

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Wie wertvoll sind Konjunkturdaten für die taktische Allokation?

Die Analyse fundamentaler Daten gehört zur Grundaufgabe eines jeden Analysten und Portfoliomanagers. Dies ist allein schon deshalb sinnvoll und notwendig, da der Wert von Aktien letztlich ihren (abdiskontierten) zukünftigen Gewinnen entsprechen sollte, und diese Gewinne wiederum vom fundamentalen Umfeld abhängig sind. Aus diesem Grund wird insbesondere der Analyse konjunkturrelevanter Daten im Asset Management eine große Bedeutung eingeräumt. In aller Regel liegen die Volkswirte von Banken in ihrer Einschätzung der Konjunkturlage besser als ihre Kollegen aus den wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsinstituten und den internationalen Organisationen, was nochmals belegt, mit welchem Aufwand und welcher Ernsthaftigkeit im Asset Management konjunkturelle Fragestellungen analysiert werden.

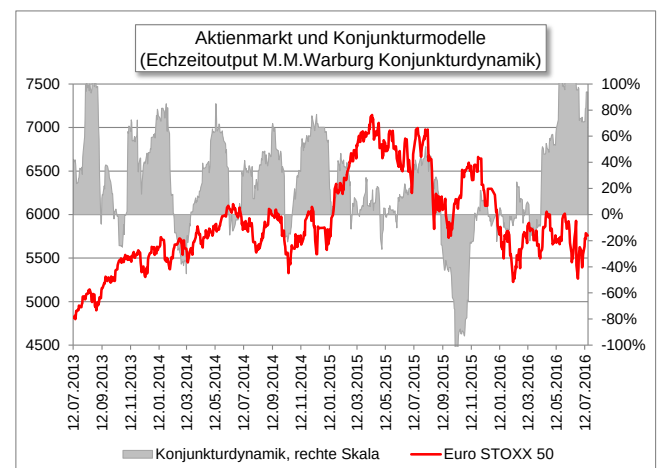
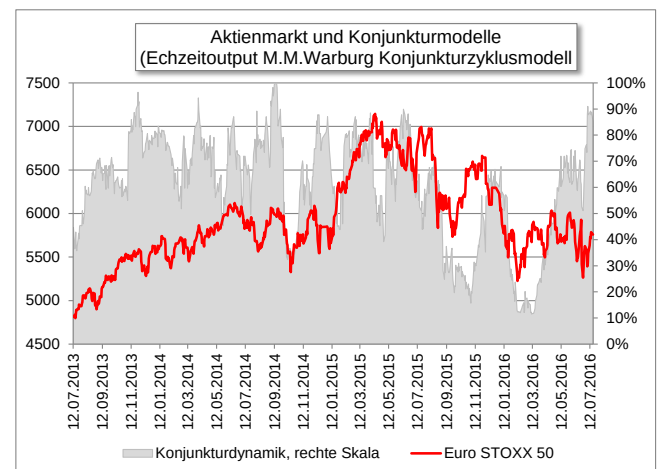
Auch wir tendieren bei Warburg traditionell dazu, unsere Entscheidungen im Asset Management in einem hohen Maße an fundamentale Daten und Entwicklungen zu koppeln. Leider beschleicht uns seit etwa zwei Jahren das unguete Gefühl, dass der Wert dieser Analyse für die taktische Allokation zunehmend geringer wird. Für diese Beobachtung gäbe es auch inhaltlich nachvollziehbare Gründe. So wird die Frequenz und Eingriffsintensität geldpolitischer Maßnahmen immer höher; man denke nur an die Entscheidungen der Schweizer Nationalbank zur Auflösung der Kopplung des Franken an den Euro und die Entscheidung der chinesischen Notenbank, massiv westliche Staatsanleihen zu verkaufen sowie die eigene Währung durch Stützungskäufe vor einer unkontrollierten Abwertung zu bewahren. Gleichzeitig werden immer neue Assetklassen und Märkte in einem immer größeren Umfang von Notenbanken aufgekauft, um die Geldmenge auszuweiten, die Konjunktur zu unterstützen, die Refinanzierung von Staatsanleihen zu erleichtern und die Inflation anzuheben.

Nicht zuletzt führt die auf Dauer angelegte Nullzinspolitik oder sogar Negativzinspolitik zur Frage, was überhaupt eine faire Bewertung von Aktien ist. Vor zehn Jahren gab es in der Branche einen weitgehenden Konsens darüber, was z.B. als faires Kurs-Gewinn-Verhältnis für Aktienmärkte anzusehen ist. Die US-Notenbank warb damals mit ihrem Fed-Modell sogar für einen Ansatz, mit dem sich eine faire Bewertung aus anderen Kennzahlen mathematisch ableiten ließ. Bei einem Zins in der Nähe von Null Prozent machen alle diese Überlegungen keinen Sinn mehr, und es verwundert nicht, dass der Markt sich teilweise erratisch auf der Suche nach einem neuen „fairen“ Bewertungsniveau befindet.

Zu allem Überflus sind zuletzt auch noch große Staatsfonds als maßgebliche Akteure am Finanzmarkt aufgetreten und haben durch ihre Verkäufe von Aktien temporär einen erheblichen Einfluss auf Kursverläufe gehabt. In den Jahrzehnten zuvor hatten die graduellen und kontinuierlichen Käufe die Märkte zwar strukturell unterstützt, waren aber nicht kurzfristig kursrelevant.

Doch deuten alle diese Aspekte darauf hin, dass die Analyse konjunktureller Daten keinen Mehrwert mehr erbracht hat? Eine Möglichkeit, diese Frage systematisch zu beantworten, liegt in der Analyse unserer eigenen Modelle. Ausgangspunkt der Konjunkturanalyse ist unser Konjunkturzyklusmodell, dessen Anfänge auf das Jahr 2001 zurückgehen. Dieses Modell hat uns in den letzten 15 Jahren gute Dienste erwiesen. Sowohl die konjunkturelle Bodenbildung im Sommer 2003 wie auch die graduelle Abschwächung der Weltkonjunktur Ende 2007 wurden vom Modell gut antizipiert und beschrieben. Selbst die temporäre Abschwächung der Weltkonjunktur im Sommer 2012 wurde vom Modell rechtzeitig angezeigt.

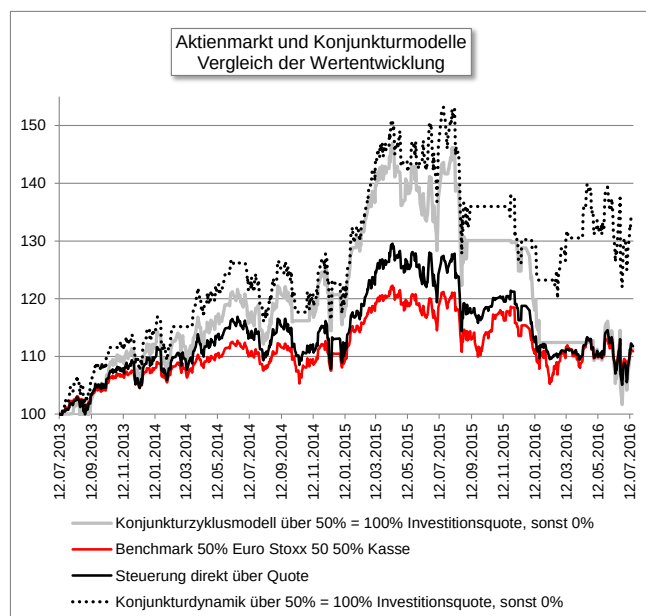
Seit über drei Jahren werten wir nun sämtliche Modelle (auch Weiterentwicklungen des Konjunkturzyklusmodells und Submodelle davon) täglich aus und hinterlegen die Ergebnisse in einer eigenen Datenbank, so dass wir nun exakt auf Tagesbasis nachvollziehen können, wie sich Märkte und Konjunkturdaten entwickelt haben. In der folgenden Abbildung sind die Tagesdaten unseres „klassischen“ Konjunkturzyklusmodells sowie der europäische Aktienmarkt abgebildet, während in der zweiten Abbildung nur die Konjunkturdynamik der Daten aufgezeigt wird.



Der Unterschied zwischen beiden Modellen besteht zum einen in der Datenbasis; das Konjunkturzyklusmodell verwendet etwa 35 konjunkturrelevante Zeitreihen, während

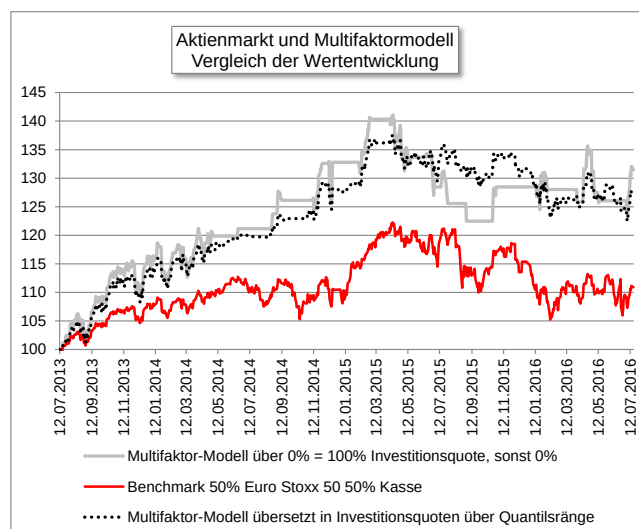
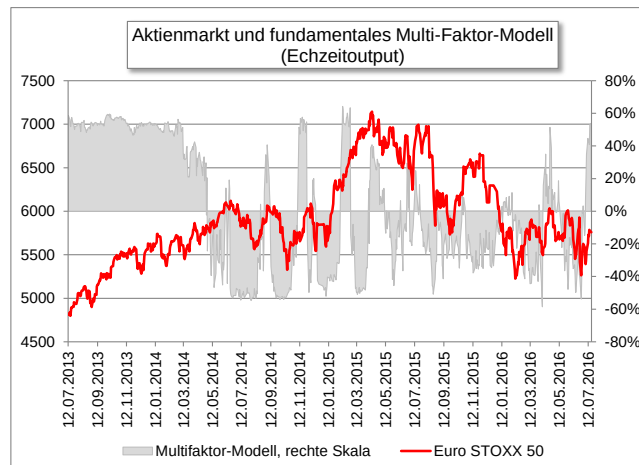
das Konjunkturdynamikmodell auf über 100 Zeitreihen basiert. Zum anderen wertet das Dynamikmodell – wie der Name schon sagt – nur Veränderungen in konjunkturrelevanten Zeitreihen aus, während das Konjunkturzyklusmodell sowohl die Dynamik als auch das Niveau von Daten analysiert.

Nun gibt es verschiedene Möglichkeiten, diese Modelle für die taktische Allokation zu nutzen. Eine „radikale“ Methode bestünde darin, die Quote anzuheben, wenn die Modelle über ihrem langfristigen Durchschnitt liegen und zu senken, wenn die Werte unter diesen Durchschnitt fallen. Eine zweite Möglichkeit bestünde darin, Veränderungen in den Modellen graduell in der taktischen Allokation umzusetzen, was zwangsläufig zu einer deutlich höheren Signalfrequenz führen würde. Leider zeigen unsere Berechnungen, dass unabhängig von der verwendeten Methode der Umsetzung von Signalen in Investitionsquoten seit Frühling 2015 kein Mehrwert mit dieser Art von Daten hätte generiert werden können.

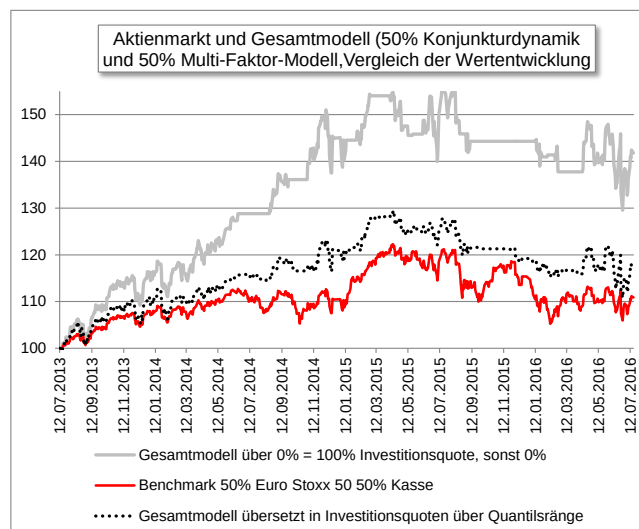


Neben diesen reinen Konjunkturmodellen verfügen wir bei Warburg aber noch über eine zweite Klasse von Modellen, in denen neben vielen direkt konjunkturrelevanten Zeitreihen auch Daten wie Geldmengenaggregate, Konsumentenpreise, Produzentenpreise und Rohstoffpreise einfließen.

In diesen sog. Multi-Faktor-Modellen werden zudem nicht alle Teilinformation gleichgewichtet, sondern je nach statistischer Bedeutung und Aussagekraft für die Prognose der Wertentwicklung einzelner Assetklassen unterschiedlich gewichtet. Diese Modellklasse gleicht daher auch mehr einer „Black Box“, da Korrelationen hier wichtiger sind als ökonomische Kausalitäten und die ökonomisch plausible Wirkungsrichtung. Trotz des anderen Konzeptes und des hohen statistischen Aufwandes, der hier getrieben wird, sind die Ergebnisse letztlich durchaus vergleichbar mit den Ergebnissen, die sich ergeben hätten, wenn man „radikal“ unser Konjunkturdynamikmodell umgesetzt hätte. Über den Zeitraum von drei Jahren wäre die Wertentwicklung vermutlich auch nach Kosten gut gewesen, nicht jedoch ab März 2015, wie auch die folgenden Grafiken nahelegen.



Fügt man beide Teilmodelle zu einem Modell zusammen und setzt die Quoten sehr „digital“ und direkt um, ist das Gesamtergebnis über drei Jahre vor Kosten sehr gut, wiederum aber nicht seit April 2015.

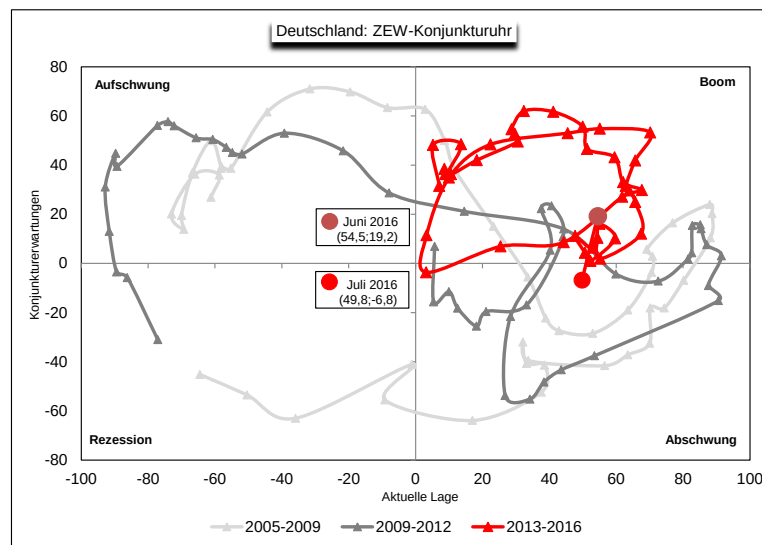


Ist das nun ein Grund, auf die Analyse von Konjunkturdaten zu verzichten? Aus unserer Sicht wäre das vollkommen überzogen und inhaltlich verfehlt. Trotzdem ist man als Investor vermutlich gut beraten, sich darauf vorzubereiten, dass die aktuelle Phase einer geringeren Bedeutung von Konjunkturdaten noch eine Weile andauern könnte.

Wochenausblick für die Zeit vom 25. bis 29. Juli 2016

	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	106,8	106,7	107,8	108,7	105,0		25. Juli
D: Ifo- Lageeinschätzung	113,8	113,3	114,2	114,5	109,0		25. Juli
D: Importpreise, m/m	0,7%	-0,1%	0,9%	0,7%			26. Juli
D: Importpreise, y/y	-5,9%	-6,6%	-5,5%	-4,4%			26. Juli
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	-1,2%	-0,3%	0,9%	0,4%			26. Juli
D: GfK Konsumklima	9,5	9,4	9,7	9,8	10,1	9,5	27. Juli
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-2	-17	-10	-6	-3		28. Juli
D: Arbeitslosenquote	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%		28. Juli
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,8%	-0,4%	0,3%	0,1%	0,1%		28. Juli
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,3%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,2%		28. Juli
E-19: M3, y/y	5,0%	4,6%	4,9%	5,1%			27. Juli
E-19: Geschäftsklima	0,12	0,15	0,26	0,22	0,07		28. Juli
E-19: Wirtschaftsvertrauen	103	104	104,6	104,4	101,0		28. Juli
E-19: Industrievertrauen	-4,1	-3,6	-3,7	-2,8	-4,1		28. Juli
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	0,0%	-0,2%	-0,1%	0,1%	0,1%		29. Juli
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	10,2%	10,2%	10,1%	10,0%			29. Juli

Chart der Woche: Absturz des ZEW-Index



Noch im Juni hatten wir an dieser Stelle von einer überraschend starken Verbesserung des ZEW-Index berichtet. Dies hat sich, einen Monat und den Brexit später, in ein extremes Gegenteil gekehrt: Der Index fiel um 26 Punkte und steht nun bei minus 6,8, dem niedrigsten Stand seit der Eurokrise 2012. Wir hatten im letzten Monat schon gemutmaß, dass der Index sich nur deshalb noch einmal deutlich verbessert hatte, da die für den ZEW-Index befragten Finanzmarktexperten einem Brexit als Ergebnis des Referendums eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit beigemessen hatten. Die Mehrheit der Finanzbranche wurde von dem letztendlichen Wahlausgang auf dem völlig falschen Fuß erwischt, da für sie die ökonomischen und nicht die emotionalen Vor- und Nachteile eines Brexits im Vordergrund standen. Auch wenn sich nüchtern betrachtet auf Sechs-Monatssicht an den Konjunkturperspektiven für Deutschland erst einmal wenig geändert hat, so ist der im Juni noch vorherrschende Konjunkturoptimismus der vom ZEW befragten 220 Finanzmarktexperten gänzlich verschwunden.

Und auch die Bewertung der aktuellen konjunkturellen Lage in Deutschland verschlechterte sich, wenn auch nicht so dramatisch, von 54,5 auf 49,8 Punkte. Während die Ausprägungen der Rückgänge in den ZEW-Befragungen sicherlich eine Übertreibung durch den „Brexit-Schock“ darstellen, zeigt die Wirkungsrichtung jedoch, dass die befragten institutionellen Anleger in der Zukunft durchaus mit konjunkturellem Gegenwind rechnen. Die ZEW-Daten waren die ersten Frühindikatoren, deren Befragung nach dem Ausgang des Referendums stattgefunden hat. In den kommenden Tagen werden die anderen Frühindikatoren, wie zum Beispiel der ifo-Index, der GfK-Index oder die Einkaufsmanagerindizes, folgen. Wahrscheinlich wird auch hier der Juli eine Übertreibung nach unten darstellen. Daher bleibt es vor allem wichtig zu beobachten, wie sich die Indizes in den kommenden Monaten entwickeln werden, wenn der erste Schreck verdaut und die konjunkturellen Konsequenzen des Brexits etwas besser einschätzbar geworden sind.

	Stand	Veränderung zum			
	21.07.2016 14:30	30.06.2016 -1 Woche	06.06.2016 -1 Monat	06.04.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18595	3,7%	3,8%	5,0%	6,7%
S&P 500	2173	3,5%	3,0%	5,1%	6,3%
Nasdaq	4859	0,3%	-2,2%	-1,3%	-3,0%
DAX	10123	4,6%	0,0%	5,2%	-5,8%
MDAX	20742	4,5%	0,5%	3,5%	-0,2%
TecDAX	1663	3,9%	-1,2%	1,9%	-9,1%
EuroStoxx 50	2962	3,4%	-1,3%	1,8%	-9,3%
Stoxx 50	2871	2,1%	0,3%	4,8%	-7,4%
SMI (Swiss Market Index)	8203	2,3%	0,5%	5,6%	-7,0%
FTSE 100	6702	3,0%	6,8%	8,8%	7,4%
Nikkei 225	16810	7,9%	1,4%	7,0%	-11,7%
Brasilien BOVESPA	56578	9,8%	12,2%	17,6%	30,5%
Russland RTS	949	2,0%	2,9%	10,0%	25,4%
Indien BSE 30	27711	2,6%	3,5%	11,3%	6,1%
China Shanghai Composite	3039	3,7%	3,6%	-0,4%	-14,1%
MSCI Welt (in €)	1707	4,1%	4,3%	7,6%	1,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	871	5,2%	9,0%	10,8%	8,4%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	165,87	-125	92	197	795
Bobl-Future	133,30	-30	170	204	263
Schatz-Future	111,98	-9	7	17	47
3 Monats Euribor	-0,30	-1	-4	-5	-17
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,34	1	-5	-4	0
3 Monats \$ Libor	0,66	1	0	3	5
Fed Funds Future, Dez 2016	0,39	2	-16	-14	-1
10-jährige US Treasuries	1,60	11	-12	-15	-67
10-jährige Bunds	0,02	14	-7	-10	-62
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,23	0	-9	-17	-48
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,51	5	-11	-9	-44
US Treas 10Y Performance	617,07	1,0%	3,2%	4,0%	9,3%
Bund 10Y Performance	629,35	0,5%	2,5%	2,8%	8,7%
REX Performance Index	489,46	0,0%	0,8%	1,1%	3,2%
Hypothekenzinsen USA	3,48	0	-18	-23	-53
IBOXX AA, €	0,49	-8	-23	-26	-80
IBOXX BBB, €	1,50	-9	-17	-27	-76
ML US High Yield	7,45	-10	-14	-112	-145
JPM EMBI+, Index	798	0,9%	3,8%	7,0%	13,3%
Wandelanleihen Exane 25	6645	2,1%	-1,5%	0,5%	-4,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	432,23	-0,2%	1,2%	13,9%	14,0%
MG Base Metal Index	247,03	-1,0%	2,9%	5,1%	6,4%
Rohöl Brent	46,90	-5,5%	-7,3%	18,6%	31,4%
Gold	1320,67	0,0%	6,0%	8,1%	24,3%
Silber	20,16	8,7%	22,3%	32,7%	45,6%
Aluminium	1641,00	-0,1%	6,4%	9,8%	9,4%
Kupfer	4731,50	-2,2%	0,9%	-1,5%	0,5%
Eisenerz	56,50	3,7%	10,8%	2,2%	29,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	736	11,5%	21,3%	47,2%	54,0%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1016	-0,8%	-2,9%	-2,8%	1,2%
EUR/ GBP	0,8351	0,5%	6,3%	3,4%	13,3%
EUR/ JPY	116,95	2,5%	-3,8%	-6,5%	-10,8%
EUR/ CHF	1,0868	0,0%	-1,7%	-0,2%	0,3%
USD/ CNY	6,6745	0,4%	1,7%	3,0%	2,8%
USD/ JPY	101,33	-1,9%	-5,8%	-7,7%	-15,8%
USD/ GBP	1,3186	-1,4%	-8,8%	-6,4%	-10,5%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com
 Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452 rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.