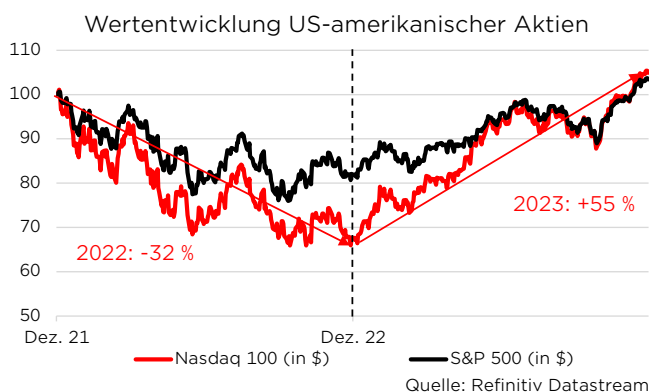


Konjunktur und Strategie

4. Januar 2024

Sind die Verlierer von gestern die Gewinner von morgen?

Pünktlich zum Jahresbeginn haben Sie sich vielleicht Neujahrsvorsätze wie mehr Sport oder eine gesündere Ernährung vorgenommen. Oder Sie machen sich wie der Autor dieser Zeilen keine Illusionen und haben, wohl wissend, dass die Bemühungen ohnehin nicht von Dauer sein werden, erst gar keine neuen Vorsätze gefasst. Wie auch immer Sie sich entschieden haben, der Jahresanfang ist auch eine gute Gelegenheit, die eigene Anlagestrategie zu überprüfen und das Depot auf den Prüfstand zu stellen.



Eine beliebte Anlagestrategie, die insbesondere zum Jahreswechsel immer wieder Beachtung findet, ist die „Verlierer-Gewinner-Strategie“. Diese sieht vor, die relativen Verlierer aus dem Vorjahr zu kaufen und damit auf eine Aufholjagd zu setzen. In der Tat hätte dieser Ansatz beim Jahreswechsel 2022/2023 sehr gut funktioniert: So litt der Technologieindex Nasdaq 100 im Jahr 2022 im Vergleich zu anderen Sektoren besonders stark unter dem kräftigen Zinsanstieg und verzeichnete einen Verlust von rund 32 Prozent. Im Jahr 2023 startete der Nasdaq 100

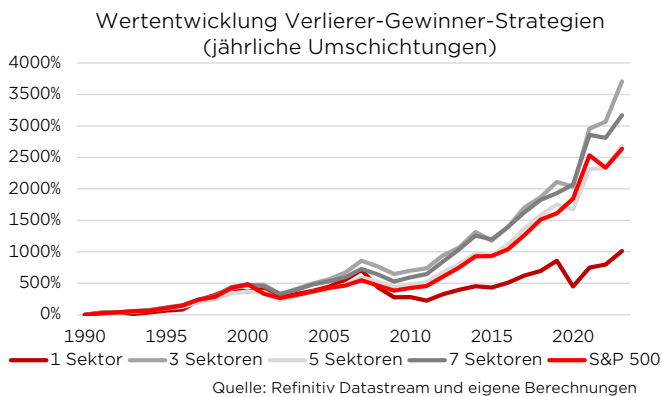
Index dann eine fulminante Aufholjagd und machte seine Vorjahresverluste vollständig wett – am Ende schloss der Technologieindex mit einem Plus von 55 Prozent das Jahr 2023 ab. Zum Vergleich: der S&P 500 legte im vergangenen Jahr „nur“ um 26 Prozent zu. Doch ist es in der Praxis wirklich so einfach, mit relativen Vorjahresverlierern nach vorne heraus eine Outperformance zu erzielen? Oder handelt es sich bei dem Beispiel nur um eine Ausnahme?

Wie sehen unser Versuchsaufbau und die Ergebnisse aus?

Wir haben nachgerechnet und für den US-amerikanischen Aktienmarkt im Zeitraum von 1998 bis 2023 überprüft, ob sich mit Hilfe eines Verlierer-Gewinner-Ansatzes eine gewinnbringende Anlagestrategie ableiten lässt. Dazu bildeten zehn Sektoren des S&P 500 Index das Anlageuniversum. Wie sind wir vorgegangen? Zu jedem Jahreswechsel wurde das Portfolio umgeschichtet und in die x-schlechtesten Sektoren des Vorjahres investiert. Dabei haben wir sowohl hochkonzentrierte als auch breiter diversifizierte Portfolios mit mehreren Sektoren getestet.

Wie die nachfolgende Abbildung zeigt, konnte teilweise eine Outperformance gegenüber einer passiven Anlage in den S&P 500 beobachtet werden. Dabei fällt aber auf: Ein Portfolio, das sich jeweils nur aus einem Sektor zusammensetzt, wies ein zu hohes Sektor-Risiko auf und konnte die Benchmark nicht schlagen. Es war also historisch nicht möglich, mit einem Sektor-konzentrierten Portfolio, das auf den relativen Vorjahresverlierer setzt, den breit gefassten S&P 500 zu schlagen. Um ehrlich zu sein, hätte uns ein gegenteiliges Ergebnis überrascht. Bei unserem Eingangsbeispiel mit dem Nasdaq 100 handelt

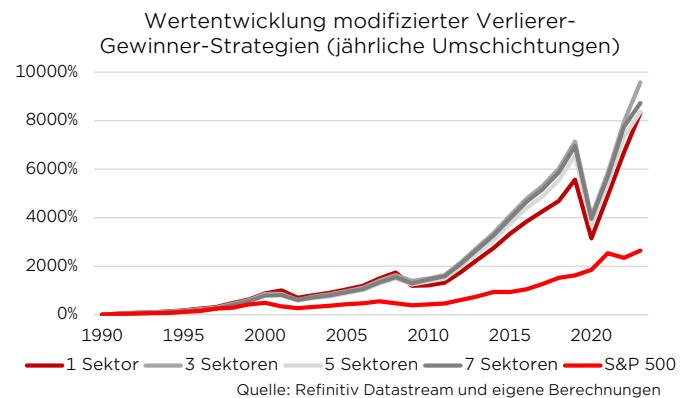
es sich also vielmehr um einen „Glücksfall“. In der Vergangenheit bedurfte es eines Portfolios mit mindestens drei Sektoren, um eine bessere Sharpe Ratio als die der Benchmark zu erzielen. Es bleibt also dabei, dass eine breite Diversifikation für den langfristigen Vermögensaufbau unerlässlich ist.



Haben wir womöglich die „falsche“ Umschichtungsfrequenz gewählt? War unsere Anlagestrategie zu träge und hat sie vielleicht unterjährige Aufholeffekte verpasst? Um diese Fragen zu beantworten, haben wir die relative Verlierer-Gewinner-Strategie sowohl mit Quartals- als auch mit Monatsdaten getestet. Aber selbst bei einer höheren Umschichtungsfrequenz erzielten die Anlagestrategien keine signifikant besseren Ergebnisse. Vor allem unter Berücksichtigung der höheren Transaktionskosten ist kein überzeugender Mehrwert erkennbar.

Fallen Verlierer-Gewinner-Strategien also durch? Mit einer einfachen Modifikation lässt sich unsere simple Strategie verbessern. Anstatt jedes Mal stumpf die relativen Vorjahresverlierer zu allokalieren, werden nur die Sektoren ins Portfolio aufgenommen, die im Vorjahr auch einen Verlust ausgewiesen haben. Wenn hingegen alle Sektoren eine positive Wertentwicklung in der Vorperiode erzielt haben, wird stattdessen der breit gefasste S&P 500 allokiert. In unserem Betrachtungszeitraum wurde an 15 von insgesamt 34 Umschichtungsterminen die Benchmark statt einzelner Sektoren gekauft. Allein mit dieser kleinen Anpassung ließ sich historisch betrachtet vor allem die Jahresrendite deutlich steigern. So fiel sie um rund 3,5 Prozentpunkte höher aus als die der Benchmark. Gleichzeitig nahm aber auch die Volatilität der Anlagestrategien zu, sodass die Outperformance im Hinblick auf die Sharpe Ratio begrenzt wurde. Ferner beläuft sich der maximale Drawdown auf Jahressicht bei den modifizierten Anlagestrategien auf 43 Prozent. Mit Tagesdaten dürfte der (hypothetische) maximale Wertverlust noch höher ausfallen. Mit anderen Worten: Anleger/-innen

hätten eine sehr hohe Schmerztoleranz mitbringen müssen.



Übrigens: Leerverkäufe auf Sektoren, die im Vorjahr relativ gut gelaufen sind, oder ein Long-Short-Portfolio, das die relativen Verlierer des Vorjahres kauft und die relativen Gewinner leerverkauft, sind keine gute Idee. Da die Performance des S&P 500 Index langfristig nach oben tendierte, war die Fehlerquote bei diesen Ansätzen sehr hoch, was sich in einer teilweise extremen Underperformance gegenüber einem passiven Investment in den S&P 500 ausdrückte.

Wie lautet unser Fazit?

Jedes Jahr einfach in den oder die Vorjahresverlierer auf Sektorebene zu investieren, kann punktuell (vgl. Beispiel Nasdaq 100) aufgehen und eine deutliche Outperformance gegenüber einer Buy-and-Hold-Strategie erzielen. Mit einem starren Festhalten an dieser simplen Anlagestrategie konnte jedoch langfristig kein Mehrwert am US-Aktienmarkt erzielt werden. Auch wenn durch eine einfache Modifikation die Renditeergebnisse verbessert werden konnten, überzeugen diese Strategien unter Risikogesichtspunkten kaum. Dieses Ergebnis unterstreicht unsere Auffassung, dass Branchenkenntnisse und die Einordnung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für den Anlageerfolg unabdingbar sind.

Um sektorale Einflüsse zu reduzieren, kann die Verlierer-Gewinner-Strategie auch auf Einzeltitelebene angewendet werden. Statt in einzelne Sektoren zu investieren, werden die Portfolios aus denjenigen Einzeltiteln zusammengesetzt, die in der Vorperiode unabhängig vom Sektor die relativ schlechteste Performance aufgewiesen haben. Ob sich dieser Ansatz lohnt, erfahren Sie im zweiten Teil von "Sind die Verlierer von gestern die Gewinner von morgen?"

Simon Landt

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	04.01.2024	28.12.2023	01.12.2023	03.10.2023	03.01.2023	30.12.2022
	15:50	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	37520	-0,5%	3,5%	13,7%	13,2%	13,2%
S&P 500	4745	-0,8%	3,3%	12,2%	24,1%	23,6%
Nasdaq	14542	-3,7%	1,7%	11,4%	40,0%	38,9%
Russell 2000	1962	-4,7%	5,3%	13,6%	12,0%	11,4%
DAX	16551	-0,9%	0,9%	9,7%	16,7%	18,9%
MDAX	25915	-4,2%	-2,2%	2,4%	0,0%	3,2%
TecDAX	3197	-4,2%	-0,4%	7,9%	8,6%	9,4%
EuroStoxx 50	4457	-1,3%	0,9%	8,8%	14,8%	17,5%
Stoxx 50	4094	0,3%	1,8%	6,3%	9,7%	12,1%
SMI (Swiss Market Index)	11178	1,1%	2,7%	3,9%	1,8%	4,2%
FTSE 100	7707	-0,2%	2,4%	3,2%	2,0%	3,4%
Nikkei 225	33288	-0,7%	-0,4%	6,6%	27,6%	27,6%
Brasilien BOVESPA	131567	-2,0%	2,6%	16,0%	26,3%	19,9%
Russland RTS	1079	-1,1%	-1,5%	8,6%	12,0%	11,2%
Indien BSE 30	71848	-0,8%	6,5%	9,7%	17,2%	18,1%
China CSI 300	3347	-2,0%	-3,9%	-9,3%	-13,9%	-13,5%
MSCI Welt	3116	-2,0%	2,5%	11,3%	19,8%	19,7%
MSCI Welt SRI	3055	-2,1%	1,9%	1,4%	23,8%	23,5%
MSCI Emerging Markets	1003	-1,9%	2,1%	6,8%	4,2%	4,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	137,19	-112	397	991	211	426
Bobl-Future	118,67	-99	53	334	210	292
Schatz-Future	106,29	-32	63	133	69	87
3 Monats Euribor	3,93	3	3	3	176	204
3M Euribor Future, Dez 2024	2,30		-164	-169	-61	-131
3 Monats \$ Libor	5,59	0	-5	-8	81	82
Fed Funds Future, Dez 2024	4,04	-130	-130	-141	44	-61
10-jährige US Treasuries	4,00	15	-22	-81	20	16
10-jährige Bunds	2,14	22	-19	-79	-24	-43
10-jährige Staatsanl. Japan	0,62	3	-9	-13	21	21
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,83	16	4	-32	-63	-78
US Treas 10Y Performance	599,44	-0,4%	2,9%	8,5%	3,0%	3,4%
Bund 10Y Performance	566,11	-0,6%	2,9%	8,5%	6,0%	7,8%
REX Performance Index	446,49	-1,6%	1,6%	4,4%	3,2%	3,2%
IBOXX AA, €	3,13	13	-32	-92	-36	-46
IBOXX BBB, €	3,83	14	-40	-104	-76	-86
ML US High Yield	8,09	32	-38	-124	-80	-88
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	539,16	0,0%	-1,7%	-10,2%	-8,7%	-11,6%
MG Base Metal Index	384,41	-1,9%	1,1%	1,9%	-8,2%	-8,1%
Rohöl Brent	78,09	-0,8%	-1,1%	-14,2%	-4,8%	-8,0%
Gold	2037,19	-1,8%	-0,9%	11,6%	11,3%	12,2%
Silber	22,96	-5,3%	-9,4%	8,1%	-4,6%	-3,3%
Aluminium	2265,35	-2,8%	4,3%	0,5%	-0,4%	-3,6%
Kupfer	8418,50	-1,3%	-1,4%	6,2%	1,3%	0,6%
Eisenerz	144,16	5,9%	10,5%	21,7%	22,4%	29,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	2091	-0,1%	-34,5%	17,5%	67,3%	38,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0942	-1,5%	0,6%	4,5%	3,8%	2,6%
EUR/ GBP	0,8631	-0,8%	0,6%	-0,5%	-1,8%	-2,7%
EUR/ JPY	158,43	1,2%	-1,7%	0,9%	14,9%	12,6%
EUR/ CHF	0,9311	0,1%	-2,3%	-3,6%	-5,7%	-5,4%
USD/ CNY	7,1593	0,7%	0,2%	-2,1%	3,6%	3,7%
USD/ JPY	143,30	1,3%	-2,4%	-3,8%	9,4%	9,3%
USD/ GBP	0,7890	0,8%	-0,3%	-4,7%	-5,3%	-5,1%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@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.