M.M.WARBURG & CO
BANK

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

11. März 2021

Aktienselektion: Eher dogmatisch oder doch opportunistisch?

Manchmal ist das Leben von Portfoliomanagern nicht vergnügungssteuerpflichtig. Nicht, dass wir jetzt um Mitleid betteln wollen – das wäre nicht angebracht. Aber es tut schon ein wenig weh, sehen zu müssen, wie Aktien den breiten Markt schlagen, obwohl sie aus einer klassischen fundamentalen Analyse heraus besser nicht mit der Kneifzange angefasst werden sollten. Aber genau das ist im Moment der Fall. Analysiert man die Wertentwicklung des breiten europäischen oder US-amerikanischen Aktienmarktes fällt auf, dass insbesondere die Aktien steigen, die eine eher geringe Bilanzqualität, eine eher schwache Profitabilität, eine hohe Kursvolatilität und ein geringes Gewinnwachstum aufweisen. Vollkommen irrational ist das allerdings auch nicht. Denn bei diesen Aktien handelt es sich i.d.R. um Unternehmen, die in den letzten Jahren massiv an den Börsen abgestraft wurden, nun aber mit Blick auf ein absehbares Ende der Corona-Pandemie und in Kombination mit einer nach wie vor exorbitant expansiven Geld- und Fiskalpolitik von einem Umfeld profitieren, in dem größere ökonomische Risiken eher nicht zu erwarten sind. Von einem Umfeld kurzfristig niedriger ökonomischer Risiken profitieren aber logischerweise vor allem Unternehmen mit grundsätzlich eher wackeligen Geschäftsmodellen – so ist die seit einigen Wochen zu beobachtende Aufholjagd dieser sonst als „Schmuddelkinder“ eingestuften Aktien durchaus erklärbar. Die Millionen-Dollar-Frage ist jedoch die, wie lange eine solche Situation anhält, in der eher Aktien performen, die aufgrund ihrer suboptimalen Eigenschaften langfristig nicht in einem Portfolio enthalten sein sollten. Ist man als Portfoliomanager gut beraten, hier dogmatisch zu bleiben und eisern an seinen langfristig richtigen Prinzipien festzuhalten? Oder ist nicht eine gewisse Spur von Opportunismus angebracht? Schließlich bezahlt der Kunde am Ende des Tages für eine gute Performance. Schönheitspreise für das besonders rigide Festhalten an der reinen Lehre werden stattdessen eher selten vergeben.

Allerdings darf man nicht glauben, dass ein eher opportunistischer Anlagestil auf jeden Fall die bessere Wertentwicklung garantiert, denn die Marktphasen, in denen ein opportunistischer Anlagestil angebracht erscheint, enden oft so abrupt wie sie begonnen haben. „An der Börse wird nicht geklingelt“ ist ein vielzitiertes Sprichwort, das einen hohen Wahrheitsgehalt hat. Tatsächlich ist es sehr schwer zu antizipieren, wann der ideale Zeitpunkt gekommen ist, von einem dogmatischen zu einem opportunistischen Investmentstil zu wechseln.

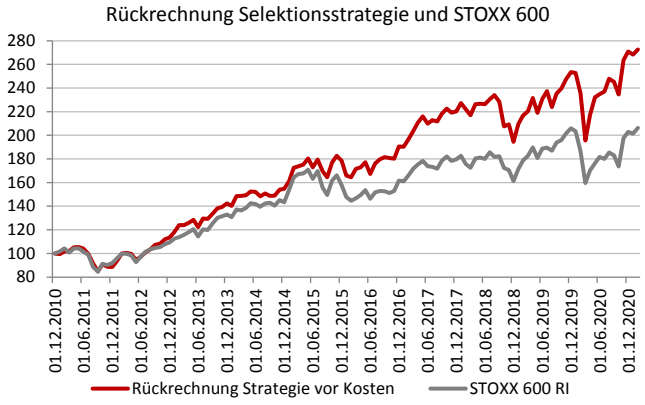
Spricht also doch vieles dafür, in atypischen Marktphasen die Zähne zusammenzubeißen, die Underperformance auszuhalten und dafür von der langfristigen Outperformance zu profitieren, die bei einem klassisch-fundamental-orientierten Investmentstil, der auf Qualität und Gewinnwachstum bei angemessener Bewertung setzt, zu erwarten wäre?

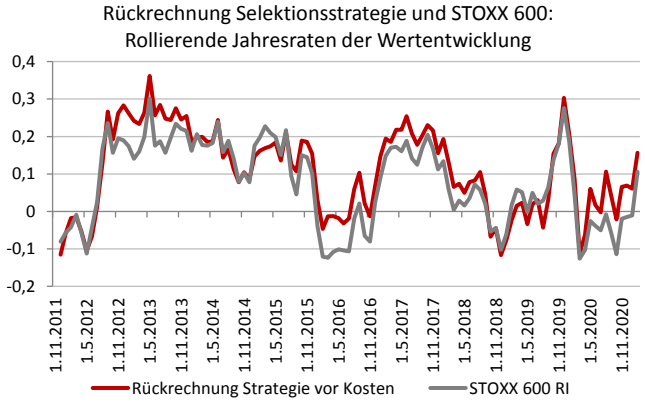
Wir sind dieser Frage nachgegangen, indem wir den denkbar opportunistischsten Investmentstil in einem Modell abgebildet und die resultierende Wertentwicklung analysiert haben. Dazu haben wir das Verhalten eines Portfoliomanagers „simuliert“, der sich über alle fundamentalen Zusammenhänge hinwegsetzt und einfach die Aktien kauft, die über Eigenschaften verfügen, die im jeweils davorliegenden Zeitraum zu einer Outperformance geführt haben – und zwar komplett unabhängig davon, ob dem eine fundamentale Logik zugrunde liegt oder nicht.

Unsere Vorgehensweise war dabei wie folgt: Wir haben ab Ende 2010 Halbjahr für Halbjahr für 16 fundamentale Faktoren aus den Bereichen Bilanzqualität, Profitabilität, Volatilität, Bewertung und Wachstum Faktorportfolios gebildet und die Wertentwicklung dieser Faktorportfolios auf Tagesbasis berechnet. Die Wertentwicklung dieser Faktorportfolios haben wir durch einen nichtlinearen Trend beschrieben und jeweils am aktuellen Rand die Steigung dieses Trends bestimmt und als Schätzer für den Trend der Faktorrendite der nächsten sechs Monate verwendet. Auf diese Weise wurde Halbjahr für Halbjahr eine sog. Faktorskyline bestimmt, die auf den Trends der jüngeren Vergangenheit beruht und versucht, diesen Trend für weitere sechs Monate fortzuschreiben.

Mit diesen Informationen wurde dann Halbjahr für Halbjahr ein Portfolio konstruiert, das bestmöglich dieser gesuchten Faktorskyline entspricht; als Nebenbedingung wurde dabei eine weitgehend sektorneutrale Portfoliokonstruktion bis hinunter auf ICB Level 5 vorgegeben. Die Portfolios bestanden zu jedem Zeitpunkt ausschließlich aus Aktien, die in dem Moment im STOXX 600 enthalten waren. Gleichzeitig wurden hinsichtlich der fundamentalen Kennzahlen nur Analystenschätzungen verwendet, die zu dem Zeitpunkt der Portfoliokonstruktion auch in Echtzeit verfügbar gewesen wären. Der Turnover ist bei Umschichtungsterminen vergleichsweise hoch und liegt bei etwa 80%. Da aber jeweils nur im Januar und im Juli eine Umschichtung stattfand, wäre der Gesamt-Turnover in einem praxistauglichen Umfang verblieben. Ein Curve-Fitting des Modells hat zu keiner Zeit stattgefunden. Das Modell wurde programmiert und das Ergebnis ohne eine einzige weitere Modifikation am Modell übernommen. Ein Forward-Looking-Bias, ein Survivorship-Bias oder eine ähnliche Form der Verzerrung erscheint ausgeschlossen. Ein Zufallsergebnis – getrieben durch einige wenige selektierte Aktien - erscheint ebenfalls ausgeschlossen, da das Portfolio zu jedem Zeitpunkt ca. 100 gleichgewichtete Aktien hält und die resultierenden statistischen Eigenschaften über den Zeitverlauf sehr stabil sind.

Im Ergebnis zeigt sich, dass sich mit diesem komplett opportunistischen Ansatz, der losgelöst von ökonomischen Annahmen und Überlegungen arbeitet, eine relativ gleichmäßige Outperformance erzielen lässt. Das zeigt schon der Blick auf die kumulierte Wertentwicklung, vor allem aber auf den Vergleich der Jahresraten des Modellportfolios und des STOXX 600. In den meisten Fällen bewegt sich das Modellportfolio bei den Jahresraten auf dem Niveau des Index oder oberhalb des Indexes. Nur sehr selten fällt die Jahresrate des Modellportfolios darunter. Der Tracking Error liegt bei 4,3%, der Information Ratio bei einem guten Wert von 0,7.





Wie sind nun die Ergebnisse zu interpretieren? Aus unserer Sicht wäre eine mögliche Interpretation die, dass Faktortrends im Durchschnitt so lange anhalten, dass selbst eine träge Modellierung, die nur zweimal im Jahr Umschichtungen zulässt, Faktortrends ausnutzen kann. Damit wäre zu eine gewissen Grad das Argument widerlegt, wonach Trends so schnell umschwenken können, dass eine Nutzung dieser Trends systematisch unmöglich sei.

Für die Praxis und vor allem für die aktuelle Situation kann das Ergebnis auch dahingehend interpretiert werden, dass man als Asset Manager durchaus einen temporären Shift hin zu zyklischen Werten wagen kann, die wenig profitabel und hochverschuldet sind. Auch wenn diese Werte sicher nicht dem klassischen „Beuteschema“ eines Portfoliomanagers entsprechen gibt es doch einige makroökonomisch motivierte Gründe, warum dieser Trend nicht sofort zu einem Ende kommen wird. Und auch die Historie zeigt, dass man solche Trends tatsächlich nutzen kann. Daher unser Fazit: Auch wenn unser Herz für eine klassische Fundamentalanalyse schlägt - etwas Opportunismus scheint zuweilen nicht zu schaden.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand 11.03.2021 20:37	Veränderung zum 26.02.2021 -1 Woche	04.02.2021 -1 Monat	04.12.2020 -3 Monate	04.03.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Dow Jones	32589	5,4%	4,9%	7,8%	20,3%	6,5%
S&P 500	3954	3,8%	2,1%	6,9%	26,3%	5,3%
Nasdaq	13417	1,7%	-2,6%	7,6%	48,8%	4,1%
Russell 2000	2330	5,9%	5,8%	23,1%	52,2%	18,0%
DAX	14569	5,7%	3,6%	9,6%	20,1%	6,2%
MDAX	31937	2,1%	-1,3%	8,2%	22,4%	3,7%
TecDAX	3360	0,4%	-4,1%	7,8%	13,9%	4,6%
EuroStoxx 50	3846	5,8%	5,6%	8,7%	12,4%	8,2%
Stoxx 50	3275	4,8%	3,2%	6,0%	3,2%	5,4%
SMI (Swiss Market Index)	10883	3,4%	0,2%	5,0%	6,2%	1,7%
FTSE 100	6737	3,9%	3,6%	2,9%	-1,2%	4,3%
Nikkei 225	29212	0,8%	3,1%	9,2%	38,4%	6,4%
Brasilien BOVESPA	114972	4,5%	-3,6%	1,1%	7,2%	-3,4%
Russland RTS	1505	6,6%	7,3%	10,9%	11,6%	8,5%
China Shanghai Composite	3437	-2,1%	-1,9%	-0,2%	14,1%	-1,0%
MSCI Welt (in €)	2775	3,0%	0,8%	6,7%	14,9%	5,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	1325	0,1%	-4,4%	7,5%	18,6%	5,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	171,32	-208	-500	-350	-658	-632
Bobl-Future	135,09	88	14	-28	-89	-9
Schatz-Future	112,10	-7	-16	-21	-31	-17
3 Monats Euribor	-0,54	2	2	1	-8	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,53	-2	3	1	6	0
3 Monats $ Libor	0,19	1	0	-3	-81	-4
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	-1	1	0	-30	0
10-jährige US Treasuries	1,52	8	39	56	53	61
10-jährige Bunds	-0,33	-4	15	21	30	24
10-jährige Staatsanl. Japan	0,11	-5	5	9	25	9
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,30	-9	9	14	57	19
US Treas 10Y Performance	679,58	-0,9%	-3,1%	-4,5%	-2,0%	-5,1%
Bund 10Y Performance	669,45	0,5%	-1,3%	-2,0%	-2,9%	-2,2%
REX Performance Index	494,22	0,3%	-0,7%	-1,0%	-1,5%	-1,0%
IBOXX AA, €	0,19	-6	9	17	9	17
IBOXX BBB, €	0,67	-5	10	9	-9	12
ML US High Yield	4,91	7	8	-24	-127	-7
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	481,35	0,9%	7,6%	23,9%	30,1%	17,6%
MG Base Metal Index	386,62	-4,3%	8,0%	8,5%	39,1%	9,0%
Rohöl Brent	69,65	5,4%	18,2%	41,1%	34,4%	34,2%
Gold	1722,91	-0,3%	-3,7%	-6,1%	5,0%	-9,2%
Silber	26,16	-0,3%	-0,1%	8,5%	52,4%	-0,8%
Aluminium	2153,75	0,2%	8,3%	6,1%	25,5%	9,1%
Kupfer	8932,75	-2,3%	14,1%	15,3%	57,7%	15,3%
Eisenerz	168,44	1,7%	8,4%	19,0%	87,9%	8,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1980	18,2%	49,2%	65,4%	252,3%	44,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1979	-1,2%	-0,1%	-1,5%	7,7%	-2,4%
EUR/ GBP	0,8566	-1,3%	-2,3%	-4,9%	-1,4%	-4,3%
EUR/ JPY	129,91	0,8%	2,9%	2,7%	8,6%	2,7%
EUR/ CHF	1,1075	0,8%	2,4%	2,3%	4,0%	2,5%
USD/ JPY	107,98	1,3%	2,3%	3,7%	0,4%	4,6%
USD/ GBP	0,7152	0,0%	-2,3%	-3,6%	-8,3%	-2,2%

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

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.