M.M.WARBURG & CO
BANK

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

29. April 2021

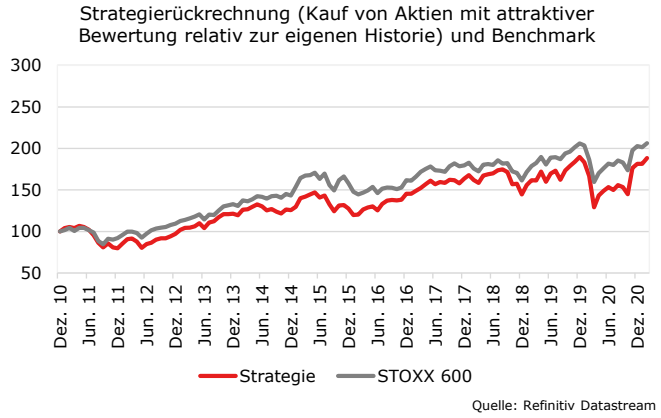
Wie im echten Leben: Warum bei Aktien eine extreme Schnäppchenjagd wenig bringt

Der Hang zur Schnäppchenjagd scheint ein allgemeines menschliches Phänomen zu sein. Allerdings zeigt die leidvolle Erfahrung, dass Schnäppchen nicht immer das halten, was sie versprechen. Zu oft entpuppen sich vermeintlich günstige Einkäufe im Nachhinein als Fehlentscheidung, da nicht nur der Preis, sondern auch die Qualität niedrig war. Bei einer langfristigen Perspektive können dann günstige Einkäufe nicht selten sogar richtig teuer werden. Doch gilt diese Erfahrung auch für den Aktienmarkt? Auch der Aktienmarkt ist voll von Schnäppchenjägern, die nach günstigen Einstiegsmomenten suchen. So sind auch heute noch alle Anhänger des Value-Investmentstils letztlich immer auf der Suche nach einem Unternehmen, das einen Dollar wert ist, aber nur 50 Cent kostet, um an dieser Stelle den Gottvater des Value-Investings, Benjamin Graham, zu zitieren.

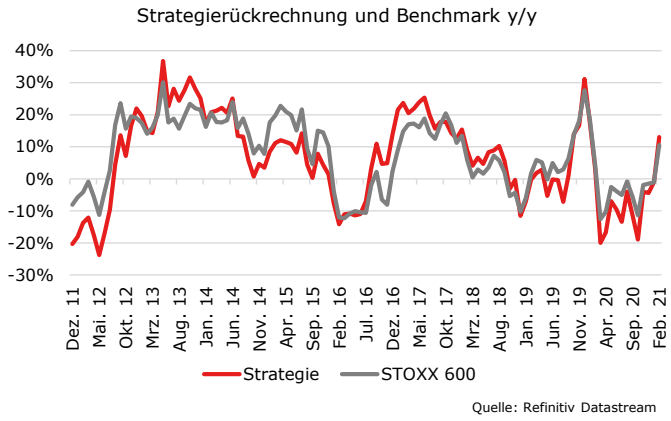
Aber während dieser Ansatz zu Zeiten eher noch ineffizienter Märkte durchaus seinen Charme hatte (das Zitat stammt aus den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts), muss doch die Frage erlaubt sein, ob diese Arbeitshypothese auch heute noch ihre Berechtigung hat. Ein erster Blick auf die Wertentwicklung von Value-Indizes lässt erahnen, dass das in den letzten zehn Jahren eher nicht mehr der Fall war. Eine Tendenz zur systematischen Outperformance ist dort nicht zu erkennen; eher scheint das Gegenteil der Fall zu sein. Fairerweise muss allerdings gesagt werden, dass einfache Value-Indizes, nach denen auch beispielsweise Value-ETFs gesteuert werden, nicht unbedingt den Value-Investmentstil eines Benjamin Graham nachempfinden oder damit kompatibel sind. Denn Graham hat nie gefordert, einfach unreflektiert die günstigsten Aktien (gemessen an einer Kennzahl wie dem KGV) eines Investmentuniversums zu kaufen. Vielmehr ging es ihm immer darum, zunächst zu überlegen, was eine faire Bewertungsrelation sein könnte, um dann ein Unternehmen mit einem ausreichenden Abstand im Sinn einer Sicherheitsmarge zu diesem fairen Wert zu kaufen. Nun liegt es in der Natur der Dinge, dass kein Mensch der Welt definitiv weiß, wo der faire Wert für das KGV einer Aktie liegt. Wenn dies objektiv hergeleitet werden könnte, würden Märkte keine Rolle mehr spielen – sie wären einfach komplett unnötig. Da dies aber nicht so ist, hat sich in der Praxis eine Methode etabliert, mit der man indikativ eine annähernd faire Bewertungsrelation herleiten könnte: Man berechnet den historischen Durchschnitt von Bewertungskennzahlen (KGV, Dividendenrendite, Preis-Buchwertverhältnis etc.) und vergleicht diese mit den aktuellen Werten. Die sich ergebende Differenz wird in das Verhältnis aller anderen sich ergebenden Differenzen für sämtliche Aktien des Investmentuniversums gesetzt. Wenn nun eine Aktie viel stärker von ihren historischen Bewertungskennzahlen abweicht als andere Aktien, kann das als ein Zeichen für eine Fehlbewertung interpretiert werden.

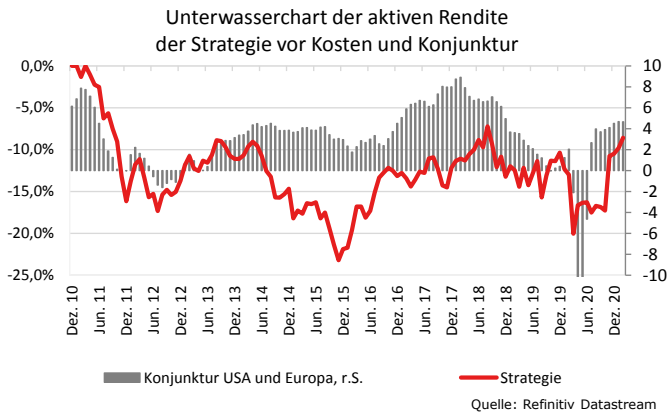
Ein Schnäppchenjäger am Aktienmarkt hätte damit möglicherweise doch eine Methode gefunden, mit der nur 50 Cent für ein Unternehmen gezahlt werden müssen, das einen Dollar wert zu sein scheint. Doch hätte diese Methode in den letzten Jahren auch funktioniert? Wir haben diese Frage beantwortet, indem wir für alle Aktien des STOXX 600 in seiner jeweiligen historischen Zusammensetzung auf Basis mehrerer Bewertungskennzahlen berechnet haben, wie stark die Aktien jeweils (gemessen

in Standardabweichungen) von ihren eigenen historischen Daten abweichen. Dabei wurden nur Daten von Analystenschätzungen verwendet, die auch historisch genauso verfügbar waren, womit eine Echtzeitanwendung perfekt repliziert wurde. Gekauft wurden dann für mindestens sechs Monate immer die Aktien, die besonders deutlich unter ihren historischen Bewertungskennzahlen notierten. Das Ergebnis ist ernüchternd, wie die folgende Abbildung zeigt.



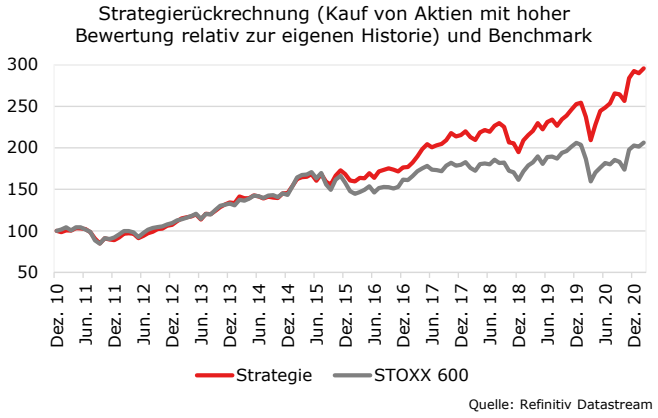
Die kumulierte Wertentwicklung liegt leicht unter der der Benchmark; in den meisten Phasen lag die rollierende Jahresrate der Strategie in der Nähe der rollierenden Jahresrate der Benchmark. Vereinfacht gesagt: Man hätte sich die Mühe eigentlich sparen können, nach Schnäppchen zu suchen.

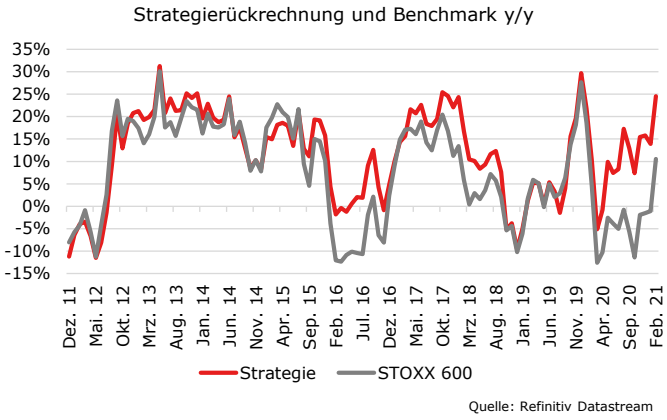




Der Unterwasserchart der aktiven Rendite gibt zudem einen Hinweis darauf, dass die Wertentwicklung relativ zur Benchmark etwas besser war, wenn die Konjunkturdaten einen positiven Trend aufweisen, während rezessive Phasen eher mit einer relativ schlechteren Performance einhergingen. Das ist nicht untypisch für das Performanceverhalten sehr günstig bewerteter Unternehmen, da mit der günstigen Bewertung meistens eine geringe Bilanzqualität einhergeht, die in rezessiven Phasen zu einer Belastung für das Unternehmen werden kann.

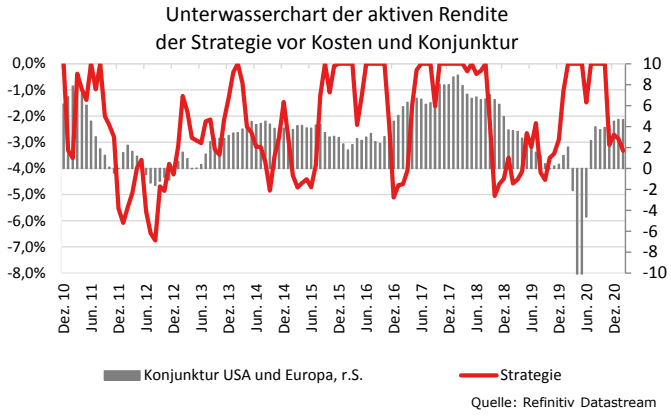
Um das Phänomen insgesamt besser verstehen zu können, haben wir nun die Strategie umgekehrt. Statt die Schnäppchen zu kaufen, setzten wir in einem zweiten Durchlauf auf die Aktien, die relativ zu ihrer eigenen Historie besonders teuer erschienen. Das Ergebnis hat uns mehr als überrascht. Wir hätten wiederum eine Wertentwicklung in der Nähe der Benchmark erwartet; stattdessen zeigte sich insbesondere ab dem Jahr 2015 eine signifikante Outperformance. Zeitlich fällt der Beginn der Outperformance perfekt mit dem Beginn des europäischen QE-Programms zusammen; darauf gehen wir später noch einmal ein.





Im Gegensatz zum ersten Backtest ist hier ab 2015 in der rollierenden Jahresrate der Strategie ein nahezu kontinuierlich wachsender Vorsprung gegenüber der Benchmark zu beobachten. Auch der Zusammenhang der aktiven

Rendite mit dem Konjunkturzyklus scheint weitgehend aufgelöst, wie die nachfolgende Abbildung zeigt. Insbesondere ab 2015 ist hier kaum noch ein Zusammenhang zu erkennen.



Die Ergebnisse mahnen – so zumindest unsere Interpretation – zu großer Demut. Offensichtlich sind Unternehmen, die im Zeitverlauf günstiger bewertet wurden, zu Recht günstiger bewertet worden, denn in der Folgezeit holen sie diese Unterbewertung im Durchschnitt nicht mehr auf. Und Unternehmen, die im Zeitverlauf vom Markt immer teurer bewertet wurden, sind ebenfalls nicht von einem zufälligen Prozess bevorteilt worden. Vielmehr gab es auch offensichtlich gute Gründe, diese Unternehmen im Zeitverlauf anders einzuschätzen, denn auch hier fand in der Zeit danach keine im Durchschnitt zu erwartende mean reversion statt. Ganz im Gegenteil. Für Unternehmen, die zuvor teurer geworden waren, setzt sich offensichtlich dieser Trend im Durchschnitt nach dem Kauf fort. Es scheint so, als wenn der Markt ein feines Gespür für die Qualität von Unternehmen besitzt. Fallende Qualität wird abgestraft, sich verbessernde Qualität wird über ansteigende Bewertungen belohnt. Aus dieser Perspektive sind fallende Bewertungen eines Unternehmens ein Warnsignal und eben kein Schnäppchenindikator! Demgegenüber sind steigende Bewertungen ein starker Hinweisgeber für unternehmerische Chancen, die sich aus einer erhöhten Qualität und Substanz des Unternehmens ergeben. Nicht ohne Grund weist das Portfolio mit den vermeintlich zu teuren Aktien nicht nur eine bessere Performance auf, sondern hat – entgegen dem, was viele Lehrbücher postulieren würden – auch noch attraktivere Risikoeigenschaften. Die Volatilität und der VAR sind besser als in der Benchmark!

Die Ergebnisse sind so frappierend, dass nach Gründen gesucht werden muss, warum hier vielleicht eine Fehlinterpretation vorliegen könnte. Ein „Denkfehler“ könnte darin bestehen, sektorale Effekte nicht zu berücksichtigen. So haben Technologiewerte in den letzten Jahren eine bemerkenswerte Rallye vollzogen; gerade Technologiewerte weisen aber die Eigenschaft auf, eher teuer zu sein und im Zeitverlauf noch teurer zu werden. Wenn nun das im Backtest erstellte Strategieportfolio primär aus Technologiewerten bestände, könnten die Aussagen vermutlich nicht mehr verallgemeinert werden, da sie primär durch sektorspezifische Effekte getrieben wurden. Das ist aber nicht der Fall. Der Backtest ist so aufgebaut, dass zu jedem Umschichtungszeitpunkt genau die besten sechs Prozent aller Aktien aus einem Sektor (auf der schon sehr granularen Ebene vom ICB Level 4) gekauft werden. Durch diese Vorgehensweise ist das resultierende Portfolio hochgradig diversifiziert und in der Sektorstruktur vergleichsweise nahe an Benchmark. Da aber die Aktien im Backtest zum Umschichtungszeitpunkt immer gleichgewichtet und nicht entsprechend der Marktkapitalisierung gewichtet sind, lag gerade die Gewichtung des Technologiesektors sogar eher unter dem Benchmarkgewicht. Mit Sektoreffekten kann das Ergebnis daher nicht erklärt werden. Ein besserer Erklärungsansatz wäre vermutlich die sehr expansive Geldpolitik der EZB, die ab März 2015 durch die Auflage von Anleihekaufprogrammen einen zusätzlichen Schub verliehen bekommen hat. Grundsätzlich tun sich Investoren schwer damit, Aktien mit steigenden Bewertungsrelationen zu kaufen. Mit tiefen Zinsen fällt jedoch der Grund für diese Zurückhaltung zunehmend weg, denn bei tiefen Zinsen steigt der Barwert zukünftiger Gewinne stark an, so dass höhere Bewertungsrelationen zunehmend plausibel erscheinen. Das mag zum Teil erklären, warum die zweite von uns getestete Strategie just in dem Moment beginnt besonders gut zu performen, in dem die EZB mit dem Kauf von Anleihen beginnt. Allerdings ist nicht davon auszugehen, dass auf absehbare Zeit eine Kursänderung in der Geld- und Zinspolitik erfolgt. Solange die Zinsen nahe bei null Prozent liegen, werden Investoren sehr gerne bereit sein, sich verbessernde Aussichten auf zukünftige Gewinne mit deutlichen Bewertungsaufschlägen zu versehen. Wer dann diese Unternehmen aufgrund der hohen Bewertung verkauft, verkauft auch die Unternehmen mit den besten Gewinnaussichten und verzichtet auf zukünftige Performance. Insgesamt zeigen unsere Berechnungen schon seit längerer Zeit, dass es zunehmend sinnlos ist, als Einzelinvestor beim Thema Bewertung schlauer sein zu wollen als der Gesamtmarkt. Vieles spricht dafür, sich auf Themen wie Bilanzqualität, Profitabilität, Gewinnwachstum, wettbewerbliches Umfeld und die Qualität des Managements zu konzentrieren. Beim Thema Bewertung verbrennt man sich dagegen zu oft und zu leicht die Finger.

Marktdaten

Aktienmärkte	Stand 29.04.2021 18:19	Veränderung zu -1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	33791	-0,1%	2,2%	10,4%	40,2%	10,4%
S&P 500	4185	1,2%	5,3%	10,5%	46,1%	11,4%
Nasdaq	13984	1,2%	6,4%	4,9%	62,5%	8,5%
Russell 2000	2284	2,3%	2,8%	8,4%	76,0%	15,7%
DAX	15154	-1,1%	2,7%	10,9%	40,4%	10,5%
MDAX	32756	-0,4%	3,7%	4,1%	43,6%	6,4%
TecDAX	3489	-1,2%	3,2%	2,3%	22,2%	8,6%
EuroStoxx 50	3997	-0,4%	3,4%	12,4%	36,3%	12,5%
Stoxx 50	3387	-0,6%	2,7%	7,5%	17,1%	9,0%
SMI (Swiss Market Index)	11080	-1,3%	-0,3%	2,1%	12,0%	3,5%
FTSE 100	6961	0,3%	3,3%	6,7%	16,8%	7,8%
Nikkei 225	29054	-0,5%	-0,4%	3,0%	47,0%	5,9%
Brasilien BOVESPA	119753	0,3%	4,3%	0,7%	47,3%	0,6%
Russland RTS	1511	0,6%	4,2%	9,1%	36,1%	8,9%
Indien BSE 30	49766	3,5%	1,5%	6,2%	55,0%	4,2%
China Shanghai Composite	3475	0,3%	1,7%	-0,9%	23,7%	0,1%
MSCI Welt (in €)	2952	0,4%	2,0%	8,7%	31,0%	11,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1365	1,2%	1,5%	0,9%	35,8%	7,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	170,48	-46	-164	-729	-227	-716
Bobl-Future	134,67	-24	-72	-74	-60	-51
Schatz-Future	112,07	-3	-8	-29	-9	-20
3 Monats Euribor	-0,53	3	3	3	-30	5
3 Monats $ Libor	0,19	1	-1	-2	-57	-5
10-jährige US Treasuries	1,65	9	-1	59	104	74
10-jährige Bunds	-0,20	10	20	38	27	38
10-jährige Staatsanl. Japan	0,10	4	2	8	15	8
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,19	6	13	27	26	30
US Treas 10Y Performance	679,60	-0,6%	0,9%	-3,9%	-7,0%	-5,1%
Bund 10Y Performance	664,50	-0,2%	-1,1%	-2,9%	-1,9%	-2,9%
REX Performance Index	492,63	-0,1%	-0,6%	-1,4%	-0,6%	-1,3%
IBOXX AA, €	0,24	2	6	18	-36	22
IBOXX BBB, €	0,67	2	0	11	-111	12
ML US High Yield	4,73	-3	-16	-14	-384	-25
Wandelanleihen Exane 25	8374	0,0%	2,6%	1,1%	14,8%	0,6%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	504,92	3,0%	6,5%	17,3%	110,4%	23,3%
MG Base Metal Index	426,40	3,5%	9,7%	19,7%	68,9%	20,2%
Rohöl Brent	67,89	3,6%	5,1%	22,2%	230,4%	30,8%
Gold	1767,96	-0,9%	2,0%	-4,7%	3,9%	-6,8%
Silber	26,06	-0,6%	3,9%	-0,6%	73,0%	-1,2%
Aluminium	2394,60	1,3%	5,2%	20,7%	63,4%	21,3%
Kupfer	9880,25	4,9%	10,2%	25,4%	90,2%	27,5%
Eisenerz	178,80	1,4%	7,1%	6,0%	113,2%	14,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	2957	7,5%	35,8%	101,2%	351,5%	116,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2113	0,6%	2,8%	0,2%	11,4%	-1,3%
EUR/ GBP	0,8684	0,0%	1,5%	-1,7%	-0,3%	-3,0%
EUR/ JPY	131,79	1,1%	1,9%	4,4%	13,6%	4,2%
EUR/ CHF	1,1012	-0,2%	-0,7%	2,1%	4,0%	1,9%
USD/ CNY	6,4710	-0,3%	-1,1%	0,3%	-8,6%	-0,9%
USD/ JPY	108,61	0,6%	-1,0%	4,2%	1,6%	5,2%
USD/ GBP	0,7171	-0,7%	-1,1%	-1,6%	-10,8%	-2,0%

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.