



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

22. August 2019

### Wenn Gott Portfoliomanager wäre...

Vor einigen Tagen sind wir über eine Publikation „gestolpert“, die wir so interessant und inspirierend fanden, dass wir uns selbst mit dieser Thematik befasst und eigene Berechnungen dazu angestellt haben. In dieser Publikation wird folgendes Gedankenexperiment angestellt: Angenommen, Gott nimmt für einige Jahre den Beruf eines Portfoliomanagers an und ist in seiner gütigen Art bemüht, den Investoren so viel Freude wie möglich zu bereiten.<sup>1</sup> Einzige Bedingung dabei wäre die, dass er über einen Fünfjahreszeitraum gemessen wird und nur am Start sein „göttliches“ Portfolio auflegen darf, danach aber bis zum Ende keine Änderungen vornehmen kann (Ausnahmen wären Aktien, die aufhören zu existieren; hier würde dann eine Umverteilung der verbliebenen Mittel auf die anderen Positionen erfolgen). Für Gott sollte es leicht sein, sehr gute Portfolios zu konstruieren, da er ja weiß, welche Aktien am Ende der Betrachtungsperiode die Benchmark geschlagen haben werden. Doch würde Gott als Portfoliomanager auch auf dem Weg zum Ziel schon als Star-Portfoliomanager gehandelt werden? In der Publikation wird die These aufgestellt, dass sich auch „göttliche“ Portfolios zeitweise so schlecht entwickeln, dass die Ungeduld der Investoren unerträglich groß werden könnte, obwohl sie (mittelfristig betrachtet) in ein scheinbar perfektes Portfolio investiert haben. Der Autor argumentiert in der Studie mit Berechnungen und Simulationen, die er für den US-Markt durchgeführt hat.

Wir haben die erstaunlichen Ergebnisse zum Anlass genommen, ähnliche Berechnungen für den europäischen Aktienmarkt durchzuführen und zu überprüfen, ob die auf den ersten Blick verblüffenden Ergebnisse dieser Studie belastbar und nachvollziehbar sind.

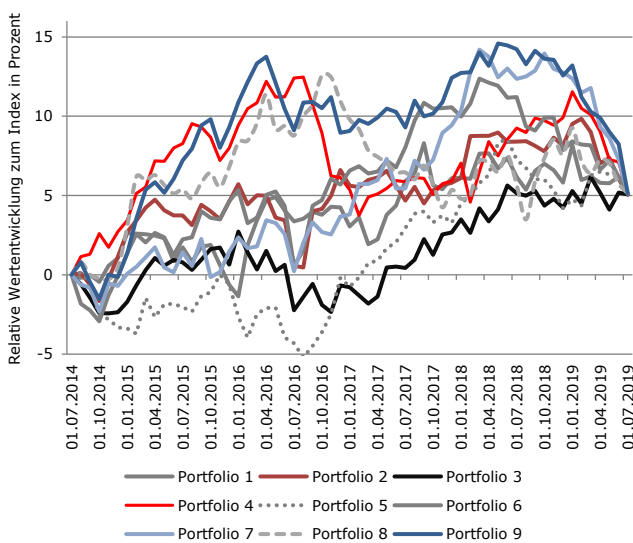
Zu diesem Zweck haben wir in einem ersten Schritt die Aktien identifiziert, die vor fünf Jahren im STOXX 600 enthalten waren und damit den breiten europäischen Aktienmarkt darstellten. Per Zufallsgenerator haben wir dann 5000 Portfolios generiert, die jeweils 60 bis 100 Aktien aus diesem Investmentuniversum enthielten. Alle so erzeugten Portfolios hätten exakt genau so in der Realität existieren können. Für jedes dieser Portfolios haben wir in einem zweiten Schritt die Wertentwicklung relativ zur Benchmark (dem STOXX 600) berechnet. Von den 5000 erzeugten Portfolios konnten „nur“ knapp 1000 Portfolios die Benchmark schlagen – ein geringer Wert, der auf den ersten Blick überraschen mag. Der Grund für dieses vergleichsweise schwache Ergebnis liegt aber nicht nur an der Effizienz eines marktkapitalisierungsgewichteten Indexes, sondern vor allem daran, dass das Investmentuniversum konstant ist, während im Index immer wieder neue, erfolgreiche Unternehmen aufgenommen werden und weniger erfolgreiche Unternehmen den Index verlassen müssen. Allerdings interessierten uns an dieser Stelle weniger die etwa 4000 Portfolios mit einer Underperformance, sondern die etwa 1000 Portfolios mit einer Outperformance gegenüber dem Index. Denn von diesen Portfolios wissen wir heute, dass sie die Benchmark geschlagen haben. Gott als Portfoliomanager hätte dies schon vor fünf Jahren ge-

<sup>1</sup> Wesley Gray (2016): Even God would get fired as an active manager, <https://alphaarchitect.com/2016/02/02/even-god-would-get-fired-as-an-active-investor/>

wusst und derartige „göttliche“ Portfolios im Wissen um ihre Outperformance konstruieren können.

Doch wie haben sich diese Portfolios im Zeitverlauf geschlagen? Waren sie jederzeit als Gewinnerportfolios zu identifizieren? Die Frage ist mit einem klaren Nein zu beantworten und unterstützt damit die These der eingangs erwähnten US-Studie. Als Beispiel seien neun dieser etwa 1000 Portfolios aufgeführt, die über den Zeitraum von fünf Jahren die Benchmark um jeweils fünf Prozent geschlagen haben.

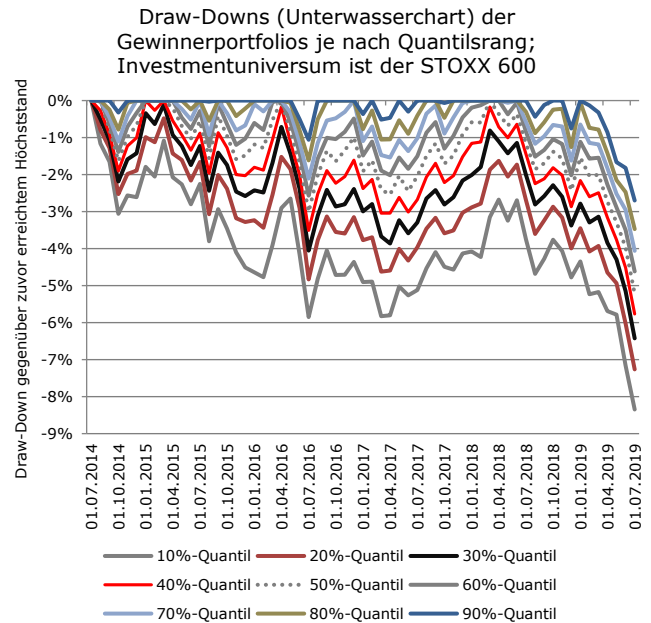
Verläufe von 9 Portfolios, die nach fünf Jahren jeweils exakt eine Outperformance von 5% gegenüber der Benchmark erzielt haben



Keines der Portfolios zeichnet sich dadurch aus, dass es linear gegenüber der Benchmark ansteigt – vielmehr sind auch bei den „Gewinnerportfolios“ immer und überall temporäre Rückschläge gegenüber der Benchmark zu beobachten. Nehmen wir als Beispiel das Portfolio 4 in der obigen Abbildung. Wer als Investor im Sommer 2016 in dieses Portfolio eingestiegen wäre, hätte vermutlich schon im Herbst des folgenden Jahres mit einer Kündigung des Mandates gedroht, da sich das Portfolio relativ zur Benchmark in dem Zeitraum über sieben Prozent schlechter entwickelt hat – obwohl es sich um eine langfristig gute und erfolgreiche Portfoliostruktur handelt!

Dieser Sachverhalt lässt sich noch systematischer aufarbeiten, indem für jedes Portfolio der sog. Unterwasserchart ausgewertet wird. Mit dem Unterwasserchart wird die Frage beantwortet, wie stark der Wert des Portfolios im Zeitverlauf unter einen zuvor erreichten Höchststand fällt. Die Fläche des Unterwassercharts ist in gewisser Weise ein Maß für das „Leid“, das ein In-

vestor temporär ertragen muss. Da es in unserer Analyse der Portfolios um die relative Wertentwicklung zur Benchmark geht, haben wir für alle die Benchmark nach fünf Jahren outperformenden Portfolios den Unterwasserchart für die relative Wertentwicklung berechnet. Da es wenig Sinn ergibt, für über 1000 Portfolios den Unterwasserchart darzustellen, haben wir uns in der folgenden Abbildung darauf beschränkt, die Entwicklung der verschiedenen Quantile auszuwerten.



Im Ergebnis zeigt sich, dass selbst die „göttlichen“, eigentlich perfekten Portfolios in ihrer relativen Wertentwicklung im Schnitt einige Prozentpunkte unter ihre vorherigen Höchststände fallen. Im Extremfall ist es noch viel schlimmer: Selbst (relative) Rückschläge von acht Prozent und mehr sind vorstellbar, obwohl das Portfolio am Ende immer noch die Benchmark schlagen wird. Was lässt sich daraus lernen? Die wichtigste Erkenntnis ist aus unserer Sicht die, dass selbst bestmögliche Portfolios weit davon entfernt sind, perfekt zu sein. Es existiert in der harten Realität einfach keine Mischung aus Aktien, die zu jedem Zeitpunkt relativ zur Benchmark vorne liegt. Eine weitere wichtige Erkenntnis besteht darin, dass eine Outperformance immer mit einem gewissen Maß an Tracking Error einhergeht. Das ist der Preis, den man dafür zahlen muss, die Benchmark überhaupt schlagen zu können. Und schließlich gibt es die Erkenntnis, dass man Gott nicht dazu raten kann, ein Angebot als Portfoliomanager anzunehmen. Denn selbst himmlische Fähigkeiten führen vielleicht manchmal zu temporärer Undankbarkeit bei Kunden.

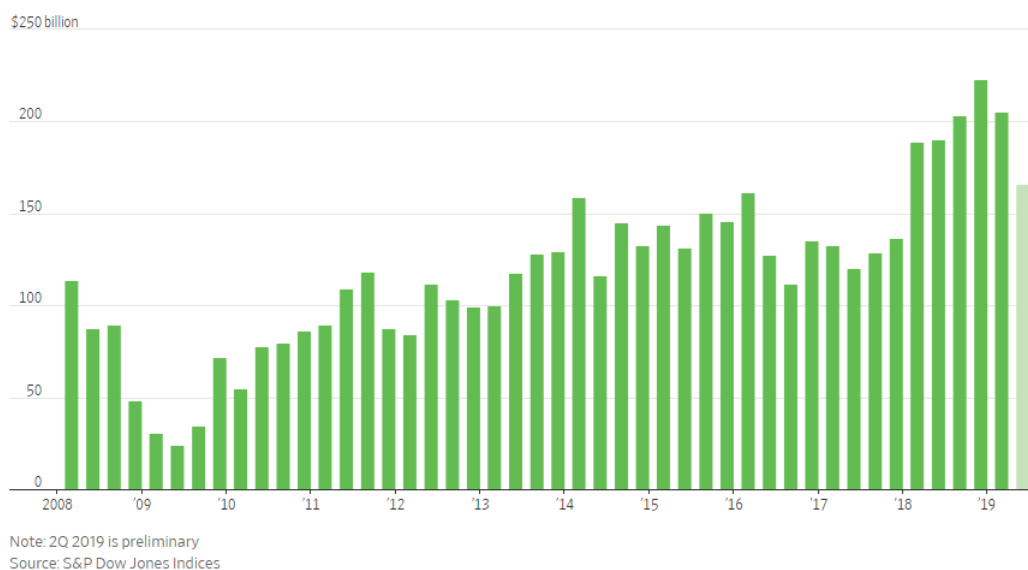
## Wochenausblick für die Zeit vom 26. bis 30. August 2019

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Ifo Geschäftsklimaindex	99,8	99,2	98,2	97,5	95,7	96,0	26. August
D: GfK Konsumklima	10,4	10,2	10,1	9,8	9,7	9,8	28. August
D: vorl. Konsumentenpreise, m/m	0,4%	1,0%	0,2%	0,3%	0,5%	-0,1%	29. August
D: vorl. Konsumentenpreise, y/y	1,3%	2,0%	1,4%	1,6%	1,7%	1,5%	29. August
D: Importpreise, m/m	0,0%	0,3%	-0,1%	-1,4%	0,4%		29. August
D: Importpreise, y/y	1,7%	1,4%	-0,2%	-2,0%	-1,5%		29. August
D: Arbeitslose, Veränderung in 1.000	-7	-11	61	0	0	1	29. August
D: Arbeitslosenquote	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	29. August
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,2%	-0,3%	-1,2%	3,1%	-0,7%		29. August
E-19: Geldmenge M3, y/y	4,6%	4,7%	4,8%	4,5%	4,7%		28. August
E-19: Industrievertrauen	-1,6	-4,3	-2,9	-5,6	-7,4	-6,8	29. August
E-19: Konsumentenvertrauen	-6,6	-7,3	-6,5	-7,2	-6,6	-6,3	29. August
E-19: Arbeitslosenquote	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%		30. August
E-19: vorl. Konsumentenpreise, y/y	1,4%	1,7%	1,2%	1,3%	1,0%	1,0%	30. August
E-19: vorl. Kerninflationrate, y/y	0,8%	1,3%	0,8%	1,1%	0,9%	1,0%	30. August

MMWB-Schätzungen in rot

## Chart der Woche: Wer sorgt für die Hausse im S&P 500?

S&P 500 share buybacks, quarterly



Quelle: The Wall Street Journal, 22. August 2019

Die Aktienrückkaufprogramme vieler Unternehmen in den USA haben in den vergangenen Jahren für einen stetigen Liquiditätszustrom gesorgt. Nach Berechnungen der Bank of America haben US-Unternehmen seit dem Jahr 2013 eigene Aktien im Wert von rund 4,2 Billionen US-Dollar zurückgekauft. Im Unterschied dazu haben sich im selben Zeitraum Privatanleger netto von Aktienfonds und –ETFs in einem Volumen von 84 Milliarden US-Dollar getrennt. Aktienrückkäufe sind somit der entscheidende Grund für die Hausse US-

amerikanischer Aktien. In den ersten beiden Quartalen dieses Jahres haben US-Unternehmen aber weniger Aktien zurückgekauft als im Rekordjahr 2018. Angesichts der mit dem Handelskrieg verbundenen Unsicherheiten, eines schwächeren globalen Wachstums und zunehmender konjunktureller Risiken in den USA könnten die Firmen auch in Zukunft weniger Geld in Aktienrückkäufe investieren. Damit dürfte es schwieriger werden, in absehbarer Zeit neue Rekordwerte bei den US-Indizes zu erreichen.

## Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	22.08.2019 18:01	15.08.2019 -1 Woche	19.07.2019 -1 Monat	21.05.2019 -3 Monate	21.08.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Dow Jones	26208	2,5%	-3,5%	1,3%	1,5%	12,4%
S&P 500	2916	2,4%	-2,0%	1,8%	1,9%	16,3%
Nasdaq	7970	2,6%	-2,2%	2,4%	1,4%	20,1%
DAX	11747	2,9%	-4,2%	-3,3%	-5,1%	11,3%
MDAX	25245	3,5%	-2,3%	-1,3%	-5,2%	16,9%
TecDAX	2749	4,0%	-4,1%	-4,3%	-6,1%	12,2%
EuroStoxx 50	3368	2,6%	-3,2%	-0,5%	-1,3%	12,2%
Stoxx 50	3091	2,0%	-3,0%	-0,9%	0,3%	12,0%
SMI (Swiss Market Index)	9806	2,1%	-1,3%	1,9%	8,0%	16,3%
FTSE 100	7128	0,9%	-5,1%	-2,7%	-5,8%	5,9%
Nikkei 225	20628	1,1%	-3,9%	-3,0%	-7,2%	3,1%
Brasilien BOVESPA	100482	1,4%	-2,9%	6,3%	33,7%	14,3%
Russland RTS	1283	2,6%	-5,0%	0,3%	19,6%	20,3%
Indien BSE 30	36473	-2,2%	-4,9%	-6,4%	-4,7%	1,1%
China Shanghai Composite	2883	2,4%	-1,4%	-0,8%	5,5%	15,6%
MSCI Welt (in €)	2136	3,1%	-1,5%	1,5%	2,9%	17,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	983	2,6%	-5,9%	-0,9%	-2,4%	5,1%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	178,68	-38	529	1219	1544	1514
Bobl-Future	135,84	-26	115	246	349	332
Schatz-Future	112,49	-9	18	49	47	55
3 Monats Euribor	-0,42	-2	-5	-11	-10	-11
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,56	3	-5	-21	-44	0
3 Monats \$ Libor	2,15	2	-11	-38	-16	-66
Fed Funds Future, Dez 2019	1,60	11	-12	-59	-105	-1
10-jährige US Treasuries	1,60	7	-45	-83	-125	-109
10-jährige Bunds	-0,65	5	-28	-59	-97	-89
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,24	1	-10	-19	-33	-24
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,90	21	-30	-54	-79	-74
US Treas 10Y Performance	652,41	-0,4%	4,8%	8,7%	15,3%	12,4%
Bund 10Y Performance	691,55	-0,3%	3,4%	6,5%	11,2%	10,3%
REX Performance Index	504,98	0,0%	1,2%	2,3%	3,9%	3,5%
IBOXX AA, €	-0,06	1	-22	-52	-73	-94
IBOXX BBB, €	0,68	-2	-21	-68	-91	-138
ML US High Yield	6,42	-19	-6	-25	-10	-159
JPM EMBI+, Index	864	-0,2%	-1,8%	2,7%	10,2%	9,2%
Wandelanleihen Exane 25	7557	0,0%	1,2%	3,7%	2,3%	9,6%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	395,93	-0,5%	-2,4%	-4,3%	-4,6%	-3,2%
MG Base Metal Index	291,48	-0,1%	-3,9%	-1,5%	-5,8%	-1,1%
Rohöl Brent	59,77	2,5%	-4,0%	-17,2%	-17,6%	12,5%
Gold	1500,26	-1,2%	5,0%	17,7%	26,3%	17,1%
Silber	10,35	-40,0%	-35,8%	-28,4%	-29,9%	-33,3%
Aluminium	1750,25	0,0%	-4,0%	-0,7%	-13,8%	-6,0%
Kupfer	5706,75	-0,4%	-5,8%	-4,3%	-5,2%	-4,1%
Eisenerz	92,01	-1,9%	-24,0%	-4,7%	36,0%	33,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	2061	0,7%	-5,0%	96,5%	18,7%	62,2%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1089	-0,5%	-1,2%	-0,6%	-3,6%	-3,2%
EUR/ GBP	0,9049	-1,3%	0,8%	3,5%	1,1%	0,8%
EUR/ JPY	118,01	-0,3%	-2,4%	-4,3%	-7,1%	-6,2%
EUR/ CHF	1,0903	0,4%	-1,2%	-3,3%	-4,1%	-3,2%
USD/ CNY	7,0829	0,7%	2,9%	2,6%	3,4%	3,0%
USD/ JPY	106,63	0,5%	-1,0%	-3,5%	-3,3%	-2,7%
USD/ GBP	0,8163	-1,1%	2,1%	4,4%	5,0%	4,0%

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  
jbottger@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.