



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

7. März 2019

Gibt es eine optimale Portfoliogröße im Stockpicking?

Für viele Investoren ist es fast eine Glaubensfrage: Sollte man am Aktienmarkt als aktiver Stockpicker investieren, oder erscheint es sinnvoller, einfach nur im Rahmen eines passiven Investmentstils ganze Indizes nachzubauen oder gleich Index-ETFs zu kaufen? Letztlich gibt es für beide Positionen gute Gründe; wer uns kennt, der weiß, dass wir eher zur aktiven Variante tendieren. Denn es stimmt einfach nicht, dass Märkte so effizient sind, dass ein marktkapitalisierungsgewichtetes Portfolio nicht zu schlagen ist. Schließlich sind vor allem die „Gewinner von gestern“ besonders stark in gängigen Indizes gewichtet, da sie ja im Vorfeld erfolgreich waren und daher eine hohe Marktkapitalisierung erreicht haben. Es gibt aber keinen guten Grund zur Annahme, dass das auch in der Zukunft zwangsläufig die besonders erfolgreichen Unternehmen sein werden; genau das unterstellt implizit aber eine marktkapitalisierungsgewichtete Indexstruktur. Das soll kein Plädoyer gegen Index-ETFs sein – ganz im Gegenteil, diese Vehikel haben definitiv ihre Berechtigung, da sie kostengünstig einen gut diversifizierten Zugang zum breiten Markt liefern.

Wir sind jedoch davon überzeugt, dass es noch ein wenig besser geht, indem man eine selektive Auswahl von Aktien vornimmt und eben nicht „blind“ auf den breiten Markt setzt. Doch wie viele Aktien sollte ein aktiver Stockpicker überhaupt im Portfolio halten, damit die (hoffentlich guten) Ergebnisse vergleichsweise kontinuierlich anfallen und nicht einfach nur ein temporäres Zufallsprodukt sind? Man müsste annehmen, dass sich zu dieser Frage inzwischen eine marktgängige Antwort etabliert hat. Dem ist aber nicht so. Einige Investoren

schwören auf sehr konzentrierte Portfolios von z.B. 20 Aktien, während bei anderen Stockpickern selbst 200 Positionen und mehr keine Seltenheit sind.

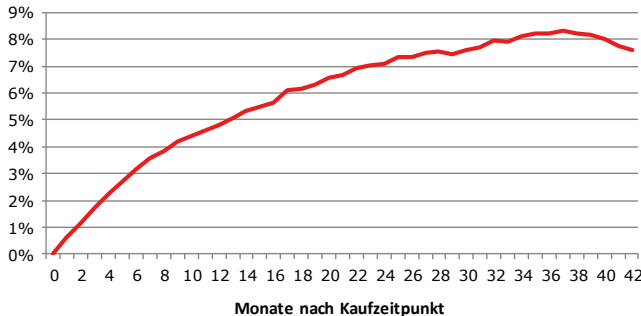
Um diese Frage empirisch belastbar beantworten zu können, haben wir folgenden Versuchsaufbau gewählt: In einem ersten Schritt haben wir für den Zeitraum 2007 bis 2015 für alle zum jeweiligen Zeitpunkt enthaltenen 600 Aktien im europäischen STOXX 600 die jeweils attraktivsten fünf Prozent der Werte (also 30 Aktien pro Monat) anhand unseres quantitativen Selektionsmodells ausgewählt. Unser quantitatives Modell berücksichtigt etwa 80 verschiedene Kennzahlen, mit denen die Themenblöcke Bewertung, Profitabilität, Bilanzqualität, Gewinnrevisionen und Volatilität beschrieben werden können. Jede Aktie erhält auf Basis dieser 80 Kennzahlen jeden Monat einen Attraktivitätsscore. Dabei werden nicht einfach die Scores der einzelnen Kennzahlen zu einem Gesamtwert addiert - vielmehr werden auch die sich im Zeitverlauf ändernden Wechselwirkungen und Zielkonflikte zwischen den Ausprägungen der Faktoren in einem aufwendigen Verfahren modellendogen berücksichtigt. Ziel ist es, ein möglichst umfassendes und objektives Bild eines Unternehmens zu erhalten, das nicht bewusst oder unbewusst einzelne Aspekte und Faktoren in der Bewertung zu stark oder zu gering berücksichtigt.

Wenn ein Unternehmen nun in einem gegebenen Monat zu den vermeintlich 30 attraktivsten Werten gehörte, haben wir für die dann folgenden dreieinhalb Jahre die relative Wertentwicklung der Aktie gegenüber dem breiten Markt berechnet. Auf diese Weise lässt sich leicht zeigen, wie sich Aktien oder ganze Portfolios

Konjunktur und Strategie

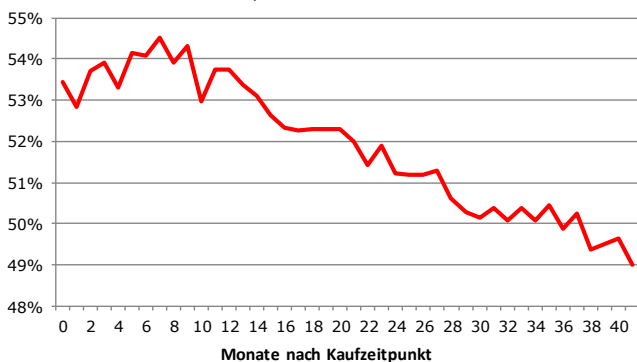
nach ihrem Kauf relativ zum breiten Markt entwickeln, und wie diese Eigenschaften bei Veränderung der Portfoliogröße variieren.

Durchschnittliche Wertentwicklung der 30 pro Monat jeweils selektierten Aktien nach dem Kaufzeitpunkt in Monaten (2007 - 2018) in Prozent relativ zum Markt (STOXX 600)



Wie die obige Abbildung zeigt, ist unser systematischer Selektionsansatz grundsätzlich werthaltig und trägt zu einer Outperformance gegenüber dem breiten Markt bei. In der Summe wurden in der Rückrechnung etwa 3000 Aktien gekauft; im Zeitraum von 2007 bis 2018 erzielten diese gekauften Aktien nach etwa drei Jahren im Durchschnitt eine kumulierte Outperformance von acht Prozent, danach fällt die kumulierte Outperformance wieder etwas ab. Auf den ersten Blick sieht dieses Bild zu gut aus, um wahr zu sein. Das Problem an dem Ergebnis ergibt sich aber erst, wenn man hinter die Kulissen schaut. Denn eine gute durchschnittliche Wertentwicklung muss noch lange nicht bedeuten, dass auch jede Einzelentscheidung einen Mehrwert erbracht hat.

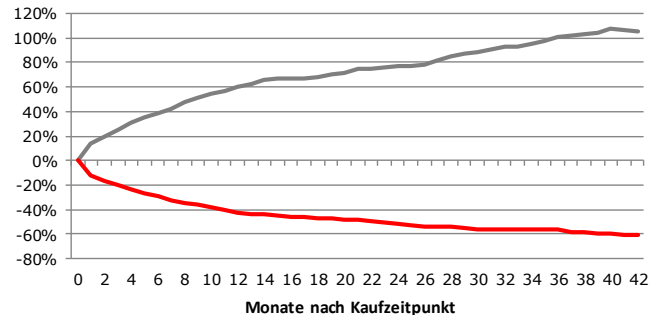
Anteil der selektierten Aktien, die im jeweiligen Monat nach dem Kaufzeitpunkt oberhalb Benchmark notieren



So notiert beispielsweise nach sechs Monaten nur ein Anteil von etwa 54,5% der selektierten Aktien über der Benchmark; bei einer längeren Haltedauer geht dieser Wert sogar wieder auf 50% zurück und fällt schließlich sogar am Ende auf 49%. Noch extremer sieht das Bild aus, wenn man den sog. Möglichkeitenraum der Wertentwicklung von Einzelaktien analysiert. Die folgende Abbildung zeigt den besten und den schlechtesten

Wertverlauf von selektierten Einzelaktien auf Basis dieses an sich guten Selektionsverfahrens.

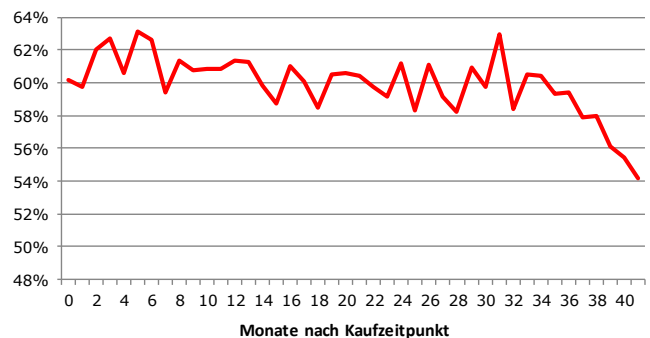
Bandbreite der zu erwartenden Wertentwicklung einzelner selektierter Aktien nach dem Kaufzeitpunkt in Monaten (2007 - 2018) in Prozent relativ zum Markt (STOXX 600)



Im schlimmsten anzunehmenden Fall (genauer gesagt im 5%-Quantil der Verteilung; damit waren 5% der Wertverläufe de facto sogar noch schlechter) konnte mit einer Aktie 60% gegenüber dem breiten Markt verloren werden. Spätestens hier wird klar, dass das Halten von Einzelaktien ohne Diversifikation keine Option sein kann, selbst wenn das zu Grunde liegende Selektionsverfahren über sehr gute Eigenschaften verfügt.

Doch wie sieht das Bild aus, wenn zu jedem Zeitpunkt nicht eine, sondern immerhin zehn Aktien in einem gleichgewichteten Portfolio gehalten werden? In diesem Fall liegt der Anteil der outperformenden Portfolios über längere Zeit schon bei 68% und fällt erst zum Schluss der Haltedauer wieder leicht zurück.

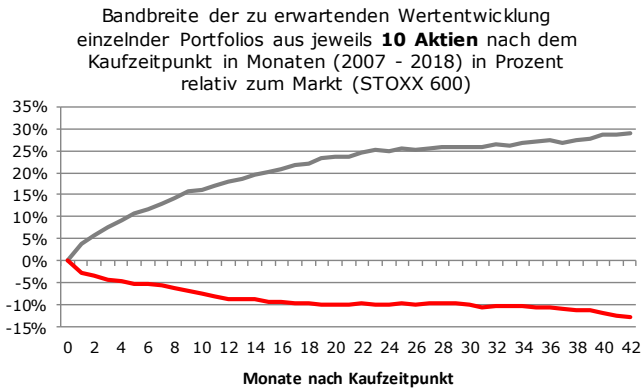
Anteil der selektierten Portfolios mit **10 Aktien**, die im jeweiligen Monat nach dem Kaufzeitpunkt oberhalb der Benchmark notieren



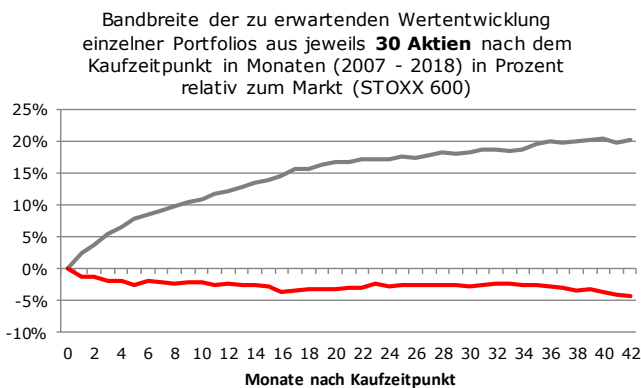
Diese Erkenntnis ist ein lehrbuchmäßiger Beleg für die Macht der Diversifikation. Allein durch die Streuung der Risiken auf zehn Aktien ändert sich die Risikostruktur für den Investor drastisch. Dabei profitiert der Investor u.a. auch von dem Effekt, dass die „guten“ selektierten Aktien zu stärkeren positiven Abweichungen von der Benchmark tendieren als die „schlechten“ selektierten Aktien zu negativen Abweichungen von der Benchmark. Dieser Diversifizierungseffekt äußert sich auch

Konjunktur und Strategie

auf signifikante Weise in der Darstellung des Möglichenraumes. Wie für den Fall einzelner Aktien haben wir an dieser Stelle die mögliche Bandbreite der Pfade der Portfolios mit jeweils 10 Aktien ab dem Kaufzeitpunkt dargestellt.

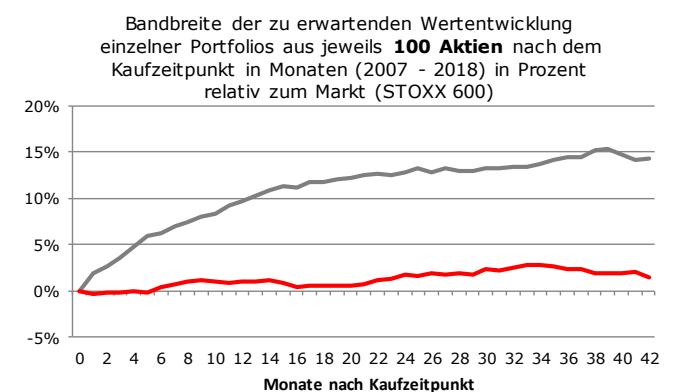
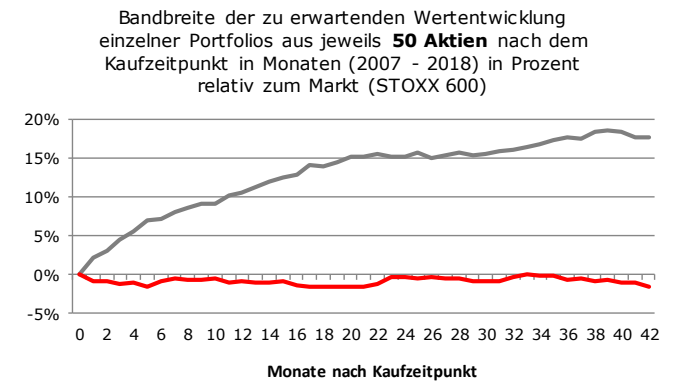


Aber trotz der erzielten Diversifikationseffekte kann man auch hier noch nicht von einer perfekten Lösung sprechen. Immerhin besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass auch nach drei Jahren die Wertentwicklung eines solchen aktiven Portfolios noch kumuliert zehn Prozent und mehr hinter dem breiten Markt zurückbleibt – das ist eigentlich für einen Investor nicht akzeptabel. Daher haben wir die Anzahl der Aktien sukzessive weiter erhöht, um die resultierenden Effekte analysieren zu können.



Selbst bei 30 Aktien ist die Situation noch nicht optimal, auch hier ist mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit immer noch mit einer kumulierten Unterperformance von fünf Prozent nach drei und mehr Jahren zu rechnen. Erst bei etwa 50 selektierten Aktien im Portfolio beginnt die Diversifikation, ihre volle „Macht“ zu entfalten. Denn erst hier wird es möglich, auch bei einem guten, aber sehr benchmarkfernen Selektionsansatz die Benchmark signifikant outzuperformen, und das bei einer nur sehr geringen Wahrscheinlichkeit, die Benchmark unzu performen. Perfekt sieht das Bild dann bei 100 selektierten Aktien im Portfolios aus, denn hier

beginnen (zumindest vor Kosten) sogar die worst-case-Szenarien gegenüber der Benchmark gut auszusehen.



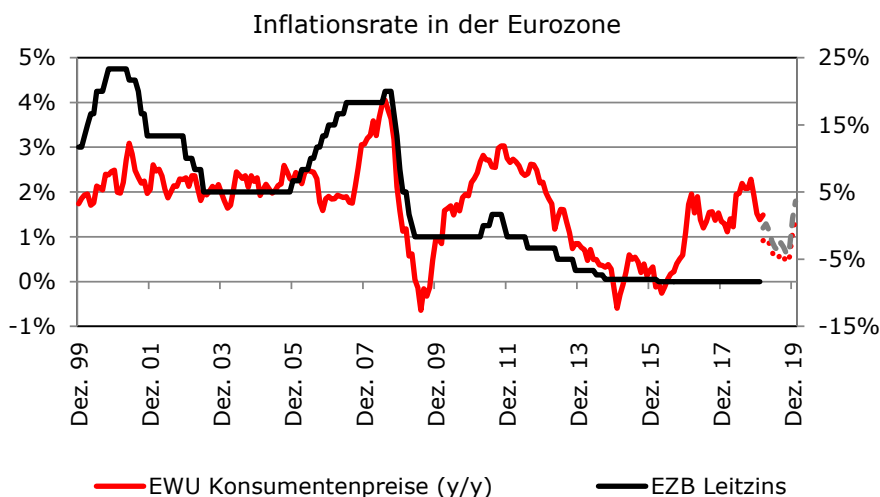
Für viele aktiv orientierte Investoren ist ein Portfolio mit 100 Aktien und mehr ein Widerspruch in sich; oftmals wird dabei unterstellt, dass man durch die hohe Anzahl an Aktien so nah an die Benchmark rücke, dass man von einem aktiven Management nicht mehr reden könne. Aus unserer Sicht ist das definitiv falsch. Denn auch ein Portfolio aus 100 Aktien kann in seiner Struktur von der Benchmark weit entfernt sein und beispielsweise große Differenzen zu den Länder- und Sektorgewichten der Benchmark aufweisen. Und selbst wenn man hier nah an der Benchmark aufgestellt ist, können die Gewichte der einzelnen Aktien in der Benchmark dramatisch von den Gewichten der einzelnen Aktien im Portfolio abweichen. Trotzdem gibt es keinen zwingenden Grund, mit einer derart hohen Anzahl von Aktien zu arbeiten. Auch ein Portfolio von 50 Aktien liefert in etwa die gewünschten Effekte und hat für den Investor sogar noch den Vorteil, ein wenig übersichtlicher zu sein. Ein nur aus 30 Aktien bestehendes Portfolio läuft dagegen Gefahr, selbst bei einem guten Selektionsmechanismus zeitweise deutlich unter die Benchmark fallen zu können. Für einen langfristigen Investor mag das tolerierbar sein. Trotzdem ist man gut beraten, auch im aktiven Stockpicking die Effekte der Diversifikation zu nutzen, soweit dies jeweils möglich erscheint.

Wochenausblick für die Zeit vom 11. März bis 15. März 2019

| | Sep | Okt | Nov | Dez | Jan | Feb | Veröffentlichung |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------------------|
| D: Industrieproduktion, m/m | -0,1% | -0,7% | -1,3% | -0,4% | 0,3% | | 11. März |
| D: Industrieproduktion, y/y | -0,2% | 0,6% | -4,0% | -4,0% | -3,5% | | 11. März |
| D: Exporte, m/m | -0,3% | 0,9% | -0,3% | 1,5% | -0,2% | | 11. März |
| D: Exporte, y/y | 2,0% | 3,3% | -0,1% | 1,3% | 1,5% | | 11. März |
| D: Importe, m/m | 0,6% | 0,8% | -1,3% | 1,2% | 0,3% | | 11. März |
| D: Importe, y/y | 7,8% | 7,0% | 3,8% | 4,0% | 4,1% | | 11. März |
| D: Konsumentenpreise, m/m - final | 0,2% | 0,2% | -0,7% | 0,0% | -0,8% | 0,5% | 14. März |
| D: Konsumentenpreise, y/y - final | 1,9% | 2,3% | 2,1% | 1,6% | 1,4% | 1,6% | 14. März |
| E-19: Industrieproduktion, m/m | -0,7% | 0,1% | -1,7% | -0,9% | 0,1% | | 13. März |
| E-19: Industrieproduktion, y/y | 0,6% | 1,3% | -3,0% | -4,2% | -3,0% | | 13. März |
| E-19: Konsumentenpreise, y/y - final | 2,1% | 2,3% | 1,9% | 1,5% | 1,4% | 1,5% | 15. März |
| E-19: Kerninflationsrate, y/y - final | 1,0% | 1,2% | 0,9% | 0,9% | 1,1% | 1,0% | 15. März |

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: EZB verkündet neuen Langfristtender



Die EZB hat heute ihre zweite geldpolitische Sitzung in diesem Jahr abgehalten. Die Notenbanker sind dabei vor dem Hintergrund einer schwächelnden Konjunktur und einer rückläufigen Kerninflation zusammengekommen. So ist die Kerninflation zuletzt auf ein Prozent zurückgegangen und die Konjunktur in weiten Teilen der Eurozone stagniert. Infolgedessen haben Marktteilnehmer einerseits über die Möglichkeit eines positiven Signals im Hinblick auf die Ankündigung eines neuen Langfristtenders (TLTRO) spekuliert und andererseits eine Anpassung der Wachstumsprognose erwartet. So ist es auch gekommen: die Wachstumsprognosen wurden für 2019 auf 1,1% (vorher 1,7 %) und für 2020 auf 1,6% (1,7%) deutlich nach unten korrigiert. Auch die Inflationsprognose wurde gekappt und liegt für 2019 nun bei

1,2% (1,6%). Auch für 2020 und 2021 wird nur noch eine Inflationsrate von 1,5% (1,7%) und 1,6% (1,8%) erwartet. Mit der Reduzierung der Wachstumsprognosen wurden neue Langfristtender angekündigt. Überraschend sind hier Größe und Laufzeit. Der Tender soll bereits ab September 2019 und bis März 2021 vergeben werden. Der TLTRO hat das Ziel, die Kreditvergabe anzukurbeln und die Refinanzierung der Banken sicherzustellen. Gerade italienische Banken dürften hiervon profitieren. Dieser Schritt verdeutlicht die Sorgen der EZB vor einer Konjunkturabkühlung. Dies zeigt sich auch in der nicht erwarteten Ankündigung der EZB, den Leitzins bis mindestens Jahresende unverändert zu lassen. Zuvor galt dies Aussage bis zum Sommer 2019.

Überblick über Marktdaten

| | Stand | Veränderung zum | | | | |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
| | 07.03.2019 16:49 | 25.02.2019 -1 Woche | 01.02.2019 -1 Monat | 30.11.2018 -3 Monate | 01.03.2018 -12 Monate | 31.12.2018 YTD |
| Aktienmärkte | | | | | | |
| Dow Jones | 25432 | -2,5% | 1,5% | -0,4% | 3,3% | 9,0% |
| S&P 500 | 2750 | -1,6% | 1,6% | -0,4% | 2,7% | 9,7% |
| Nasdaq | 7441 | -1,5% | 2,4% | 1,5% | 3,6% | 12,1% |
| DAX | 11500 | 0,0% | 2,9% | 2,2% | -5,7% | 8,9% |
| MDAX | 24389 | 0,1% | 2,7% | 4,0% | -5,4% | 13,0% |
| TecDAX | 2621 | -0,1% | 4,1% | 1,1% | 2,3% | 7,0% |
| EuroStoxx 50 | 3304 | 0,7% | 4,2% | 4,1% | -2,8% | 10,1% |
| Stoxx 50 | 3043 | 0,7% | 4,6% | 3,7% | 1,3% | 10,2% |
| SMI (Swiss Market Index) | 9301 | -1,0% | 3,4% | 2,9% | 5,8% | 10,3% |
| FTSE 100 | 7139 | -0,6% | 1,7% | 2,3% | -0,5% | 6,1% |
| Nikkei 225 | 21456 | -0,3% | 3,2% | -4,0% | -1,2% | 7,2% |
| Brasilien BOVESPA | 94107 | -3,2% | -3,8% | 5,1% | 10,2% | 7,1% |
| Russland RTS | 1180 | -1,8% | -2,6% | 4,8% | -7,4% | 10,7% |
| Indien BSE 30 | 36725 | 1,4% | 0,7% | 1,5% | 7,9% | 1,8% |
| China Shanghai Composite | 3106 | 4,9% | 18,6% | 20,0% | -5,1% | 24,6% |
| MSCI Welt (in €) | 2079 | 0,4% | 4,5% | 2,9% | 7,7% | 12,4% |
| MSCI Emerging Markets (in €) | 1056 | -0,1% | 2,6% | 7,3% | -4,1% | 11,4% |
| Zinsen und Rentenmärkte | | | | | | |
| Bund-Future | 163,55 | -285 | -195 | 201 | 385 | 1 |
| Bobl-Future | 132,57 | -50 | -41 | 60 | 144 | 5 |
| Schatz-Future | 111,85 | -1 | -6 | -15 | -14 | -9 |
| 3 Monats Euribor | -0,31 | 0 | 0 | 1 | 2 | 0 |
| 3M Euribor Future, Dez 2019 | -0,27 | -1 | -3 | -6 | -40 | 0 |
| 3 Monats \$ Libor | 2,60 | -4 | -13 | -14 | 57 | -21 |
| Fed Funds Future, Dez 2019 | 2,38 | 0 | 0 | -32 | -4 | 0 |
| 10-jährige US Treasuries | 2,65 | -2 | -4 | -36 | -15 | -3 |
| 10-jährige Bunds | 0,08 | -3 | -9 | -23 | -57 | -17 |
| 10-jährige Staatsanl. Japan | -0,02 | 1 | 0 | -11 | -6 | -2 |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz | -0,33 | 2 | -3 | -24 | -34 | -9 |
| US Treas 10Y Performance | 580,95 | -0,7% | -0,4% | 3,4% | 3,1% | 0,1% |
| Bund 10Y Performance | 634,05 | -0,8% | -0,2% | 1,7% | 5,9% | 1,1% |
| REX Performance Index | 489,03 | -0,1% | 0,0% | 0,6% | 2,4% | 0,3% |
| IBOXX AA, € | 0,67 | 4 | -7 | -23 | -6 | -21 |
| IBOXX BBB, € | 1,71 | 0 | -13 | -30 | 37 | -35 |
| ML US High Yield | 6,81 | -2 | -29 | -56 | 34 | -120 |
| JPM EMBI+, Index | 828 | -0,2% | -0,6% | 6,3% | 1,9% | 4,6% |
| Wandelanleihen Exane 25 | 7106 | 0,3% | 1,0% | 1,1% | -2,5% | 3,1% |
| Rohstoffmärkte | | | | | | |
| CRB Spot Index | 413,73 | -0,1% | 0,2% | -0,6% | -6,8% | 1,1% |
| MG Base Metal Index | 321,58 | 0,9% | 4,3% | 5,9% | -8,5% | 9,1% |
| Rohöl Brent | 66,07 | 1,8% | 6,3% | 12,5% | 3,6% | 24,4% |
| Gold | 1286,83 | -3,1% | -2,4% | 5,6% | -1,4% | 0,4% |
| Silber | 15,32 | -3,7% | -3,9% | 8,0% | -6,1% | -1,2% |
| Aluminium | 1896,75 | 0,9% | 2,0% | -3,1% | -11,9% | 1,8% |
| Kupfer | 6525,00 | 0,0% | 6,7% | 4,8% | -5,2% | 9,7% |
| Eisenerz | 85,79 | -2,4% | -1,3% | 18,7% | 9,4% | 24,0% |
| Frachtraten Baltic Dry Index | 664 | 4,2% | 2,9% | -46,1% | -44,5% | -47,8% |
| Devisenmärkte | | | | | | |
| EUR/ USD | 1,1240 | -1,0% | -2,0% | -1,0% | -7,6% | -1,8% |
| EUR/ GBP | 0,8566 | -1,4% | -2,2% | -3,5% | -3,5% | -4,6% |
| EUR/ JPY | 125,38 | -0,3% | 0,4% | -2,8% | -3,5% | -0,4% |
| EUR/ CHF | 1,1324 | -0,2% | -0,6% | -0,1% | -1,7% | 0,5% |
| USD/ CNY | 6,7132 | 0,3% | -0,4% | -3,5% | 5,6% | -2,4% |
| USD/ JPY | 111,92 | 0,8% | 2,2% | -1,4% | 5,3% | 2,1% |
| USD/ GBP | 0,7621 | -0,4% | -0,2% | -2,8% | 4,6% | -2,9% |

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@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.