



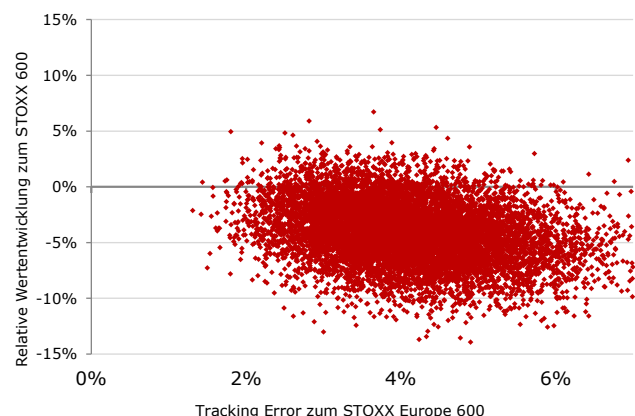
Die immer wieder unterschätzte Rolle der Portfoliokonstruktion

In den letzten Monaten und Quartalen hatten es aktiv gemanagte Aktienportfolios vergleichsweise schwer, marktkapitalisierungsgewichtete Benchmarks zu schlagen. Um besser zu verstehen, mit welcher Wahrscheinlichkeit und in welchem Umfang eine relative Underperformance zu erwarten war, haben wir eine Simulation durchgeführt, die in der Lage ist, das mögliche Selektionsverhalten von Portfoliomanagern realitätsnah abzubilden. Mit Hilfe einer solchen Simulation lassen sich die Eigenschaften eines spezifischen Zeitraumes gut herausarbeiten, da mit dieser Vorgehensweise der „Möglichkeitenraum“ beschrieben werden kann, in dem sich Portfoliomanager im betrachteten Zeitraum bewegen konnten. So fällt es leichter zu erklären, warum gewisse Strategien und damit einhergehende Portfoliokonstruktionsmerkmale in gewissen Marktphasen scheinbar mühelos die Benchmark zu schlagen scheinen, während in anderen Marktphasen genau das Gegenteil der Fall ist.

Ausgangspunkt waren die 600 Aktien, die im Juli 2018 im STOXX 600 enthalten waren. In einem ersten Schritt wurden per Zufallsgenerator aus diesen 600 Aktien ca. 60-100 Aktien ausgewählt, aus denen ein Portfolio zusammengesetzt werden soll. In einem dritten Schritt wurden den ausgewählten Aktien wiederum per Zufallsgenerator Portfoliogewichte zugeteilt, die sich in der Summe auf 100% addieren. Für das so erzeugte Portfolio, das in den letzten 12 Monaten exakt so hätte existieren können, wurde dann für den Zeitraum von Juli 2018 bis Juli 2019 die relative Wertentwicklung (im Vergleich zum STOXX 600) und der sog. Tracking Error berechnet. Der Tracking Error ist dabei eine Kennzahl, die beschreibt, wie weit sich das Portfolio im

Schnitt von der Benchmark entfernt; mathematisch handelt es sich dabei um die Volatilität der relativen Wertentwicklung zur Benchmark. Diese „Übung“ haben wir 10.000 mal durchgeführt, um einen Eindruck davon zu erhalten, wie durch Variationen der Portfoliostruktur die Wertentwicklung und der Tracking Error beeinflusst werden konnten. Das Ergebnis dieser Simulation hat uns so stutzig gemacht, dass wir tatsächlich zunächst von einem Rechenfehler unsererseits ausgegangen waren. Nach genauer Prüfung können wir einen solchen Rechenfehler jedoch ausschließen. Das Ergebnis ist in der folgenden Abbildung grafisch aufbereitet.

Wertentwicklung und Tracking Error mit folgender Spezifikation: : Die Portfoliokonstruktion erfolgt ohne jegliche Restriktion

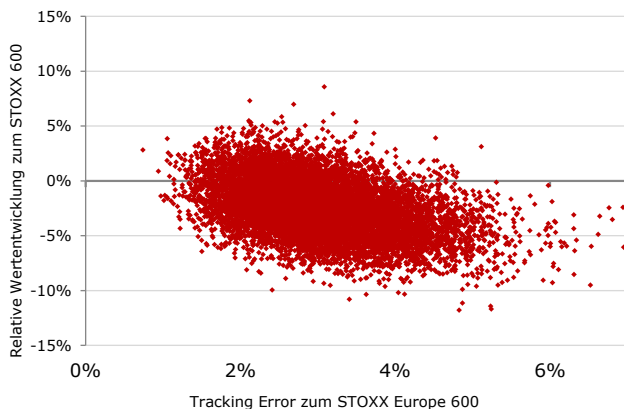


Die Aussage der Grafik lässt sich leicht zusammenfassen. In den letzten 12 Monaten war es tatsächlich sehr unwahrscheinlich, die Benchmark dadurch schlagen zu können, indem man von ihr abweicht. Nur ein sehr kleiner Anteil der denkbaren Portfolios lag knapp über der Benchmark, während ein großer Teil der Portfolios fünf

oder sogar zehn Prozentpunkte schlechter als die Benchmark abschneidet. Schaut man sich die real existierenden Publikumsfonds an, fällt das Ergebnis für die letzten 12 Monate ebenfalls ernüchternd, aber nicht ganz so extrem aus. Woran könnte diese Diskrepanz liegen? Mathematisch haben wir es uns tatsächlich zu leicht gemacht, indem wir eine extreme Form der Simulation gewählt haben, in der wir so tun, als ob Portfoliomanager komplett ohne Restriktionen ihre Portfolios konstruieren. In einigen Fällen mag das so sein - beispielsweise können Faktorinvestingstrategien solche benchmarkfernen Eigenschaften aufweisen – in typischen Publikumsfonds würde man es jedoch kaum wagen, dramatisch von der Benchmarkstruktur abzuweichen.

Aus diesem Grund simulierten wir in einem zweiten Schritt Portfoliomanager, die zwar sehr breit und ohne explizite Länder- oder Sektorgewichtungsvorgaben selektieren, die resultierenden Aktien in ihrer Gewichtung aber an die Indexgewichtung koppeln. Zudem haben wir unterstellt, dass aus Praktikabilitätsgründen das Mindestgewicht einer Aktie bei 0,5% liegt. Das Ergebnis dieser Simulation ist wiederum im folgenden Scatterplot zu sehen und zeigt, dass nun die Wahrscheinlichkeit deutlich gestiegen ist, die Benchmark zu schlagen. Außerdem ist der Tracking-Error im Durchschnitt geringer. Das muss auch zwangsläufig der Fall sein, da das Portfolio durch die realistischeren Portfoliokonstruktionsvorgaben automatisch näher an die Benchmarkstruktur geführt wurde.

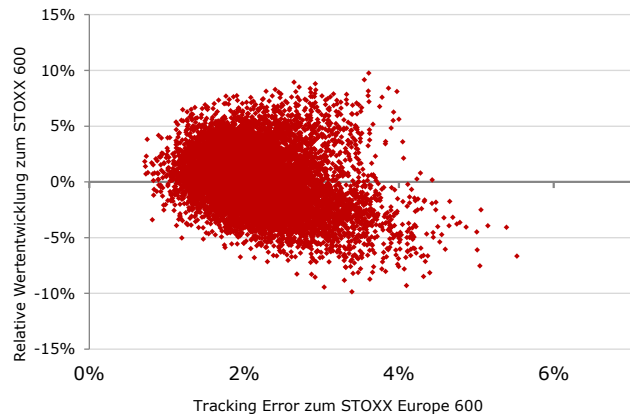
Wertentwicklung und Tracking Error mit folgender Spezifikation: Die jeweils selektierten Aktien werden proportional zum Index gewichtet mit einem Mindestgewicht von ca. 0,5%



Noch realistischer wird die Simulation dadurch, dass wir dem „Robo-Portfoliomanager“ in einem nächsten Durchgang verboten haben, die weniger liquiden Aktien aus dem STOXX 600 auszuwählen; zugelassen waren

nur die 300 liquiden Werte, die – wenn sie ausgewählt wurden - wiederum in Anlehnung an die Indexgewichtung im Portfolio gewichtet werden mussten. Nun lag tatsächlich etwa die Hälfte der erzeugten Portfolios über der Benchmark und die andere Hälfte unter der Benchmark.

Wertentwicklung und Tracking Error mit folgender Spezifikation: Es werden nur die 300 liquiden Aktien zur Selektion zugelassen, die Gewichtung erfolgt proportional zur Indexgewichtung



Eine solche Untersuchung lässt sich nun für verschiedene Zeiträume durchführen. Im Gegensatz zu den letzten 12 Monaten zeigt sich dabei eindrucksvoll, dass es sich langfristig durchaus auszahlt, massiv von der Benchmarkstruktur abzuweichen. Je weniger man die Portfoliokonstruktion an die Benchmark koppelt, umso höher die langfristig zu erwartende Rendite. 2009 war hier ein besonders extremes Jahr: Während eine benchmarkferne Konstruktion fast automatisch immer zu einer Outperformance führte, war das in „verwässerten“, benchmarkorientierten Portfoliostrukturen nicht mehr der Fall.

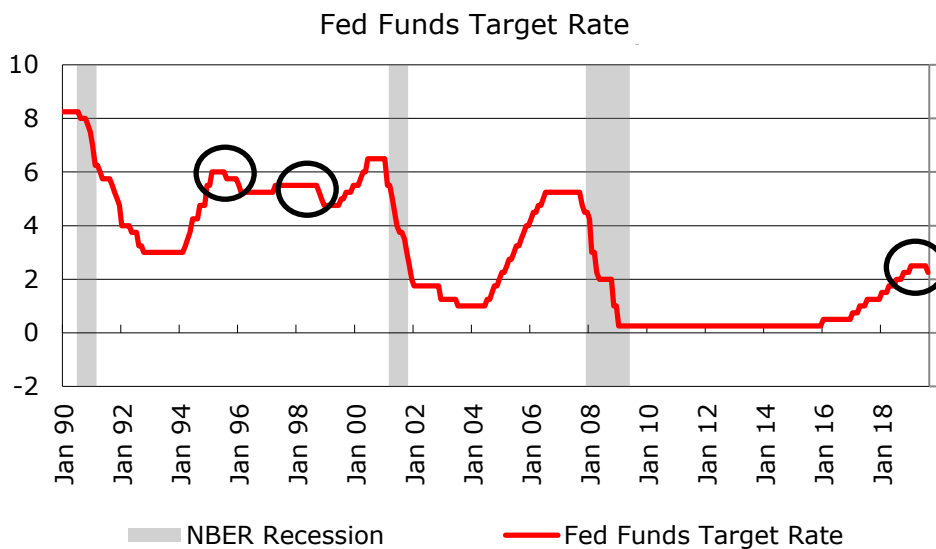
Was lässt sich aus diesen Berechnungen ableiten? Aus unserer Sicht sind das zwei Aspekte. Zum einen zeigt sich hier der Einfluss von Portfoliokonstruktionsmerkmalen. So können die gleichen Aktien in einem Portfolio je nach Gewichtungsstruktur und Konstruktionsansatz zu komplett anderen Ergebnissen führen. Zum anderen zeigt sich aber auch, dass man keine „Angst“ davor haben sollte, massiv von der Benchmark abzuweichen, denn der „Möglichkeitenraum“ für Stockpicker bewegt sich bei langfristiger Betrachtung klar nach oben, wenn man auf eine benchmarknahe Portfoliokonstruktion verzichtet. Der Preis für die langfristig zu erwartende Outperformance zeigt sich allerdings ganz aktuell. In gewisser Weise materialisiert sich hier das Risiko, das man eingehen muss, um langfristig überhaupt die Prämie einer spezifischen, benchmarkfernen Portfoliokonstruktion vereinnahmen zu können.

Wochenausblick für die Zeit vom 5. bis 9. August 2019

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	55,4	55,7	55,4	55,8	55,4		5. August
D: Auftragseingänge, m/m	0,4%	-2,0%	0,3%	-0,1%			6. August
D: Auftragseingänge, y/y	-0,8%	-2,3%	-3,7%	-3,1%			6. August
D: Industrieproduktion, m/m	0,7%	0,4%	-2,2%	0,2%			7. August
D: Industrieproduktion, y/y	-6,0%	-4,9%	-8,7%	-5,8%			7. August
E-19: Sentix	-2,2	-0,3	5,3	-3,3	-5,8	-4,9	5. August
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	53,3	52,8	52,9	53,6	53,3		5. August

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ein neuer kleiner Zinszyklus?



Im Anschluss an ihre zweitägige Zinssitzung hat die Fed gestern die erste Zinssenkung seit 2008 bekannt gegeben und das Ende der Reduktion der Anleihebestände um zwei Monate auf August vorgezogen. Nachdem der Zins seit Ende 2015 in insgesamt neun Zinsschritten angehoben wurde, folgte nun die von den Marktteilnehmern erwartete Senkung um 25 Basispunkte. Damit liegt die Fed Funds Target Rate nun in der Spanne von 2,00-2,25 Prozent. Während Anfang des Jahres noch weitere Zinserhöhungen für 2019 und 2020 kommuniziert wurden, folgte in den anschließenden Monaten ein nahezu beispiellose Kehrtwende in der Kommunikation der Fed, die auch zu einem Großteil für den Aufschwung an den Aktienmärkten verantwortlich gemacht werden kann. Nachdem zuerst die Zinserhöhungen vom Tisch genommen wurden, folgte anschließend die Vorbereitung auf einen neuen Zinssenkungszyklus. Dieser wurde nun gestern eingeläutet. Auch wenn die USA vor allem im Vergleich mit anderen Industrienationen weiterhin ein sehr solides Wachstum ausweist (Q1: +3,1%,

Q2: +2,1%), haben vor allem die zunehmenden politischen Risiken und die sich abkühlende Weltkonjunktur die Fed zu diesem Schritt bewegt. Damit will die Fed quasi als „Versicherer“ für einen weiter andauernden Aufschwung auftreten. Bereits zweimal ist ihr das in der jüngeren Vergangenheit gelungen. Zum einen hatte Alan Greenspan 1995 in Anbetracht ähnlicher Wachstumsrisiken wie heute die Zinsen in mehreren Schritten gesenkt und damit zu einer Verlängerung des Wachstumszyklus beigetragen. Ähnlich verhielt es sich im Anschluss an die Pleite von LTCM, worauf die Fed die Zinsen in drei aufeinanderfolgenden Schritten um insgesamt 75 Basispunkte senkte und der Aufschwung bis 2001 fortgesetzt werden konnte. Auch im aktuellen Fall dürften auf den ersten Schritt weitere folgen, wobei Powell hier den Markt etwas enttäuschte: „Let me be clear, it is not the beginning of a long series of rate cuts“. Zugleich fügte er hinzu „I didn’t say it’s just one [rate cut]“. Am Markt wird aktuell mit ein bis zwei weiteren Zinsschritten in diesem Jahr gerechnet.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	01.08.2019 18:39	25.07.2019 -1 Woche	28.06.2019 -1 Monat	30.04.2019 -3 Monate	31.07.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Dow Jones	27124	-0,1%	2,0%	2,0%	6,7%	16,3%
S&P 500	3007	0,1%	2,2%	2,1%	6,8%	20,0%
Nasdaq	8289	0,6%	3,5%	2,4%	8,0%	24,9%
DAX	12253	-0,9%	-1,2%	-0,7%	-4,3%	16,0%
MDAX	26191	0,4%	2,2%	0,6%	-2,7%	21,3%
TecDAX	2944	1,2%	2,4%	1,1%	2,1%	20,1%
EuroStoxx 50	3490	-0,6%	0,5%	-0,7%	-1,0%	16,3%
Stoxx 50	3192	-0,1%	0,4%	-0,2%	0,8%	15,6%
SMI (Swiss Market Index)	9919	0,4%	0,2%	1,5%	8,1%	17,7%
FTSE 100	7585	1,3%	2,1%	2,2%	-2,1%	12,7%
Nikkei 225	21541	-1,0%	1,2%	-3,2%	-4,5%	7,6%
Brasilien BOVESPA	103519	0,8%	2,5%	7,4%	30,7%	17,8%
Russland RTS	1346	0,0%	-2,5%	7,9%	14,8%	26,3%
Indien BSE 30	37018	-2,1%	-6,0%	-5,2%	-1,6%	2,6%
China Shanghai Composite	2909	-1,0%	-2,4%	-5,5%	1,1%	16,6%
MSCI Welt (in €)	2188	-0,4%	3,3%	1,9%	7,8%	20,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1037	-1,1%	1,2%	-2,5%	1,2%	11,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	175,07	106	233	976	1349	1153
Bobl-Future	135,02	27	58	209	341	250
Schatz-Future	112,33	3	4	41	42	39
3 Monats Euribor	-0,38	0	-3	-7	-6	-7
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,52	0	-5	-21	-43	0
3 Monats \$ Libor	2,27	1	-5	-31	-8	-54
Fed Funds Future, Dez 2019	1,80	4	10	-40	-93	-1
10-jährige US Treasuries	1,96	-12	-4	-55	-101	-73
10-jährige Bunds	-0,46	-5	-13	-47	-84	-70
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,13	3	4	-8	-18	-13
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,75	-7	-21	-44	-74	-58
US Treas 10Y Performance	625,80	0,7%	0,2%	5,2%	11,8%	7,8%
Bund 10Y Performance	675,57	0,7%	1,4%	4,7%	9,9%	7,7%
REX Performance Index	500,16	0,0%	0,5%	1,9%	3,5%	2,6%
IBOXX AA, €	0,05	-5	-20	-39	-73	-83
IBOXX BBB, €	0,74	-4	-29	-54	-85	-132
ML US High Yield	6,39	-2	-5	-13	-19	-162
JPM EMBI+, Index	884	0,2%	0,8%	6,0%	10,5%	11,7%
Wandelanleihen Exane 25	7497	0,0%	1,5%	2,3%	1,5%	8,8%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	403,16	-1,0%	-1,2%	-4,5%	-6,7%	-1,5%
MG Base Metal Index	297,00	-1,3%	0,6%	-4,6%	-6,8%	0,8%
Rohöl Brent	63,36	-0,6%	-5,2%	-13,1%	-14,9%	19,3%
Gold	1417,51	-0,1%	0,4%	10,5%	16,0%	10,6%
Silber	16,41	-0,5%	7,1%	9,8%	5,3%	5,8%
Aluminium	1771,25	-1,5%	-0,5%	-0,7%	-14,0%	-4,9%
Kupfer	5902,25	-1,4%	-1,3%	-8,2%	-6,0%	-0,8%
Eisenerz	115,55	-3,8%	5,8%	23,9%	79,6%	67,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1868	-4,1%	38,0%	84,8%	6,9%	47,0%

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@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.