

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

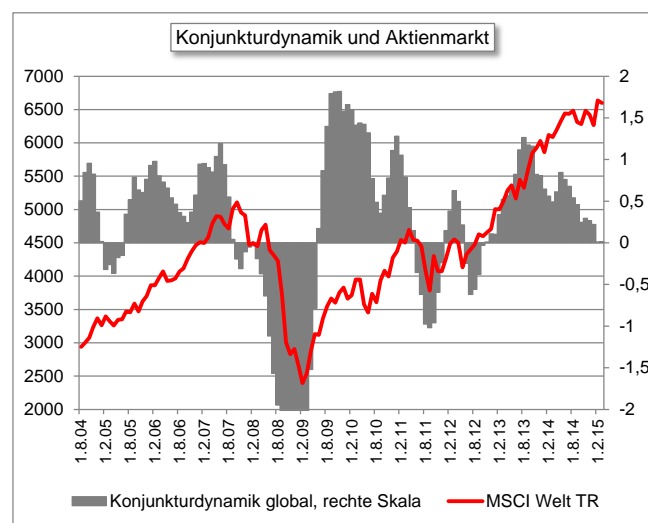
It's the economy, stupid!

Als Bill Clinton 1992 gegen George H.W. Bush in den Wahlkampf zog, gewann er u.a. auch aufgrund eines eingängigen Wahlkampflogans. Dabei handelte es sich um die Aussage „It's the economy, stupid“. Dies ließe sich frei mit „Es kommt auf die Wirtschaft an, Du Dummkopf“ übersetzen – die Kernaussage zielte damals darauf ab, dass die Wohlfahrt eines Landes letztlich von der wirtschaftlichen Entwicklung abhängt, und die damalige wirtschaftliche Situation der USA aus Sicht der Demokraten als problematisch und verbesserungswürdig eingestuft wurde. Wir denken, dass dieser vielzitierte Spruch, der heute zu einem geflügelten Wort geworden ist, auch außerhalb wirtschaftspolitischer Fragen durchaus seine Berechtigung hat.

Wir spielen damit auf den Zusammenhang zwischen fundamentalen Daten und dem Geschehen an den Kapitalmärkten an. So konnten wir schon vor etwa zehn Jahren zeigen, dass es einen empirisch nachweisbaren Zusammenhang zwischen Konjunkturdaten und der Performance von Aktien- und Rentenmärkten gibt, der sich im aktiven Asset Management nutzen lässt. Auch vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit der Internetblase und der dann folgenden Rezession entwickelten wir ein Konjunkturzyklusmodell, um zeitnah Veränderungen in konjunkturrelevanten Zeitreihen auswerten und interpretieren zu können. Dabei zeigte sich im Laufe der Jahre, dass für Märkte die Veränderung von Konjunkturdaten relevanter ist als das Niveau dieser Daten. Beispielsweise ging dem scharfen Rückgang an den Aktienmärkten im Jahr 2008 schon im Herbst 2007 ein Rückgang der konjunkturellen Dynamik voraus, der sich in der taktischen Allokation nutzen ließ.

Allerdings hat die Analyse von Konjunkturdaten nicht überall nur Freunde; zu Recht wird immer wieder darauf verwiesen, dass gerade in den letzten Jahren viele fundamentale Entwicklungen durch geldpolitische Entscheidungen überlagert wurden, so dass auch die Marktentwicklung zuweilen nicht unwesentlich durch geldpolitische Aspekte dominiert wurde. Und selbstverständlich können Timingentscheidungen nicht primär durch die Analyse von Konjunkturdaten getroffen werden. Neue Erkenntnisse hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung bauen sich immer sukzessive auf, und dementsprechend wäre es auch konzeptionell schwierig, allein aus Konjunkturdaten perfekte Timingentscheidungen ableiten zu wollen. Allerdings wäre das auch gar nicht unser Ziel – unsere Überlegung ist auch eine andere: Wenn es nach wie vor gelänge, durch die Analyse von Konjunkturdaten ein gutes Verständnis für die „großen Zyklen“ an den Märkten zu erhalten, wäre dies im Zweifel sogar besser und zielführender als eine hektische Timingstrategie mit eher kurzfristigem Investmenthorizont. Vor etwa zehn Jahren ist es uns gelungen, anhand des OECD-Frühindicators aufzuzeigen, dass eine taktische Allokation auf Basis von Konjunkturdaten im Sinne eines Abgreifens der „großen Zyklen“ empirisch einen eindeutigen Vorteil und Mehrwert bringt. Wir haben nun den Gedanken von damals aufgegriffen und überprüft, ob auch zehn Jahre später an dieser Aussage uneingeschränkt fest-

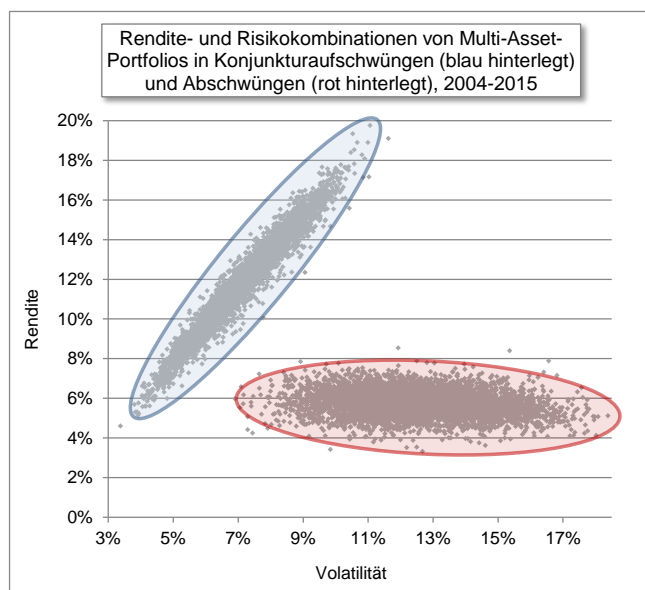
gehalten werden kann. Dazu haben wir zunächst auf Basis unseres aktuell genutzten Modells zur Analyse der Konjunkturdaten eine Rückrechnung vorgenommen, um auch für die letzten zehn Jahre Daten zur Konjunkturdaten zur Verfügung zu haben. In diesem Modell werten wir über 100 konjunkturrelevante Zeitreihen von allen größeren Volkswirtschaften aus. Da wir für alle Zeitreihen die sog. Veröffentlichungslags kennen, können wir auch rückblickend den Daten die Zeitpunkte der Veröffentlichung zuordnen, so dass die Rückrechnung nicht unter einer Verzerrung oder Verfälschung leidet.



Das Modell weist auf den ersten Blick eine gewisse Ähnlichkeit mit unserem „klassischen“ Konjunkturzyklusmodell auf; der Unterschied besteht im Wesentlichen in einer größeren Anzahl von verwendeten Zeitreihen, vor allem aber in der ausschließlichen Verwendung von Daten, die die Veränderung der konjunkturellen Situation über die jeweils letzten drei Monate abbilden. In der obigen Abbildung ist schon recht gut zu erkennen, dass es auch in den letzten zehn Jahren einen Zusammenhang zwischen der Konjunkturdatenentwicklung und der Aktienentwicklung gegeben hat. Natürlich war dieser Zusammenhang nicht perfekt – beispielsweise stieg ab Mitte 2012 der Aktienmarkt, obwohl für einige Monate die Konjunkturdaten eine eindeutig negative Tendenz aufwiesen. Damals lag der Grund für diese Entwicklung u.a. in der sog. Draghi-Rede („whatever it takes...“), durch die die Risikofreude bei den Investoren schlagartig zurückkehrte und Aktien trotz schlechter Fundamentaldaten steigen ließ.

Auf der anderen Seite hat der Zusammenhang zwischen Konjunktur und Aktienmarkt ab Anfang 2013 wieder sehr gut funktioniert. So ging eine positive Konjunkturdatenentwicklung (zu erkennen an grauen Balken über der Nulllinie auf der rechten Skala) fast kontinuierlich mit einem global positiven Aktienmarkt einher. Als Warnzeichen könnte übrigens gewertet werden, dass seit zwei Monaten dieser Indikator der globalen Konjunkturdaten nur noch marginal über der Nulllinie liegt, was insbesondere mit schwächeren Zahlen in den USA zusammenhängt. Allerdings ist die obige Abbildung allenfalls als ein optischer Hinweis darauf zu

werten, dass eine taktische Allokation auf Basis von Fundamentaldaten auch heute noch Sinn macht. Eine exakte empirische Analyse muss zwangsläufig etwas tiefer in die Materie einsteigen. Aus diesem Grund haben wir eine Simulation aufgesetzt, mit der eine hohe Anzahl von denkbaren Multi-Asset-Portfolios erzeugt werden kann, die in der Vergangenheit alle exakt so hätten existieren können. Insgesamt haben wir dazu 29 verschiedene Assetklassen und Märkte verwendet; dazu gehören alle gängigen wichtigen Aktienindizes, aber auch Staatsanleihen verschiedener Länder mit verschiedenen Restlaufzeiten und verschiedenen Bonitäten sowie diverse Indizes von Unternehmensanleihen. Außerdem konnten dem Portfolio Rohstoffe beige-mischt werden. Insgesamt haben wir auf diese Weise 5000 Portfolios generiert, die alle eine unterschiedliche Struktur aufwiesen, aber in jedem Fall zu 100 Prozent in diverse Märkte investiert waren. Für jedes dieser Multi-Asset-Portfolios haben wir in einem zweiten Schritt für den Zeitraum von 2004 bis 2015 die Rendite- und Risikoeigenschaften berechnet, wobei wir die Kennzahlen jeweils separat für Auf- und Abschwungphasen auf Basis unseres Indikators erfasst haben. Trägt man nun sämtliche Rendite-Risikokombinationen in einem Punktediagramm zusammen, ergeben sich zwei voneinander klar getrennte Punktwolken.



Die obere Punktwolke ist dabei den Rendite-Risikorelationen von Multi-Asset-Portfolios in konjunkturellen Aufschwungphasen zuzuordnen, während die untere Wolke die Rendite-Risikorelationen in Abschwungphasen beschreibt. Aus der Punktwolke lassen sich einige Schlüsse ziehen. Zum einen scheint es so, dass der aus vielen Lehrbüchern bekannte Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite (mehr Risiko führt zu mehr Rendite) nur in Aufschwungphasen belohnt wird. In Abschwungphasen macht es dagegen mehr Sinn, Risiken zu reduzieren. Vor allem aber fällt auf, wie extrem volatil Multi-Asset-Portfolios in Abschwüngen werden können (unsere Berechnungen deuten auf Volatilitäten von 17% und mehr in diversifizierten Portfolios hin), während selbst extrem risikobehaftete Portfolios in Aufschwungphasen selten mehr als 10% Volatilität aufweisen. Somit ist auch der empiri-

sche Beweis erbracht, dass eine taktische Allokation mit Hilfe konjunkturelevanter Daten langfristig einen signifikanten Mehrwert liefert. Man könnte sogar argumentieren, dass eine rein statische Allokation vor dem Hintergrund dieser Ergebnisse kaum noch zu rechtfertigen wäre, denn in einer Welt, in der sich Rendite-Risikorelationen im Zeitverlauf verschieben, wäre es fast sträflich, diesen Sachverhalt nicht zu nutzen. Ganz am Rande sei erwähnt, dass unsere methodisch ähnliche Untersuchung vor etwa zehn Jahren zu fast identischen empirischen Ergebnissen kam. Der einzige Unterschied zu damals liegt darin, dass sich die Punktwolke für den Abschwung nach rechts verschoben hat, was sicherlich mit den Entwicklungen in der Finanzkrise zusammenhängt und zeigt, welche Effekte schwarze Schwäne auf Portfolios haben können. Aus dieser Perspektive sind unsere Ergebnisse auch ein Plädoyer für aktives Management an sich, denn nur das aktive Management eröffnet Chancen, diese Verschiebungen aktiv zu nutzen. Vor allem wenn es darum geht, größere, länger andauernde und signifikante Einbrüche an Kapitalmärkten so weit wie möglich zu „umschiffen“, erscheint uns die Analyse fundamentaler Daten als erste Wahl.

Natürlich wissen wir, dass eine taktische Allokation allein auf Basis fundamentaler Daten nicht immer zielführend ist. Aus diesem Grund analysieren wir parallel immer auch die Risikoaversion und das Sentiment von Investoren auf Basis einer Vielzahl von Marktdaten und Kennzahlen, und auch die Markttechnik liefert bisweilen gute Dienste, wenn es um kurzfristige Entscheidungen geht. Generell kann man aber mit Blick auf die letzten zehn Jahre nicht feststellen, dass eine konjunkturdatengesteuerte taktische Allokation in der jüngeren Vergangenheit weniger erfolgreich gewesen wäre als zuvor. Ganz im Gegenteil: Man hätte nichts falsch gemacht, vor dem Hintergrund der guten Konjunkturdaten mehr oder weniger kontinuierlich ein hohes Gewicht von Aktien in Multi-Asset-Portfolios zu halten.

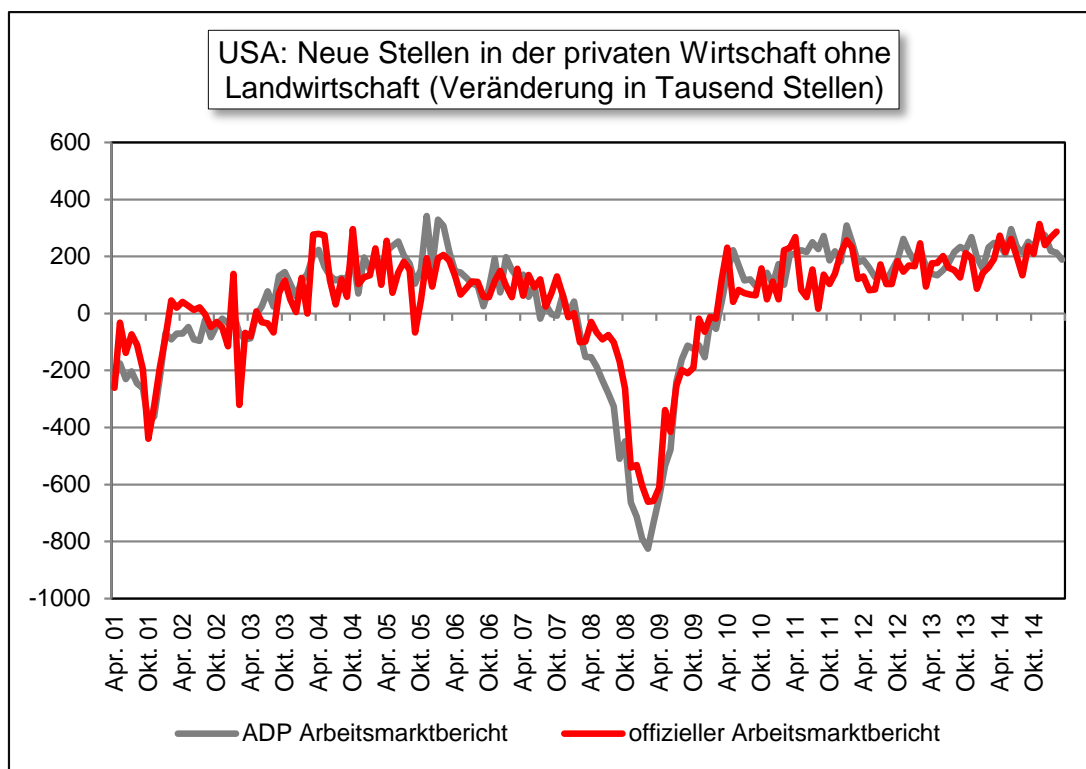
Generell lässt sich sagen, dass eine taktische Allokation auf Basis fundamentaler Daten umso sinnvoller ist, je länger der Investitionshorizont ist. Die Trefferquote dieser Strategie von Woche zu Woche oder von Monat zu Monat ist kaum größer als 50%, während sie über längere Perioden deutlich ansteigt. Das liegt auch darin, dass das „Rauschen“ der Märkte eben schon per Definition nicht von fundamentalen Daten erklärt werden kann. Aber genau das ist dann auch die Stärke dieses Ansatzes: Man lässt sich vom Rauschen der Märkte und den damit oft einhergehenden irrationalen Schwankungen weniger stark beeinflussen, weil man über einen Kompass verfügt, der einen langfristig und relativ verlässlich an das Ziel bringt, auch wenn es zwischendurch ein wenig stürmisch wird. Zuletzt bewährte sich diese Vorgehensweise übrigens im Oktober 2014. Damals fielen über mehrere Tage scheinbar grundlos die Kurse an den Aktienmärkten und verursachten somit bei vielen Investoren eine leichte Panik, die wiederum zu weiteren Verkäufen führte. Ein Blick auf die globale Konjunktur-dynamik offenbarte jedoch, dass fundamental nichts passiert war. Schon im November stiegen dann die Aktienkurse wieder. Und so möchten wir uns (zumindest in diesem Fall) Bill Clinton anschließen und allen Kritikern oder Zweiflern zurufen: It's the economy, stupid!

Wochenausblick für die Zeit vom 6. bis 10. April 2015

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	54,8	52,1	51,2	54,0	54,7	55,3	7. April
D: Auftragseingänge, m/m	2,9%	-2,4%	4,2%	-3,9%	1,7%		8. April
D: Auftragseingänge, y/y	2,6%	-0,5%	3,7%	-0,3%	0,9%		8. April
D: Handelsbilanz, Mrd. EUR	22,1	18,4	21,8	20,0	20,2		9. April
D: Industrieproduktion, m/m	0,5%	0,3%	0,1%	0,6%	0,2%		9. April
D: Industrieproduktion, y/y	1,8%	-0,3%	-0,4%	0,8%	0,6%		9. April
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	52,4	51,3	51,6	52,7	53,7	54,3	7. April
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,3%	-0,3%	-1,0%	-0,9%	-0,2%		7. April
E-19: Produzentenpreise, y/y	-1,3%	-1,6%	-2,7%	-3,4%	-3,3%		7. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Dunkle Wolken am US-Arbeitsmarkt?



Nachdem in den letzten Wochen viele US-Konjunkturdaten enttäuscht haben ist nun auch der ADP-Arbeitsmarktbericht schwach ausgefallen: Nur 189 Tausend Stellen sind laut dem Unternehmen Automatic Data Processing (ADP) geschaffen worden. Erwartet worden war ein Stellen-Plus von 225 Tausend. ADP rechnet für viele Unternehmen die Personalkosten ab und hat damit einen als repräsentativ geltenden Einblick über die aktuelle Entwicklung am US-Arbeitsmarkt. Die ADP-Statistik wird regelmäßig am Mittwoch vor dem offiziellen Arbeitsmarktbericht veröffentlicht und gilt als wichtige Indikation, wie der Bericht des US-Arbeitsministeriums ausfallen wird. Unser Chart der Woche zeigt, dass die Zahl der

neu geschaffenen Stellen sich bei beiden Quellen im Großen und Ganzen ähnlich entwickelt, auf Monatsbasis kommt es allerdings regelmäßig zu größeren Abweichungen. Derzeit deuten beinahe alle anderen von uns betrachteten Indikatoren jedoch nicht darauf hin, dass sich die Situation am US-Arbeitsmarkt auf absehbare Zeit deutlich verschlechtern könnte. Da die Arbeitsmarktstatistik in den USA vergleichsweise unpräzise ist, lassen sich monatliche Veränderungen nur schwer prognostizieren. Mit dem Blick auf die kommenden Monate rechnen wir allerdings damit, dass die US-Unternehmen in einer moderaten Geschwindigkeit weiter Stellen aufbauen werden.

	Stand 01.04.2015	Veränderung zum			
		25.03.2015 -1 Woche	27.02.2015 -1 Monat	31.12.2014 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17776	0,3%	-2,0%	-0,3%	-0,3%
S&P 500	2068	0,3%	-1,7%	0,4%	0,4%
Nasdaq	4901	0,5%	-1,3%	3,5%	3,5%
DAX	11966	0,8%	5,0%	22,0%	22,0%
MDAX	20685	0,0%	2,9%	22,1%	22,1%
TecDAX	1615	0,3%	2,1%	17,8%	17,8%
EuroStoxx 50	3697	0,4%	2,7%	17,5%	17,5%
Stoxx 50	3435	-0,3%	1,0%	14,3%	14,3%
SMI (Swiss Market Index)	9129	-0,6%	1,3%	1,6%	1,6%
Nikkei 225	19207	-2,7%	2,2%	10,1%	10,1%
Brasilien BOVESPA	51150	-1,4%	-0,8%	2,3%	2,3%
Russland RTS	880	-0,2%	-1,8%	11,3%	11,3%
Indien BSE 30	27957	-0,5%	-4,3%	1,7%	1,7%
China Shanghai Composite	3748	2,4%	13,2%	15,9%	15,9%
MSCI Welt (in €)	1741	1,2%	2,6%	14,9%	14,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	975	1,9%	2,8%	15,0%	15,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	158,76	43	-70	289	289
Bobl-Future	129,43	15	-175	-85	-85
Schatz-Future	111,23	3	-9	13	13
3 Monats \$ Libor	0,27	1	1	2	2
10-jährige US Treasuries	1,93	1	-7	-24	-24
10-jährige Bunds	0,18	-4	-14	-36	-36
10-jährige JGB	0,40	7	6	7	7
US Treas 10Y Performance	572,41	-0,1%	0,8%	2,6%	2,6%
Bund 10Y Performance	599,69	0,4%	1,4%	3,8%	3,8%
REX Performance Index	475,14	-0,4%	0,3%	0,7%	0,7%
Hypothekenzinsen USA	3,69	-9	-11	-14	-14
IBOXX AA, €	0,76	-3	5	-13	-13
IBOXX BBB, €	1,38	-4	-1	-41	-41
ML US High Yield	6,63	6	27	-32	-32
JPM EMBI+, Index	705	-0,2%	0,6%	1,9%	1,9%
Wandelanleihen Exane 25	905	0,0%	-86,9%	-86,0%	-86,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	417,18	-1,8%	-3,9%	-6,8%	-6,8%
MG Base Metal Index	290,22	-0,9%	0,3%	-4,5%	-4,5%
Rohöl Brent	55,60	0,7%	-9,1%	-3,0%	-3,0%
Gold	1187,60	-0,8%	-2,4%	0,1%	0,1%
Silber	16,71	-2,1%	0,4%	6,1%	6,1%
Aluminium	1781,25	0,7%	-1,1%	-2,4%	-2,4%
Kupfer	6064,50	-1,4%	2,4%	-4,8%	-4,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	602	0,7%	11,5%	-23,0%	-23,0%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,08	-2,1%	-4,3%	-11,4%	-11,4%
EUR/ GBP	0,72	-1,8%	-0,3%	-6,8%	-6,8%
EUR/ JPY	128,95	-1,7%	-3,8%	-11,2%	-11,2%
EUR/ CHF	1,05	-0,5%	-1,6%	-13,0%	-13,0%
USD/ JPY	120,14	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
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. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist 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 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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.