

Konjunktur und Strategie

18. Januar 2024

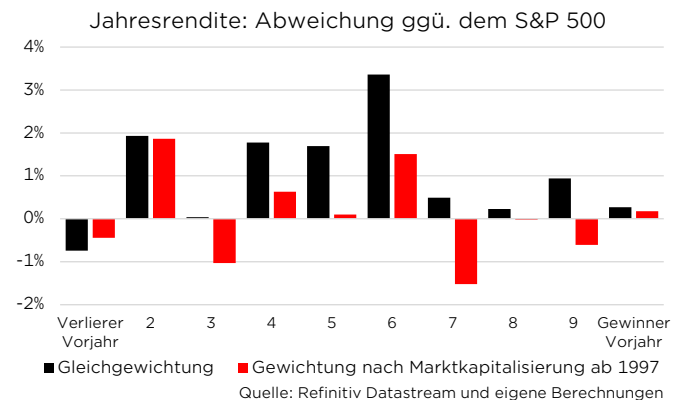
Sind die Verlierer von gestern die Gewinner von morgen? (II)

Bereits zu Beginn des Jahres 2024 haben wir untersucht, ob es sich lohnt, zum Jahreswechsel in Sektoren zu investieren, die im Vorjahr eine relativ schlechte Wertentwicklung aufwiesen. Das Ergebnis war eindeutig: Mit einem starren Festhalten an dieser einfachen Anlagestrategie konnte am US-Aktienmarkt langfristig keine Outperformance gegenüber einer passiven Anlage in den S&P 500 erzielt werden. Auch wenn durch eine einfache Modifikation die Renditeergebnisse signifikant verbessert werden konnten, überzeugten die modifizierten Anlagestrategien unter Risikogesichtspunkten kaum. Lässt sich aus dem Verlierer-Gewinner-Ansatz womöglich doch noch eine profitable Anlagestrategie ableiten, wenn die Selektion nicht auf Sektor-, sondern auf Einzeltitelebene erfolgt? Mit anderen Worten: Lohnt es sich, in die relativen Verlierer-Aktien des Vorjahres zu investieren – unabhängig davon, aus welcher Branche sie stammen?

Wie sehen unser Versuchsaufbau und die Ergebnisse aus?

Als Anlageuniversum für unseren Test dienten alle Aktien, die jeweils zum Jahreswechsel im S&P 500 enthalten waren. Im nächsten Schritt haben wir das Anlageuniversum anhand der Vorjahresperformance in zehn gleich große Portfolios eingeteilt. Das bedeutet: Das erste Portfolio („Verlierer Vorjahr“) enthält die im Hinblick auf die Vorjahresperformance schlechtesten zehn Prozent der Aktien aus dem S&P 500. Das zweite Portfolio besteht wiederum aus den folgenden zehn Prozent und so weiter. Im zehnten Portfolio („Gewinner Vorjahr“) sind letztendlich die besten zehn Prozent enthalten. Um mögliche

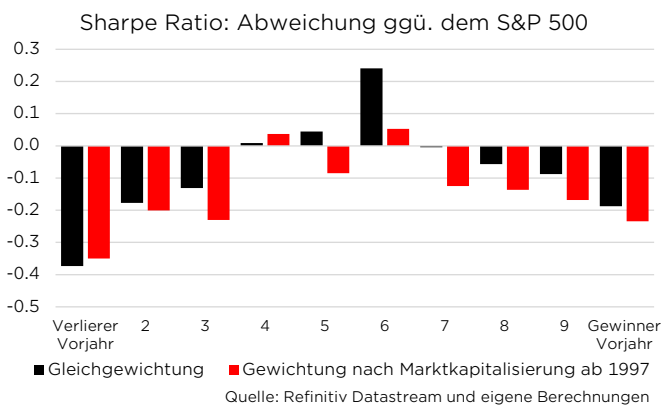
Size-Effekte bei der Portfoliokonstruktion zu berücksichtigen, haben wir neben gleichgewichteten Portfolios zusätzlich eine Gewichtung nach der Marktkapitalisierung vorgenommen. Aufgrund der fehlenden Datenverfügbarkeit konnte die Gewichtung nach der Marktkapitalisierung allerdings erst ab 1997 vorgenommen werden. Unser Beobachtungszeitraum erstreckt sich von 1990 bis 2023 und als Benchmark dient ein passives Investment in den S&P 500.



Hat es sich nun gelohnt, in die relativen Verlierer des Vorjahres zu investieren und auf einen Umkehr-Effekt zu setzen? Das Ergebnis fällt (erneut) ernüchternd aus. Mit dem „Verlierer Vorjahr“-Portfolio konnte langfristig mit Blick auf die annualisierte Rendite keine Outperformance gegenüber der Benchmark erzielt werden. So lag die Jahresrendite des gleichgewichteten Portfolios rund 0,7 Prozentpunkt unter der einer passiven Anlage in den S&P 500. Wurde das Portfolio stattdessen auf Basis der Marktkapitalisierung gewichtet, verringerte sich die Unterperformance auf 0,4 Prozentpunkte.

Eine kleine Outperformance hätten man dagegen erzielt, wenn man auf die Gewinner des Vorjahres gesetzt und

damit eine Momentum-Strategie verfolgt hätte. Insgesamt lässt sich jedoch kein eindeutiges Muster erkennen und die Verteilung der Abweichungen der Jahresrenditen erscheint willkürlich. Lediglich die deutliche Outperformance von Portfolio sechs sticht ins Auge. Hier fiel die Jahresrendite des gleichgewichteten Portfolios sogar 3,4 Prozentpunkte höher aus. Auffällig ist auch, dass die gleichgewichteten Portfolios mit Ausnahme des „Verlierer Vorjahr“-Portfolios eine höhere Jahresrendite aufweisen als die analogen Portfolios mit einer Gewichtung auf Basis der Marktkapitalisierung. Auch wenn zuletzt die Schwergewichte im S&P 500 für die positive Performance verantwortlich waren (vgl. „Magnificent 7“), hat sich eine Gewichtung nach der Marktkapitalisierung in der Historie des S&P 500 nicht immer ausgezahlt. So ist die Outperformance des gleichgewichteten S&P 500 gegenüber dem marktkapitalisierten S&P 500 im Zeitraum 2000 bis 2015 fast kontinuierlich gestiegen.

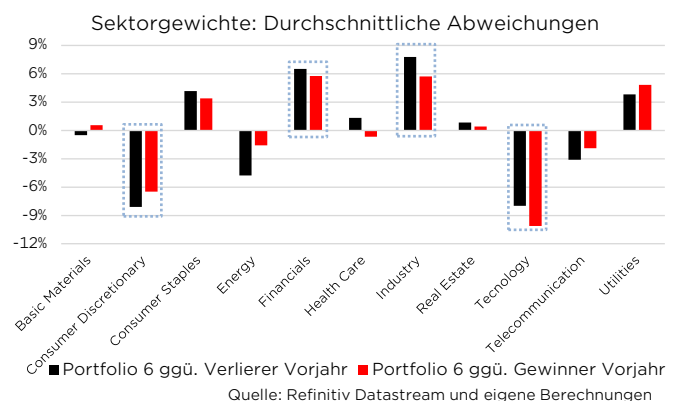


Renditeeigenschaften sind aber nur eine Seite der Medaille. Mindestens genauso wichtig ist es, das eingegangene Risiko zu berücksichtigen. Aus diesem Grund haben wir die Strategien anhand der Sharpe Ratio ausgewertet. Das Ergebnis ist recht eindeutig: Sowohl das Verlierer- als auch Gewinner-Portfolio schnitten im Vergleich zum S&P 500 schlechter ab. Nur die Portfolios vier und sechs erzielten unabhängig von der Portfolio-konstruktion eine höhere Sharpe Ratio als die Benchmark, wobei die Outperformance des Portfolios vier minimal ist.

Weist Portfolio sechs Besonderheiten auf?

Sowohl im Hinblick auf die Jahresrendite als auch bei der Sharpe Ratio hat das Portfolio sechs die Benchmark dominiert. Es stellt sich daher die Frage, ob und wenn ja welche Besonderheiten dieses Portfolio aufweist. Einen ersten Anhaltspunkt liefert die Sektorgewichtung. Die folgende Abbildung zeigt die durchschnittlichen Abweichungen der Sektorgewichte zwischen dem Portfolio

sechs und sowohl dem „Verlierer Vorjahr“- als auch „Gewinner Vorjahr“-Portfolio. In der Tat lassen sich systematische Unter- und Übergewichtungen einzelner Sektoren feststellen. So fällt auf, dass das Portfolio sechs im Vergleich zum „Verlierer“- und „Gewinner“-Portfolio in den Sektoren Financials sowie Industry durchschnittlich höher gewichtet war und die Sektoren Consumer Discretionary sowie Technology durchschnittlich untergewichtet waren. Daraus darf aber nicht geschlossen werden, dass eine entsprechende sektorale Positionierung allein für die Outperformance verantwortlich war. Vielmehr ermöglichte ein gutes Timing die Outperformance. So war der Technologiesektor im Portfolio sechs zum Jahrtausendbeginn untergewichtet, sodass das Platzen der Dot-com-Blase einen vergleichsweise geringen Einfluss auf die Performance hatte. In den anderen Perioden war die Gewichtung des Technologiesektors hingegen deutlich höher. Ein ähnliches Bild zeigte sich während der globalen Finanzkrise. Hier war der Finanzsektor im Portfolio 6 (im Gegensatz zu den anderen Jahren) relativ untergewichtet und dämpfte so die Verluste des Portfolios.



Wie lautet unser Fazit?

Nicht nur auf Sektorebene, sondern auch auf Einzeltitel-ebene lässt sich aus der Vorjahresperformance keine erfolgreiche Anlagestrategie ableiten. Sowohl bei der Jahresrendite als auch bei der Sharpe Ratio kann mit einem Portfolio aus den relativen Verlierern oder Gewinnern des Vorjahres langfristig keine systematische Outperformance erzielt werden. Auch wenn sich mit dem Portfolio sechs bessere Rendite- und Risikoeigenschaften als mit dem S&P 500 erzielen ließ, fehlt uns der ökonomische Grund. Das Fazit lautet also: Auch wenn regelgebundene Verlierer-Gewinner-Strategien punktuell erfolgreich sein können, ist es historisch betrachtet nicht gelungen, eine robuste Outperformance zu erzielen. In der Tat hätte uns ein gegenteiliges Ergebnis überrascht, denn der Anlageansatz erscheint uns zu simpel für die echte Welt.

Simon Landt

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	18.01.2024	11.01.2024	15.12.2023	17.10.2023	17.01.2023	29.12.2023
	16:19	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	37214	-1,3%	-0,2%	9,5%	9,7%	-1,3%
S&P 500	4783	0,1%	1,3%	9,4%	19,8%	0,3%
Nasdaq	14967	0,0%	1,0%	10,6%	34,9%	-0,3%
Russell 2000	1917	-2,0%	-3,4%	8,5%	1,7%	-5,4%
DAX	16548	0,0%	-1,2%	8,5%	9,0%	-1,2%
MDAX	25513	-2,1%	-6,0%	2,1%	-10,9%	-6,0%
TecDAX	3264	0,9%	-2,0%	11,0%	1,6%	-2,2%
EuroStoxx 50	4446	0,1%	-2,3%	7,1%	6,5%	-1,7%
Stoxx 50	4053	-0,2%	-0,4%	2,5%	3,6%	-1,0%
SMI (Swiss Market Index)	11196	0,4%	0,0%	3,5%	-1,8%	0,5%
FTSE 100	7454	-1,6%	-1,6%	-2,9%	-5,1%	-3,6%
Nikkei 225	35466	1,2%	7,6%	10,7%	35,7%	6,0%
Brasilien BOVESPA	127887	-2,1%	-1,8%	10,3%	14,8%	-4,7%
Russland RTS	1126	-0,5%	6,2%	7,6%	12,3%	3,9%
Indien BSE 30	71187	-0,7%	-0,4%	7,2%	17,4%	-1,5%
China CSI 300	3275	-0,6%	-2,0%	-10,0%	-20,8%	-4,6%
MSCI Welt	3120	-1,2%	-0,2%	8,0%	14,0%	-1,5%
MSCI Welt SRI	3059	-0,9%	-0,5%	-1,8%	17,7%	-1,7%
MSCI Emerging Markets	958	-3,7%	-4,2%	0,8%	-6,7%	-6,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	134,23	-91	-310	614	-503	-299
Bobl-Future	117,55	-51	-152	207	-93	-173
Schatz-Future	105,91	-12	-50	102	-16	-64
3 Monats Euribor	3,90	0	0	0	157	2
3M Euribor Future, Dez 2024	2,58	5	17	-85	12	28
3 Monats \$ Libor	5,57	0	-5	-9	77	-2
Fed Funds Future, Dez 2024	4,01	11	-1	-84	106	17
10-jährige US Treasuries	4,11	13	20	-72	58	24
10-jährige Bunds	2,30	9	31	-55	24	30
10-jährige Staatsanl. Japan	0,65	7	-6	-11	24	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,89	2	28	-27	-19	20
US Treas 10Y Performance	591,10	-0,9%	-1,1%	7,0%	-1,1%	-1,6%
Bund 10Y Performance	554,37	-0,5%	-2,0%	5,5%	0,9%	-1,9%
REX Performance Index	441,70	-0,4%	-1,6%	2,5%	1,4%	-1,4%
IBOXX A.A. €	3,39	8	28	-67	23	32
IBOXX BBB. €	4,06	8	24	-85	-8	31
ML US High Yield	8,08	11	10	-126	-5	29
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	534,31	-0,5%	-0,6%	-9,7%	-12,3%	-0,2%
MG Base Metal Index	374,37	-1,6%	-2,6%	2,0%	-15,1%	-4,2%
Roilöl Brent	78,30	-0,9%	2,2%	-13,3%	-9,1%	0,8%
Gold	2013,21	-0,6%	-1,1%	4,5%	5,4%	-2,5%
Silber	22,57	-0,1%	-6,0%	-1,7%	-5,9%	-6,9%
Aluminium	2130,75	-2,6%	-3,4%	-1,2%	-17,9%	-9,2%
Kupfer	8174,25	-1,1%	-3,3%	3,4%	-11,9%	-3,4%
Eisenerz	135,79	-2,2%	0,5%	13,8%	12,3%	-0,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1308	-15,8%	-44,3%	-36,4%	42,0%	-37,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0861	-1,1%	-0,8%	2,8%	0,2%	-1,7%
EUR/ GBP	0,8565	-0,5%	-0,3%	-1,4%	-2,6%	-1,2%
EUR/ JPY	160,80	0,7%	3,6%	1,8%	15,3%	2,9%
EUR/ CHF	0,9427	1,0%	-0,6%	-0,9%	-5,7%	1,8%
USD/ CNY	7,1958	0,3%	1,0%	-1,6%	6,2%	1,3%
USD/ JPY	148,16	2,0%	4,2%	-1,1%	15,6%	5,0%
USD/ GBP	0,7888	0,3%	0,2%	-3,9%	-3,1%	0,6%

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.