



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

12. April 2018

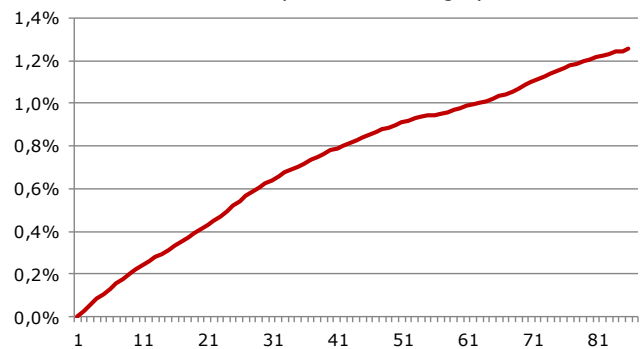
Auf einem Bein steht man nicht so gut: Was fundamentale Strategien in Kombination mit technischen Konzepten in der Aktienselektion leisten können

Vor einigen Wochen haben wir uns in dieser Publikation mit der Frage beschäftigt, inwieweit eine fundamental ausgerichtete und rein regelgebundene Vorauswahl von Aktien einen Mehrwert liefern kann. Dabei haben wir uns nicht an Rückrechnungen orientiert, sondern stattdessen exakt die Top-Empfehlungen ausgewertet, die wir tatsächlich in den letzten Jahren generiert und hausintern veröffentlicht haben. Im Ergebnis führte unsere regelgebundene Vorgehensweise zu Aktienportfolios, die gleichzeitig gute und homogene fundamentale Eigenschaften aufwiesen (und das auch immer noch tun). Müsste man unseren regelgebundenen Ansatz prägnant charakterisieren, würde es die Beschreibung „Qualität zu einem vernünftigen Preis“ vermutlich ganz gut treffen. Doch wie gut und wie belastbar war diese Vorauswahl? Eine hochwertige quantitative Vorauswahl lässt sich dadurch nachweisen, dass die Mehrheit der Portfolios mit den vorausgewählten Aktien den Markt schlägt. Ähnlich wichtig ist aber auch der Nachweis, dass sich die Outperformance systematisch und im Zeitverlauf gleichmäßig entwickelt.

Dieser Nachweis konnte erbracht werden. So berechneten wir beispielsweise die durchschnittliche Outperformance der knapp 1000 täglich vorgeschlagenen Portfolios mit den Top-Aktien in Abhängigkeit von der Investitionsdauer und kamen zum Ergebnis, dass sich eine p.a.-Outperformance von über drei Prozentpunkten ergab. Auch nach Kosten war es möglich, einen erheblichen Teil davon zu vereinnahmen, zumal diese Outperformance im Durchschnitt über alle Subportfolios vergleichsweise gleichmäßig erfolgte und auch nach länge-

rer Haltedauer nicht komplett wegbrach, was wir als weiteres Indiz für die Qualität der Vorselektion werten. Auch wenn sich diese Outperformance im Durchschnitt als stetig erwies, so bedeutet dies natürlich nicht, dass zu jedem Zeitpunkt mit jedem Portfolio eine Outperformance „garantiert“ werden konnte.

Durchschnittliche Outperformance gegenüber dem Index in Abhängigkeit von der Haltedauer des Portfolios (Haltedauer in Tagen)

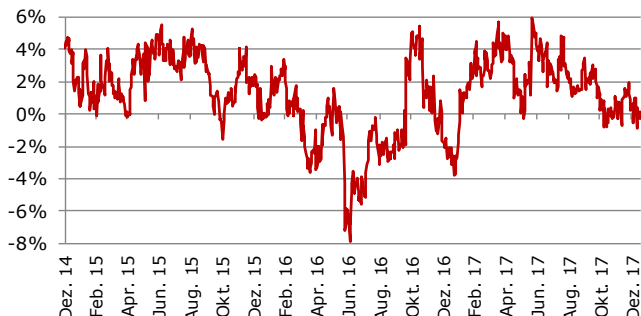


Um dies aufzuzeigen, berechneten wir für jeden Tag ab Dezember 2014 die Wertentwicklung, die sich am Ende der Halteperiode eines Top-Portfolios ergeben hätte (wir unterstellten hier, dass ein Portfolio der Top-Aktien immer vier Monate ohne Änderung gehalten wird). Auch diese Grafik (s.u.) beweist, dass die Mehrheit der jeweils generierten Portfolios mit den Top-Aktien die Benchmark geschlagen hätte, auch wenn die rein fundamentale, regelgebundene Vorauswahl beispielsweise in der Brexit-Phase nicht gut funktioniert hätte. Aber auch wenn ein solcher Ansatz nicht in jeder Marktphase einen Mehrwert erzeugt: Insgesamt konnten wir den Beweis erbringen, dass eine geeignete Vorselektion auf Basis rein fundamentaler Daten und Auswertungen

Konjunktur und Strategie

wertstiftend ist und ein gutes Fundament für eine qualitativ geprägte finale Aktienauswahl liefert.

Outperformance der knapp 1000 einzelnen "Scheiben" mit jeweils 85 Tagen Halteperiode; jeder Datenpunkt entspricht also der relativen Wertentwicklung einer "Scheibe" nach Ablauf der 85 Tage



Trotzdem haben wir uns mit diesem Ergebnis nicht zufrieden gegeben; genauso wie ein Formel-1 Rennwagen immer wieder in den Windkanal geschoben wird, um weiter optimiert zu werden, so gibt es auch bei quantitativen Methoden keinen Entwicklungsstand, der für alle Zeiten als befriedigend und ausreichend angesehen werden kann.

Aus diesem Grund haben wir uns gefragt, inwieweit es Sinn machen könnte, diesen an sich gut funktionierenden, aber ausschließlich fundamental ausgerichteten Ansatz durch einen eher technisch ausgerichteten Timing-Ansatz zu ergänzen. Wir haben vor einiger Zeit einen – wie wir finden – vergleichsweise innovativen Timing-Ansatz entwickelt und implementiert, der sich hier als „Kandidat“ geradezu aufdrängt (siehe Konjunktur und Strategie vom 9.11.2017). Die Grundüberlegung unseres Timing-Modells sei hier noch einmal schnell skizziert: Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass öffentlich verfügbare Informationen in vergleichsweise kurzer Zeit in Kursen verarbeitet werden und Märkte mittelfristig nicht so irrational sind, wie es oftmals unterstellt wird. Das bedeutet aber auch, dass Kursbewegungen, die nicht durch öffentlich verfügbare Informationen erklärbar sind, besonders interessant sein könnten, denn sie sind ein Indikator dafür, dass „Smart Money“ im Spiel zu sein scheint und Einfluss auf die Kursentwicklung ausübt. Genau darauf baut nun unsere Idee auf: Wir berechnen auf Basis eines statistischen Verfahrens und einer Vielzahl von Kennzahlen zu jedem Zeitpunkt einen (vermeintlich) fairen Kurs einer Aktie. Dabei wird für jede Aktie mit einem aktienspezifischen Regressionsmodell gearbeitet, mit dem individuell auf Basis der verfügbaren Daten bestmöglich versucht wird, den jeweiligen Kursverlauf zu erklären und Abweichungen aufzuzeigen. Die typischen statistischen Prob-

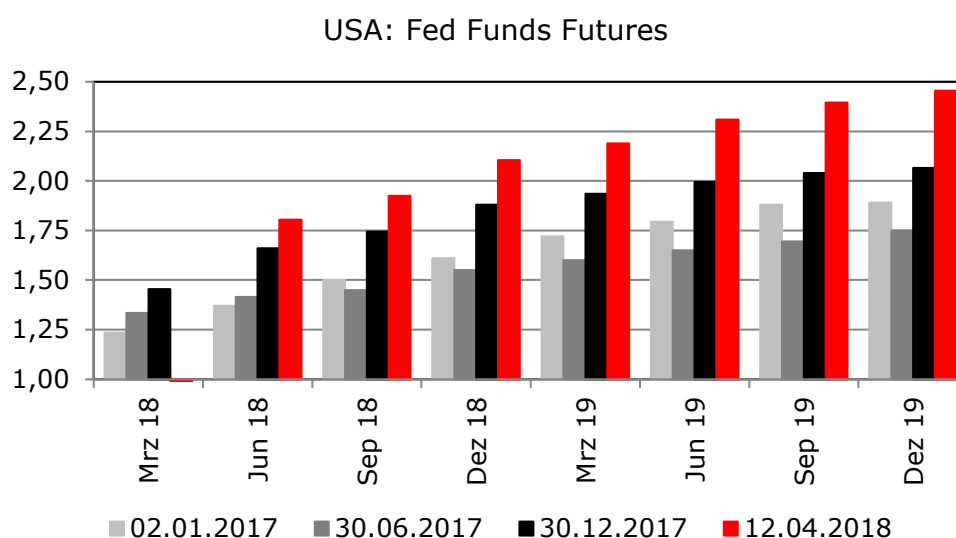
leme, die bei solchen Zeitreihenanalysen entstehen, haben wir dabei so gut wie möglich „abgefangen“. Als Datenbasis verwenden wir die globalen Konsensschätzungen von Analysten für eine Vielzahl von Kennzahlen aus der IBES-Datenbank. Als Hypothese gingen wir davon aus, dass eine Aktie, die oberhalb ihres statistisch abgeleiteten fairen Kurses notiert, im Zweifel gekauft werden sollte, weil offensichtlich „Smart Money“ im Spiel ist und man vermutlich gut beraten wäre, sich hier einfach anzuschließen, um an dieser Entwicklung zu partizipieren. Diese Überlegung ist durchaus mit der Markteffizienzhypothese kompatibel, denn genau das Wissen und die Überlegungen besonders gut informierter Investoren machen ja den marktwirtschaftlichen „Such- und Entdeckungsprozess“ erst zu einem effizienten Instrument der Informationsverarbeitung. Uns gelingt es dabei, über statistische Methoden einen Teil dieser Bewegungen sichtbar zu machen und daran zu partizipieren. Doch lassen sich diese Erkenntnisse mit unserer rein fundamentalen Vorgehensweise kombinieren? Um diese Frage zu beantworten, haben wir erneut auf die historische Datenbank unserer tatsächlichen Empfehlungen zurückgegriffen. Statt nun aber alle Top-Werte zu kaufen, die an einem gegebenen Tag von unserem regelgebundenen System vorgeschlagen wurden, kauften wir statt dessen nur die Aktien in ein Portfolio, die zusätzlich zu den fundamentalen Eigenschaften auch aus Sicht des Timing-Modells attraktiv waren. Dabei haben wir keine komplizierte Optimierung und Kalibrierung vorgenommen, sondern ganz einfach alle Aktien unserer fundamentalen Top-Liste zum Kauf zugelassen, die im tatsächlichen Kurs über dem statistisch abgeleiteten „fairen“ Kurs liegen und daher auf die Existenz von Smart Money hindeuten. Aus unseren Berechnungen wissen wir, dass sich diese Vorgehensweise weiter optimieren ließe, wenn man wiederum nicht die Aktien kaufen würde, die ganz besonders stark überbewertet erscheinen, aber aus Vereinfachungsgründen haben wir in dieser Betrachtung darauf verzichtet. Umso erfreulicher ist, dass auch ohne diese Form der Optimierung (die immer Gefahr läuft, in einem unerwünschten sog. curve-fitting zu enden), trotzdem ein erheblicher Mehrwert generiert werden kann. Unsere Berechnungen legen nahe, dass bei konsequenter Anwendung unseres Timing-Modells eine nochmalige Steigerung der Outperformance um etwa zwei Prozentpunkte pro Jahr realistisch erscheint. Das hört sich nicht nach viel an, macht aber in hart umkämpften Märkten einen großen Unterschied. Wir werden diesen Ansatz daher in unsere Vorselektion von Aktien integrieren.

Wochenausblick für die Zeit vom 16. April bis 20. April 2018

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	18,7	17,4	20,4	17,8	5,1	7,0	17. April
D: ZEW Lageeinschätzung	88,8	89,3	95,2	92,3	90,7	91,0	17. April
D: Produzentenpreise, m/m	0,1%	0,2%	0,5%	-0,1%	0,3%		20. April
D: Produzentenpreise, y/y	2,5%	2,3%	2,1%	1,8%	2,1%		20. April
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	1,5%	1,4%	1,3%	1,1%	1,4%		18. April
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%		18. April
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	0,0	0,5	1,4	0,1	0,1	0,0	20. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Fed etwas hawkischer



Am 21. März hatte Jerome Powell in seiner ersten Pressekonferenz als Präsident der US Notenbank die Anhebung des Leitzinses um 25 Basispunkte auf 1,50-1,75% verkündet. Auf Basis des veröffentlichten Dot-Plots geht die Fed für 2018 von zwei weiteren Zinsschritten aus. Für 2019 geht die Mehrheit der FOMC Mitglieder von drei Zinsschritten aus, was einer höheren Geschwindigkeit der Normalisierung der Zinspolitik entspricht. Tiefere Einblicke über die Einschätzung des Offenmarktausschusses erlaubt das FOMC Protokoll, welches gestern veröffentlicht wurde. Das Protokoll zeigt Einigkeit unter den Mitgliedern über die Notwendigkeit weiterer zukünftiger Zinsschritte. Auch wird dargestellt, dass „der angemessene Zinspfad für die nächsten Jahre wahrscheinlich etwas steiler als zuvor erwartet“ verlaufen wird. Dies steht vor allem vor dem Hintergrund der gut laufenden Konjunktur und den Impulsen der US-Steuerreform. Die Mitglieder sind sich einig, dass sich der wirtschaftliche Ausblick für die

USA in den letzten Monaten verbessert hat. Einige Mitglieder diskutierten in diesem Zusammenhang auch die Möglichkeit in Zukunft die Kommunikation dahingehend anzupassen, dass sich die Geldpolitik wahrscheinlich graduell von der aktuell akkommodierenden Ausrichtung zu einer wirtschaftlich neutralen oder sogar dämpfenden Ausrichtung bewegen wird. Insgesamt zeigt sich im FOMC Protokoll also eine leicht hawkisere Stimmung als auf der Pressekonferenz im März. Entsprechend tendierte der USD nach der Veröffentlichung des Protokolls auch stärker. Weitere Anhaltspunkte für die künftige Zinspolitik der Fed werden sich mit der Veröffentlichung des für die Fed relevanten PCE-Deflators Ende April ergeben. Die gestern veröffentlichten Verbraucherpreise zeigten bereits eine stärkere Preisdynamik. Sollten die Inflationsrate in den kommenden Monaten die zwei Prozent Marke erreichen oder übertreffen, darf dies aufgrund von Basiseffekten jedoch auch nicht überinterpretiert werden.

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	12.04.2018 15:53	05.04.2018 -1 Woche	09.03.2018 -1 Monat	11.01.2018 -3 Monate	11.04.2017 -12 Monate	29.12.2017 YTD
Dow Jones	24466	-0,2%	-3,4%	-4,3%	18,5%	-1,0%
S&P 500	2658	-0,2%	-4,6%	-4,0%	12,9%	-0,6%
Nasdaq	7069	-0,1%	-6,5%	-2,0%	20,5%	2,4%
DAX	12397	0,7%	0,4%	-6,1%	2,1%	-4,0%
MDAX	25612	-0,3%	-2,0%	-4,6%	5,9%	-2,2%
TecDAX	2599	3,4%	-3,5%	-1,9%	28,8%	2,8%
EuroStoxx 50	3439	0,3%	0,5%	-4,3%	-0,9%	-1,8%
Stoxx 50	3038	0,4%	0,7%	-6,1%	-3,9%	-4,4%
SMI (Swiss Market Index)	8755	0,1%	-2,0%	-7,9%	1,3%	-6,7%
FTSE 100	7258	0,8%	0,5%	-6,5%	-1,5%	-5,6%
Nikkei 225	21660	0,1%	0,9%	-8,6%	15,5%	-4,9%
Brasilien BOVESPA	85403	0,2%	-1,1%	7,6%	32,7%	11,8%
Russland RTS	1124	-10,3%	-12,6%	-10,0%	3,0%	-2,6%
Indien BSE 30	34101	1,5%	2,4%	-1,2%	14,5%	0,1%
China Shanghai Composite	3180	1,6%	-3,8%	-7,2%	-3,3%	-3,8%
MSCI Welt (in €)	2083	-0,3%	-3,2%	-6,4%	-2,8%	-3,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1176	0,4%	-2,7%	-4,1%	6,3%	-1,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	403	616	283	-7	146
Bobl-Future	131,08	-1	84	-4	-156	-53
Schatz-Future	111,90	-2	9	4	-59	-7
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,31	-1	-3	-7	-15	0
3 Monats \$ Libor	2,34	1	25	62	119	65
Fed Funds Future, Dez 2018	2,12	3	3	19	58	0
10-jährige US Treasuries	2,82	-1	-7	29	52	41
10-jährige Bunds	0,51	-2	-14	-2	30	9
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	-1	0	-4	-1	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,02	1	-3	8	26	14
US Treas 10Y Performance	565,51	0,4%	1,1%	-1,8%	-2,0%	-2,7%
Bund 10Y Performance	607,24	0,3%	1,6%	0,9%	-1,2%	0,0%
REX Performance Index	480,70	0,1%	0,6%	0,1%	-1,2%	0,0%
IBOXX AA, €	0,81	-2	5	8	19	13
IBOXX BBB, €	1,40	-3	5	15	0	17
ML US High Yield	6,42	-9	-6	32	27	27
JPM EMBI+, Index	819	-0,2%	0,4%	-1,8%	1,6%	-2,1%
Wandelanleihen Exane 25	7333	0,0%	0,0%	-2,0%	3,7%	-0,9%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	440,65	0,9%	-1,0%	-0,2%	4,1%	1,9%
MG Base Metal Index	354,49	4,3%	2,9%	-1,3%	19,3%	-1,2%
Rohöl Brent	71,57	4,8%	9,4%	2,3%	28,5%	7,4%
Gold	1340,56	1,1%	1,4%	1,5%	5,4%	2,8%
Silber	16,81	2,6%	0,9%	-0,9%	-8,0%	-1,2%
Aluminium	2259,00	13,7%	7,6%	4,4%	18,6%	0,1%
Kupfer	6912,25	1,9%	-0,4%	-2,7%	20,4%	-4,1%
Eisenerz	64,28	2,6%	-10,7%	-17,3%	-14,2%	-9,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	979	2,7%	-18,5%	-24,9%	-22,4%	-28,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2306	0,4%	0,1%	2,4%	15,9%	2,6%
EUR/ GBP	0,8666	-0,8%	-2,5%	-2,6%	1,8%	-2,4%
EUR/ JPY	132,14	0,7%	0,6%	-1,5%	12,6%	-2,1%
EUR/ CHF	1,1862	0,6%	1,4%	1,1%	10,9%	1,4%
USD/ CNY	6,2874	-0,3%	-0,8%	-3,3%	-8,8%	-3,4%
USD/ JPY	106,80	-0,5%	0,0%	-4,0%	-2,6%	-5,2%
USD/ GBP	0,7045	-1,4%	-2,3%	-4,7%	-12,0%	-4,7%

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.