



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

13. August 2020

Hoffnung für Sisyphos

Vor zwei Wochen haben wir uns in dieser Publikationsreihe mit der Frage beschäftigt, warum es zunehmend schwerer erscheint, als aktiver Asset Manager den Aktienmarkt zu schlagen.¹ Dabei haben wir – kurz zusammengefasst – zwei Thesen aufgestellt. So liegt der eine Grund für die aktuell hohen Hürden beim Schlagen marktkapitalisierungsgewichteter Benchmarks in der konzentrierten Indexstruktur selbst. Derzeit wird ein atypisch hoher Anteil der Indizes durch vergleichsweise wenige Unternehmen dominiert (Apple hat beispielsweise aktuell ein Gewicht von knapp sieben Prozent im S&P500). Und diese wenigen Unternehmen haben nun über eine längere Zeit kontinuierlich mit ihrer Wertentwicklung die Benchmark geschlagen. Wenn man nun als aktiver Asset Manager die Benchmark schlagen will, müsste man diese Unternehmen im Portfolio noch stärker gewichten, als dies in der Benchmark ohnehin der Fall ist. Unter Renditeaspekten kann das temporär Sinn ergeben, unter Risikoaspekten ist das jedoch eine heiße Wette, weshalb viele Portfoliomanager aus verständlichen Gründen davor zurückschrecken. Dieses Problem ist jedoch eher temporärer Natur und stellt aus unserer Sicht kein strukturelles und langfristiges Hindernis dar, das das Schlagen der Benchmark dauerhaft erschwert.

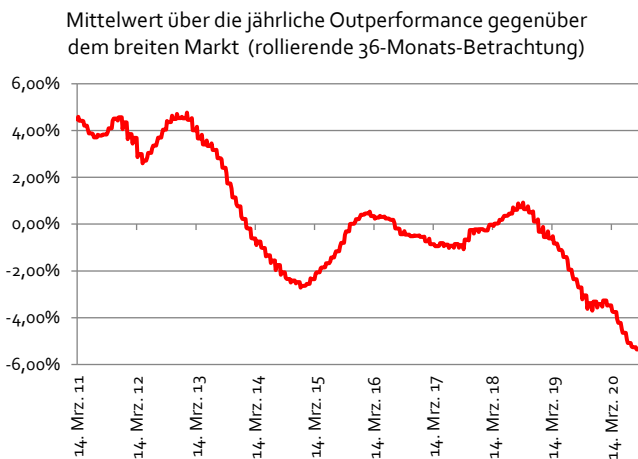
Hier kommt eher eine weitere Problematik ins Spiel, die sich daraus ergibt, dass „klassische“ Regeln der Aktienselektion immer weniger zu gelten scheinen. So spricht sowohl der gesunde Menschenverstand als auch die

finanzwissenschaftliche Literatur vor dem Hintergrund von Risikoprämien dafür, dass es wertsteigernd sein sollte, wenn man Aktien anhand von Kriterien wie Bewertung, Bilanzqualität oder Profitabilität selektiert. Auch wenn dies über Jahrzehnte funktioniert hat: In den letzten Jahren war das zunehmend nicht mehr der Fall – vor allem die Aktienauswahl vor dem Hintergrund von Bewertungskriterien hat zu einer massiven Underperformance geführt. Und so kamen wir zum Ergebnis, dass sich vor dem Hintergrund der aufzeigenden Probleme ein Portfoliomanager manchmal wie Sisyphos aus der griechischen Mythologie fühlen muss, der dazu verdammt war, einen Stein einen Berg hinaufzurollen, der aber kurz vor dem Ziel immer wieder talabwärts rollte.

Diese Beobachtung wurde noch einmal durch Berechnungen bestätigt, die wir vor einigen Tagen durchgeführt haben. Dabei wurde folgendes in einer Rückrechnung getestet: Monat für Monat haben wir ab Januar 2008 jeweils die 60 Unternehmen aus dem STOXX 600 gekauft, die im Durchschnitt bei 20 Kennzahlen besonders gut abgeschnitten haben, mit denen sämtliche gängigen Risikoprämien beschrieben werden können. Alle Kennzahlen waren jeweils gleichgewichtet. Die ausgesuchten Aktien wurden 12 Monate gehalten, bis wieder ein neues Portfolio aufgesetzt wurde. Dabei wurden nur Schätzungen der Bilanzkennzahlen verwendet, die auch historisch bei einer Echtzeitanwendung verfügbar gewesen wären. Gleichzeitig wurde jeweils die historische Indexzusammensetzung verwendet, so dass es an keiner Stelle einen survivorship-bias, einen forward-

¹ Konjunktur und Strategie vom 30.7.2020: Warum sich Portfoliomanager manchmal wie Sisyphos fühlen.

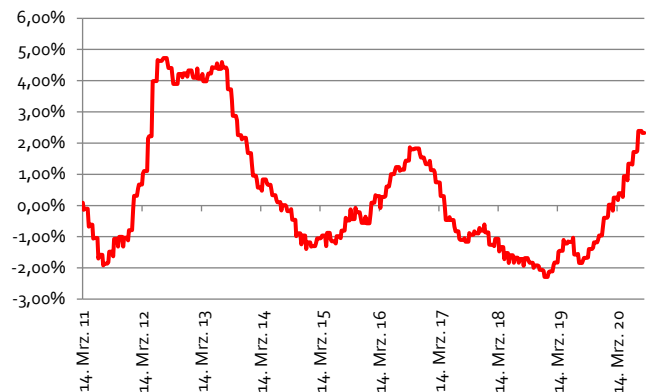
looking-bias oder irgendeine Art von Curvefitting geben konnte. Nirgends wurde das Modelldesign in irgendeine Richtung optimiert. Das Ergebnis ist vergleichsweise erschreckend. Berechnet man über einen rollierenden 36-Monatszeitraum die durchschnittliche p.a.-Rendite der aufgesetzten Strategieportfolios, ist ein klarer Trend zu erkennen. Je weiter die Zeit voranschreitet, umso schlechter funktioniert die Strategie. Der erste größere temporäre Einbruch war 2015 zu beobachten, doch bis 2018 kann insgesamt noch von einer befriedigenden kumulierten Performanceentwicklung gesprochen werden. Aktuell weist aber selbst eine rollierende Dreijahresbetrachtung eine relative Wertentwicklung von minus sechs Prozent p.a. auf, Tendenz fallend – ein nicht akzeptabler Zustand, wie die folgende Grafik zeigt.



Aber jetzt wird es spannend. Eine derart schlechte Wertentwicklung ist darauf zurückzuführen, dass die Zusammenhänge zwischen Fundamentaldaten und der Wertentwicklung nicht immer so sind, wie die Lehrbücher es nahelegen. Was wäre, wenn man Faktoren und Risikoprämien daher nur dann berücksichtigt, wenn sie auch in der Realität so performen wie von der Theorie postuliert? Wir haben dazu unsere Rückrechnung dahingehend modifiziert, indem wir zu jedem Zeitpunkt für die jeweils letzten zwölf Monate überprüft haben, ob ein Faktor überhaupt einen performancerelevanten Mehrwert wie von der Theorie postuliert aufweist. Nur wenn das der Fall war, wurde die Kennzahl und die damit einhergehende Risikoprämie in den dann kommenden zwölf Monaten im Portfolio berücksichtigt. Das Ergebnis ist frappierend. Zwar garantiert auch dieser Ansatz keine durchgängig positive p.a.-Rendite für einen rollierenden Dreijahreszeitraum, jedoch ist das Performanceprofil dramatisch besser als in der obigen Rückrechnung. Vor allem lässt sich kein negativer

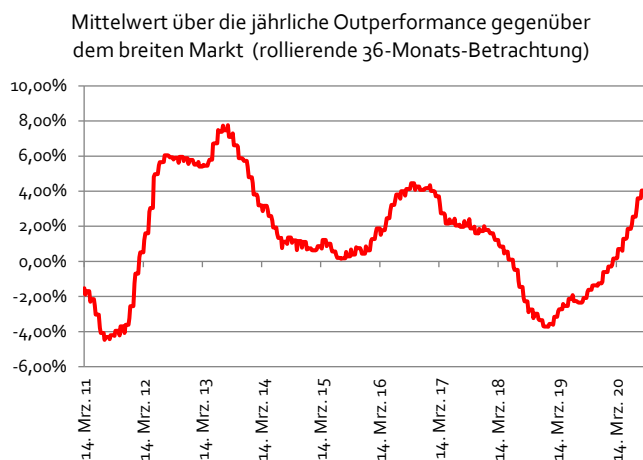
Trend in der relativen Wertentwicklung erkennen, so dass man einem solchen Ansatz grundsätzlich mit einem größeren Vertrauen begegnet. Vor allem lässt sich – ganz wie im echten Leben – aus den Ergebnissen ableiten, dass eine gewisse Anpassungs- und Lernfähigkeit im Gegensatz zu einem starren Muster mit starren Arbeitshypothesen und starren Regeln von Vorteil sein kann.

Mittelwert über die jährliche Outperformance gegenüber dem breiten Markt (rollierende 36-Monats-Betrachtung)



Aber wenn dem so ist, erscheint die obige Lösung tatsächlich bei kritischer Betrachtung nicht zu 100% konsequent. Denn warum sollte man Signale unterdrücken, nur weil sie hinsichtlich ihrer Wirkungsrichtung nicht der Theorie entsprechen? Warum lässt man nicht einfach die Realität für sich sprechen und steuert Aktienportfolios komplett adaptiv und komplett losgelöst von der Theorie? Wie wäre es, wenn einfach für die kommenden zwölf Monate die Wirkungsrichtung unterstellt wird, die in den vorherigen zwölf Monaten beobachtet wurde, und zwar komplett losgelöst von theoretischen Annahmen? Diese Methode ist denkbar einfach und von schlichter Robustheit: Wenn es einen positiven Zusammenhang zwischen Faktorausprägung und Wertentwicklung gab, ist der Gewichtungsfaktor 1, sonst -1. Das Ergebnis ist wie zu erwarten noch ein wenig besser. Es gibt überhaupt nur noch zwei kurze Marktphasen, in denen eine rollierende 36-Monats-Periode eine negative p.a.-Rendite aufweist (siehe Abbildung auf der nächsten Seite). Allerdings soll an dieser Stelle nicht der Eindruck entstehen, dass wir nun hiermit eine eierlegende Wollmichsau des Asset Managements entdeckt hätten. Zum einen ist der oben gezeigte Ansatz noch viel zu holzschnittartig, als dass er ernsthaft als Blaupause für einen praxisnahen Selektionsansatz dienen könnte. Und zum anderen ist ohnehin immer größte Demut gefragt, wenn es um regelgebundene Methoden im Asset Ma-

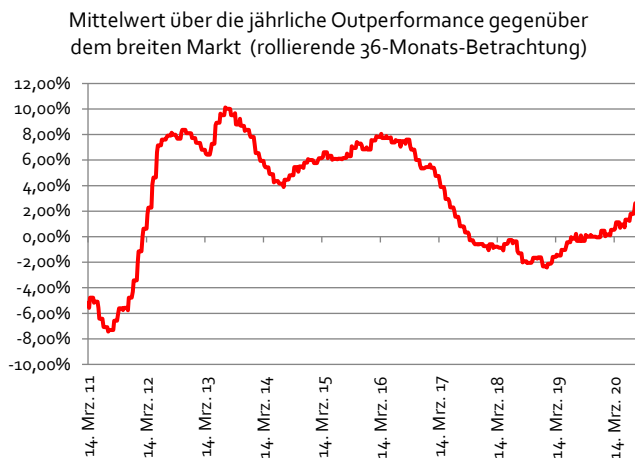
nagement geht. Wer ernsthaft glaubt, die Lizenz zum Gelddrucken gefunden zu haben, sollte besser aufhören und sich ein anderes Betätigungsfeld suchen.



Trotzdem können aus den Rückrechnungen Rückschlüsse für ein gutes Modelldesign gezogen werden. Der wichtigste Rückschluss wäre der, dass Zusammenhänge aus der Vergangenheit auch zu einem gewissen Grad eine Relevanz für die Gegenwart und die Zukunft haben – sonst könnten obige Ergebnisse unmöglich so erzielt werden. Um das zu testen, haben wir den verschiedenen Faktoren Zufallsgewichte zugeordnet; nie konnten wir auch nur annähernd mit Zufallsgewichten eine Wertentwicklung replizieren wie in der oben beschriebenen Vorgehensweise. Das kann als Beweis gewertet werden, dass hier tatsächlich Informationen vorliegen, die in einer Echtzeitanwendung gewinnbringend genutzt werden können.

Zudem kann man die Untersuchung noch defiziler gestalten, indem man beispielsweise mit multiplen Regressionsanalysen arbeitet. Allerdings werden die Ergebnisse nicht zwangsläufig besser, was wieder einmal zeigt, dass komplexe mathematische Verfahren nicht in jedem Fall einen Mehrwert liefern. Allerdings kann ein Mehrwert darin liegen, verschiedene Verfahren miteinander zu kombinieren und damit das Gesamtergebnis robuster zu gestalten. Genau das haben wir getestet, indem wir Verfahren, die implizit lineare oder quadratische Zusammenhänge unterstellen mit Methoden kombiniert haben, die hochgradig nichtlineare Zusammenhänge ohne implizite Modellannahmen abbilden können. Selbst ohne große Optimierung gelingt es durch die Kombination von Methoden, die Draw-Downs der resultierenden Strategie relativ zur Benchmark so zu re-

duzieren, dass das sich ergebende Rendite-Risikoprofil beginnt, noch ein wenig attraktiver zu werden.



Dabei ist zu bedenken, dass das hier skizzierte Modelldesign trotz der Kombination von Strategien immer noch denkbar einfach ist. In jeder genutzten Methode beträgt die „Lernphase“ zu jedem Zeitpunkt immer exakt 12 Monate, und die resultierende Haltedauer für Aktien beträgt wiederum exakt 12 Monate. Das ist natürlich eine extrem starre Vorgehensweise, die unterstellt, dass sich Zusammenhänge über Zeiträume von 24 Monaten nicht oder nur marginal ändern. Die Realität ist natürlich deutlich dynamischer, was sich wiederum mit geeigneten Methoden abgreifen und nutzen lässt. Somit ist dies auch nicht als Versuch zu werten, ein schon fertiges adaptives Stockpickingkonzept zu präsentieren. Vielmehr geht es hier nur darum, eine grundsätzliche Machbarkeit für einen solchen adaptiven Ansatz aufzuzeigen und ein Gefühl dafür zu entwickeln, welches Potenzial in einem solchen Ansatz stecken könnte. Und ganz nebenbei haben wir damit den Beweis angetreten, dass aktives Management weiter Sinn ergeben kann und weiterhin seine Berechtigung hat. Das sind wiederum gute Nachrichten auch für Portfoliomanager, die sich in den letzten Jahren zunehmend wie ein Sisyphos vorkamen, der zu einer nutzlosen Tätigkeit verdammt war. Denn im Gegensatz zu Sisyphos hat man als Portfoliomanager sein Schicksal jederzeit selbst in der Hand. Und unsere Berechnungen beweisen, dass man auch in Zeiten hoch-effizienter Märkte passive Ansätze schlagen kann, wenn man nicht dogmatisch und starr sein Handwerk betreibt, sondern die Welt offen und vorurteilsfrei beobachtet und die Entscheidungen mit einem gewissen Grad an Opportunismus und Pragmatismus umsetzt.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	13.08.2020 16:40	30.07.2020 -1 Woche	03.07.2020 -1 Monat	05.05.2020 -3 Monate	05.08.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Dow Jones	27902	6,0%	8,0%	16,8%	8,5%	-2,2%
S&P 500	3381	4,2%	8,0%	17,9%	18,9%	4,7%
Nasdaq	11080	4,7%	8,6%	25,8%	43,4%	23,5%
Value Line Arithmetic	6541	5,4%	10,8%	26,0%	10,2%	-1,8%
DAX	12996	5,0%	3,7%	21,1%	11,5%	-1,9%
MDAX	27700	5,5%	4,1%	19,8%	10,6%	-2,2%
TecDAX	3118	4,2%	3,8%	8,2%	12,4%	3,4%
EuroStoxx 50	3341	4,1%	1,4%	16,2%	0,9%	-10,8%
Stoxx 50	3014	2,1%	-0,3%	6,7%	-1,0%	-11,4%
SMI (Swiss Market Index)	10252	1,5%	1,2%	7,8%	6,8%	-3,4%
FTSE 100	6198	3,5%	0,7%	6,0%	-14,2%	-17,8%
Nikkei 225	23250	4,1%	4,2%	18,5%	12,2%	-1,7%
Brasilien BOVESPA	102683	-2,2%	6,1%	29,2%	2,6%	-11,2%
Russland RTS	1325	7,5%	7,2%	16,9%	3,3%	-14,5%
Indien BSE 30	38310	1,5%	6,4%	21,8%	4,4%	-7,1%
China Shanghai Composite	3321	1,0%	5,3%	16,1%	17,7%	8,9%
MSCI Welt (in €)	2392	3,0%	1,8%	8,5%	7,7%	-3,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	1094	0,3%	0,4%	11,8%	6,2%	-6,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	176,24	-145	22	183	2	575
Bobl-Future	134,57	-67	-27	-150	-65	94
Schatz-Future	112,01	-16	-11	-37	-39	10
3 Monats Euribor	-0,49	-3	-5	-19	-10	-10
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,47	0	-1	-3	13	0
3 Monats \$ Libor	0,24	-1	-3	-23	-197	-167
Fed Funds Future, Dez 2020	0,06	2	2	2	-98	-1
10-jährige US Treasuries	0,68	14	1	3	-105	-123
10-jährige Bunds	-0,41	16	6	16	10	-23
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	2	2	6	24	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,43	12	-4	11	44	5
US Treas 10Y Performance	737,73	0,0%	1,4%	1,6%	14,7%	16,0%
Bund 10Y Performance	681,17	-0,4%	0,6%	-0,5%	0,1%	3,5%
REX Performance Index	497,63	-0,2%	0,1%	-0,1%	-0,9%	0,9%
IBOXX AA, €	0,20	2	-16	-32	14	-10
IBOXX BBB, €	1,05	3	-26	-62	26	14
ML US High Yield	5,93	-7	-87	-227	-72	-11
Wandelanleihen Exane 25	7772	1,3%	1,7%	6,5%	4,7%	1,5%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	377,54	-0,1%	4,7%	7,6%	-5,5%	-6,0%
MG Base Metal Index	307,52	2,4%	9,6%	23,5%	6,7%	2,5%
Rohöl Brent	45,28	5,1%	5,5%	45,8%	-25,1%	-31,7%
Gold	1947,67	0,4%	9,7%	14,6%	33,6%	28,1%
Silber	26,81	15,4%	48,6%	79,5%	63,8%	49,6%
Aluminium	1729,44	2,7%	9,3%	19,7%	-0,3%	-2,9%
Kupfer	6498,75	0,9%	7,9%	26,7%	14,8%	5,7%
Eisenerz	120,19	11,2%	21,5%	44,7%	19,8%	31,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1540	14,2%	-18,7%	167,8%	-13,2%	41,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1840	0,8%	5,5%	9,2%	5,9%	5,4%
EUR/ GBP	0,9036	-0,1%	0,2%	3,8%	-1,9%	6,6%
EUR/ JPY	126,44	2,3%	4,8%	9,3%	6,6%	3,7%
EUR/ CHF	1,0765	0,2%	1,3%	2,3%	-1,2%	-0,8%
USD/ CNY	6,9435	-0,9%	-1,8%	-1,7%	-1,5%	-0,3%
USD/ JPY	105,59	0,8%	-1,8%	-0,9%	-0,3%	-2,8%
USD/ GBP	0,7632	-0,5%	-4,8%	-4,9%	-7,3%	1,1%

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@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.