

portfolio:update

Juni 2020

Jenseits der Kennzahlen – die Stärken aktiver, diskretionärer Investmentansätze in Krisenphasen

Maschinen sind im Portfoliomanagement nicht zwangsläufig erfolgreicher als Menschen. Denn der Mensch kann neue und auch disruptive Entwicklungen frühzeitig(er) verstehen und interpretieren – anders als beispielsweise Trendfolgealgorithmen. Wie hilfreich der Mensch bei der Kapitalanlage ist, hat die jüngste Krise gezeigt. Das konstruktive Zusammenwirken quantitativer und qualitativer Strategien ist gerade in Zeiten von Umbrüchen und Strukturwandel überlegen.

Aufstieg der computergesteuerten Anlagesysteme

Seit der Weltfinanzkrise 2008/09 hat sich das Asset Management verändert: Die klassischen, aktiven, diskretionären Ansätze haben an Bedeutung verloren – zugunsten von Algorithmen und Risikomanagern. Auslöser dafür war, dass die Ertragserwartungen oft nicht erfüllt wurden. Zudem war die hohe Volatilität in schwierigen Marktphasen ein Problem für langfristig orientierte Anleger. Es wurde wichtiger, sogenannte „Performance Drawdowns“ zu minimieren, die in den Jahren 2000/2001 und 2008/2009 in kürzester Zeit über Jahre erzielte Renditen vernichteten. Nicht zuletzt kam die Branche in Verruf, weil einige spektakuläre Schieflagen von gefeierten Fondsmanagern ans Licht kamen.

In der vergangenen Dekade traten deshalb neue Produkte und Marktteilnehmer auf den Plan – ETFs und Smart-Beta-Produkte, Hochfrequenzhändler, Hedgefonds und das weite Feld sogenannter „systematischer Anleger“. Verstärkt wurde dieser Trend durch die gute absolute Performance risikobasierter Ansätze in schwierigen Marktphasen, durch die steigende Zahl global verfügbarer Finanzinstrumente und die Verbreitung elektronischer Handelsplattformen, die die Transaktionskosten deutlich reduziert haben.

Erfolgreich, wenn nichts dazwischenkommt

Systematische Anleger bauten ihre verwalteten Vermögen und ihren Anteil am Handel deutlich aus. Solche computergesteuerten Ansätze arbeiten mit einem Algorithmus, der die Anlageentscheidungen trifft und das Handeln steuert. Beispiele sind Trendfolgestrategien, Alternative-Beta-Strategien und nachrichtengesteuerte Strategien. Sie basieren auf längerfristigen Marktbeobachtungen, aus denen sie Algorithmen für Anlageentscheidungen ableiten.

Wie stark das Marktgeschehen von solchen Strategien beeinflusst werden kann, zeigen Marktentwicklung und Volatilität der beiden vergangenen Jahre. Trendfolgesysteme beispielsweise haben sich rasant entwickelt – mit einem Marktvolumen von inzwischen weit über 1 Billionen EUR in allen systematischen Anlagen – und verstärken dadurch Trends. Beim Einsatz immer komplexerer Systeme werden die Marktbewegungen gerade bei Trendänderungen immer schneller und heftiger. Abgesehen davon können Algorithmen auf der Basis historischer Daten keine Anlageentscheidungen treffen, die nach „menschlichem Ermessen“ sinnvoll sind – sei es in Zeiten beispielloser Entwicklungen wie der COVID-19-Pandemie oder im Zusammenhang mit industriellem Strukturwandel. So sind die Mega Caps von heute ganz andere als noch vor zehn oder zwanzig Jahren. Kleinere Firmen werden durch geschickte und wegweisende Strategien nachhaltig erfolgreich und immer größer. Dagegen müssen große Traditionsunternehmen, die keine strategische Weitsicht und Offenheit mitbringen, ums Überleben kämpfen.

Stressphasen bieten herausragende Möglichkeiten für Stock-Picking

Dass sich Entwicklungen wie im Zuge der COVID-19-Krise schwer durch Algorithmen abbilden lassen, hat klare Folgen für den langfristig und fundamental denkenden Anleger. Innerhalb von vier Wochen haben wir unlängst die schnellste Marktkorrektur der Börsengeschichte erlebt, verursacht durch einen raschen Ausverkauf durch systematische Anleger, primär über Derivatetransaktionen. Das De-Risking dieser Marktteilnehmer, also deren systematische Risikoreduzierung, wirkte sich zwischen Mitte Februar und Mitte März 2020 aufgrund des Tempos und des Umfangs verheerend auf die Märkte aus. In solchen Marktphasen verla-

portfolio:update

gert sich viel Liquidität aus herkömmlichen Instrumenten wie Aktien auf die Derivatmärkte. Eine ähnliche Situation ließ sich auch im letzten Quartal 2018 beobachten.

Marktphasen von extremem Stress bieten langfristig und fundamental denkenden Portfoliomanagern und Anlegern einmalige Chancen auf Mehrrendite durch qualitative diskretionäre Aktienausswahl, wie sich in den jüngsten Verwerfungen gezeigt hat.

Qualitative Risikoeinschätzung jenseits der Kennziffern bieten Mehrwert

Erfahrene Portfoliomanager können die Chancen und Risiken von Investitionsmöglichkeiten auch jenseits der gängigen Bewertungs- und Verschuldungskennziffern abwägen, die in Krisenszenarien schnell ihre Aussagekraft verlieren. Die Prognoseunsicherheit steigt, und die Kennzahlen aus Datenbanken verlieren schnell an Aktualität, während saubere Szenarioanalysen wichtiger werden. Abgesehen davon kann sich die Gewichtung von Kriterien beim Anleger kurzfristig ändern: Beispielsweise gewichtet er Verschuldungskennziffern angesichts der schweren Rezession im Zuge der COVID-19-Pandemie viel höher als in einer Schönwetterperiode.

Regelmäßiger Unternehmenskontakt bei Aktieninvestments wichtig

Mehr und zusätzliche Informationen – über die Analyse von Kennzahlen hinaus – erhalten Portfoliomanager aus erster Hand vom Management der Unternehmen. Dazu zählen tiefere Einblicke in die strategische Dynamik, in die Möglichkeit zur Mobilisierung stiller Reserven im Notfall oder über Spielräume, Kapitalinvestitionen zu verschieben und operative Kosten anzupassen. Wo steht in einer Krise vielleicht sogar eine wertschöpfende Übernahme an? Die Qualität eines Managements kann der entscheidende Unterschied sein und die Wertentwicklung maßgeblich beeinflussen.

Umfassende Analyse geht weit über das Zahlenwerk hinaus

Der Mehrwert einer umfassenden Analyse von Geschäftsmodellen wird derzeit auch am Beispiel der Dividendenpolitik offensichtlich. 2020 wird voraussichtlich ein schlechtes Jahr für Ausschüttungen – so wird mit Kürzungen von 20 % und mehr gerechnet. Sie sind vielfach nicht wirtschaftlich bedingt, sondern durch „moralischen Zwang“ der Stakeholder, der Politik und einer

einfordernden Gesellschaft. Prognostizierte und tatsächliche Renditen können deshalb erheblich voneinander abweichen. Ein aktiver Fondsmanager kann im Unterschied zu seiner passiven Konkurrenz in der fundamentalen Analyse den Unterschied zwischen Prognose und Realität früh erkennen. Die Dividendenrendite der vergangenen Jahre ist somit ein besserer Indikator für Performance-Unterschiede als die für die Zukunft erwartete Rendite. Überdurchschnittlich hoch prognostizierte Dividendenrenditen können auch ein Zeichen für hohe Risikoprämien sein. Beruhen Kaufentscheidungen auf regelbasierten Ansätzen und eine dort angezeigte Dividendenrendite, die künstlich hoch ist, werden zusätzliche Risiken ins Portfolio gekauft. Hier ist der diskretionäre, aktive Fondsmanager klar im Vorteil.

Nachhaltigkeit erweist sich als Stabilisator in Stressphasen

Der Einbezug von meist qualitativ und fundamental orientierten ESG-Kriterien als komplementäres Element in der Unternehmensanalyse hat in den vergangenen Monaten oft geholfen, Portfolios stabiler und qualitativ hochwertiger aufzustellen. Nachhaltig geführte Unternehmen zeigen oft relative Stärken in ihrer Bilanz, der Free-Cashflow-Entwicklung und der Dividendenpolitik. Diese Qualitätsfaktoren haben unseres Erachtens dazu geführt, dass die Kurse nachhaltig orientierter Unternehmen weniger stark einbrachen, auch aufgrund der strukturell besseren Wachstumsperspektiven und einer geringeren Zyklizität dieser Geschäftsmodelle. So war die Wertentwicklung etwa des MSCI Europe ESG Leaders Index in der Stressphase vom 21. Februar bis zum 23. März 2020 sehr stabil im Vergleich zum breiten MSCI Europe. Die qualitative, diskretionäre Berücksichtigung von Nachhaltigkeit hat also einen Mehrwert in der Stressphase geliefert.

Eine Lehre der Krise: Selektiveres Investieren

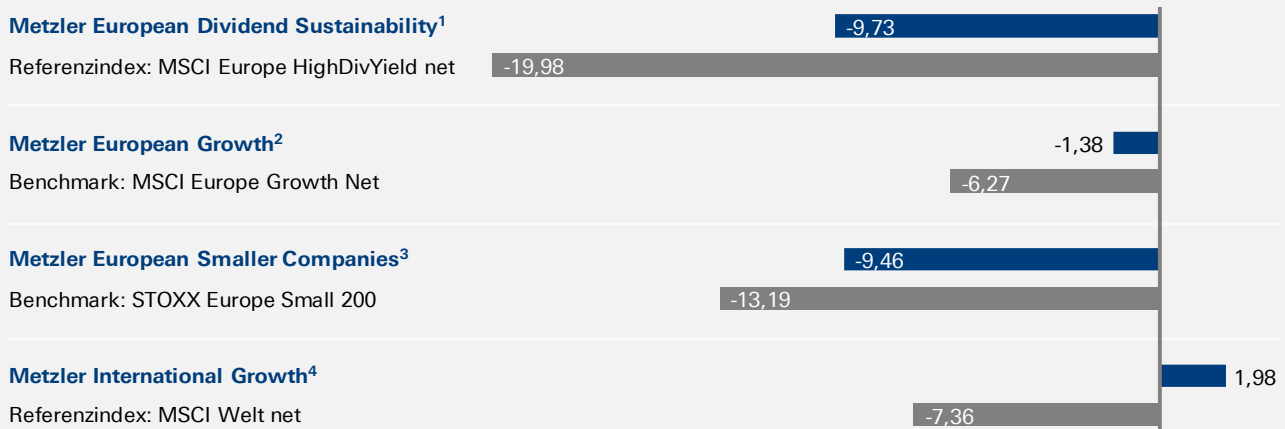
Die durch COVID-19 ausgelöste Krise hat die Schwächen einiger Geschäftsmodelle offengelegt und beschleunigt einen Strukturwandel, der ohnehin ansteht und sich teilweise schon seit Jahren vollzieht. So geraten Geschäftsmodelle ins Hintertreffen, denen eine Anpassung an Trends wie Digitalisierung, Mobilität, Energieeffizienz, Nachhaltigkeit und Klimaschutz im globalen Wettbewerb nicht gelungen ist – wie der stationäre Handel gegenüber dem Onlinehandel –, und die genannten Trends bekommen zusätzlichen Rückenwind. Dies führt dazu, dass investierbare Universen mit guten Geschäftsmodellen kleiner werden. Der Anteil an Unter-

portfolio:update

nehmen mit mehr als 4 % Umsatz- und Ertragswachstum betrug vor Corona gerade einmal 12 % weltweit. Dieses Feld wird noch weiter schrumpfen. Auch hier sind diskretionär geprägte Strategien, die solche radikalen Zerwürfnisse frühzeitig antizipieren können, im Vorteil.

Quantitatives und qualitatives Portfoliomanagement sind unterschiedliche, sich ergänzende und sich bereichernde Ansätze. Computergestützte Analyse- und Risikomodelle haben sich bewährt, sie werden qualitative Manager aber nicht ersetzen können.

Performance* ausgewählter Metzler-Aktienfonds in der Corona-Krise Zeitraum 1.1.–29.5.2020; in %



* Wertentwicklung errechnet nach BVI-Methode unter Berücksichtigung aller auf Fondsebene anfallenden Kosten (z. B. Verwaltungsvergütung, Management-Fee), ohne sämtliche auf Kundenebene anfallende Kosten (z. B. Ausgabeaufschlag, individuelle Verwahrunggebühren und Transaktionskosten) einzubeziehen.

¹ Class B (IE00BY02962)

² Class B (IE00B3ZLWY60)

³ Class B (IE00B40ZVV08)

⁴ Class BN (IE00BFNQ8D85)

Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler

Portfoliomanagement Equities Metzler Asset Management GmbH



Lorenzo Carcano



Ulf Plesmann



Oliver Schmidt

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

portfolio:update

**Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH.
Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden.**

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden. Metzler kann keine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben, dass eine Wertuntergrenze gehalten oder eine Zielrendite erreicht wird. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten können. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.