

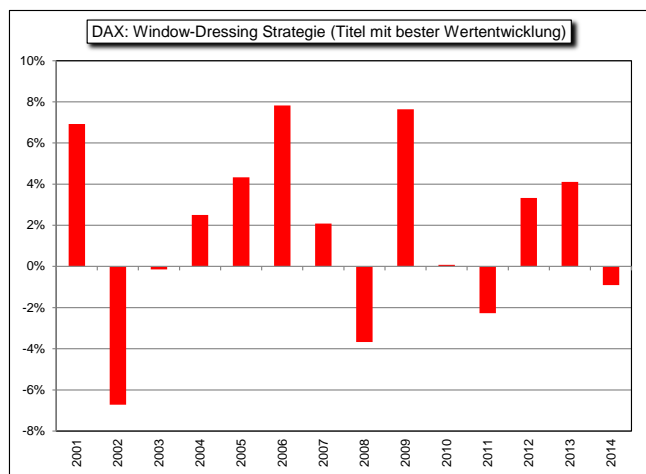
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Window Dressing: Können Aktionäre profitieren?

Regelmäßig in den Wintermonaten gibt es Diskussionen über das sogenannte „Window Dressing“: Investoren und Fondsmanager hübschen ihr Portfolio auf, um dem Anleger ein gefälliges Depot präsentieren zu können. Dabei geht es nicht um die Performance zum Jahresende, an der sich zu diesem Zeitpunkt meistens nichts Entscheidendes mehr ändern lässt, sondern um die Titel, die im Portfolio ausgewiesen werden. Eine angeblich beliebte Strategie ist es, Titel mit einer besonders guten Wertentwicklung über das Gesamtjahr noch in das Portfolio aufzunehmen und die Titel mit der schwächsten Wertentwicklung herauszunehmen. Durch diese Art des Window Dressings soll der Eindruck entstehen, dass der Investor oder Portfoliomanager gute Arbeit für den Kunden geleistet hat.

Wir halten es für eine wenig überzeugende Investmentstrategie, Titel nur aufgrund einer guten bzw. schlechten Wertentwicklung zu kaufen oder verkaufen, wenn dies nicht durch weitere Erwägungen flankiert wird. Dies gilt insbesondere, wenn lediglich aus optischen Gründen gehandelt wird: Für den Anleger und damit für die Investoren und Portfoliomanager sollte eine besonders erfolgreiche Strategie im Vordergrund stehen, nicht eine besonders gefällige.

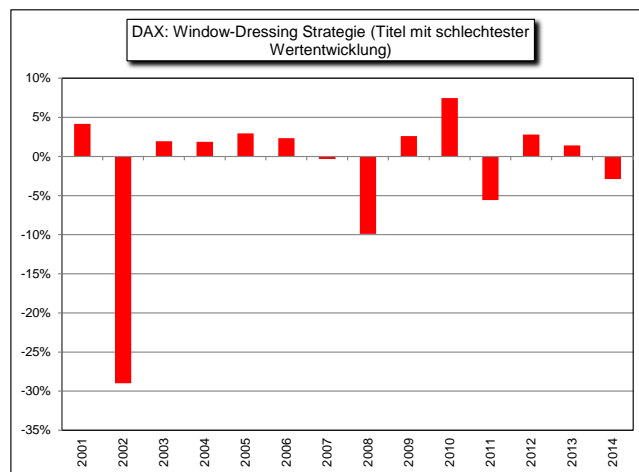
Dennoch könnte es ja sein, dass sich mehr hinter dem Window Dressing verbirgt, als lediglich optische Erwägungen. Denn wenn ausreichend viele Investoren zum Jahresende Titel mit einer guten Wertentwicklung kaufen und die schlecht gelaufenen Titel abstoßen, dann könnte dieses Verhalten Konsequenzen am Aktienmarkt haben: Titel mit guter Wertentwicklung müssten ihren Vorsprung gegen Jahresende weiter ausbauen, während Titel mit einer schwachen Wertentwicklung in diesem Fall auch in den Wintermonaten weiterhin zur Schwäche neigen müssten.



Ein belastbarer Window-Dressing-Effekt ließe sich von geschickten Investoren ausnutzen, indem sie rechtzeitig einen Teil ihres Portfolios in Titel mit guter Wertentwicklung umschichten und soweit möglich Titel mit einer schwachen Wertentwicklung leer verkaufen.

Wir haben daher anhand von vier großen Aktienindizes (DAX, Euro Stoxx 50, FTSE 100 und S&P 500) getestet, inwieweit dieser Effekt in der Vergangenheit zu beobachten war. Dazu haben wir anhand historischer Indexzusammensetzungen berechnet, welche fünf Aktien in den ersten elf Monaten des Jahres die beste bzw. die schlechteste Wertentwicklung aufgewiesen haben. Für diese fünf Aktien haben wir dann gleichgewichtet die Wertentwicklung im Monat Dezember gemessen.

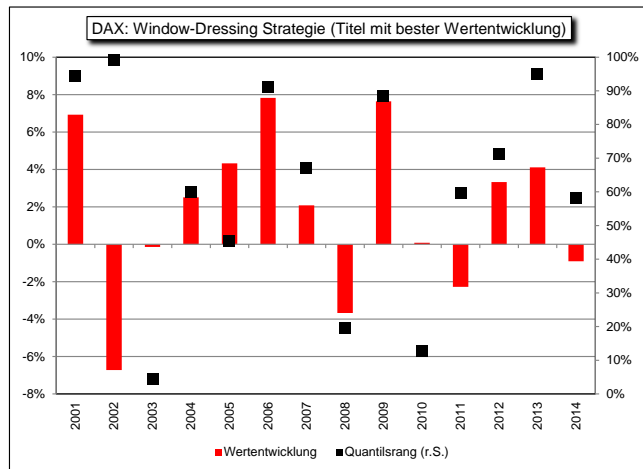
Im obenstehenden Chart haben wir die Wertentwicklung einer solchen Strategie mit den besten Werten für den DAX dargestellt: In neun von insgesamt vierzehn betrachteten Jahren wäre eine positive Wertentwicklung zu erzielen gewesen, der Anteil positiver Jahre liegt also deutlich über 50%. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den anderen Indizes: Beim FTSE 100 und beim Euro Stoxx 50 beträgt der Anteil positiver Jahre rund 75%, beim S&P 500 sind es knapp 60%. Dies könnte ein erster Hinweis dafür sein, dass hinter dem Window Dressing doch mehr steckt als lediglich der optische Aspekt.



Die Erwartung, dass ein Portfolio mit Titeln schlechter Wertentwicklung bis November auch im Dezember eine schlechte Wertentwicklung aufweist, ist bei dieser simplen Betrachtung jedoch nicht ganz eindeutig erfüllt. So liegt der Anteil positiver Jahre an allen betrachteten Jahren im DAX und im Euro Stoxx 50 bei rund 64% und bei 60%, im FTSE 100 war rund die Hälfte der Jahre positiv. Lediglich im S&P 500 scheint sich die Erwartung voll und ganz zu bestätigen, dass Titel mit schwacher Wertentwicklung bis Ende November auch im Dezember schwächeln: Hier weisen nur acht von insgesamt 19 betrachteten Jahren eine positive Wertentwicklung auf, das ist ein Anteil von nur rund 42%.

Während diese recht simple Betrachtungsweise bereits einen Eindruck vermittelt, dass Window Dressing prinzipiell Sinn machen könnte, reicht sie als Beweis für eine systematisch erfolgreiche Strategie nicht aus. Dafür gibt es zwei Gründe: Erstens zeigen bereits unsere Grafiken für den DAX, dass in einem guten Jahr wie 2001, 2005 und 2006 beide Strategien ein Plus aufgewiesen haben, was mutmaßlich mit einem insgesamt positiven Marktumfeld

zusammenhängt. Zweitens besteht die Möglichkeit, dass es sich nur zufällig um eine positive Wertentwicklung handelt. Schließlich lassen sich in fast jedem Jahr irgendwelche Aktien finden, die im Dezember eine positive Wertentwicklung aufgewiesen haben. Diese könnte man auch nach völlig anderen und möglicherweise sogar gänzlich unsinnigen Kriterien ausgewählt haben. Ein Gütekriterium für unsere Window-Dressing-Strategie ist daher, wie sie sich gegenüber dem Zufall schlägt. Schaffen die fünf Aktien mit einer guten Wertentwicklung bis November im Dezember eine bessere Wertentwicklung als fünf nach dem Zufallsprinzip ausgewählte Aktien? Und schneiden die fünf Aktien mit einer schwachen Performance im Jahresverlauf auch im Dezember schlechter ab als fünf zufällige Aktien?



Um dies zu testen haben wir für jeden Index 5000 Portfolios generiert, die jeweils aus fünf zufällig ausgewählten Aktien bestehen. Diese fünf Aktien wurden genau wie das Window-Dressing-Portfolio Anfang Dezember gekauft und einen Monat gehalten. Wenn die Window-Dressing-Strategie tatsächlich funktioniert, dann müssten die meisten zufällig ausgewählten Portfolios schlechter abschneiden als das Portfolio aus den besten Aktien bis Ende November.

Dies war in einigen Jahren tatsächlich der Fall: Beim DAX hat die Window-Dressing-Strategie in den Jahren 2001, 2002, 2006 und 2013 eine bessere Wertentwicklung aufgewiesen, als 90% der zufällig ausgewählten Portfolios. Im Jahr 2009 konnten immerhin knapp 90% oder mehr als 4400 aus 5000 Portfolios geschlagen werden. In diesen Jahren hätte es sich also ganz klar ausgezahlt, wenn man das Window Dressing anderer Investoren antizipiert hätte und ebenfalls Titel mit einer herausragenden Wertentwicklung gekauft hätte.

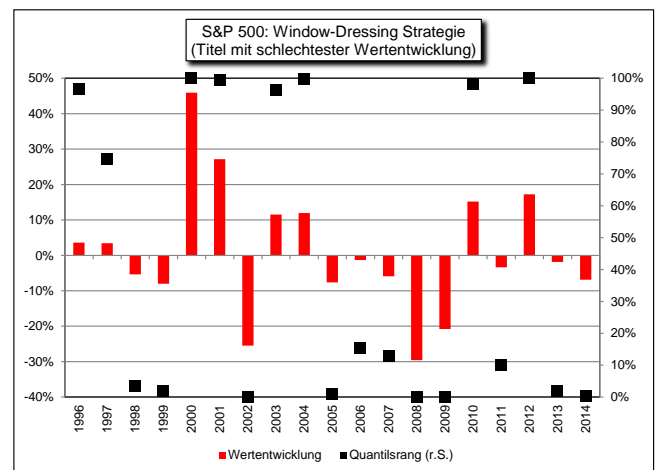
Auch bei den anderen betrachteten Indizes mit der Ausnahme des Euro Stoxx 50 ergeben unsere Berechnungen ähnliche Ergebnisse: In rund jedem dritten Jahr wäre es einer zufälligen Strategie deutlich überlegen gewesen, in die besten Werte bis Ende November zu investieren. Im Euro Stoxx 50 hätte die Strategie dagegen nur jedes fünfte Jahr funktioniert.

Der Blick auf den Chart zeigt jedoch auch, dass das erreichte Ergebnis in rund der Hälfte der betrachteten Jahre im DAX auch rein zufällig gewesen sein könnte. Die fünf Aktien schneiden weder besonders gut noch besonders

schlecht ab, die Wertentwicklung liegt weitgehend im Rahmen dessen, was auch der Zufall hätte produzieren können. Dies stellen wir prinzipiell auch für die anderen Indizes fest, wo ebenfalls rund jedes zweite Jahr Ergebnisse erzielt werden, die nicht sonderlich auffällig sind.

Darüber hinaus hat es in der Vergangenheit jedoch auch Jahre gegeben, wo sich das Window Dressing nicht für den Investor ausgezahlt hat. Dazu gehören für die meisten Indizes die Jahre 2003 und 2010, wo das Portfolio deutlich schlechter abgeschnitten hat, als die meisten zufälligen Portfolios. So hätten beim DAX 2003 mehr als 95% aller zufällig generierten Portfolios aus fünf Aktien die Window-Dressing-Strategie geschlagen, 2010 waren es mehr als 85%.

Während also in den meisten Jahren ein deutlicher Mehrwert mit den Gewinnern erzielt werden kann oder zumindest gegenüber anderen, zufälligen Portfolios keine Nachteile erwirtschaftet wird, kann die Strategie in manchen Jahren auch zu schlechten Ergebnissen führen. Dies gilt insbesondere für den Euro Stoxx, bei dem relativ oft negative Ergebnisse erzielt wurden. Erschwerend aus unserer Sicht ist, dass sich die Erfolgsaussichten einer Window-Dressing-Strategie zumindest nicht mit einfachen Mitteln beurteilen lassen; so ist zum Beispiel nur ein schwacher Zusammenhang mit der Wertentwicklung bis Ende November zu erkennen. Schlechte Ergebnisse beim S&P 500 und beim FTSE 100 sind etwas wahrscheinlicher, wenn das Jahr bereits bis November eine schwache Wertentwicklung aufgewiesen hat. Auch beim DAX ist Vorsicht angebracht, wengleich der Zusammenhang dort noch schwächer ausgeprägt ist. Dagegen ist die Wertentwicklung bis Ende November beim Euro Stoxx 50 kein Warnzeichen für Investoren, die Window Dressing betreiben möchten.



Schwieriger stellt sich die Lage bei den Werten dar, die eine schlechte Wertentwicklung aufgewiesen haben: Das Portfolio aus den fünf schwächsten Titeln bis November weist im Dezember häufig eine extrem positive oder negative Wertentwicklung auf, die sich nur in seltenen Fällen auch bei zufälligen Portfolios ergeben hätte. Im S&P 500 war eine extreme Wertentwicklung des Portfolios in 17 aus 19 untersuchten Jahren zu beobachten, im FTSE 100 in 10 aus 17 Jahren, beim Euro Stoxx 50 in 10 aus 15 Jahren. Nur beim DAX war die Zahl der extremen Wertentwicklungen mit fünf aus 14 Jahren vergleichsweise gering.

Dabei weist das Portfolio schlechter Werte zwar mehrheitlich auch im Dezember signifikant schlechte Ergebnisse auf, dies vor allem in Deutschland, Europa und Großbritannien. In den USA hätte man dagegen zwar in 10 Jahren richtig gelegen, doch in sieben Jahren hätten die schlechtesten Werte bis November im Dezember eine extrem gute Wertentwicklung aufgewiesen, mit der der Investor praktisch fast alle zufälligen Portfolios hätte schlagen können. Ein Leerverkauf des Portfolios kann sich also gerade in den USA als sehr schlechte Wahl herausstellen. Als Anhaltspunkt, ob eine Trendwende im Dezember wahrscheinlich ist, kann hier gelten, ob das Jahr bis Ende November bereits gut gelaufen ist. Scheinbar überwiegt in Jahren mit einer sehr guten Wertentwicklung zwischen Januar und November der Optimismus, dass den Unternehmen mit einer schwachen Kursentwicklung eine Trendwende gelingen könnte.

Übersicht beste Wertentwicklung 2015

DAX	Euro Stoxx 50	FTSE 100	S&P 500
Fresenius	Airbus Group	Hargreaves Lansdown	Netflix
Adidas	Fresenius	Mondi	Amazon.Com
Deutsche Boerse	Inditex	Direct Line In.Group	Activision Blizzard
Beiersdorf	Vinci	Taylor Wimpey	Total System Services
Infineon Technologies	Axa	Inmarsat	Tesoro

Übersicht schlechteste Wertentwicklung 2015

DAX	Euro Stoxx 50	FTSE 100	S&P 500
Commerzbank	Asml Holding	Bhp Billiton	Whole Foods Market
Thyssenkrupp	Engie	Antofagasta	National Oilwell Varco
Volkswagen Pref.	Banco Santander	Standard Chartered	Western Digital
E On	Volkswagen Pref.	Anglo American	Micron Technology
Rwe	E On	Glencore	Freeport-Mcmoran

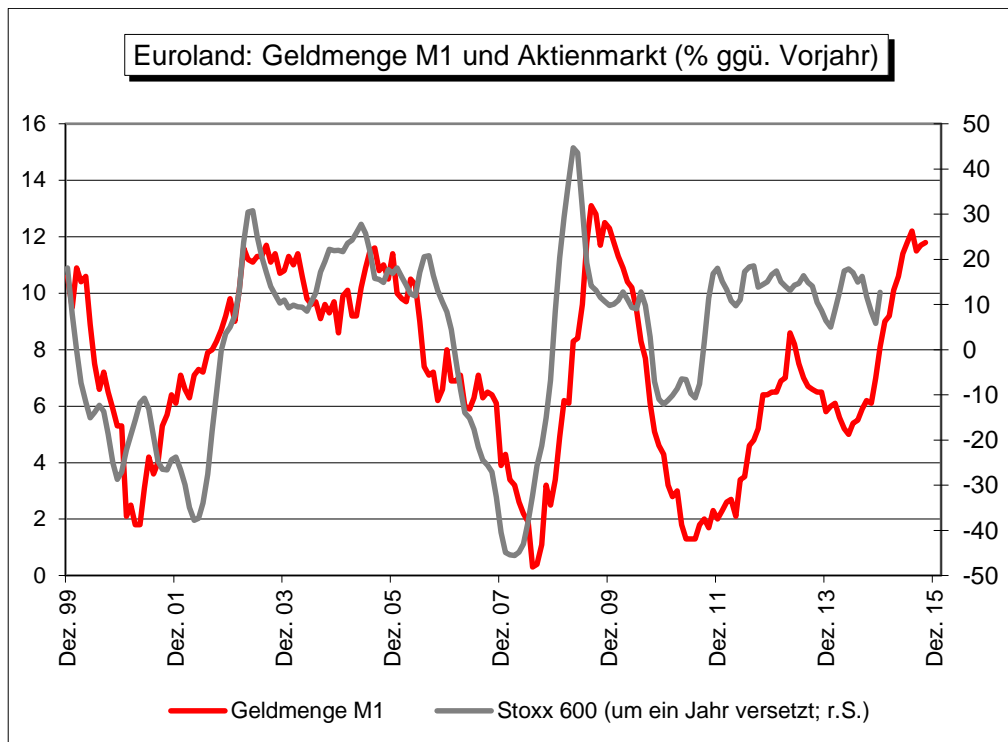
Unsere Untersuchung zeigt, dass prinzipiell am Thema Window Dressing mehr dran sein könnte als nur optische Gründe. Prinzipiell kann es für Investoren Sinn machen, zum Jahresende nochmals einen Blick auf die besten Aktien des bisherigen Jahresverlaufes zu werfen. Eine Gewinngarantie gibt es indes für diese Strategie nicht. Gerade für Anleger, die etwas Freude am Abenteuer haben, kann auch der Blick auf die Aktien interessant sein, die bislang sehr schwach abgeschnitten haben. Prinzipiell ist es wahrscheinlich, dass diese Werte auch zum Jahresende nochmals schlecht abschneiden. Das Risiko für eine Fehlentscheidung steigt jedoch erheblich an, wenn das Jahr bis November gut gelaufen ist; dann ist die Wahrscheinlichkeit für eine Trendwende im Dezember erhöht.

Wochenausblick für die Zeit vom 30. November bis 4. Dezember 2015

	Jun	Jul	Aug	Sept	Okt	Nov	Veröffentlichung
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	-0,7%	1,7%	-0,7%	0,0%	0,5%		ab 30. November
D: vorl. Lebenshaltungskosten, m/m	-0,1%	0,2%	0,0%	-0,2%	0,0%	0,0%	30. November
D: vorl. Lebenshaltungskosten, y/y	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%	0,3%	0,3%	30. November
D: Arbeitslose, Veränderung in Tsd., sa	-1	9	-6	1	-5	-8	1. Dezember
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	1. Dezember
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	51,9	51,8	53,3	52,3	52,1	52,6	1. Dezember
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,8	53,8	54,9	54,1	54,5	55,6	3. Dezember
D: Auftragseingang, m/m	1,9%	-2,2%	-1,8%	-1,7%	1,0%		4. Dezember
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,5	52,4	52,3	52,0	52,3	52,8	1. Dezember
E-19: Arbeitslosenquote	11,0%	10,9%	10,9%	10,8%	10,8%		1. Dezember
E-19: Inflationsrate, Vorabschätzung	0,2%	0,2%	0,1%	-0,1%	0,1%	0,3%	2. Dezember
E-19: Produzentenpreise, m/m	0,0%	-0,2%	-0,8%	-0,3%	-0,4%		2. Dezember
E-19: Produzentenpreise, y/y	-2,1%	-2,1%	-2,6%	-3,1%	-3,2%		2. Dezember
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,4	54,0	54,4	53,7	54,0	54,6	3. Dezember
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,0%	0,6%	0,0%	-0,1%	0,2%		3. Dezember
E-19: Einzelhandelsumsätze, Y7Y	1,9%	3,0%	2,1%	2,9%	2,8%		3. Dezember

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: EZB – Die Spannung steigt



Vor der am nächsten Donnerstag stattfindenden EZB-Sitzung nimmt die Erwartungshaltung kontinuierlich zu. Wie die Nachrichtenagentur Reuters berichtete, werden von den Notenbankern rund 20 Einzelmaßnahmen diskutiert, um die Geldpolitik noch weiter zu lockern. Eine nochmalige Reduzierung des Einlagenzinssatzes um mindestens 10 Basispunkte auf dann -0,30% ist dabei unter den Marktteilnehmern mittlerweile Konsens. Aber auch eine Ausweitung des Anleiheaufkaufprogramms auf Kommunalanleihen und Anleihen von Bundesländern, eine zeitliche Streckung über den September 2016 hinaus sowie die Ausweitung des monatlichen Kaufvo-

lumen sind denkbar. Zudem könnte die Europäische Zentralbank beschließen, zukünftig auch Unternehmensanleihen oder sogar Aktien zu kaufen, wenngleich wir vor allem Letzteres für sehr unwahrscheinlich halten. Dennoch könnten die Beschlüsse und Aussagen auf der Pressekonferenz dafür sorgen, dass die letzte Stufe der Jahresendrallye am Aktienmarkt gezündet wird, ähnlich wie es Anfang des Jahres der Fall war, als die EZB im Januar ihr „QE-Programm“ ankündigte. Umgekehrt ist allerdings auch das Enttäuschungspotenzial hoch, falls die Notenbank mit ihren Beschlüssen hinter den Erwartungen zurückbleibt. Man darf gespannt sein.

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum			
	26.11.2015 17:01	19.11.2015 -1 Woche	23.10.2015 -1 Monat	25.08.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
Dow Jones	17813	0,5%	0,9%	13,7%	-0,1%
S&P 500	2089	0,4%	0,7%	11,8%	1,5%
Nasdaq	5116	0,8%	1,7%	13,5%	8,0%
DAX	11306	2,0%	4,7%	11,6%	15,3%
MDAX	21444	0,8%	2,5%	11,1%	26,6%
TecDAX	1833	0,3%	0,7%	10,2%	33,6%
EuroStoxx 50	3500	1,5%	2,2%	8,7%	11,2%
Stoxx 50	3294	0,9%	1,7%	8,0%	9,7%
SMI (Swiss Market Index)	8973	-0,4%	0,7%	2,4%	-0,1%
Nikkei 225	19944	0,4%	5,9%	12,0%	14,3%
Brasilien BOVESPA	47021	-2,3%	-1,2%	5,6%	-6,0%
Russland RTS	875	-1,0%	0,2%	15,3%	10,6%
Indien BSE 30	25959	0,5%	-5,5%	-0,3%	-5,6%
China Shanghai Composite	3636	0,5%	6,5%	22,6%	12,4%
MSCI Welt (in €)	1698	0,5%	3,9%	16,2%	13,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	836	0,5%	0,5%	14,9%	0,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	158,22	20	76	464	235
Bobl-Future	130,06	21	51	-11	-22
Schatz-Future	111,66	6	17	34	56
3 Monats Euribor	-0,10	-1	-4	-7	-18
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,19	-4	-8	-16	0
3 Monats \$ Libor	0,41	3	8	8	15
Fed Funds Future, Dez 2015	0,22	1	4	-3	0
10-jährige US Treasuries	2,23	-3	15	10	6
10-jährige Bunds	0,48	0	-3	-27	-6
10-jährige JGB	0,30	0	-1	-8	-3
US Treas 10Y Performance	564,28	0,2%	-1,2%	-0,4%	1,1%
Bund 10Y Performance	587,08	0,0%	0,3%	2,8%	1,6%
REX Performance Index	477,00	0,1%	0,2%	1,2%	1,1%
Hypothekenzinsen USA	3,97	0	18	4	14
IBOXX AA, €	1,13	-3	-12	-21	23
IBOXX BBB, €	2,06	-2	-12	-8	27
ML US High Yield	8,28	9	58	56	133
JPM EMBI+, Index	717	-0,1%	-0,1%	4,5%	3,7%
Wandelanleihen Exane 25	7027	0,0%	1,7%	5,8%	8,8%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	384,34	0,1%	-3,9%	-0,4%	-14,1%
MG Base Metal Index	222,39	-0,7%	-11,6%	-8,4%	-26,8%
Rohöl Brent	43,51	-0,8%	-9,0%	1,6%	-24,1%
Gold	1070,97	-1,1%	-7,9%	-5,6%	-9,7%
Silber	14,16	-1,5%	-10,7%	-3,5%	-10,1%
Aluminium	1450,25	-0,2%	-0,7%	-5,6%	-20,5%
Kupfer	4561,50	-1,9%	-12,0%	-10,5%	-28,4%
Eisenerz	45,00	-4,3%	-13,5%	-17,4%	-37,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	546	8,3%	-29,5%	-42,0%	-30,2%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0618	-0,6%	-4,2%	-7,7%	-12,5%
EUR/ GBP	0,7019	0,0%	-2,3%	-3,5%	-9,6%
EUR/ JPY	130,10	-1,1%	-2,8%	-5,6%	-10,4%
EUR/ CHF	1,0873	-0,2%	0,7%	0,4%	-9,6%
USD/ JPY	122,72	-0,1%	1,0%	3,2%	2,5%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.