



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

9. Januar 2020

In der Ruhe liegt die Kraft: Die Taktik für das neue Jahr

Der Jahresanfang bietet immer eine gute Gelegenheit, auf das alte Jahr zurückzublicken und sich auf die möglichen Herausforderungen des neuen Jahres einzustellen und einzustellen. Fangen wir mit dem vergangenen Jahr an: 2019 war für Investoren ein durchweg gutes Jahr, da nahezu alle relevanten Assetklassen und Märkte eine positive Wertentwicklung erlebten. Als Asset Manager hat man das Jahr aber zeitweise ambivalenter erlebt, denn einerseits konnte man sich natürlich ebenfalls über die gute Wertentwicklung freuen, musste sich andererseits aber eingestehen, dass das Ausmaß dieser positiven Entwicklung aus fundamentaler Sicht nicht immer nachvollziehbar war. Das machte es sehr schwierig, Portfolios taktisch zu steuern. Denn die taktische Steuerung basiert bei uns immer auch auf einer fundamentalen Einschätzung. Und wenn Konjunkturdaten enttäuschen und Gewinne nach unten revidiert werden, ist dies nach allen Regeln der Kunst eigentlich nicht der Moment, um Aktienquoten weiter anzuheben. Aber genau das hätte man eigentlich das ganze Jahr über machen müssen. Stattdessen war man geneigt, die Quote für risikobehaftete Wertpapiere sogar nach unten anzupassen, was aus heutiger Sicht ein erheblicher Fehler gewesen wäre. Womit sich wieder einmal bestätigt, dass die taktische Allokation in gewisser Weise die Königsdisziplin im Portfoliomanagement ist. Denn einerseits ist sie von erheblicher Relevanz für die Wertentwicklung, andererseits sind Fehlentscheidungen nie auszuschließen. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass stärkere taktische Positionierungen immer nur eingegangen werden sollten, wenn eine hohe Konfidenz für die Rich-

tigkeit dieser Entscheidung besteht. Und es bedeutet auch, dass man immer offen für neue Entwicklungen und Zusammenhänge sein muss – denn „Kochrezepte“ für die taktische Allokation ändern sich andauernd. Beispielsweise haben unsere Berechnungen gezeigt, dass Überbewertungen von Aktien mit dem Verlauf von Renditen zusammenhängen, dies aber leider ohne stabilen Wirkungszusammenhang.

Um das zu beweisen, haben wir in einem ersten Schritt anhand des US-Aktienmarktes einen „fairen“ Wert für den S&P 500 berechnet, indem wir jeden Monat mit einem Regressionsmodell und den jeweils aktuellen Gewinnschätzungen eine Art fundamental „fairen“ Wert gerechnet haben. Die gute Nachricht vielleicht vorweg: Offensichtlich gelingt es recht gut, allein mit fundamentalen Daten die Grundrichtung und das Niveau des Aktienmarktes zu erklären.



Doch natürlich gibt es immer gewisse Differenzen zwischen dem fundamental „fairen“ Wert und dem tatsächlichen Indexstand. Und jetzt wird es spannend. Denn die

Konjunktur und Strategie

Differenz aus beiden Zeitreihen und damit der Umfang der Über- oder Unterbewertung kann recht gut alleine mit dem Zinsniveau erklärt werden. Das Problem daran ist nur, dass sich das Vorzeichen des Zusammenhangs im Laufe der Jahre verändert hat. Während früher eine steigende Rendite mit einer zunehmenden Überbewertung einherging, ist seit 2014 eher das Gegenteil der Fall.



Das dürfte auch erklären, warum 2019 der Aktienmarkt so durchgestartet ist, obwohl unsere Berechnungen nahelegen, dass aus rein fundamentaler Perspektive 2019 bestenfalls ein moderat positives Jahr hätte werden dürfen. Nun spricht wenig dafür, dass es 2020 wieder zu einem abrupten Sprung des Vorzeichens in dem Zusammenhang von Bewertung und Renditen kommt. Da wir aber davon ausgehen, dass 2020 die Renditen kaum steigen werden, die Gewinne im Laufe des Jahres aber durchaus das Potenzial für leichte Steigerungen haben, ist auch unser Blick auf den Aktienmarkt moderat positiv.

Aus taktischer Perspektive spricht daher sehr viel für eine mindestens neutrale Aktienquote. Doch wenn es nur so leicht wäre! Jeden Tag gibt es neue Informationen, die Szenarien verändern oder sogar dazu führen, dass man sie ganz verwerfen muss. Und von der Politik wollen wir an dieser Stelle gar nicht reden. Der Angriff der USA auf den iranischen General Soleimani hat nach wie vor das Potenzial, die geopolitische Lage zu verschärfen. Und der Handelskonflikt der USA mit China (und Europa) ist noch lange nicht entschärft. Selbst beim Brexit ist noch nicht das allerletzte Amen gesprochen, und viele weitere bekannte und unbekannte Unwägbarkeiten warten nur darauf, kurzfristige Unruhe in ein prinzipiell positives Lagebild zu bringen. Genau aus diesem Grund arbeitet man als Asset Manager jeden Tag an den optimalen Portfolios, statt sich einmal zu treffen, den Marschplan für die Allokation festzulegen

und sich dann wieder angenehmeren Aufgaben zu widmen.

Dabei zeigt allerdings die Erfahrung der letzten Jahre und Jahrzehnte, dass eine übergroße Hektik in Portfolios selten zum Ziel führt. „Hin und her macht Taschen leer“ ist eine alte Börsenweisheit, die noch immer Bestand hat. Wer immer nur auf die neuesten Neuigkeiten reagiert und dementsprechend Transaktionen vornimmt, läuft Gefahr, komplett prozyklisch zu werden und der Marktentwicklung hinterherzulaufen, statt sie zu antizipieren. Manchmal ist mehr Ruhe im Portfolio die bessere und weisere Lösung. Wie beispielsweise nach der Tötung von General Soleimani. Natürlich hat man im ersten Moment der Nachricht gezuckt und überlegt, ob diese Entwicklung ein Grund für eine Reduktion der Aktienquote sein könnte. Trotzdem war es bisher richtig, nicht prozyklisch zu reagieren, sondern Ruhe zu bewahren. Denn im Moment der Nachricht wird diese ohnehin rasend schnell in Kursen verarbeitet. Wer hier noch reagiert, ist eigentlich ein Getriebener. Eine gute taktische Allokation zeichnet sich aber gerade dadurch aus, eben nicht getrieben zu werden, sondern Entwicklungen zu antizipieren. Antizipiert werden können aber nur die großen Linien, nicht die kleinen, alltäglichen Verwerfungen. Deshalb ist man gut beraten, auch nicht zu sehr auf sie zu achten und sich davon verrückt machen zu lassen. Der größte Teil dieser täglichen Nachrichten ist nichts weiter als Rauschen. Es ist am Ende wie bei einem analogen Radio, bei dem die Frequenz über einen Drehregler angesteuert wird (die Älteren unter uns wissen noch, wovon ich spreche). Fast im ganzen Spektrum der Frequenzen hört man es Rauschen, und nur an einigen wenigen Stellen gibt es einen klaren Empfang. Als Asset Manager wird man vom Kunden dafür bezahlt, die Kanäle zu finden, auf denen nachhaltig belastbare Informationen zu finden sind und eben nicht nur Rauschen. Dafür braucht man Geduld, Ausdauer und einen Kompass, der einem zumindest die grobe Richtung vorgibt. Dieser Kompass ist für uns nach wie vor die fundamentale Großwetterlage, die sich 2020 allmählich bessern sollte. Damit ist der Rahmen für die taktische Allokation im neuen Jahr abgesteckt. Wenn keine extremen Ereignisse passieren, spricht viel für eine leicht offensive Ausrichtung mit einer Betonung in Märkten und Werten, die von einer zyklischen Stabilisierung profitieren können. Und das alles ohne Hektik, denn in der Ruhe liegt die Kraft.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	09.01.2020 16:22	31.12.2019 -1 Woche	06.12.2019 -1 Monat	04.10.2019 -3 Monate	04.01.2019 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	28893	1,2%	3,1%	8,7%	23,3%	23,9%
S&P 500	3267	1,1%	3,9%	10,7%	29,0%	30,3%
Nasdaq	9195	2,5%	6,2%	15,2%	36,5%	38,6%
DAX	13497	1,9%	2,5%	12,4%	25,4%	27,8%
MDAX	28548	0,8%	4,4%	11,8%	29,5%	32,2%
TecDAX	3094	2,6%	1,3%	11,7%	25,3%	26,3%
EuroStoxx 50	3794	1,3%	2,8%	10,1%	24,7%	26,4%
Stoxx 50	3437	1,0%	3,0%	9,3%	22,2%	24,5%
SMI (Swiss Market Index)	10664	0,4%	1,9%	8,5%	23,9%	26,5%
FTSE 100	7610	0,9%	5,1%	6,3%	11,3%	13,1%
Nikkei 225	23740	0,4%	1,7%	10,9%	21,4%	18,6%
Brasilien BOVESPA	115911	0,2%	4,3%	13,0%	26,2%	31,9%
Russland RTS	1600	3,3%	10,5%	22,0%	43,1%	50,1%
Indien BSE 30	41452	0,5%	2,5%	10,0%	16,1%	14,9%
China Shanghai Composite	3095	1,5%	6,3%	6,5%	23,1%	24,1%
MSCI Welt (in €)	2367	1,6%	3,0%	8,7%	27,7%	29,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1111	0,9%	5,9%	10,3%	18,3%	18,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	171,78	129	125	-271	781	824
Bobl-Future	133,87	24	-41	-187	117	135
Schatz-Future	111,93	2	-11	-42	-1	-2
3 Monats Euribor	-0,39	-1	0	3	-8	-8
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,40	-3	1	19	-35	0
3 Monats \$ Libor	1,87	-4	-2	-15	-93	-94
Fed Funds Future, Dez 2020	1,38	-2	7	39	-72	-1
10-jährige US Treasuries	1,89	-3	5	38	-77	-80
10-jährige Bunds	-0,23	-4	6	36	-44	-47
10-jährige Staatsanl. Japan	0,00	2	2	24	4	0
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,54	-7	6	25	-35	-37
US Treas 10Y Performance	641,89	0,9%	0,4%	-2,4%	10,2%	10,6%
Bund 10Y Performance	664,64	1,0%	-0,1%	-3,0%	5,6%	6,0%
REX Performance Index	493,65	0,1%	-0,3%	-1,7%	1,1%	1,2%
IBOXX AA, €	0,22	-8	-5	12	-67	-66
IBOXX BBB, €	0,84	-7	-9	4	-128	-122
ML US High Yield	5,99	-5	-33	-46	-173	-202
JPM EMBI+, Index	891	-0,1%	2,4%	2,6%	10,8%	12,5%
Wandelanleihen Exane 25	7699	0,1%	1,1%	2,2%	11,6%	11,7%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	400,99	-0,1%	2,7%	3,2%	-2,9%	-2,0%
MG Base Metal Index	297,85	-0,7%	3,5%	2,0%	2,0%	1,1%
Rohöl Brent	64,69	-2,4%	0,6%	10,6%	13,7%	21,8%
Gold	1547,52	1,8%	6,0%	2,7%	20,6%	20,8%
Silber	18,12	1,1%	9,2%	3,5%	15,0%	16,8%
Aluminium	1800,00	1,1%	1,6%	5,4%	-3,7%	-3,4%
Kupfer	6114,50	-0,6%	2,6%	9,0%	3,7%	2,8%
Eisenerz	94,61	3,4%	6,8%	2,6%	29,4%	36,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	773	-29,1%	-50,4%	-56,3%	-38,7%	-39,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1102	-1,2%	0,1%	1,1%	-2,6%	-3,0%
EUR/ GBP	0,8511	0,4%	1,0%	-4,7%	-5,1%	-5,2%
EUR/ JPY	121,61	-0,3%	1,0%	3,7%	-1,3%	-3,4%
EUR/ CHF	1,0799	-0,5%	-1,5%	-1,0%	-4,1%	-4,2%
USD/ CNY	6,9309	-0,5%	-1,4%	-3,0%	0,9%	0,8%
USD/ JPY	108,38	-0,2%	-0,2%	1,3%	-0,1%	-1,1%
USD/ GBP	0,7668	1,6%	0,5%	-5,7%	-2,5%	-2,3%

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.