



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

15. April 2021

Aktienselektion: Irrationale Übertreibung oder Smart Money?

Jeder kennt das Phänomen: Eine Aktie eilt von einem Hoch zum anderen, obwohl sich bei den Gewinn- und den Umsatzschätzungen wenig ändert. Oder das Gegenteil ist der Fall – eine Aktie fällt und fällt, während Analysten keine ernsthafte Verschlechterung der fundamentalen Daten feststellen können. Wie soll man als Investor damit umgehen? Die klassische Antwort wäre die, bei scheinbaren Übertreibungen nach oben die Aktie eher zu verkaufen und bei scheinbaren Übertreibungen nach unten Aktien eher zu kaufen. Dahinter steckt die Vermutung, dass Aktien nach irrationalen Bewegungen dazu tendieren, zu ihrem fundamentalen Gleichgewicht zurückzukehren. Hier wird auch von einer Tendenz zur *mean reversion* gesprochen. Doch ist dies tatsächlich eine sinnvolle Vorgehensweise? Die Erwartung einer *mean reversion* unterstellt, dass der Markt sich „verlaufen“ hat, während doch eigentlich auf Basis der Fundamentaldaten relativ klar war, wie eine plausible Kursentwicklung hätte aussehen müssen.

Diese Frage tangiert letztlich sogar den Kern des Asset Managements, denn es geht darum, wie effizient Märkte sind und mit wie viel Demut eine Anlageentscheidung zu treffen ist, und zwar unabhängig von der Konfidenz, mit der die Entscheidung einhergeht. Schließlich kommt es in gewisser Weise einer Anmaßung von Wissen gleich, eine Kauf- oder Verkaufsentscheidung auf Basis vermeintlich objektiver Daten gegen den Markt zu treffen. Denn jeder Investor hat sich (hoffentlich) etwas dabei gedacht, wenn er eine Transaktion tätigt und dafür riskiert, Geld zu verlieren.

Genau dieser Mechanismus macht Märkte und die damit einhergehende Informationsverarbeitung so effizient.

Aber könnte es sein, dass sich eine zu einem gegebenen Zeitpunkt irrational erscheinende Entwicklung später vielleicht doch als rational entpuppt?

Wir haben versucht, diese Frage wie folgt zu beantworten. Für jede Aktie bestehen Analystenschätzungen für eine Vielzahl von Kennzahlen, die im Zeitverlauf immer wieder angepasst werden. Grundsätzlich kann man davon ausgehen, dass das gesamte öffentlich verfügbare Wissen über ein Unternehmen in diesen Kennzahlen und deren Verlauf kondensiert ist. Wir haben nun ab Ende 2010 in einem Abstand von jeweils sechs Monaten zunächst eine Liste der Aktien erstellt, die zu dem Zeitpunkt im STOXX 600 enthalten waren. Für diese Aktien haben wir jeweils den Verlauf der zuvor geschätzten Bilanzkennzahlen auf Niveauebene für die vorherigen fünf Jahre abgefragt. Dabei wurden nur Daten verwendet, die auch bei einer Echtzeitanwendung in der Datenbank vorhanden gewesen wären. Zu den abgefragten Kennzahlen gehörten beispielsweise die Gewinne pro Aktie, der Cash-Flow pro Aktie, der Umsatz pro Aktie oder auch der Buchwert pro Aktie. Diese Kennzahlen entwickeln sich in groben Zügen ähnlich wie die Kurse, auch wenn durchaus temporäre Entkopplungen zu beobachten sind.

Nun haben wir zu jedem Zeitpunkt für jedes einzelne Unternehmen ein Regressionsmodell erstellt, das bestmöglich den Kurs einer Aktie mit den jeweils verfügbaren Bilanzdaten erklären kann. Auch dabei wurde peinlichst genau darauf geachtet, dass jeweils nur Daten verwendet werden, die auch bei einer Echtzeitanwendung verfügbar gewesen wären. Jede Berechnung findet komplett *out of sample* statt und repliziert damit perfekt eine Anwendung in der Realität ohne jegliches Wissen über die Zukunft.

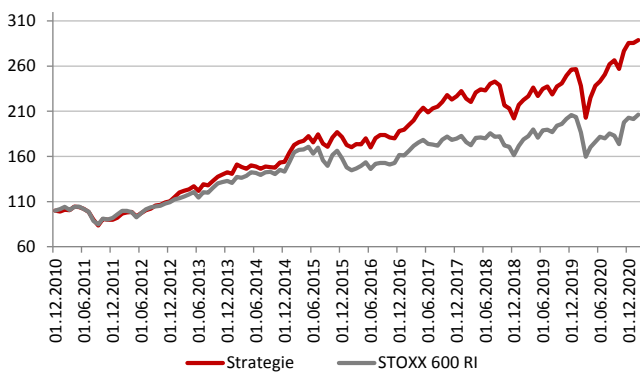
Konjunktur und Strategie

Man kann sich das Regressionsmodell dabei in etwa wie einen Investor vorstellen, der bestmöglich versteht, wie der Aktienkurs eines spezifischen Unternehmens auf die Veränderungen in der Schätzung von Bilanzkennzahlen reagiert.

Nun wäre zu vermuten, dass es Sinn ergeben könnte, anhand dieses Modells Übertreibungen an den Märkten zu erkennen und diese im Sinne einer erwarteten mean reversion zu nutzen. Konkret würde dies bedeuten, Aktien dann zu verkaufen, wenn sie im Kurs deutlich dem regressionsanalytisch „fairen“ Wert enteilt sind. Dagegen müsste man Aktien kaufen, wenn sie signifikant unterhalb ihres „fairen“ Wertes notieren. Allerdings zeigen die Ergebnisse das genaue Gegenteil! Unsere Berechnungen legen nahe, dass es dann zu einer Outperformance kommt, wenn Aktien gekauft werden, die schon sehr teuer erscheinen und Aktien verkauft werden, die sehr günstig erscheinen. Also exakt das Gegenteil von dem, was ökonomisch intuitiv und auf den ersten Blick sinnvoll wäre. Eine Erklärung wäre die, dass bei Investoren selektiv Wissen vorliegt, das nicht allgemein verfügbar ist und daher auch nicht komplett Eingang in die Schätzungen der Analysten findet.

Eine Abweichung des Kurses von dem vermeintlich rational nachvollziehbaren Kurs wäre dann eben nicht der Hinweis auf eine irrationale Bewegung, sondern ganz im Gegenteil ein Hinweis auf selektiv vorhandenes „smart money“, bei dem einige Investoren mehr wissen als andere. Als Investor wäre man hier gut beraten, auf diesen Zug aufzuspringen statt die Gegenposition einzunehmen. Wie gut diese Strategie aufgegangen wäre, zeigen die folgenden Abbildungen.

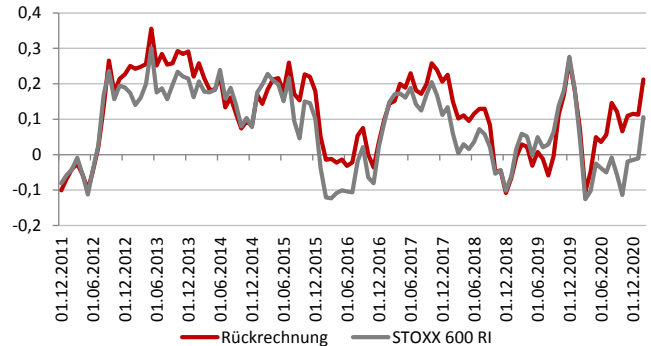
Backtest der Strategie verglichen mit dem Stoxx 600



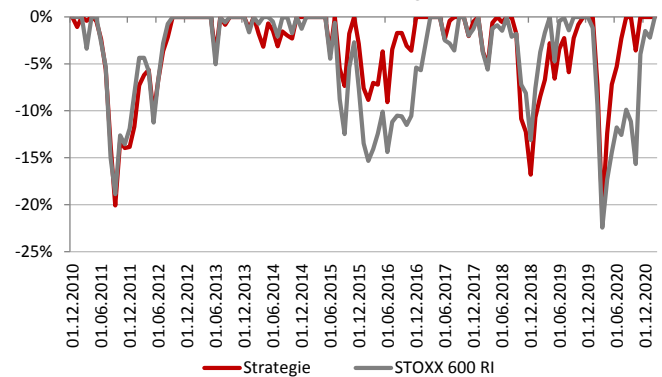
Die Wertentwicklung dieser Strategie wäre vergleichsweise stetig besser verlaufen als die Wertentwicklung der Benchmark. Und auch wenn die Outperformance nicht

gewaltig ist, hätte es doch nur wenige Zeiträume gegeben, in denen es über einen Zeitraum von einem Jahr eine deutliche Underperformance gegeben hätte.

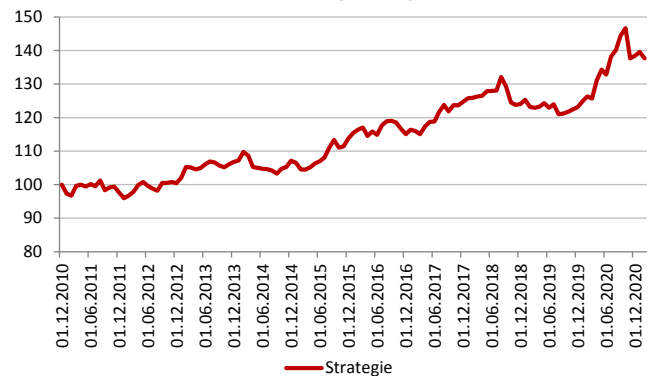
Rückrechnung der Strategie im Vergleich zum STOXX 600: Rollierende Jahresraten



Drawdownchart Rückrechnung vs. Stoxx 600



Relative Wertentwicklung Strategie vs. Stoxx 600



Oberflächlich könnte man vermuten, dass die beschriebene Strategie einer Momentumstrategie gleicht. Das ist jedoch nicht der Fall. Hier werden nicht Aktien gekauft, die eine *absolut* gute Wertentwicklung aufweisen, sondern nur Aktien, die *relativ* zum fairen Wert auf Basis von Bilanzkennzahlen eine auffallend gute Wertentwicklung aufweisen. Dazu können auch Aktien mit einer absolut schlechten Wertentwicklung gehören. Das Ergebnis mahnt zur Vorsicht, auffällige Bewegungen von Aktienkursen nicht zu vorschnell als irrationale Übertreibung abzustempeln. Manchmal waren einige Investoren einfach nur ein wenig „smarter“ als andere.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	15.04.2021	02.04.2021	08.03.2021	08.01.2021	08.04.2020	31.12.2020
Aktienmärkte	13:37	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	33731	1,7%	6,1%	8,5%	43,9%	10,2%
S&P 500	4125	2,6%	7,9%	7,8%	50,0%	9,8%
Nasdaq	13858	2,8%	9,9%	5,0%	71,3%	7,5%
Russell 2000	2248	-0,3%	2,0%	7,5%	88,6%	13,8%
DAX	15232	0,8%	5,9%	8,4%	47,4%	11,0%
MDAX	32959	2,1%	5,3%	5,1%	51,9%	7,0%
TecDAX	3512	2,0%	8,0%	6,6%	27,9%	9,3%
EuroStoxx 50	3987	1,0%	5,9%	9,4%	39,8%	12,2%
Stoxx 50	3381	1,4%	4,6%	5,9%	22,2%	8,8%
SMI (Swiss Market Index)	11189	0,6%	3,3%	3,6%	18,6%	4,5%
FTSE 100	6966	3,4%	3,7%	1,4%	22,7%	7,8%
Nikkei 225	29643	-0,7%	3,1%	5,3%	53,2%	8,0%
Brasilien BOVESPA	120295	4,4%	8,8%	-3,8%	53,0%	1,1%
Russland RTS	1452	-1,0%	0,3%	-1,0%	30,3%	4,6%
Indien BSE 30	48804	-2,5%	-3,2%	0,0%	63,3%	2,2%
China Shanghai Composite	3399	-2,5%	-0,7%	-4,8%	20,7%	-2,1%
MSCI Welt (in €)	2914	0,7%	6,1%	8,3%	36,5%	11,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	1337	-1,9%	1,3%	1,1%	39,0%	6,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	170,87	-96	-314	-643	41	-677
Bobl-Future	134,99	-28	41	-14	45	-19
Schatz-Future	112,11	-3	-6	-17	9	-17
3 Monats Euribor	-0,54	3	2	2	-28	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,55	1	-2	1	-22	0
3 Monats \$ Libor	0,19	-1	1	-4	-112	-5
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	-1	0	0	-6	0
10-jährige US Treasuries	1,61	-7	2	51	85	70
10-jährige Bunds	-0,28	9	4	28	4	30
10-jährige Staatsanl. Japan	0,09	-2	-2	7	9	7
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,25	6	-1	22	4	24
US Treas 10Y Performance	678,27	0,9%	0,2%	-3,5%	-6,0%	-5,3%
Bund 10Y Performance	670,87	0,1%	0,5%	-1,8%	0,5%	-2,0%
REX Performance Index	493,68	-0,1%	0,0%	-1,1%	-0,1%	-1,1%
IBOXX AA, €	0,18	-1	-4	15	-89	16
IBOXX BBB, €	0,62	-3	-8	12	-177	7
ML US High Yield	4,76	-12	-20	-18	-466	-22
Wandelanleihen Exane 25	8343	0,2%	3,0%	-1,1%	18,5%	0,2%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	472,66	-0,3%	-3,1%	10,6%	70,6%	15,4%
MG Base Metal Index	398,88	1,8%	2,0%	7,7%	62,8%	12,5%
Rohöl Brent	66,48	2,3%	-2,7%	18,6%	102,0%	28,1%
Gold	1746,32	1,0%	3,8%	-5,9%	5,9%	-8,0%
Silber	25,49	2,8%	1,4%	-0,4%	70,4%	-3,4%
Aluminium	2266,11	2,9%	4,8%	12,0%	58,9%	14,8%
Kupfer	9018,25	2,5%	0,0%	11,1%	81,2%	16,4%
Eisenerz	171,42	4,7%	-1,2%	1,1%	106,9%	10,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	2178	5,1%	17,5%	35,6%	258,8%	59,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1964	1,9%	0,8%	-2,3%	10,1%	-2,5%
EUR/ GBP	0,8683	2,0%	1,1%	-3,7%	-1,0%	-3,0%
EUR/ JPY	130,18	0,1%	1,0%	2,3%	10,0%	2,9%
EUR/ CHF	1,1048	-0,5%	-0,4%	2,0%	4,7%	2,3%
USD/ CNY	6,5263	-0,6%	0,0%	0,8%	-7,7%	0,0%
USD/ JPY	109,26	-1,3%	0,3%	5,1%	0,4%	5,8%
USD/ GBP	0,7260	0,3%	0,3%	-1,3%	-10,1%	-0,8%

Quelle: Refinitiv Datastream

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.