

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Taktische Allokation mit Konjunkturdaten: Auf die Wendepunkte kommt es an!

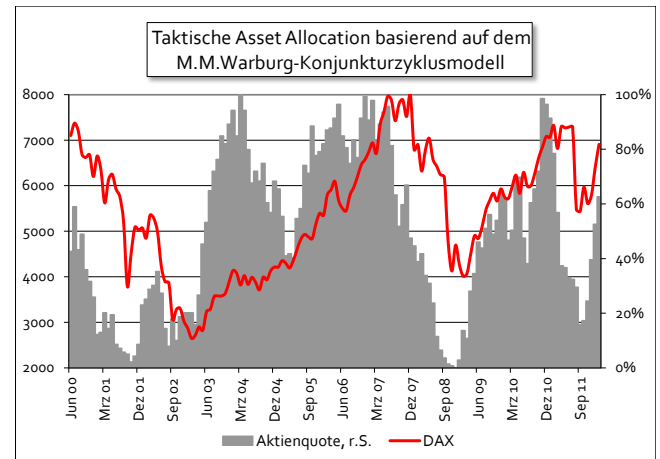
Seit Jahrzehnten tobt ein heftiger Kampf zwischen fundamental und eher markttechnisch orientierten Investoren über die Frage, ob die taktische Allokation und damit die Veränderung der Gewichtung von Assetklassen in Portfolios über Konjunkturdaten gesteuert werden kann. Wäre die Informationsverarbeitung sämtlicher relevanter Informationen zu jedem Zeitpunkt vollkommen effizient, dann würde es in der Tat wenig Sinn machen, ständig Konjunkturdaten zu analysieren, denn dann wäre jede neue Information im Moment ihrer Veröffentlichung eingepreist. Die gängige Erfahrung zeigt natürlich, dass dem nicht so ist – manchmal werden Konjunkturdaten sogar für eine gewisse Zeit vom Markt „falsch“ interpretiert, bevor dann ein Analyseprozess einsetzt, der schließlich auch zu einer sachlogisch richtigen Einordnung und Bepreisung führt.

Trotzdem ist die Frage berechtigt, ob man durch eine systematische Analyse fundamentaler Daten tatsächlich einen nachhaltigen und stetigen Mehrwehrt über die taktische Allokation erzielen kann. Denn auch wenn die Informationsverarbeitung nicht vollkommen effizient verläuft, und auch wenn Herdenverhalten zuweilen zu Übertreibungen führen mag, so sollte der Markt in seiner Effizienz auch nicht unterschätzt werden.

Ein Gleichnis von dem Altmeister André Kostolany trifft aus unserer Sicht dabei ganz gut den Kern dieses Themenkomplexes. Kostolany verglich einmal die Beziehung zwischen dem Markt und den Fundamentaldaten mit einem Hund und seinem Herrchen, der den Hund an einer langen Leine führt. Auch wenn der Hund manchmal hektisch und konfus die kurzfristige „Marschrichtung“ zu ändern scheint, so wird der Spielraum doch durch das Herrchen und seine Leine eingeschränkt, wobei auch die grobe Bewegungsrichtung immer durch das Herrchen und nicht durch den Hund definiert wird. Und so mag der Markt kurzfristiges „Rauschen“ produzieren; mittel- und langfristig wird er sich niemals von den Fundamentaldaten abkoppeln können. Aus diesem Grund halten wir die Analyse von Fundamentaldaten und vor allem von Konjunkturdaten nach wie vor für unabdingbar, da zumindest das generelle Marktumfeld damit gut bestimmt werden kann.

Wir nutzen seit 2002 ein von uns entwickeltes Konjunkturzyklusmodell, welches das Niveau und die Dynamik von verschiedenen Konjunkturindikatoren regelgebunden ausgewertet und zu einem Gesamtsignal verdichtet. Wie sich zeigt, gibt es einen erstaunlichen Gleichlauf zwischen dem Signal, welches die wesentlichen fundamentalen Rahmenbedingungen für den Aktienmarkt beschreibt, und dem Aktienmarkt selbst. Das Signal schwankt prinzipbedingt zwischen 0 und 1; aus diesem Grund kann man den Wert auch als Aktienquote in einem gemischten Mandat interpretieren, da ja eine verbesserte fundamentale Datenlage auch ihren Ausdruck in einer höheren Aktienquote finden sollte. Allein schon der recht enge Zusammenhang zwischen dem Signal im Konjunkturzyklusmodell und dem Aktienmarkt

sollte alle Kritiker verstummen lassen, die behaupten, der Aktienmarkt entwickle sich weitgehend losgelöst von fundamentalen Daten.

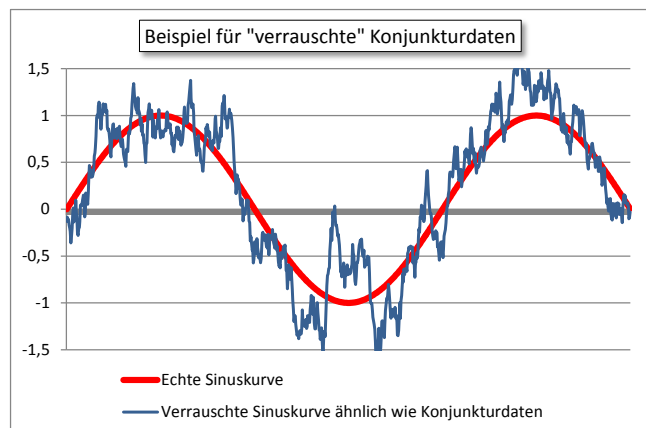


Ein richtiger Mehrwert in der taktischen Allokation kann allerdings erst dann erzielt werden, wenn es auch einen gewissen Vorlauf des Signals vor dem Aktienmarkt gibt.

Betrachtet man die obige Abbildung, scheint dies zuweilen tatsächlich der Fall zu sein; oft beginnt die Quote zu steigen oder zu fallen, bevor der Aktienmarkt die Richtung ändert. Unter Performancegesichtspunkten stellt sich aber immer wieder die Frage, wie ein solches Signal zu interpretieren wäre: Sollte man tatsächlich (um ein konkretes Beispiel zu nennen) Anfang 2009 die Aktienquote Monat für Monat analog zum Signal des Modells schrittweise anheben, oder wäre man nicht besser bedient, wenn man den unteren Wendepunkt des Signals identifiziert und in dem Moment die Aktienquote aggressiv erhöht? Rückblickend kann gesagt werden, dass die Identifikation von Wendepunkten in der Regel die bessere Methode gewesen wäre, um die Outperformance über die taktische Allokation zu maximieren. Allerdings ist dies leichter gesagt als getan, denn rückblickend ist ja auch bekannt, wann ein Wendepunkt tatsächlich ein Wendepunkt war. In der Echtzeitanwendung ist dagegen innerhalb eines solchen Modells nie eindeutig, ob ein Wendepunkt erreicht wurde oder noch nicht. Ein gutes Beispiel dafür ist die Situation Ende 2011. Damals pendelte das Signal in unserem Konjunkturzyklusmodell in etwa zwischen 0,1 und 0,2. Heute wissen wir, dass dies ein Wendepunkt war, doch zu dem Zeitpunkt war diese Erkenntnis alles andere als eindeutig. Vielmehr bestand eine reelle Chance, dass das Signal innerhalb der folgenden Monate auf 0 fällt, so wie dies zuvor schon im Herbst 2008 geschehen war. Eine massive Aufstockung der Aktienquote hätte in dieser Situation zu extremen Verlusten führen können.

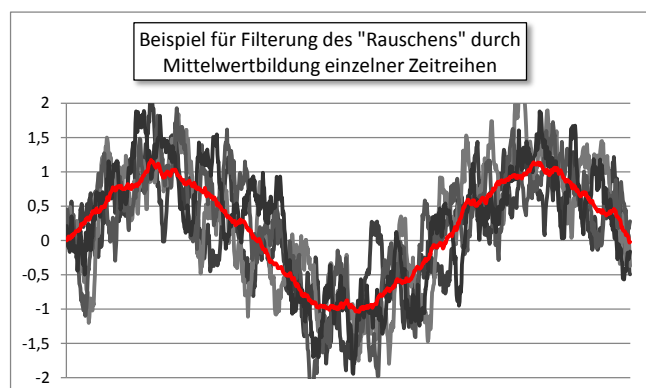
Es gilt also nach einem Verfahren zu suchen, das mit hinreichender Sicherheit konjunkturelle Wendepunkte mehr oder weniger in Echtzeit erkennen kann, ohne dabei zu viele Fehlsignale zu erzeugen. Diese Vorgabe erweist sich grundsätzlich als fast unlösbar, denn Wendepunkte lassen sich letztlich nur dann sicher interpretieren, wenn Konjunktur-

turdaten am jeweils aktuellen Rand direkt mit der Vorperiode verglichen werden. Würden Konjunkturdaten gleichmäßig wie eine Sinuskurve schwanken, dann ließen sich konjunkturelle Wendepunkte tatsächlich mit einer perfekten Trefferquote als solche identifizieren. Leider bewegen sich Konjunkturdaten in aller Regel nicht wie eine „saubere“ Sinuskurve, sondern eher wie eine stark „verrauschte“ Sinuskurve.



Die obige Grafik zeigt dieses Problem anschaulich auf: Während in der roten Linie Wendepunkte auch in „Echtzeit“ sehr gut auszumachen sind, ist dies in der blauen Linie unmöglich, denn ein scheinbarer Tiefpunkt wird oftmals nach einer kleinen Zwischenerholung von einem neuen Tiefpunkt „übertroffen“, bevor dann tatsächlich die konjunkturelle Wende erreicht wird.

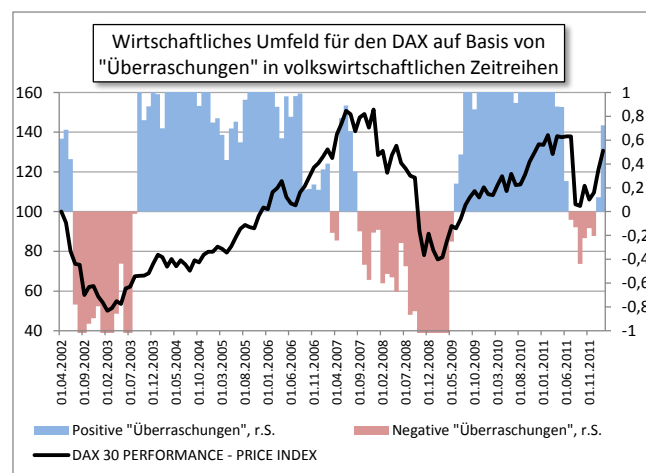
Es besteht in der Praxis immer ein Zielkonflikt zwischen einer zeitnahen Analyse von Wendepunkten und der Vermeidung zu vieler Fehlsignale. Je zeitnäher die Wendepunkte ermittelt werden, umso höher ist die Fehlerquote – und je geringer die Fehlerquote, um so später die verlässliche Ermittlung des Wendepunktes. Eine perfekte Lösung für dieses Problem kann gar nicht existieren, doch mit einem kleinen „Trick“ lässt sich der oben beschriebene Zielkonflikt zumindest teilweise aufheben. Die Lösung besteht darin, eine möglichst hohe Anzahl von Daten zu analysieren. Dadurch gelingt es zumindest teilweise, das „Rauschen“ aus den Daten herauszufiltern (siehe dazu auch die rote Linie in der folgenden Abbildung).



Wir haben nun diesen Ansatz verfolgt, in dem wir eine sehr hohe Anzahl von konjunkturelevanten Zeitreihen daraufhin untersuchen, ob sie zu einem gegebenen Zeitpunkt

gegenüber ihrer eigenen Historie im Monatsvergleich besonders stark steigen oder fallen. Es geht also letztlich um die Frage, ob die Entwicklung einer Zeitreihe zu einem gegebenen Zeitpunkt im positiven oder negativen Sinne „überrascht“, denn die naive Annahme wäre ja die, dass sich die Zeitreihe im Monatsvergleich „normal“, also mit der durchschnittlichen Monatsrate der letzten Jahre entwickelt. Wendet man diese Methode nur auf wenige Zeitreihen an, lassen sich Wendepunkte nicht verlässlich identifizieren; nutzt man aber das Gesetz der großen Zahl und nutzt diesen Ansatz für hunderte von konjunkturelevanten Zeitreihen, dann ergibt sich ein ausgesprochen stabiles Bild, das auch auf konjunkturelle Wendepunkte vergleichsweise verlässlich hinweist.

Wir haben diese Methode für eine größere Anzahl von Indizes durchgeführt, um zu prüfen, ob die „Überraschungen“ in der Entwicklung fundamentaler Zeitreihen zeitnah für die taktische Allokation genutzt werden können. Da für unterschiedliche Aktienmarktindizes davon auszugehen ist, dass fundamentale Zeitreihen auch eine unterschiedliche indexspezifische Bedeutung besitzen, haben wir für jede fundamentale Zeitreihe eine Korrelationsanalyse vorge-schaltet. Damit kann zu jedem Zeitpunkt geprüft werden, wie stark der Zusammenhang zwischen fundamentaler Zeitreihe und Aktienindex ist. Das Modell sucht also automatisch nach den Wendepunkten in den fundamentalen Zeitreihen, die tatsächlich für einen jeweils betrachteten Index eine erhöhte Erklärungskraft besitzen. Dabei haben wir in unserer Rückrechnung sichergestellt, dass zu keinem Zeitpunkt Informationen verwendet wurden, die nicht auch zu dem jeweiligen Zeitpunkt vorgelegen hätten. Auch die konkreten Zeitverschiebungen bei den Veröffentlichungen fundamentaler Zeitreihen (beispielsweise werden viele realwirtschaftliche Zeitreihen wie Auftragseingänge, Industrieproduktion oder Beschäftigung erst mit einer Verzögerung von 2 Monaten veröffentlicht) haben wir berücksichtigt.

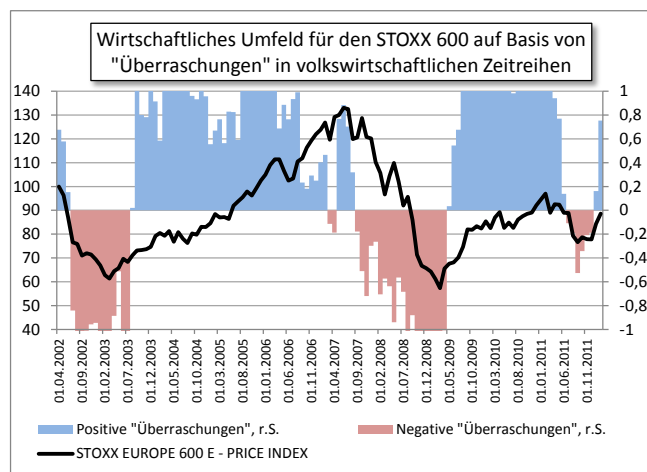


Das Ergebnis haben wir in der obigen Abbildung für den DAX dokumentiert. Wenn die Balken (bezogen auf die rechte Skala) über der Null-Linie liegen, haben die untersuchten Zeitreihen (z.B. die Frühindikatoren verschiedener Länder) in ihrer Mehrheit positiv in dem Sinne überrascht, dass ihre Entwicklung im Monatsvergleich über dem

Durchschnitt der vorherigen Monatsraten gelegen hat. Analoges gilt für die negativen Werte, die mehrheitlich mit negativen „Überraschungen“ einhergehen. Wir denken, dass sich damit recht gut die konjunkturellen Wendepunkte erkennen lassen. Wie die Abbildung zeigt, hat es aus einer indexspezifischen Sichtweise des DAX seit 2002 acht Wendepunkte in fundamentalen Zeitreihen gegeben, die für die taktische Allokation besonders relevant gewesen wären. Wie die Abbildung eindrucksvoll beweist, hätte man damit auch die großen Wendepunkte in der Wertentwicklung des DAX entweder antizipieren oder aber zumindest zeitnah erkennen können.

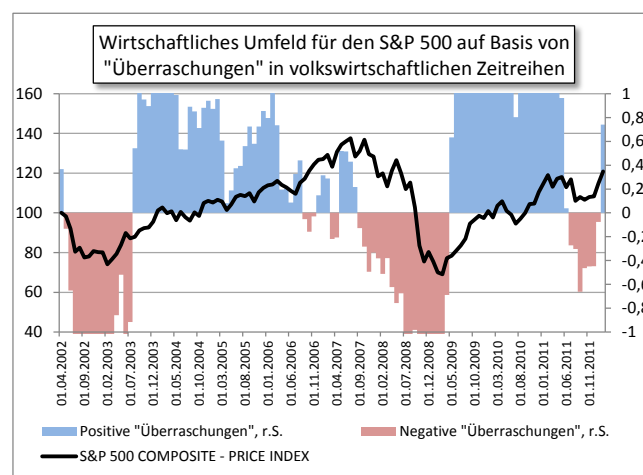
Es versteht sich von selbst, dass ein derartiges Modell, welches nur auf fundamentalen Monatsdaten aufsetzt, unmöglich in der Lage ist, perfekte Timingsignale zu liefern. Dafür existieren bessere Ansätze; einige davon haben wir vor einigen Wochen in dieser Publikation vorgestellt (vgl. dazu Konjunktur und Strategie vom 9.2.2012). Mit Hilfe eines solchen fundamentalen Modells wäre man aber in der Lage, frühzeitig Trendwechsel in den fundamentalen Daten zu erkennen, da ausschließlich Monatsveränderungen ausgewertet werden. Im Idealfall bedeutet dies, dass Trendwenden schon einen Monat nach ihrem Auftreten vergleichsweise verlässlich ermittelt werden können. Das schützt natürlich nicht davor, dass der Aktienmarkt diese Trendwende in der fundamentalen Lage schon vorher antizipiert und dementsprechend einpreist. Wenn dies dem Aktienmarkt regelmäßig gelingen würde, wären alle zuvor geschilderten Bemühungen umsonst. Die Erfahrung zeigt aber, dass die Antizipationsfähigkeit des Marktes nicht überschätzt werden sollte.

Beispielsweise wurde der konjunkturelle Wendepunkt ab Herbst 2007 vom Aktienmarkt nicht antizipiert, und auch die Eintrübung der Konjunktur im Sommer 2011 zeigte sich erst ab August am Aktienmarkt und eben nicht schon vorher. Die letzte Trendwende wurde von unserem Modell im Januar dieses Jahres beobachtet, da ab Januar die Monatsveränderungen der meisten Daten erneut positive „Überraschungen“ aufwiesen. Auch diese Trendwende wurde zwar vom Aktienmarkt mehr oder weniger parallel verarbeitet, nicht aber antizipiert.



Damit nicht der Eindruck entsteht, wir hätten das Modell so lange optimiert, bis es für den DAX-Verlauf „passt“, haben wir zum Vergleich die gleichen Berechnungen für den STOXX 600 durchgeführt. Auch wenn die Signale nicht gleich sind, waren die für den STOXX 600 hergeleiteten indexspezifischen Wendepunkte in den Fundamentaldaten fast mit den Wendepunkten für das DAX-Modell identisch. Dies ist auch logisch, da die deutschen Unternehmen mehr oder weniger von den gleichen fundamentalen Rahmendaten abhängig sein sollten wie die europäischen Unternehmen.

Nur wenig anders sehen die Modelle aus, die wir für den US-amerikanischen und japanischen Aktienmarkt aufgebaut haben. Die großen fundamentalen Zyklen werden auch hier zeitnah und ohne große Fehlsignale erfasst.



Wir wollen aber nicht verschweigen, dass im Falle von Schwellenländern dieser Modellansatz erst in den letzten Jahren ein Mehrwert geliefert hätte. Insbesondere vor der Subprime-Krise wurden die Aktienmärkte in den Schwellenländern primär von länderspezifischen Entwicklungen getrieben, die mit einem von uns hier vorgestellten globalen Fundamentallmodell nicht hinreichend hätten abgebildet werden können.

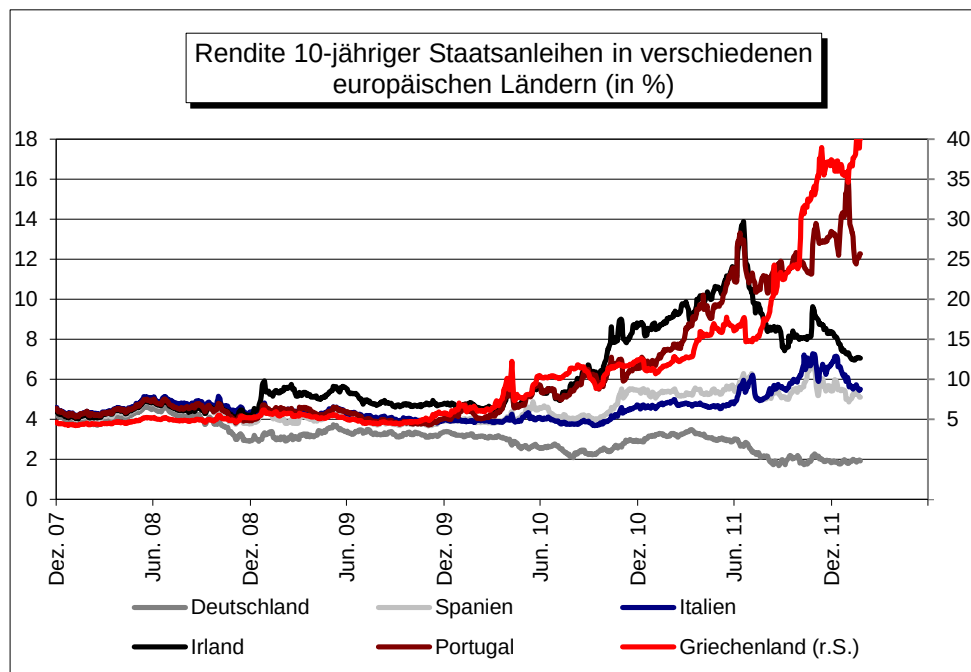
Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass es nach wie vor Sinn macht, Konjunkturdaten zu analysieren und die Erkenntnisse im Rahmen der taktischen Allokation zu berücksichtigen. Da allerdings die Wendepunkte im Konjunkturzyklus sehr früh erkannt werden müssen, wenn es darum geht, im Rahmen der taktischen Allokation einen Mehrwert zu generieren, benötigt man Hilfsmittel, die einem die Identifikation von Wendepunkten mit hinreichend hoher Sicherheit erlauben. Mit dem hier vorgestellten Ansatz, der für eine sehr hohe Anzahl konjunkturrelevanter Daten Monatsveränderungen auswertet und „Überraschungen“ identifiziert, haben wir einen gangbaren Weg gefunden, diese Aufgabe prinzipiell zu erfüllen. Zusammen mit dem bewährten Konjunkturzyklusmodell und den zuletzt vorgestellten Timingmodellen sollte dieser Ansatz dazu beitragen, die Qualität der taktischen Allokation auch in turbulenten Zeiten auf einem hohen Niveau zu halten.

Wochenausblick für die Zeit vom 27. bis 2. März 2012

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mär	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	-0,3%	0,4%	0,3%	0,7%			ab 27. Februar
D: Importpreise, y/y	6,8%	6,0%	3,9%	3,1%			ab 27. Februar
D: Konsumentenpreise, m/m	0,0%	0,0%	0,7%	-0,4%	0,5%		28. Februar
D: Konsumentenpreise, y/y	2,5%	2,4%	2,1%	2,1%	2,1%		28. Februar
D: GfK Konsumklima	5,2	5,3	5,6	5,6	5,9	6,0	28. Februar
D: Arbeitslosenquote, sa	6,9%	6,9%	6,8%	6,7%	6,7%		29. Februar
D: Arbeitslose, Veränderung, sa	5	-24	-25	-34	-14		29. Februar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	49,1	47,9	48,4	51,0	50,1		30. Februar
E-17: Geldmengenwachstum M3	3,9%	2,0%	1,6%	1,5%			27. Februar
E-17: Industrievertrauen	-7	-7	-7	-7	-7		28. Februar
E-17: Konsumentenvertrauen	-21	-21	-21	-21	-20		28. Februar
E-17: Konsumentenpreise, m/m	0,3%	0,1%	0,3%	-0,7%			29. Februar
E-17: Konsumentenpreise, y/y	3,0%	3,0%	2,7%	-2,7%			29. Februar
E-17: Kerninflation, m/m	0,3%	0,0%	0,4%	-1,4%			29. Februar
E-17: Kerninflation, y/y	2,0%	2,0%	2,0%	1,8%			29. Februar
E-17: Einkaufsmangerindex ver. Gew.	47,1	46,4	46,9	48,8	49,0		1. März
E-17: Arbeitslosenquote	10,2%	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%		1. März
E-17: Produzentenpreise, m/m	0,3%	0,1%	0,2%	-0,2%	0,5%		2. März
E-17: Produzentenpreise, y/y	5,8%	5,5%	5,3%	4,3%	3,5%		2. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: EZB-Anleihtausch erhöht Risiken für private Anleihekäufer



Am letzten Wochenende hat die Europäische Zentralbank (EZB) zusammen mit der griechischen Regierung ihre Bestände an griechischen Staatsanleihen mit neuen Seriennummern ausstatten lassen, alle anderen Anleihebedingungen blieben unverändert. Sollten die privaten Gläubiger durch die Einführung von gemeinschaftlichen Haftungsklauseln (sog. „Collective Action Clauses“) an einem Schuldenschnitt zwangsweise beteiligt werden, dann betrifft dies nun nicht

mehr die Anleihen im Bestand der EZB. Die Forderungen der sonstigen Anleihegläubiger sind damit also nicht mehr nur gegenüber Forderungen des Internationalen Währungsfonds und der Partnerländer nachrangig, sondern auch gegenüber den Forderungen der Notenbanken. Die Folge könnte sein, dass potenzielle Investoren, die gerade erst ihre Verkäufe von Peripherie-Staatsanleihen gestoppt haben, sich noch länger von den Peripherie-Märkten fernhalten werden.

Finanzmärkte im Überblick					
	Stand 22.02.2012	16.02.2012 -1 Woche	20.01.2012 -1 Monat	22.11.2011 -3 Monate	31.12.2010 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	12.939	0,3%	1,7%	12,6%	11,8%
S&P 500	1.358	0,0%	3,2%	14,3%	8,0%
Nasdaq	2.933	-0,9%	5,3%	16,3%	10,6%
Wilshire 5000	14.263	-0,3%	3,7%	14,8%	7,3%
DAX	6.844	1,4%	6,9%	23,6%	-1,0%
MDAX	10.380	0,8%	5,9%	26,5%	2,5%
TecDAX	778	0,6%	4,3%	21,0%	-8,6%
EuroStoxx 50	2.519	1,2%	3,8%	17,9%	-9,8%
Stoxx 50	2.489	-0,3%	1,7%	15,8%	-3,8%
Nikkei 225	9.554	3,4%	9,0%	14,9%	-6,6%
Topix	825	3,1%	9,3%	15,0%	-8,2%
Brasilien BOVESPA	66.093	-0,1%	6,1%	18,3%	-4,6%
Russland RTS	1.642	0,0%	9,7%	14,7%	-7,2%
Indien BSE 30	18.145	0,0%	8,4%	12,9%	-11,5%
China Shanghai Composite	2.404	2,0%	3,6%	-0,4%	-14,4%
MSCI Welt (in €)	974	-0,8%	1,8%	16,5%	2,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	804	-0,1%	4,4%	19,3%	-6,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	138,53	-50	41	128	1322
3 Monats Euribor	1,02	-2	-16	-45	2
3 Monats Treasury Bill	0,09	-1	4	7	-3
10-jährige US Treasuries	2,01	1	-2	7	-130
10-jährige Bunds	1,92	6	2	-1	-96
10-jährige JGB	0,98	3	-1	1	-14
US Treas 10Y Performance	519,57	-0,1%	0,6%	0,2%	16,2%
Bund 10Y Performance	470,90	-0,5%	0,2%	1,2%	13,6%
Hypothekenzinsen USA	3,87	0	-1	-13	-99
IBOXX AAA, €	2,59	0	-32	-78	-99
IBOXX BBB, €	5,08	-12	-83	-118	13
Wandelanleihen Exane 25	4.923	0,5%	4,2%	10,2%	-1,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	599,50	1,6%	3,6%	3,1%	-4,8%
MG Base Metal Index	378,97	2,8%	1,4%	10,9%	-12,2%
Rohöl Brent	120,51	1,4%	8,2%	12,7%	28,9%
Gold	1756,59	2,2%	6,0%	3,5%	23,9%
Silber	34,08	2,7%	12,3%	7,0%	11,3%
Aluminium	2.237,8	5,7%	2,5%	9,2%	-9,1%
Kupfer	8.432,8	1,8%	2,8%	15,5%	-12,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	704	-2,6%	-18,3%	-62,0%	-60,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,3230	1,9%	2,5%	-2,3%	-1,0%
EUR/ GBP	0,8452	2,1%	1,6%	-2,0%	-1,4%
EUR/ JPY	106,22	3,8%	6,7%	2,0%	-2,2%
EUR/ CHF	1,2072	0,0%	0,0%	-2,3%	-3,5%
USD/ JPY	80,28	1,8%	4,3%	4,3%	-1,1%

Quelle: Thomson Financial

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