1,1%	-4,7%	-2,0%	-4,0%
Bund 10Y Performance	531,55	0,8%	1,0%	-0,9%	-2,3%	1,2%
REX Performance Index	437,03	1,2%	1,9%	0,9%	-0,7%	1,0%
IBOXX AA, €	3,90	-11	-6	22	49	31
IBOXX BBB, €	4,75	-14	-4	26	-4	5
ML US High Yield	9,42	-8	49	93	34	45
Wandelanleihen Esane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	575,29	-1,3%	-5,6%	-2,8%	-10,3%	-5,7%
MG Base Metal Index	374,79	1,0%	-3,2%	-6,7%	0,4%	-10,4%
Rohöl Brent	80,51	-8,4%	-15,6%	-5,2%	-15,0%	-5,2%
Gold	1957,59	-1,1%	5,4%	0,7%	19,0%	7,8%
Silber	23,13	1,2%	3,5%	-4,4%	17,5%	-2,6%
Aluminium	2217,00	1,6%	-4,9%	0,4%	-0,7%	-3,6%
Kupfer	8030,00	1,5%	-2,2%	-6,6%	4,1%	-4,0%
Eisenerz	127,26	7,4%	5,4%	17,5%	59,0%	14,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1530	-7,9%	-10,1%	33,0%	11,1%	1,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0714	1,7%	1,1%	-2,3%	7,7%	0,5%
EUR/ GBP	0,8723	0,3%	0,6%	1,4%	1,3%	-1,7%
EUR/ JPY	161,64	2,0%	2,2%	3,1%	10,4%	14,9%
EUR/ CHF	0,9639	1,8%	-0,3%	0,3%	-2,4%	-2,1%
USD/ CNY	7,2805	-0,5%	-0,4%	1,4%	0,0%	5,5%
USD/ JPY	150,96	0,4%	1,1%	5,3%	1,8%	15,1%
USD/ GBP	0,8143	-1,2%	-0,6%	3,9%	-6,7%	-2,1%

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, Mikrofilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.