

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

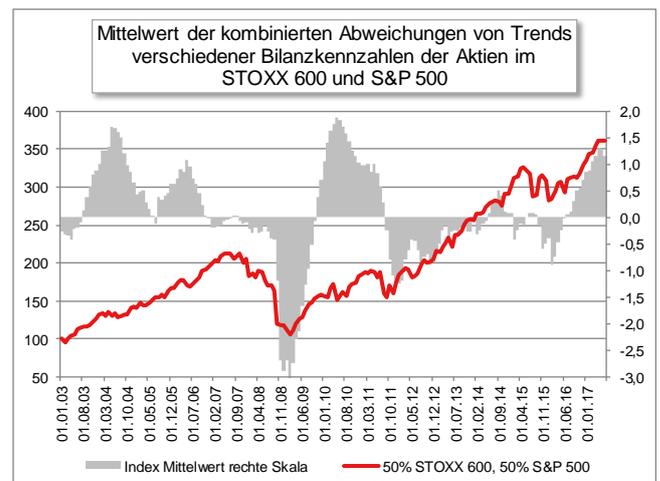
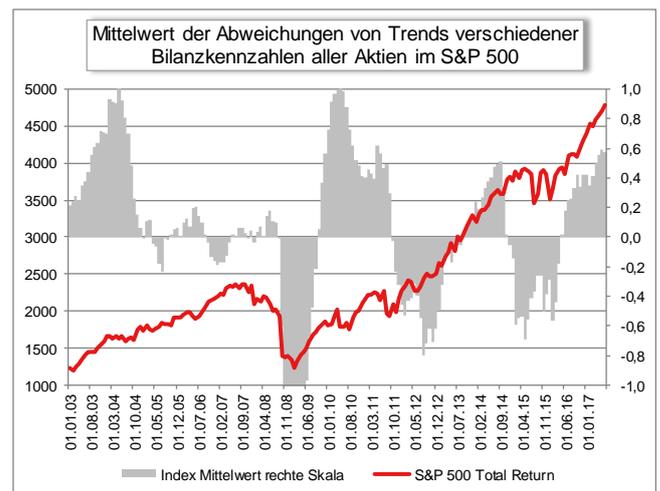
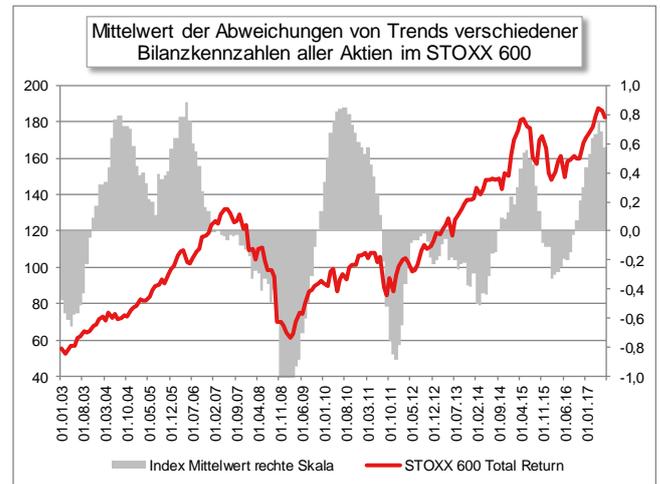
Taktische Allokationssteuerung mit fundamentalen Daten

Märkte mögen zeitweise ein scheinbar chaotisches Verhalten an den Tag legen, doch langfristig orientieren sie sich an fundamentalen Daten. Das sollte auch so sein, denn an den Märkten werden zukünftige Entwicklungen gehandelt, und die sind immer auch ein Resultat der fundamentalen wirtschaftlichen Entwicklung auf der Ebene von Staaten, Sektoren und Unternehmen. Kurzfristige Volatilitäten an den Märkten spiegeln nur die Unsicherheit bezüglich der zukünftigen fundamentalen Entwicklung wider und sind an sich kein Beweis dafür, dass sich Märkte losgelöst von fundamentalen Daten bewegen. Aus diesem Grund macht es auch Sinn, die taktische Allokation an fundamentale Daten zu koppeln. Typischerweise wird im Asset Management deshalb ein großer Wert auf die Analyse von Konjunkturdaten gelegt, und auch wir betreiben einen vergleichsweise großen Aufwand, um Konjunkturzyklen zu verstehen und Wendepunkte zu antizipieren. Es existieren aber noch viele weitere Möglichkeiten, um fundamentale und gleichzeitig marktrelevante Daten zu analysieren. Dazu gehören vor allem Unternehmensdaten. Allerdings ist es nicht leicht, Unternehmensdaten so zu aggregieren, dass sie für die taktische Allokation sinnvoll genutzt werden können.

Wir haben uns diesem Problem genähert, indem wir für jedes Unternehmen im S&P 500 und im STOXX 600 für jeden Monat seit Anfang 2003 überprüft haben, wie weit unternehmensspezifische Kennzahlen wie der Gewinn pro Aktie oder die Eigenkapitalrendite oder der Umsatz oberhalb oder unterhalb ihres jeweiligen Trends liegen. Unsere Hypothese war die, dass eine Aggregation dieser Daten eine belastbare Information darüber liefern müsste, wie es der Wirtschaft insgesamt geht – schließlich dürfte es unwahrscheinlich sein, dass auf einmal alle Unternehmen rein „zufällig“ eine negative Entwicklung ihrer Kennzahlen aufweisen. Es liegt daher nahe, derartige aggregierte Unternehmenskennzahlen auch zu nutzen, um Konjunkturdaten auf ihre Belastbarkeit zu prüfen oder sogar direkt die taktische Allokation damit zu steuern.

Im Ergebnis zeigt sich, dass in Europa die aggregierten Unternehmensdaten (konkret handelt es sich um die rollierenden Analystenschätzungen für die jeweils kommenden zwölf Monate) zum Beispiel im Jahr 2007 einen großen Vorlauf vor den Märkten aufwiesen und damit schon lange vor der Finanzkrise des Jahres 2008 aufzeigten, dass fundamental ernsthaft dunkle Wolken am Himmel aufzogen. Ähnliches galt für das Jahr 2011. Damals gewann die Eurokrise an Virulenz, und in den USA drohte (wie auch jetzt wieder) das sog. „Fiscal Cliff“ und damit ein staatlicher Ausgabenstopp. Die aggregierten Unternehmensdaten zeigten schon im Frühling 2011 auf, dass auch fundamental auf Unternehmensebene Probleme entstanden, so dass auch hier ein gutes Ausstiegssignal generiert worden wäre, welches einen Investor vor dem sommerlichen Aktienmarktcrash in Sicherheit gebracht hätte. Allerdings lieferte dieses Modell in Europa teilweise auch deutliche Fehlsignale.

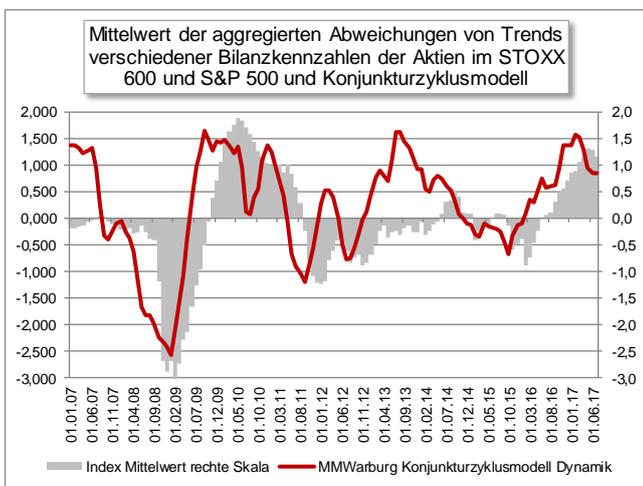
Beispielsweise erholte sich das Modell zwar bis Ende 2012, verschlechterte sich dann aber erneut bis Herbst 2014, während der Aktienmarkt gerade in dieser Phase deutlich an Wert gewann.



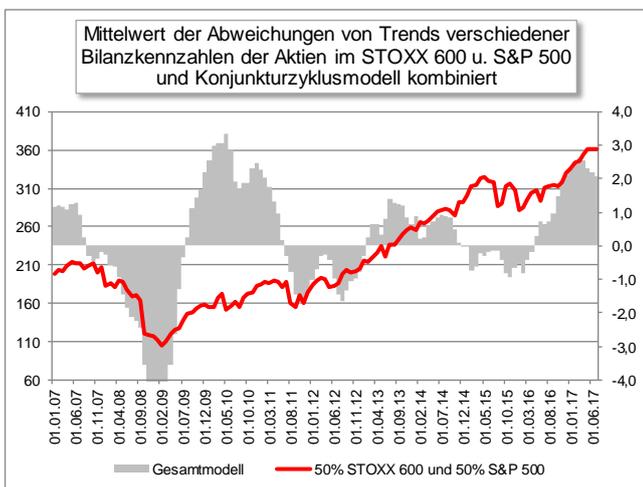
In den USA ist das Bild noch ein wenig „enttäuschender“. So dauerte es offensichtlich bis Herbst 2008, bis die Analysten in den USA überhaupt in der Breite ihre Schätzungen diverser Kennzahlen nach unten revidierten, und auch dort kam es 2012 und 2013 zu deutlichen Fehlsignalen in dem

Sinne, dass trotz eher schwacher Unternehmensdaten die Aktien stiegen. Aus dieser Perspektive scheint es so, dass derart aufbereitete Daten zwar wertvolle Informationen enthalten, aber nicht in jedem Fall zur taktischen Allokation genutzt werden können. Das gilt auch für die Kombination von europäischen und US-amerikanischen Daten, die zwar deutlich weniger volatil sind, aber auch keine perfekte taktische Steuerung zulassen.

Zudem stellt sich die Frage, ob die Aggregation von Unternehmensdaten einen Vorteil gegenüber Konjunkturdaten dadurch aufweisen könnte, dass diese einen früheren Wendepunkt aufweisen. Um das zu testen, haben wir das aggregierte US/Europa-Modell basierend auf Unternehmenskennzahlen unserem globalen Konjunkturmodell gegenübergestellt.

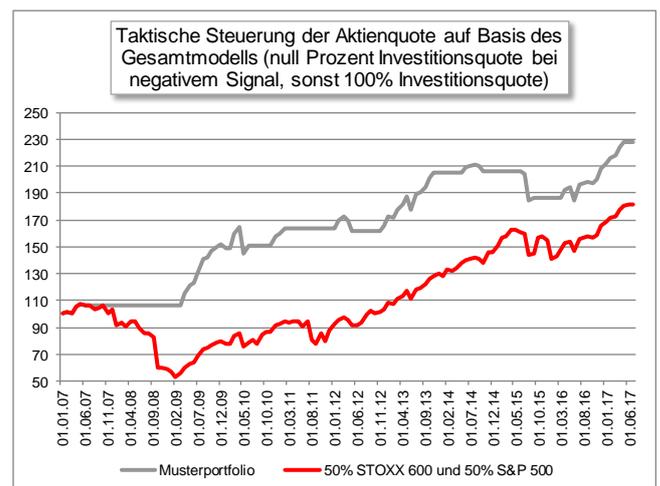


Wie sich zeigt, entwickeln sich die beiden Modelle nicht komplett gleichläufig, weisen aber durchaus phasenweise eine hohe Ähnlichkeit auf. Insgesamt drängt sich aber der Eindruck auf, dass die Wendepunkte in den Konjunkturdaten etwas früher zu beobachten sind als in den Schätzungen der Unternehmensdaten. Das ist allerdings nicht überraschend, denn viele von uns verwendete Konjunkturindikatoren sind Frühindikatoren, die zwangsläufig einen leichten Vorlauf vor „realen“ Wirtschaftsindikatoren aufweisen sollten. Trotzdem könnte es interessant sein, beide Modellwelten zu kombinieren und zu prüfen, ob mit einem Gesamtmodell eine taktische Steuerung möglich wäre.



Bei einer rein „optischen“ Betrachtung der Grafik erscheint es möglich, mit diesem kombinierten Modell aus Unternehmensdaten und Konjunkturdaten z.B. für den europäischen Aktienmarkt eine gute taktische Allokation vorzunehmen. So lag das Modell für den Großteil der Krise 2008/2009 im negativen Bereich und konnte die Fehlsignale 2013 und 2014 vermeiden, allerdings nicht im Jahr 2012. Um aber tatsächlich die Leistungsfähigkeit eines solchen Ansatzes zu überprüfen, reicht eine rein „optische“ Kontrolle nicht aus.

Hier kommt die Methode der Rückrechnung ins Spiel, bei der nach zuvor aufgesetzten klaren Regeln die Investitionsquote auf Basis des Signals variiert wird. Um die Belastbarkeit einer solchen Berechnung sicherzustellen, müssen sämtliche Werte sog. „out-of-sample“-Eigenschaften aufweisen. Das bedeutet, dass auch in einer Echtzeitanwendung exakt genau diese Werte im Modell berechnet worden wären. An keiner Stelle dürfen daher in einem Backtest Werte oder Informationen berücksichtigt werden, die nicht auch zu dem Zeitpunkt schon vorgelegen hätten. Das bedeutet u.a. auch, dass nur Aktien und deren Kennzahlen berücksichtigt werden, die zu dem jeweiligen Zeitpunkt auch im Index enthalten waren. Nun könnten verschiedene Regeln aufgestellt werden, die ökonomisch alle Sinn machen. Spätestens hier besteht die Gefahr des „Curve Fittings“; dieser Sachverhalt beschreibt eine Falle, in die selbst Profis immer wieder hineingeraten. Es geht dabei um die Versuchung, Regeln so lange zu ändern, bis sich die erwünschten Ergebnisse zumindest für die Vergangenheit zeigen. Diese Vorgehensweise ist eine sichere Methode, um dann in der Wirklichkeit zu scheitern, da man nach spezifischen Regeln gesucht hat, die nur in einer spezifischen Zeitperiode funktioniert haben. Und da sich die Geschichte auch an den Märkten nicht perfekt wiederholt, fehlt solchen Ansätzen i.d.R. die Robustheit.



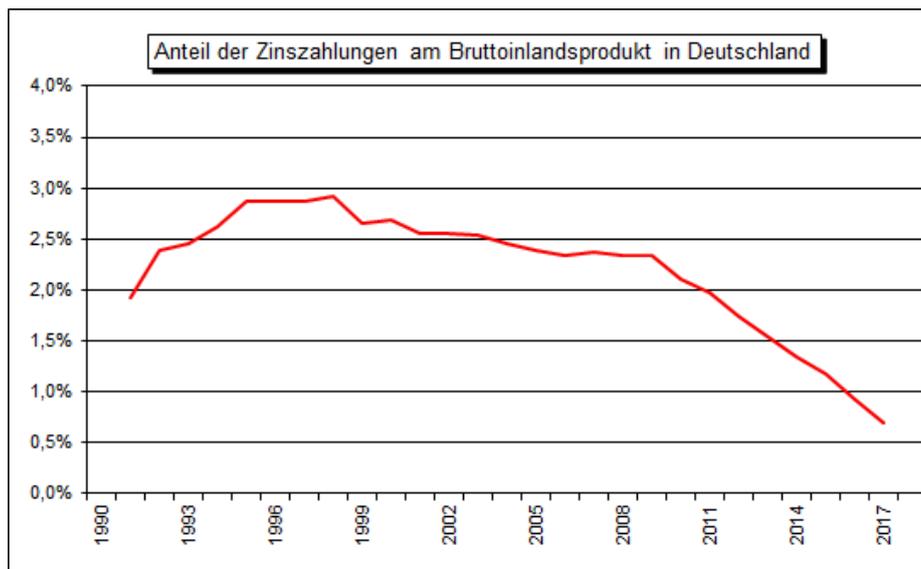
Nutzt man im obigen Beispiel dagegen eine einfache Regel, wonach man beispielsweise bei einem fallenden Signal in Kasse geht und bei einem steigenden Signal komplett investiert ist, kann über einen längeren Zeitraum tatsächlich eine Outperformance generiert werden. Hier zeigt sich, wie wertvoll derartige Informationen für die taktische Allokation sein können, auch wenn sie eine qualitative Einschätzung nicht ersetzen. Man würde jedoch einen Fehler machen, derartige Informationen nicht zu nutzen.

Wochenausblick für die Zeit vom 4. September bis 8. September 2017

	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	55,4	55,4	54,0	53,1	53,4		5. September
D: Auftragseingänge, m/m	-2,1%	1,1%	1,0%	0,1%			6. September
D: Auftragseingänge, y/y	3,2%	3,9%	5,2%	5,8%			6. September
D: Industrieproduktion, m/m	0,7%	1,2%	-1,1%	0,6%			7. September
D: Industrieproduktion, y/y	2,6%	4,9%	2,5%	4,6%			7. September
D: Exporte, m/m	0,9%	1,5%	-2,7%	0,2%			8. September
D: Exporte, y/y	5,7%	8,7%	5,8%	7,8%			8. September
D: Importe, m/m	1,1%	1,3%	-4,4%	0,7%			8. September
D: Importe, y/y	11,5%	12,8%	7,1%	7,9%			8. September
E-19: Sentix	24,0	27,4	28,4	28,3	27,7	27,5	4. September
E-19: Produzentenpreise m/m	0,0%	-0,3%	-0,1%	0,2%			4. September
E-19: Produzentenpreise y/y	4,3%	3,4%	2,5%	2,3%			4. September
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	56,4	56,3	55,4	55,4	54,9		5. September
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	0,0%	0,4%	0,5%	-0,4%			5. September

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: In wie weit profitiert der deutsche Staat von der EZB-Politik?



Seit 2008 sinkt der Anteil der Zinszahlungen des deutschen Staates relativ zum Bruttoinlandsprodukt kontinuierlich, da sich das Zinsumfeld als Folge der Rezession und Finanzkrise 2008 geändert hat: Während 2008 die deutschen Zinszahlungen noch bei ca. 60 Mrd. Euro lagen, betrug der Wert im Jahr 2015 nur noch 35 Mrd. Euro. Zusätzlich kauft die EZB seit 2015 Anleihen im Rahmen ihres QE-Programms auf, was dazu führte, dass sich die Zinsen für Bundesanleihen noch weiter reduziert haben. 2017 dürfte die Last der Zinszahlungen für den deutschen Staat bei „nur“ noch 28 Mrd. Euro liegen. Obwohl die Zinslast mit Start des QE-Programms noch weiter gesunken ist, sehen wir in dem Anleihenaufkaufprogramm keinen maßgeblichen Verursacher. Auch ohne das QE-Programm hätte sich ein Großteil der Veränderung seit 2015 eingestellt, da die in den Jahren 2015, 2016 und 2017 emittierten Anleihen ohnehin vom niedrigen Ausgangsniveau der Zinsen profitiert hätten. Der genaue QE-Effekt ist unmöglich exakt zu ermitteln, denn es existiert kein belastbares Re-

ferenzszenario. Wir halten es aber für plausibel, für 2017 einen Wert von etwa 5 Mrd. Euro anzusetzen, der sich als Zinserleichterung direkt aufgrund des QE-Programms ergibt. Die niedrigen Leitzinsen haben einen größeren Effekt, dieser ist aber global und "wirkt" schon seit 2008. Der Entlastung des deutschen Haushalts durch das QE-Programm muss man aber den geringeren Bundesbankgewinn gegenüberstellen, der ebenfalls Ergebnis der EZB-Politik ist. Der Nettoeffekt für 2017 ist damit noch kleiner, zumal aufgrund niedriger Zinsen auch die Steuereinnahmen des Staates fallen. Der deutsche Staat profitiert daher auf Ebene des Haushaltes wahrscheinlich nur sehr bedingt von der EZB-Politik. Vielmehr profitieren Spanien und Italien, da durch die EZB-Politik dort die Risikoprämien zu den Bundesanleihen dramatisch gesenkt wurden, so dass eine dauerhafte Refinanzierung dadurch überhaupt erst wieder möglich wurde. Aber auch hier fehlt das Referenzszenario, um dies tatsächlich beweisen zu können.

	Stand	Veränderung zum			
	31.08.2017 17:16	24.08.2017 -1 Woche	28.07.2017 -1 Monat	30.05.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	21947	0,8%	0,5%	4,4%	11,1%
S&P 500	2466	1,1%	-0,2%	2,2%	10,2%
Nasdaq	6368	1,5%	-0,1%	2,7%	18,3%
DAX	12071	-0,9%	-0,8%	-4,2%	5,1%
MDAX	24689	-0,2%	0,0%	-2,1%	11,3%
TecDAX	2292	1,4%	1,5%	0,3%	26,5%
EuroStoxx 50	3423	-0,6%	-1,3%	-3,9%	4,0%
Stoxx 50	3042	-0,1%	-1,4%	-5,5%	1,1%
SMI (Swiss Market Index)	8921	-0,2%	-1,1%	-1,0%	8,5%
FTSE 100	7430	0,3%	0,8%	-1,3%	4,0%
Nikkei 225	19646	1,5%	-1,6%	-0,2%	2,8%
Brasilien BOVESPA	70729	-0,6%	8,0%	10,6%	17,4%
Russland RTS	1094	4,2%	7,9%	1,8%	-5,0%
Indien BSE 30	31730	0,4%	-1,8%	1,8%	19,2%
China Shanghai Composite	3361	2,7%	3,3%	8,1%	8,3%
MSCI Welt (in €)	1948	-0,2%	-1,9%	-4,1%	-1,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	1088	-0,1%	1,1%	1,2%	12,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	165,07	32	309	274	92
Bobl-Future	133,14	13	103	98	-49
Schatz-Future	112,27	3	19	2	-3
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,33	0	-1	-2	0
3 Monats \$ Libor	1,32	0	1	11	32
Fed Funds Future, Dez 2017	1,20	-1	-2	-3	0
10-jährige US Treasuries	2,14	-6	-15	-8	-31
10-jährige Bunds	0,37	6	-11	8	26
10-jährige Staatsanl. Japan	0,01	-2	-7	-3	-4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,14	1	-18	3	6
US Treas 10Y Performance	590,68	0,5%	1,6%	1,4%	3,7%
Bund 10Y Performance	613,35	0,1%	1,8%	0,1%	0,1%
REX Performance Index	484,46	0,1%	0,9%	0,0%	-0,2%
IBOXX AA, €	0,68	-1	-13	0	0
IBOXX BBB, €	1,26	0	-7	-7	-24
ML US High Yield	6,09	-4	15	15	-37
JPM EMBI+, Index	838	0,4%	1,8%	1,7%	8,5%
Wandelanleihen Exane 25	7129	0,0%	-0,8%	-1,4%	3,1%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	435,47	-0,2%	-1,6%	0,9%	2,9%
MG Base Metal Index	338,37	1,2%	8,2%	15,9%	20,9%
Rohöl Brent	51,96	-0,4%	-1,0%	1,2%	-8,4%
Gold	1315,56	2,2%	3,8%	4,2%	13,7%
Silber	17,43	2,6%	4,5%	0,3%	8,6%
Aluminium	2069,00	-1,8%	9,8%	7,6%	21,4%
Kupfer	6740,00	1,2%	7,1%	19,6%	22,0%
Eisenerz	74,12	-1,2%	12,5%	21,6%	-7,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1181	-1,6%	26,6%	31,2%	22,9%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1875	0,6%	1,2%	6,3%	12,7%
EUR/ GBP	0,9222	0,0%	3,0%	6,1%	8,0%
EUR/ JPY	130,86	1,4%	0,4%	5,6%	6,0%
EUR/ CHF	1,1429	0,5%	0,6%	4,8%	6,4%
USD/ CNY	6,5890	-1,1%	-2,2%	-3,9%	-5,2%
USD/ JPY	110,24	0,6%	-0,4%	-0,6%	-5,7%
USD/ GBP	0,7768	-0,6%	1,9%	-0,1%	-4,0%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@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 herein 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.