

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Sektorallokation mit Trendsignalen: Geht das?

Im Portfoliomanagement halten sich unzählige „Weisheiten“ und werden immer wieder gerne zitiert und nicht selten auch unreflektiert angewendet. Eine dieser Regeln besagt z.B., dass man nie in ein fallendes Messer greifen solle. Wir haben diese Regel vor einigen Jahren im Rahmen dieser Publikation getestet und sind zum Schluss gekommen, dass rein statistisch tatsächlich ein Fünkchen Wahrheit in dieser Verhaltensregel steckt. Wer also Aktien mit einem deutlich negativen Trend meidet, hat eine faire Chance, langfristig besser abzuschneiden als bei einer komplett zufälligen Auswahl für Aktien. Diese Logik lässt sich auch umdrehen: Wenn es gut ist, Aktien mit einer zuletzt schwachen Wertentwicklung zu meiden, dann könnte es auch sinnvoll sein, Aktien mit einer zuletzt besonders guten Wertentwicklung stärker zu gewichten und somit darauf zu setzen, dass sich der Trend der letzten Wochen und Monate auch in der nahen Zukunft fortsetzt. Englischsprachige Portfoliomanager haben auch hier einen treffenden Spruch auf Lager, der den Inhalt dieser Strategie griffig zusammenfasst: „The trend is your friend!“ Aber ist dem wirklich so?

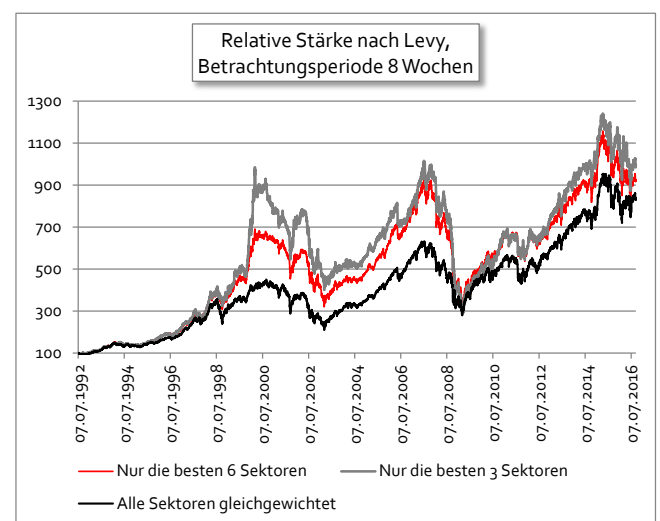
Wir haben dies anhand von 18 Sektorindizes für den europäischen Aktienmarkt überprüft. Die Motivation dafür ist relativ einfach erklärt. Es gelingt nur bedingt, anhand von Fundamentaldaten die zukünftige Wertentwicklung von Sektoren am Aktienmarkt treffsicher einzuschätzen. Zu oft können heftige „Sektorrotationen“ beobachtet werden, die mehr oder weniger ad hoc entstehen und mit klassischen Instrumenten und Methoden kaum erklärt und noch weniger prognostiziert werden können. Dies spricht dafür, nach anderen Analysemethoden zu suchen, die eher im technischen Bereich angesiedelt sind. Eine naheliegende Methode bestünde darin zu überprüfen, ob die relative Wertentwicklung von Sektoren zueinander mit Trends erklärt werden kann.

Auf den ersten Blick scheint das definitiv der Fall zu sein. Jeder, der die Wertentwicklung von Indizes in Charts beobachtet hat, kommt zum Ergebnis, dass Märkte zeitweise massiv von Trends dominiert werden. Diese (zunächst) triviale Erkenntnis muss aber nicht bedeuten, dass diese Trends auch im Asset Management systematisch nutzbar sind. Der Grund dafür ist einfach: In dem Moment, wo ein Trend als solcher erkennbar wird, ist oftmals genau dieser Trend auch schon wieder schon zu 80% oder 90% vorbei.

Wer dies nicht glauben mag, sollte folgendes Experiment machen: Man druckt den Kursverlauf eines beliebigen Indexes aus, von dem man überzeugt ist, dass er zeitweise eine offensichtliche Trendbehauptung aufweist. Nun deckt man den Kursverlauf mit einem Blatt zu und lässt das Deckblatt langsam nach rechts wandern, um sukzessive die Wertentwicklung im Zeitverlauf „offenzulegen“. Dabei prüft man nun kontinuierlich, wann ein Trend als solcher erkennbar geworden ist und achtet dann darauf, ob sich dieser Trend (nach Aufdecken des Zeitraumes) tatsächlich fortgesetzt hat. Wir haben dieses Experiment vor einiger

Zeit selbst ausführlich computergestützt mit mehreren kapitalmarkterfahrenen Personen durchgeführt und mussten zu unserer Überraschung feststellen, dass die tatsächliche Trefferquote im Erkennen und vor allem richtigen Prognostizieren von Trends kaum über 50% liegt. Offensichtlich ist die Sache doch nicht so einfach, denn der Mensch neigt beim Betrachten von Kursverläufen dazu, nach Mustern zu suchen, die oftmals erst im Rückblick als solche erkennbar sind und deswegen nicht oder nur bedingt für Prognosen genutzt werden können.

Trotzdem wollten wir uns an dieser Stelle nicht geschlagen geben und haben Sektorindizes daraufhin überprüft, ob anhand mathematisch klarer Regeln zur Trenderkennung eine systematisch gute Sektorallokation möglich ist. Eine ganz „klassische“, aber deswegen konzeptionell nicht schlechte Vorgehensweise besteht darin, die sog. relative Stärke von Indizes zu messen. Die relative Stärke beruht vereinfacht gesagt auf der Wertentwicklung gegenüber dem gleitenden Durchschnitt der betrachteten Zeitreihe. Auch wenn es sich hierbei genau genommen um eine Momentum-Strategie handelt, werden hier letztlich Trends beschrieben und erfasst. Seit den 1960er Jahren haben sich zwei Zeiträume etabliert, anhand derer die relative Stärke berechnet wird: Im einen Fall wird der gleitende Durchschnitt über acht Wochen berechnet und im anderen Fall der gleitende Durchschnitt über 27 Wochen (man spricht hier von der relativen Stärke nach Levy). Genau anhand dieser rollierenden Zeitfenster haben wir nun überprüft, ob eine Sektorallokation erfolgreich mit dem Konzept der relativen Stärke durchgeführt werden kann. Dazu haben wir in einem ersten Schritt für jeden Tag ab Anfang 1992 die relative Stärke aller 18 Sektoren (Betrachtungsperiode acht Wochen) berechnet und dann jeweils die drei sowie die sechs besten Sektoren in ein Portfolio gekauft.

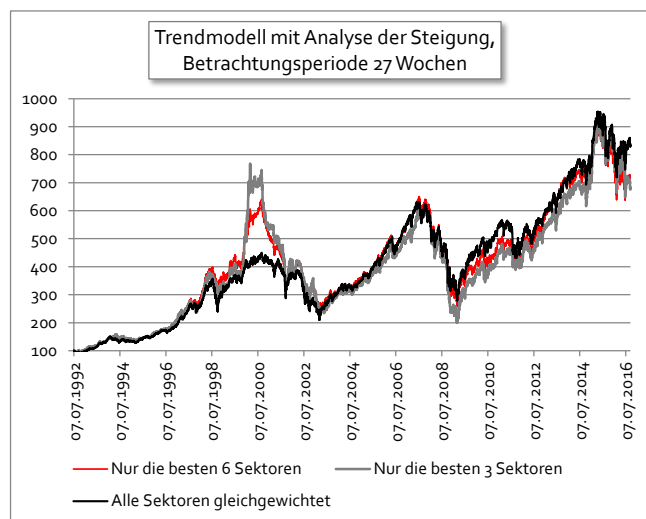


Im Ergebnis lässt sich sagen, dass die Wertentwicklung der Sektorportfolios, die nach diesem Ansatz gesteuert wurden, nur bedingt besser ist als die Wertentwicklung eines Portfolios, in dem alle 18 Sektoren gleichgewichtet sind. Zwar lässt sich über den gesamten Betrachtungszeitraum eine leichte Outperformance feststellen, doch beinhaltet diese

Berechnung noch keine Kosten, die in der Realität anfallen würden. Zudem lässt sich festhalten, dass die Outperformance nicht kontinuierlich entsteht, sondern nur phasenweise. Zu einem ähnlichen Ergebnis gelangt man, wenn die relative Stärke über einen Zeitraum von rollierenden 27 Wochen berechnet wird. Hier lässt sich zudem beobachten, dass das Portfolio aus den drei Sektoren mit der besten relativen Stärke sogar substanziell schlechter abschneidet als das Portfolio mit den besten sechs Sektoren – dies wäre als Hinweis dafür zu werten, dass gerade die Sektoren mit einer besonders guten Entwicklung sogar besonders korrekturanfällig sind und ein Trend hier eben gerade nicht fortgeschrieben werden kann.

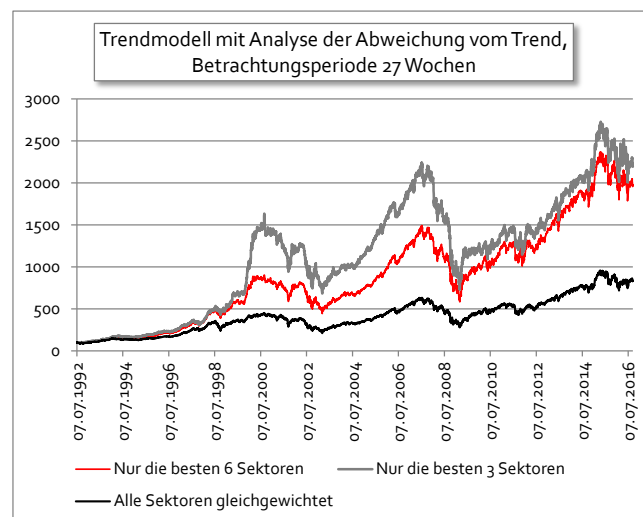


Neben dem Konzept der relativen Stärke existieren noch vielfältige andere Möglichkeiten, Trends zu beschreiben. Eine sehr einfache Möglichkeit besteht darin, über einen Zeitraum eine Gerade in die Wertentwicklung zu „projizieren“, die den Kursverlauf bestmöglich widerspiegelt. Von dieser Gerade kann nun die Steigung gemessen werden; der Umfang der Steigung wäre dann ein Maß für die Ausprägung des Trends.

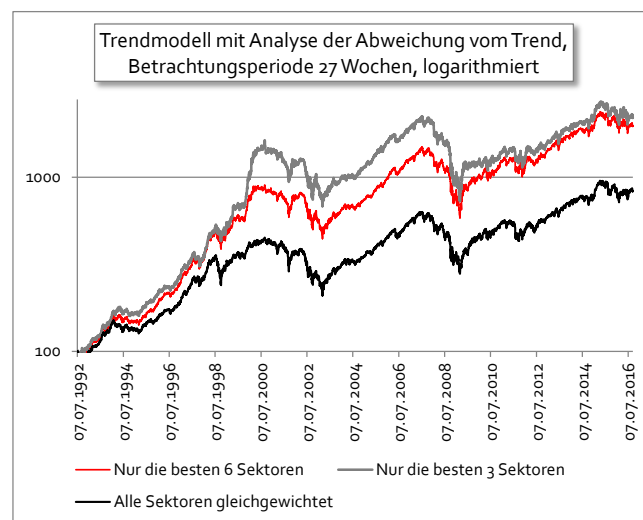


Wir haben nun in einer Rückrechnung jeweils die Sektoren gekauft, die zu einem gegebenen Zeitpunkt die jeweils höchste Steigung aufwiesen. Leider führt auch diese Methode nicht zum gewünschten Erfolg. Über den gesamten

Zeitraum lässt sich nicht erkennen, dass mit dieser Art von Sektorallokation ein Vorteil generiert werden konnte. Besser sieht es aus, wenn nicht auf den Trend selbst gesetzt wird, sondern auf die Abweichung vom Trend. Wie unsere Berechnungen zeigen, kann langfristig dann ein spürbarer Mehrwert generiert werden, wenn Sektoren gekauft werden, die in ihrer Entwicklung positiv vom langfristigen Trend abweichen, auch wenn dieser Trend für sich genommen negativ ist. Offensichtlich gelingt es hier, Wendepunkte in Trends besser zu erkennen, was letztlich ermöglicht, frühzeitiger am Trend zu partizipieren.



Allerdings muss auch hier Wasser in den Wein gegossen werden: Was kumuliert über einen Zeitraum von knapp 25 Jahren extrem gut aussieht, entpuppt sich bei einer logarithmierten Skala als Problem. Denn erst hier erkennt man, dass diese Strategie ab dem Jahr 2000 gegenüber der Benchmark keinen ernsthaften Mehrwert mehr erbracht hat, denn hier bleibt der Abstand zwischen der Wertentwicklung der Sektorportfolios und dem Gesamtmarkt in etwa konstant. Die scheinbar gute Entwicklung in der oberen Grafik resultiert nur aus dem Basiseffekt und hat nichts mit einer kontinuierlichen Outperformance zu tun.



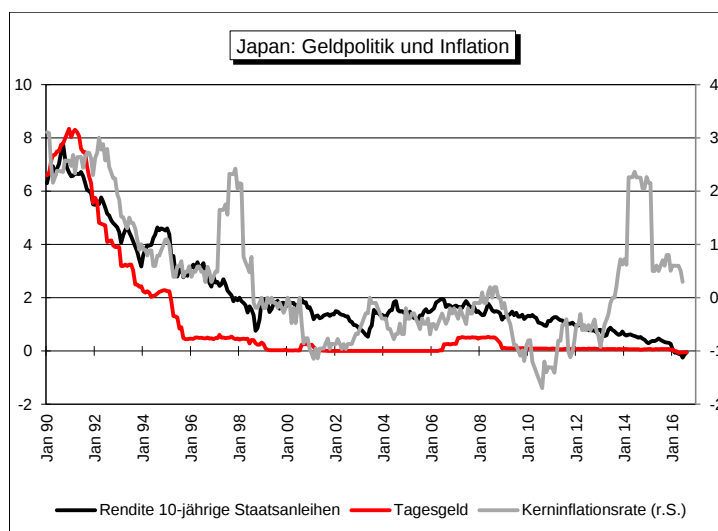
Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass die Analyse von Trends allenfalls einen marginalen Mehrwert in der Sektorallokation liefert – Wunder darf man nicht erwarten.

Wochenausblick für die Zeit vom 26. September bis 30. September 2016

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	0,9%	0,5%	0,1%	0,2%			26.-29. September
D: Importpreise, y/y	-5,5%	-4,6%	-3,8%	-2,2%			26.-29. September
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	107,8	108,7	108,3	106,2	106,0		26. September
D: Ifo- Lageeinschätzung	114,2	114,6	114,8	112,8	112,5		26. September
D: GfK Konsumklima	9,7	9,8	10,1	10,0	10,2	10,0	28. September
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,8%	-0,6%	1,7%	-0,2%			27.-30. September
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-10	-6	-8	-7	-6		29. September
D: Arbeitslosenquote	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1		29. September
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,3%	0,1%	0,3%	0,0%	0,1%		29. September
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,1%	0,3%	0,4%	0,4%	0,7%		29. September
E-19: M3, y/y	4,9%	5,0%	4,8%	4,9%			27. September
E-19: Wirtschaftsvertrauen	104,6	104,4	104,5	103,5	103,2		29. September
E-19: Industrievertrauen	-3,7	-2,8	-2,6	-4,4	-4,0		29. September
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	-0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%		30. September
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	10,1	10,1	10,1	10,0			30. September

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Bank of Japan geht neue Wege



Die japanische Wirtschaft hat weiterhin große Schwierigkeiten, Tritt zu fassen. Im August sind die Exporte mit 9,6% im Vergleich zum Vorjahresmonat den elften Monat in Folge gefallen. Während dies vor allem auf den starken Yen zurückzuführen ist, sind die mit -17,3% ebenfalls stark gesunkenen Importe einer anhaltend schwachen Binnennachfrage geschuldet. Auch die Inflationsrate verharrt weiterhin im negativen Bereich, was die Bank of Japan (BoJ) eigentlich dazu veranlassen sollte, ihre Geldpolitik noch expansiver zu gestalten. Das Problem hierbei ist jedoch, dass die BoJ mit einem Leitzins von -0,1% und einem Wertpapierkaufprogramm mit einem jährlichen Volumen von 80 Billionen Yen (700 Milliarden Euro) schon so gut wie alle Mittel ausgeschöpft hat, um die Konjunktur zu stabilisieren. Sich dessen bewusst hat die Bank of Japan in ihrer gestrigen Pressekonferenz auch keine generelle Änderung ihrer Geldpolitik verkündet - man wolle aber am Finetuning arbeiten. Um den Bankensektor, Sparer sowie die Altersvorsorgesysteme, die unter der immer flacher werdenden Zinsstrukturkurve massiv leiden, zu entlasten,

plant die BoJ mehr Flexibilität bei ihrem Wertpapierkaufprogramm. Künftig soll nicht mehr das genaue Volumen der Geldmengenausweitung, sondern eine feste Gestalt der Zinsstrukturkurve angesteuert werden. Insbesondere die Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen sollen bei null Prozent gehalten werden, weshalb die bisher angepeilte durchschnittliche Laufzeit der von der BoJ gekauften Wertpapiere von sieben bis zwölf Jahren deutlich nach unten geschraubt werden muss. Aus Eurozonen-Sicht ist es sehr spannend zu sehen, ob der angekündigte Umbau der Ausgestaltung der expansiven Geldpolitik von Erfolg gekrönt ist, da es konjunkturell wie geldpolitisch viele Parallelen zu der Entwicklung in Japan gibt. Dies beginnt mit der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung und geht über die hohe Staatsverschuldung, bis hin zum Agieren der Europäischen Zentralbank, die zusammen mit der Regulierung durch die Politik den europäischen Banken die Luft zum Atmen und damit auch die Chance nimmt, über eine gesteigerte Kreditvergabe die Konjunktur zu stimulieren.

	Stand	Veränderung zum			
	22.09.2016 16:35	15.09.2016 -1 Woche	19.08.2016 -1 Monat	21.06.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18445	1,3%	-0,6%	3,5%	5,9%
S&P 500	2176	1,4%	-0,3%	4,2%	6,5%
Nasdaq	5295	0,9%	1,1%	9,3%	5,7%
DAX	10697	2,5%	1,4%	6,8%	-0,4%
MDAX	21706	2,8%	0,6%	6,4%	4,5%
TecDAX	1810	2,8%	5,8%	12,1%	-1,1%
EuroStoxx 50	3057	2,8%	3,0%	3,0%	-6,4%
Stoxx 50	2895	2,3%	2,0%	1,6%	-6,6%
SMI (Swiss Market Index)	8316	1,6%	2,3%	4,8%	-5,7%
FTSE 100	6920	2,8%	0,9%	11,1%	10,9%
Nikkei 225	16808	2,5%	1,6%	3,9%	-11,7%
Brasilien BOVESPA	59242	2,3%	0,2%	16,5%	36,7%
Russland RTS	1001	3,1%	3,6%	6,8%	32,2%
Indien BSE 30	28773	1,3%	2,5%	7,3%	10,2%
China Shanghai Composite	3043	1,3%	-2,1%	5,7%	-14,0%
MSCI Welt (in €)	1722	1,0%	0,1%	3,8%	0,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	906	1,9%	0,2%	10,4%	10,4%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	165,08	160	-189	64	716
Bobl-Future	131,91	36	-157	-104	124
Schatz-Future	112,10	5	11	17	58
3 Monats Euribor	-0,30	0	0	-4	-17
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,32	0	1	-2	0
3 Monats \$ Libor	0,86	1	5	22	25
Fed Funds Future, Dez 2016	0,50	1	0	1	0
10-jährige US Treasuries	1,63	-8	5	-7	-64
10-jährige Bunds	-0,08	-5	2	-13	-71
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,03	3	6	12	-28
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,48	-12	1	-5	-40
US Treas 10Y Performance	602,23	0,3%	-0,6%	0,5%	6,7%
Bund 10Y Performance	622,22	0,2%	-0,4%	1,0%	7,5%
REX Performance Index	489,50	0,3%	-0,3%	0,6%	3,2%
Hypothekenzinsen USA	3,50	0	7	-4	-51
IBOXX AA, €	0,46	-1	6	-22	-83
IBOXX BBB, €	1,30	1	8	-34	-97
ML US High Yield	6,84	-4	5	-69	-206
JPM EMBI+, Index	811	1,3%	-0,2%	5,0%	15,2%
Wandelanleihen Exane 25	6768	0,0%	-0,3%	0,9%	-2,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	424,27	2,5%	0,2%	-0,8%	11,9%
MG Base Metal Index	251,61	0,4%	-1,4%	4,4%	8,3%
Rohöl Brent	47,47	1,4%	-6,2%	-5,1%	33,0%
Gold	1338,61	1,4%	-0,5%	5,4%	26,0%
Silber	19,75	3,3%	1,9%	14,1%	42,6%
Aluminium	1574,00	1,0%	-4,9%		