



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

12. Juli 2018

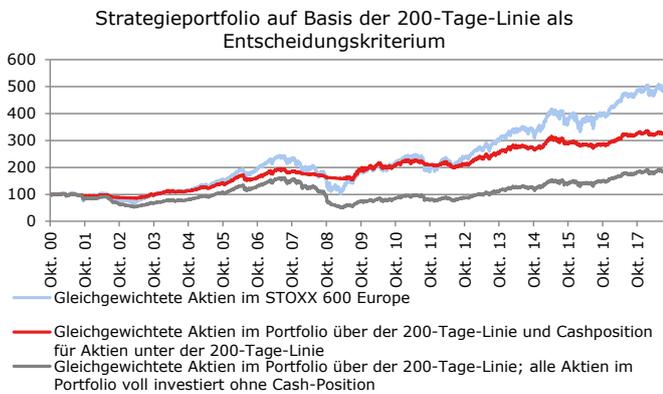
### Todesstoß für die 200-Tage-Linie

Das Wichtigste sei gleich vorweggestellt: Wir haben bei Warburg im Asset Management kein Problem mit der technischen Analyse von Charts – ganz im Gegenteil. Man beginge als Investor einen handwerklichen Fehler, wenn man im Timing von Märkten oder Einzeltiteln auf diese Informationen verzichten würde. Schließlich werden markttechnische Analyseinstrumente weltweit von Investoren genutzt, und schon deshalb ergibt es Sinn, selbst auch die wichtigsten charttechnischen Instrumente im Blick zu haben – denn nicht selten kommt es hier zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung. Wenn erst einmal ein Großteil der Investoren in einem Chart eine gewisse Konstellation erkennt und danach handelt, sollte man dies einordnen und sein eigenes Verhalten darauf abstimmen können. Aber kann es einen Mehrwert stiften, schon mit sehr einfachen charttechnischen Regeln den Markt zu schlagen? Ist es z.B. tatsächlich möglich, anhand der 200-Tage-Linie zu entscheiden, ob man einen Index oder ein Wertpapier kaufen oder verkaufen sollte? Tatsächlich argumentieren sowohl Privatanleger als auch Profis sehr oft mit diesem Entscheidungskriterium. Sogar in journalistischen Beiträgen ist immer wieder davon die Rede, dass z.B. der DAX die 200-Tage-Linie „gerissen“ habe und deswegen Vorsicht geboten sei. Es würde erstaunen, wenn es tatsächlich so einfach wäre, Asset Management zu betreiben. Märkte sind hocheffizient – kann es da gelingen, mit denkbar einfachen Methoden dem Markt ein Schnippchen zu schlagen, wenn auf der anderen Seite Heerscharen von Mathematikern und Physikern komplexeste Algorithmen entwickeln und selbst damit nur vergleichsweise magere Ergebnisse liefern, wie viele Hedge-Fonds-Indizes nahelegen? Letztlich lässt sich diese Frage rela-

tiv einfach beantworten, indem man prüft, wie gut diese Regel in den letzten Jahren überhaupt funktioniert hätte. Wir haben diesen Test durchgeführt, indem wir für die 600 größten Aktien aus Europa seit dem 1.1.2000 berechnet haben, inwieweit es von Vorteil gewesen wäre, die 200-Tage-Linie als Entscheidungskriterium für den Kauf oder Verkauf einer Aktie zu nutzen. Wir haben dazu anhand der Aktienkurse für jeden Tag im Beobachtungszeitraum das Niveau der 200-Tage-Linie bestimmt und daraus ein Kauf- oder Verkaufssignal für die jeweilige Aktie abgeleitet. In einem ersten „Versuchsaufbau“ haben wir die Wertentwicklung eines Portfolios berechnet, das ausschließlich in Aktien investiert, die über ihrer 200-Tage-Linie notieren. Das konnte im Extremfall dazu führen, dass zu einem gegebenen Zeitpunkt (beispielsweise nach der Lehman-Insolvenz im Jahr 2008) die gesamte investierte Summe auf nur wenige Aktien verteilt war, da die allermeisten Aktien unter der 200-Tage-Linie lagen. Die resultierende Wertentwicklung liegt hierbei deutlich unter der Wertentwicklung, die sich ergeben hätte, wenn man einfach stupide in alle Aktien des STOXX 600 Europe gleichgewichtet investiert gewesen wäre. Nun könnte man an dieser Stelle schon die Analyse beenden und zum Ergebnis kommen, dass eine derart frappierende Underperformance einer Strategie, die auf der 200-Tage-Linie beruht, offensichtlich nicht einmal im Ansatz einen Mehrwert erkennen lässt. Allerdings würde man es sich hier etwas zu leicht machen, denn der „Charme“ der einfachen Regel besteht ja auch darin, dass sie Signale zum Ausstieg aus einem Investment liefern kann und die Alternative nicht darin besteht, das frei gewordene Geld in andere Aktien zu investieren, sondern einfach in

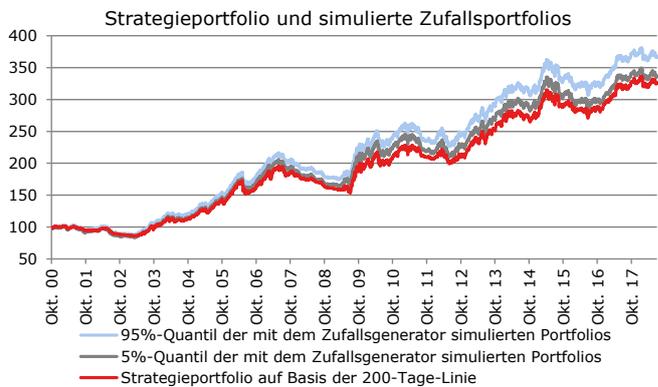
# Konjunktur und Strategie

der Kasse zu belassen. Folgt man dieser abgewandelten Regel (Investition in Aktien, die über ihrer 200-Tage-Linie liegen und eine Cashposition bei den Aktien, die unter diese Marke fallen), fällt das Ergebnis schon deutlich besser aus, wie auch die unten stehende Abbildung zeigt.



Allerdings ist auch hier zu erkennen, dass gegenüber einem konstanten, gleichgewichteten Vollinvestment in alle Aktien auch hier eine Performancelücke zu beobachten ist. Auch hier könnte man zum Ergebnis kommen, dass eine Steuerung der Portfoliostruktur über die 200-Tage-Linie wenig sinnvoll erscheint. Diese Interpretation ist aber nicht in jedem Fall zulässig, denn diese Methode des Auf- und Abbaus der Cashquote bedingt konstruktionsbedingt eine langfristige Underperformance in steigenden Märkten. Über den gesamten Zeitraum lag die Investitionsquote in der angewandten Methodik (rote Linie in der oben stehenden Grafik) bei „nur“ 60%, da im Mittel knapp 40% der Aktien unter ihrer 200-Tage-Linie notierten. Es ist kaum vorstellbar, dass die Selektion über ein solches Kriterium so gut ist, dass sie in langfristig steigenden Märkten eine so hohe Cashquote kompensieren kann. Aus diesem Grund ist die schlechtere Wertentwicklung der Strategie an dieser Stelle noch kein belastbarer Ausweis einer fehlenden Werthaltigkeit oder Sinnhaftigkeit, zumal die risikoadjustierte Performance (gemessen am Sharpe-Ratio) der Strategie sogar ein wenig über dem Niveau des vollinvestierten Referenzportfolios liegt. Dieses bessere Abschneiden der risikoadjustierten Performance liegt vor allem an den Zeiträumen von 2001-2002 und 2008-2009. In beiden Fällen führte die Anwendung der Regel, Aktien unter ihrer 200-Tage-Linie zu verkaufen, zu einer substantiellen Stabilisierung des Portfoliowertes im Vergleich zum Referenzportfolio. Doch ist das schon die erhoffte Ehrenrettung der 200-Tage-Linie? Wir sind uns nicht sicher. Denn offensichtlich bedarf es einer extrem heftigen Krise, damit diese Methode ihre Vortei-

le ausspielen kann. Und selbst dann wird bei Anwendung dieser Methode nicht die Selektion der Aktien verbessert; der einzige Vorteil scheint hier über den Allokationseffekt zu kommen. Dieser Allokationseffekt verblasst aber in weniger volatilen Märkten, so wie sie in den letzten Jahren vermehrt beobachtet werden konnten. Um die Qualität dieser Strategie einer ultimativen Prüfung zu unterziehen, haben wir einen Test programmiert, in der die oben beschriebene Strategie gegen zufällig konstruierte Portfolios antreten muss. Natürlich soll ein solcher Vergleich fair sein – aus diesem Grund haben wir sichergestellt, dass sämtliche zufällig konstruierten Portfolios zu jedem Zeitpunkt exakt die identische Cash-Quote aufweisen wie unsere „200-Tage-Linie“-Strategie. Zudem haben wir dafür gesorgt, dass auch die Signalstruktur exakt den typischen Mustern der zu testenden Strategie entspricht. So weisen Signale, die auf einer 200-Tage-Linie beruhen, einige Besonderheiten auf: Nicht selten notieren Aktien konstant viele Wochen infolge über oder unter ihrer 200-Tage-Linie und generieren somit ein Signal mit dem gleichen Vorzeichen, um dann in einer Seitwärtsphase zuweilen von Woche zu Woche ihr Vorzeichen zu wechseln.



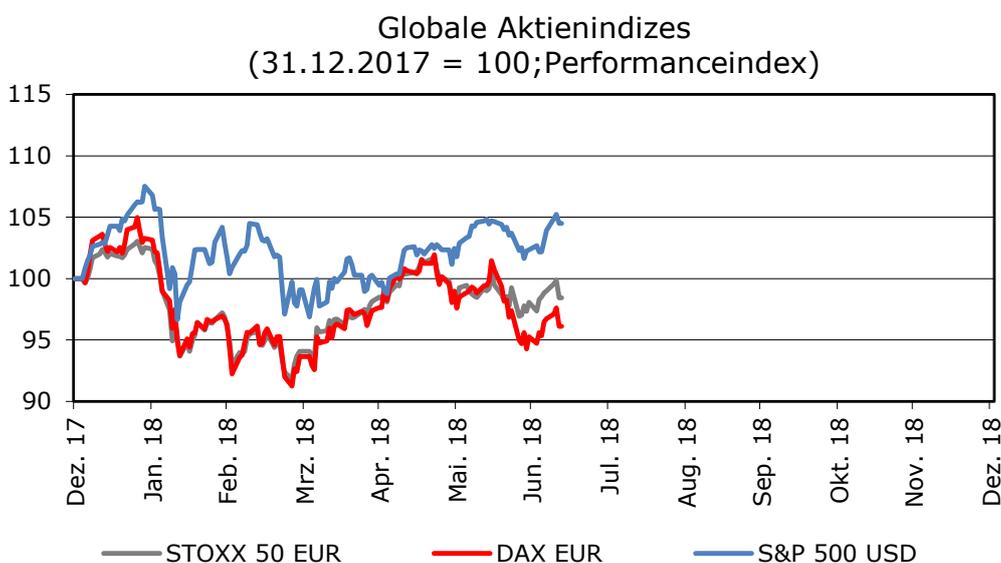
Und jetzt kommt das Problem: Wir haben 500 Portfolios konstruiert, die alle exakt in der Vergangenheit so hätten existieren können, und fast alle zufällig konstruierten Portfolios weisen eine bessere Performance auf als das zu testende Strategieportfolio. Fakt ist, dass die Strategie auf Basis der 200-Tage-Linie mehr oder weniger konstant unter dem 5%-Quantil aller Zufallsportfolios liegt. Mit anderen Worten: Ein Affe, der wild mit Dartpfeilen um sich wirft und damit Kauf- und Verkaufssignale generiert, hat bei sonst identischen Rahmenbedingungen eine sehr, sehr gute Chance, eine auf der 200-Tage-Linie basierende Strategie zu schlagen. Angesichts dieser Erkenntnisse fällt es schwer, diesem Kriterium in der täglichen Praxis im Asset Management noch ein ernsthaftes Gewicht beizumessen.

## Wochenausblick für die Zeit vom 16. Juli bis 20. Juli 2018

	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,5%	-0,1%	0,1%	0,5%	0,5%	0,2%	20. Juli
D: Produzentenpreise, y/y	2,1%	1,8%	1,9%	2,0%	2,7%	2,9%	20. Juli
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	1,3%	1,1%	1,3%	1,3%	1,9%	2,0%	18. Juli
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	1,0%	1,0%	1,0%	0,8%	1,1%	1,1%	18. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Allheilsbringer Berichtssaison?



Nach einem guten Start in das Jahr 2018 und dem zwischenzeitlichen Erreichen neuer Höchststände beispielsweise im DAX, S&P 500 und Dow Jones 30 sind die Kurse im Februar/März und seit Mitte Juni unter Druck geraten. Hauptgrund für die nachgebenden Kurs ist vor allem die Sorge vor einem eskalierenden Handelskrieg. Für Deutschland als exportorientierte Volkswirtschaft mit den USA als wichtigstes Abnehmerland für deutsche Güter steht besonders viel auf dem Spiel. Hinzu kamen weitere Unsicherheiten, nachdem in Italien eine eher eurokritische Regierung die Arbeit aufgenommen und in Deutschland der Streit um die Begrenzung der Zuwanderung die Regierungskoalition aus CDU/CSU und SPD belastet hat. Kein Wunder also, dass der DAX im europäischen Vergleich am schlechtesten dasteht. Abseits all der genannten negativen Aspekte, die dazu geführt haben, dass sich die Stimmung verschlechtert hat, bleibt aber festzuhalten, dass die fundamentalen Aussichten für die Aktienmärkte weiterhin als gut zu beurteilen sind. Solange keine neue Re-

zession droht, sollten die Aktienkurse zulegen, denn trotz der vielen negativen Nachrichten sind die Gewinnerwartungen angestiegen. Auf Sicht der nächsten 12 Monate sind die prognostizierten Unternehmensgewinne so hoch wie nie zuvor. Die in der kommenden Woche beginnende Berichtssaison für das zweite Quartal wird zeigen, wie realistisch diese Erwartungen sind. Hier sind wir für die USA weiterhin etwas optimistischer als für die Eurozone. Die Steuerreform, höhere Staatsausgaben und nicht zuletzt die Deregulierung wichtiger Wirtschaftszweige sorgen in den USA für konjunkturellen Rückenwind, der sich auch in positiven Quartalsberichten bei den Unternehmen niederschlagen sollte. Von daher verfügen US-Aktien über weiteres Kurspotenzial. Unter der Annahme einer etwas höheren Bewertung könnte der S&P 500 im Laufe des Jahres die Marke von 3.000 Punkten überwinden. Auch für die Deutschland bzw. die Eurozone sind wir weiter optimistisch, auch wenn man sich hier auf erhöhte Trump-Tweet bedingte Volatilität einstellen muss.

## Überblick über Marktdaten

	Stand 12.07.2018	Veränderung zum				
		05.07.2018 -1 Woche	11.06.2018 -1 Monat	11.04.2018 -3 Monate	11.07.2017 -12 Monate	29.12.2017 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	24700	1,4%	-2,5%	2,1%	15,4%	-0,1%
S&P 500	2774	1,4%	-0,3%	5,0%	14,4%	3,8%
Nasdaq	7717	1,7%	0,7%	9,2%	24,6%	11,8%
DAX	12492	0,2%	-2,7%	1,6%	0,4%	-3,3%
MDAX	26254	1,7%	-1,7%	2,5%	6,3%	0,2%
TecDAX	2814	2,6%	-1,1%	9,8%	25,8%	11,3%
EuroStoxx 50	3430	-0,3%	-1,4%	0,3%	-1,0%	-2,1%
Stoxx 50	3072	0,1%	-0,3%	1,6%	-1,1%	-3,3%
SMI (Swiss Market Index)	8728	0,6%	1,2%	0,2%	-1,6%	-7,0%
FTSE 100	7639	0,5%	-1,3%	5,3%	4,2%	-0,6%
Nikkei 225	22188	3,0%	-2,7%	2,3%	9,9%	-2,5%
Brasilien BOVESPA	74399	-0,2%	2,9%	-12,7%	16,6%	-2,6%
Russland RTS	1178	0,5%	3,1%	8,7%	17,6%	2,0%
Indien BSE 30	36548	2,7%	3,0%	7,7%	15,1%	7,3%
China Shanghai Composite	2838	3,8%	-7,0%	-11,5%	-11,4%	-14,2%
MSCI Welt (in €)	2117	1,3%	-0,3%	7,8%	8,0%	3,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1065	1,3%	-5,6%	-3,9%	2,1%	-5,6%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	163,14	44	340	364	245	146
Bobl-Future	132,05	-9	97	93	62	44
Schatz-Future	112,02	-3	7	12	14	4
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	1	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,30	0	-3	1	-23	0
3 Monats \$ Libor	2,34	0	0	0	103	64
Fed Funds Future, Dez 2018	2,20	1	2	11	64	0
10-jährige US Treasuries	2,86	2	-9	7	50	45
10-jährige Bunds	0,31	2	-18	-19	-24	-11
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	2	0	1	-6	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,07	3	-13	-8	-8	6
US Treas 10Y Performance	565,21	0,0%	1,3%	-0,1%	-1,9%	-2,8%
Bund 10Y Performance	618,77	-0,1%	1,8%	1,9%	4,0%	1,9%
REX Performance Index	485,42	0,1%	0,7%	1,0%	1,5%	1,0%
IBOXX AA, €	0,76	0	-15	-5	-16	8
IBOXX BBB, €	1,59	-4	-8	19	11	36
ML US High Yield	6,66	-6	18	23	48	50
JPM EMBI+, Index	795	0,3%	1,0%	-2,9%	-2,5%	-4,9%
Wandelanleihen Exane 25	7360	0,0%	-1,2%	0,4%	2,8%	-0,5%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	434,89	-0,3%	-3,4%	-1,3%	-2,4%	0,6%
MG Base Metal Index	318,00	-3,1%	-13,0%	-10,3%	6,6%	-11,4%
Rohöl Brent	74,44	-4,9%	-2,8%	2,4%	57,8%	11,8%
Gold	1244,06	-1,1%	-4,4%	-8,4%	2,8%	-4,6%
Silber	15,85	-1,3%	-6,4%	-5,7%	1,0%	-6,8%
Aluminium	2097,50	-0,2%	-8,9%	-7,1%	11,4%	-7,0%
Kupfer	6130,00	-3,4%	-15,5%	-11,3%	4,8%	-14,9%
Eisenerz	63,18	0,2%	-3,1%	-1,7%	-2,0%	-11,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1586	-1,6%	14,3%	62,0%	91,1%	16,1%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1676	-0,3%	-1,0%	-5,7%	2,4%	-2,6%
EUR/ GBP	0,8835	-0,2%	0,2%	1,3%	-0,6%	-0,5%
EUR/ JPY	131,37	1,4%	1,4%	-0,7%	0,8%	-2,7%
EUR/ CHF	1,1649	0,3%	0,2%	-1,7%	5,5%	-0,5%
USD/ CNY	6,6650	0,4%	4,1%	6,3%	-2,0%	2,4%
USD/ JPY	112,02	1,3%	1,8%	4,9%	-1,7%	-0,6%
USD/ GBP	0,7569	0,1%	1,4%	7,5%	-2,8%	2,4%

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Bente Lorenzen  
+49 40 3282-2409  
blorenzen@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@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 herein 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.