



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

11. November 2021

Schnäppchenjagd am Aktienmarkt: Eine sinnvolle Strategie?

Tief im Herzen ist wahrscheinlich jeder Mensch ein Schnäppchenjäger. Wer zahlt schon gerne den vollen Preis, wenn es irgendwo einen Rabatt gibt? Diese Grundregel gilt natürlich auch für Aktienmärkte. Allerdings kommt an Aktienmärkten eine Problematik hinzu, die bei Gütern und Dienstleistungen nur zu einem geringeren Teil besteht. Während man bei Butter, Brot, Flugpreisen, Friseur- und Restaurantbesuchen i.d.R. ein recht gutes Gefühl für den fairen Preis hat, ist das gerade bei Aktien nicht unbedingt der Fall. An Aktienmärkten werden am Ende des Tages zukünftige Gewinne gehandelt. Die sind mehr als unsicher, weshalb unmöglich gesagt werden kann, was für eine einzelne Aktie ein objektiv fairer Preis ist. Schon aus diesem Grund ist eine Schnäppchenjagd an Aktienmärkten ein schwieriges Unterfangen, denn scheinbar günstige Aktien sind vielleicht vollkommen zu Recht günstig, während scheinbar sehr teure Aktien eine hohe Bewertung auch mehr als rechtfertigen können. Gerade weil jede Aktie ihre spezifischen Eigenschaften aufweist und dementsprechend nie abschließend geklärt werden kann, wo ein fairer Wert liegt, erscheint es nicht abwegig, die jeweils historischen Kurse einer Aktie als Antwort für die Frage zu nutzen, ob eine Aktie nun ein Schnäppchen darstellt oder nicht. Die Überlegung ist dabei folgende: Wenn sich eine Aktie beispielsweise gegenüber ihrem langjährigen Wert halbiert, könnte das für eine Übertreibung sprechen, denn es ist unwahrscheinlich, dass sich innerhalb kürzester Zeit die zu erwartenden diskontierten zukünftigen Gewinne halbiert haben. Damit könnte man auf Schnäppchenjagd gehen, indem man systematisch Aktien kauft, die gegenüber ihrer eigenen Historie auffallend günstig bepreist sind, um dann auf eine Normalisierung dieser Übertreibung setzen.

Das Gute an dieser Idee ist, dass sie sich vergleichsweise einfach testen lässt. Damit ist man nicht auf Spekulationen angewiesen, sondern kann genau aufzeigen, wo die Stärken oder Schwächen einer solchen Vorgehensweise gelegen haben und vermutlich auch zukünftig liegen werden.

Und so haben wir genau das gemacht: Wir haben anhand des STOXX 600 geprüft, inwieweit eine Schnäppchenjagd im oben beschriebenen Sinne erfolgreich gewesen wäre. Dazu haben wir für den Zeitraum 2010 bis 2021 in einem Rhythmus von sechs Monaten auf Basis der jeweils historischen Zusammensetzung des STOXX 600 immer 100 Aktien in ein Portfolio gekauft, die gegenüber ihrem historischen Bewertungsniveau der jeweils vorherigen fünf Jahre besonders günstig erschienen. Dabei haben wir als zusätzliche Restriktion darauf geachtet, dass das resultierende Portfolio eine vergleichsweise ähnliche Sektorstruktur wie die Benchmark aufwies, um sektorspezifische Effekte in der Performance ausschließen oder zumindest minimieren zu können.

Das Ergebnis ist ernüchternd. Im Ergebnis hätte ein solches Portfolio vor Kosten über weite Phasen eine ähnliche Wertentwicklung wie die Benchmark aufgewiesen. Kumuliert über den gesamten betrachteten Zeitraum hätte die Benchmark sogar ein wenig besser performt als die Schnäppchenstrategie. Besonders ernüchternd sind jedoch die Risikokennzahlen. So hätte der Tracking-Error immerhin 6,4% betragen, was auf ein vergleichsweise hohes Risiko relativ zur Benchmark hinweist. Auch das absolute Risiko im Sinne der Kursvolatilität hätte etwa vier Prozentpunkte über dem Benchmarkniveau gelegen. Besonders kritisch wäre sogar der maximale Draw-Down

ausgefallen; dieser wäre im Worst Case fast zehn Prozentpunkte schlechter ausgefallen als der der Benchmark. Es schützt also offensichtlich nicht sonderlich gut vor Verlusten, wenn man Aktien kauft, die schon im Vorfeld besonders günstig geworden sind. Intuitiv mag das überraschen, die Ergebnisse sind jedoch mehr als eindeutig. Interessant ist zudem die Beobachtung, dass die relative Wertentwicklung des Schnäppchenportfolios relativ zur Benchmark im Zeitverlauf nicht einem Zufallsmuster folgt, sondern durch Konjunktur- und Renditedaten beeinflusst wird. So ist die relative Wertentwicklung in Phasen sich verbessernder Konjunkturdaten und steigenden Renditen meist positiv, in Phasen sich verschlechternder Konjunkturdaten und fallender Renditen meist negativ. Dieser Zusammenhang ist derart frappierend, dass es eine sehr gute fundamentale Erklärung dafür geben müsste; und die scheint auch vorzuliegen. Offensichtlich kauft man mit der Schnäppchenstrategie Unternehmen, in denen es in jüngster Vergangenheit zu negativen Verwerfungen gekommen ist und hofft auf eine Normalisierung dieser Situation. Allerdings findet diese erhoffte Normalisierung fast nur in positiven wirtschaftlichen Phasen statt, während in einem negativen Umfeld alles nur noch schlimmer wird. Das entbehrt nicht einer gewissen Logik. Es ist immer ein wenig leichter, das Ruder herumzureißen, wenn man etwas Rückenwind bekommt. Wenn einem dagegen zusätzlich zu den eigenen Problemen auch noch der makroökonomische Gegenwind in das Gesicht bläst, wird die Sache oftmals eng und die erhoffte Mean-Reversion tritt in den meisten Fällen nicht ein.

Um diese Ergebnisse weiter zu verifizieren, haben wir in einem nächsten Schritt die Strategie komplett auf den Kopf gestellt. Gekauft wurden nun nicht die Schnäppchen, sondern die vermeidlich überbewerteten Aktien. Das hier zu beobachtende Ergebnis überraschte uns tatsächlich noch stärker als die erste Rückrechnung. Denn statt wieder eine Wertentwicklung zu liefern, die in etwa der Benchmarkperformance entspricht, wurde nun die Benchmark massiv geschlagen, vor allem ab dem Jahr 2015. So wies diese Strategie einen schon fast spektakulären Information Ratio von 0,7 auf, während der maximale Draw-Down deutlich geringer als in der Benchmark ausfiel. Auch die absolute Volatilität des Strategieportfolios lag unter dem Wert der Benchmark – ein Ergebnis, das selten bei Stockpickingansätzen zu beobachten ist. Zudem war die relative Wertentwicklung weitgehend von makroökonomischen Einflüssen entkoppelt. Auf den ersten Blick ist das eine verkehrte Welt: Man kauft eher

teure Aktien, die im Vorfeld des Kaufs relativ zu ihrer eigenen Historie in der Bewertung besonders stark zugelegt haben, und dann schafft man es trotzdem noch, auch zukünftig die Benchmark zu schlagen. Die gleichen Ergebnisse lassen sich übrigens erzielen, wenn man die Portfolios nicht auf Sektorneutralität trimmt, sondern Sektorwetten relativ zur Benchmark zulässt und stattdessen komplett „stur“ nur noch die zur eigenen Historie besonders günstigen bzw. besonders teuren Aktien kauft.

Wie ist das möglich? Offensichtlich ist die Bewertung einer Aktie in der Vergangenheit kein guter Anker und Ratgeber für die Zukunft. Wenn Aktien im Zeitverlauf in der Bewertung verlieren, ist das offensichtlich nicht ein Hinweis für eine Übertreibung und damit ein Zeichen für eine Opportunität, sondern eher ein Warnsignal. Andersherum kann es offensichtlich als positives Signal gewertet werden, wenn sich die Bewertung einer Aktie gegenüber ihrer Vergangenheit verteuert hat, denn auch in diesem Fall ist das vermutlich kein Zufallsergebnis, sondern das Resultat einer fundamentalen Verbesserung, die sich auch in der Zukunft fortsetzen wird. Mit anderen Worten: Aktien, die im Zeitverlauf in der Bewertung günstiger werden, tun dies in aller Regel aus einem Grund. Märkte sind eben doch vergleichsweise effizient; man sollte nicht glauben, dass es so einfach ist, dem Markt anhand von Bewertungsaspekten ein Schnäppchen schlagen zu können. Das zeigen zudem noch andere Untersuchungen von uns, die in eine ähnliche Richtung gehen. So haben wir versucht, anhand eines vergleichsweise aufwendigen Modells (es handelt sich um eine multiple Regressionsanalyse) anhand von Daten über das Gewinnwachstum, die Profitabilität und die Bilanzqualität zu jedem Zeitpunkt für jede Aktie im Investmentuniversum einen jeweils vermeintlich fairen Wert herzuleiten, um dann damit „Schnäppchen“ und überbewertete Aktien identifizieren zu können. Sie ahnen es schon: Es hat nicht sonderlich gut funktioniert. Im Prinzip hätte man ähnliche Ergebnisse erzielen können, wenn man eine Münze geworfen hätte. Das ist frustrierend und erkenntnisreich zugleich. Es zeigt auf, dass sich Märkte nicht so leicht ihre Geheimnisse entlocken lassen. Und die Schwarmintelligenz von Märkten führt eben doch dazu, dass grobe Fehlbewertungen von Aktien eher die Ausnahme als die Regel sind. Es ist natürlich trotzdem vollkommen legitim, wenn man als Investor nicht den Ehrgeiz aufgibt, Schnäppchen jagen zu wollen. Man sollte dies aber immer in großer Demut tun. Denn nicht selten entpuppt sich ein vermeintliches Schnäppchen später als Reifall.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	11.11.2021	28.10.2021	01.10.2021	03.08.2021	03.11.2020	31.12.2020
Aktienmärkte	15:48	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	36032	0,8%	5,0%	2,6%	31,1%	17,7%
S&P 500	4661	1,4%	7,0%	5,4%	38,3%	24,1%
Nasdaq	15736	1,9%	8,0%	6,6%	41,0%	22,1%
Russell 2000	2400	4,4%	7,1%	7,9%	48,7%	21,5%
DAX	16078	2,4%	6,1%	3,4%	33,0%	17,2%
MDAX	35933	2,6%	5,2%	1,8%	35,2%	16,7%
TecDAX	3882	1,2%	5,7%	4,3%	34,5%	20,8%
EuroStoxx 50	4347	2,7%	7,7%	5,6%	40,3%	22,4%
Stoxx 50	3763	2,4%	8,1%	5,1%	33,4%	21,1%
SMI (Swiss Market Index)	12428	2,3%	7,4%	2,2%	24,2%	16,1%
FTSE 100	7372	1,7%	4,9%	3,7%	27,4%	14,1%
Nikkei 225	29278	1,6%	1,8%	5,9%	25,7%	6,7%
Brasilien BOVESPA	108176	2,3%	-4,2%	-12,5%	12,7%	-9,1%
Russland RTS	1842	-2,0%	4,0%	12,5%	66,3%	32,8%
Indien BSE 30	59920	-0,1%	2,0%	11,3%	48,8%	25,5%
China CSI 300	4899	0,7%	0,7%	-0,7%	2,5%	-6,0%
MSCI Welt (in €)	3202	1,8%	7,2%	7,3%	37,9%	27,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1274	1,0%	3,4%	2,1%	16,0%	5,6%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	170,69	163	47	-628	-533	-695
Bobl-Future	134,74	47	-35	-69	-107	-44
Schatz-Future	112,27	20	3	-11	-19	-1
3 Monats Euribor	-0,57	0	0	0	-5	1
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,56	-2	-2	-2	1	0
3 Monats \$ Libor	0,14	1	1	2	-9	-10
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	0	0	2	0
10-jährige US Treasuries	1,57	0	10	40	69	66
10-jährige Bunds	-0,23	-9	-2	29	39	34
10-jährige Staatsanl. Japan	0,07	0	2	6	3	5
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,13	-2	6	29	38	37
US Treas 10Y Performance	690,23	-0,1%	-0,9%	-3,0%	-3,7%	-3,6%
Bund 10Y Performance	661,82	0,2%	-0,5%	-3,1%	-3,9%	-3,3%
REX Performance Index	492,56	0,5%	0,1%	-1,2%	-1,7%	-1,3%
IBOXX AA, €	0,37	-2	5	27	30	35
IBOXX BBB, €	0,79	0	12	34	-1	24
ML US High Yield	4,83	11	15	15	-110	-14
Wandelanleihen Exane 25	8209	0,0%	0,3%	-1,4%	4,6%	-1,4%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	580,72	-1,4%	3,3%	9,5%	66,6%	41,8%
MG Base Metal Index	451,34	-0,5%	3,9%	2,5%	40,3%	27,3%
Rohöl Brent	83,22	-1,4%	4,9%	14,7%	109,3%	60,4%
Gold	1862,33	3,4%	6,0%	3,0%	-2,2%	-1,9%
Silber	23,26	-3,5%	3,1%	-8,7%	-3,9%	-11,8%
Aluminium	2638,30	-3,6%	-7,0%	2,2%	38,4%	33,7%
Kupfer	9648,50	-2,1%	5,6%	1,3%	41,7%	24,5%
Eisenerz	92,19	-24,4%	-20,4%	-49,1%	-20,8%	-40,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	2861	-21,2%	-45,0%	-12,8%	126,5%	109,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1465	-1,1%	-1,2%	-3,5%	-2,0%	-6,6%
EUR/ GBP	0,8557	1,1%	-0,1%	0,3%	-4,7%	-4,4%
EUR/ JPY	130,56	-0,9%	1,2%	0,7%	6,5%	3,2%
EUR/ CHF	1,0564	-0,9%	-2,1%	-1,6%	-1,4%	-2,2%
USD/ CNY	6,3906	0,0%	-0,9%	-1,2%	-4,3%	-2,1%
USD/ JPY	114,00	0,4%	2,6%	4,5%	9,1%	10,4%
USD/ GBP	0,7464	3,0%	1,1%	3,7%	-2,4%	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 hierzu 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.