



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

24. Januar 2019

Sektorallokation im Konjunkturzyklus

Es gibt sicher kein Patentrezept, um als aktiver Asset Manager langfristig den Markt schlagen zu können. Jedoch existieren einige Grundregeln, die man beherzigen sollte, wenn man dauerhaft erfolgreich sein möchte. Dazu gehört die Erkenntnis, in konjunkturell schwächeren Phasen nicht das Risiko zu suchen, sondern eher Risikopositionen abzubauen. In Abschwüngen und Rezessionen nämlich wird Risiko an Finanzmärkten nicht belohnt – das ist ökonomisch nachvollziehbar und empirisch eindeutig belegbar. Neben der Frage der taktischen Allokation gibt es eine weitere Stellschraube, die für den Anlageerfolg von hoher Relevanz ist. Dabei geht es um die Selektion von Einzelaktien im Rahmen des Konjunkturzyklus. Verschiedene Unternehmen weisen ganz unterschiedliche „Sensibilitäten“ hinsichtlich der volkswirtschaftlichen Entwicklung auf. Einige Unternehmen haben eine Gewinn- und Umsatzentwicklung, die weitgehend unabhängig vom Konjunkturzyklus ist, während wiederum andere Unternehmen bei Umsätzen und Gewinnen fast perfekt mit dem Konjunkturzyklus korrelieren. Daher ist es nur folgerichtig, in Abschwungphasen eher auf die konjunkturunsensiblen Unternehmen zu setzen, während im Aufschwung zyklische Werte Übergewichtet werden sollten.

Was für einzelne Unternehmen gilt, sollte auch für ganze Sektoren gelten. Zwar sind Sektoren in ihrer Zusammensetzung nicht so homogen wie oftmals vermutet; trotzdem sollten grundsätzliche Zusammenhänge zwischen der Konjunkturentwicklung und der Wertentwicklung von Unternehmen auch auf der Sektorebene zu beobachten sein. Wenn dem so ist, spräche viel dafür,

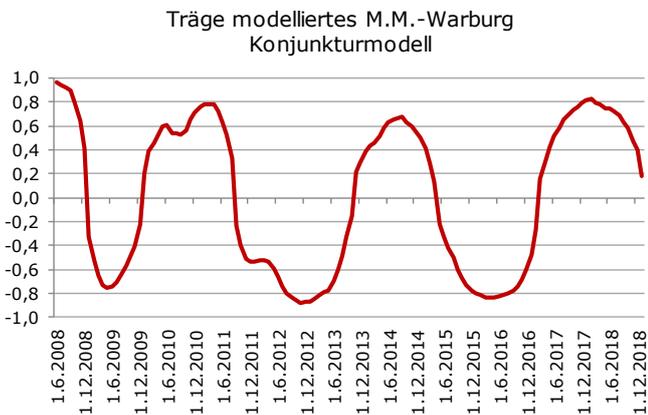
sich als Investor genau diese Zusammenhänge zu Nutzen zu machen.

Was sich auf den ersten Blick vergleichsweise trivial anhört, lässt sich allerdings leider nicht ganz „nebenbei“ erledigen. Der Grund dafür liegt in der Datenlage. Auch wenn immer einfach von „Aufschwung“ oder „Abschwung“ geredet wird – woher weiß man eigentlich, in genau welcher Konjunkturphase man sich gerade befindet? Und woher nimmt man Daten für eine historische Betrachtung? Und selbst wenn es eine „offizielle“ Historie von Auf- und Abschwüngen gäbe: Kann man als Investor davon ausgehen, dass man auch in Echtzeit auf genau diese Quelle Zugriff hätte? All diese Fragen sind nicht eindeutig zu beantworten. So gibt es zwar für die USA eine quasi-offizielle Einschätzung hinsichtlich der Frage, wann sich die Wirtschaft in einer Rezession befindet. Allerdings darf die Qualität dieser Einschätzung zum einen durchaus angezweifelt werden, und zum anderen wird diese Einschätzung immer erst im Nachhinein getroffen und ist damit für eine Echtzeitanwendung nicht nutzbar. Zudem handelt es sich nur um US-Daten; ein europäisches Pendant oder (noch besser) ein quasi „offizielles“ globales Modell von Auf- und Abschwüngen existiert nicht. Viele Asset Manager helfen sich vor dem Hintergrund dieses Datenmangels damit, als Ersatz beispielsweise den globalen Einkaufsmanagerindex zu verwenden und anhand einfacher Regeln festzulegen, wann welche Konjunkturphase vorliegt. Auch das ist nicht trivial, da eine solche Zeitreihe vergleichsweise volatil ist und daher erst geglättet werden muss, bevor Aussagen darüber abgeleitet werden können, welcher Konjunkturphase die aktuelle wirtschaftli-

Konjunktur und Strategie

che Situation zuzuordnen ist. Zudem unterliegt die Art der Glättung einer gewissen Arbitrarität. Hinzukommt, dass es nicht „die“ Zeitreihe gibt, aus der sich der Zustand der Wirtschaft ableiten lässt.

Aus diesem Grund haben wir überlegt, ob es nicht eine andere Möglichkeit geben könnte, sich diesem Thema zu nähern. Dabei sind wir im eigenen Haus fündig geworden – bei einer träge modellierten Variante unseres Konjunkturzyklusmodells. In dieser Variante wird eine besonders hohe Anzahl global konjunkturrelevanter Zeitreihen auf eine sehr robuste Weise ausgewertet und zu einem Index verkettet. Das Modell schwankt tendenziell zwischen minus Eins und plus Eins, kann aber in Extremphasen über diese Werte hinauschießen. Das Modell ist so konstruiert, dass Werte um die Null mit einer global konjunkturneutralen Situation kompatibel sind.



Da das Modell durch die hohe Anzahl der verwendeten Zeitreihen kaum kurzfristigen Schwankungen unterliegt und im Verlauf einer Sinuskurve ähnelt, kann das Modell fast idealtypisch genutzt werden, um daran eine Aufteilung in Konjunkturphasen vorzunehmen. Wir haben dies wie folgt gemacht: Phasen, in denen der Indikator über Null liegt und steigt haben wir einem Boom zugeordnet. Fallende Phasen mit positivem Vorzeichen werten wir als Abschwung, fallende Phasen mit negativem Vorzeichen als Rezession. Steigende Phasen mit negativem Vorzeichen sind dann folgerichtig ein Aufschwung.

Diesen Phasen lässt sich jetzt die Wertentwicklung von Sektoren zuordnen. Dabei sind wir wie folgt vorgegangen. Wir haben auf monatlicher Basis die Performance von 18 STOXX-Sektoren bestimmt und davon den Mittelwert errechnet. In einem zweiten Schritt haben wir die monatliche Wertentwicklung eines jeden Sektors relativ zum Durchschnitt aller Sektoren bestimmt. Für diese relativen Monatsrenditen auf Sektorbasis haben

wir anschließend für jede Konjunkturphase den Mittelwert über den Zeitraum von 2008 bis 2019 berechnet. Die so erhaltene konjunkturphasenspezifische relative Performance haben wir in eine Rangreihenfolge gebracht. Das Ergebnis kann der folgenden Tabelle entnommen werden.

	Rangziffer der relativen Wertentwicklung von Sektoren im Konjunkturzyklus			
	Aufschwung	Boom	Abschwung	Rezession
Autos	3	1	9	13
Banken	6	16	17	9
Grundstoffe	1	4	18	16
Chemie	8	3	13	8
Bau	2	14	16	5
Finanzdienstleister	13	2	14	4
Nahrungsmittel	17	9	3	1
Pharma /Gesundheit	15	11	1	12
Industrie	4	7	15	6
Versicherungen	7	6	12	3
Medien	10	12	4	14
Öl und Gas	11	15	11	15
Pers. Haushaltsgüter	9	10	6	2
Einzelhandel	16	18	5	10
Technologie	5	8	10	11
Telekom	12	17	2	18
Reise und Freizeit	14	5	7	7
Versorger	18	13	8	17

Das Ergebnis ist fast schon so lehrbuchmäßig und idealtypisch, dass man es kaum glauben mag: Im Aufschwung sollte man vor allem Grundstoffe, Bauwerte und Autoaktien halten, im Boom ebenfalls Autos, aber auch Finanzdienstleister und Chemiewerte. Im Abschwung weisen defensive Titel wie Pharmawerte sowie Telekom-Aktien und Nahrungsmittel die beste Wertentwicklung auf. In der Rezession sollte man ebenfalls auf Nahrungsmittelwerte, aber auch auf persönliche Haushaltsgüter und Versicherungsaktien setzen. Die resultierende Outperformance kann dabei durchaus einen halben Prozentpunkt und mehr pro Monat betragen. Aktuell befindet sich unser Modell im Abschwungmodus und ist kurz vor Erreichen des Rezessionssegmentes. Unsere Ergebnisse zeigen jedoch, dass man sich auch für diese Phase mit der entsprechenden Sektorallokation gut wappnen kann.

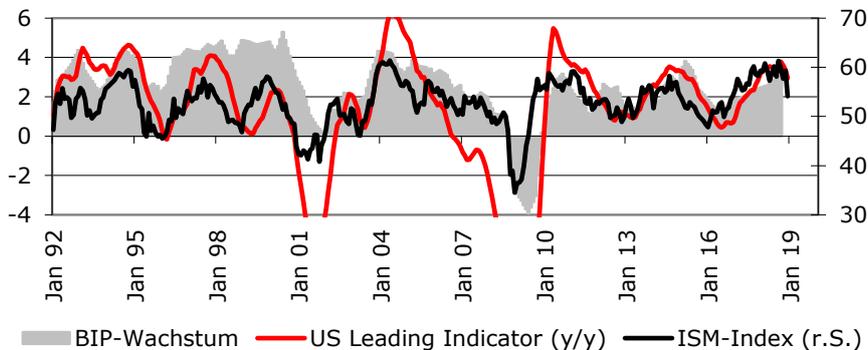
Wochenausblick für die Zeit vom 28. Januar bis 1. Februar 2019

	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: GfK Konsumklima	10,5	10,6	10,6	10,4	10,4	10,6	30. Januar
D: Importpreise, m/m	0,4%	1,0%	-1,0%	-0,7%			30. Januar
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	-0,9%		30. Januar
D: vorl. Inflationsrate, y/y	2,3%	2,5%	2,3%	1,7%	1,5%		30. Januar
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	-0,3%	0,1%	1,4%	0,7%			31. Januar
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-24	-12	-16	-14	-15		31. Januar
D: Arbeitslosenquote	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%		31. Januar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	53,7	52,2	51,8	51,5	49,9		1. Februar
E-19: M3, y/y	3,6%	3,9%	3,7%	3,8%			28. Januar
E-19: Geschäftsklima	1,21	1,01	1,04	0,82	0,71		30. Januar
E-19: Wirtschaftsvertrauen	110,9	109,7	109,5	107,3	106,1		30. Januar
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-6,2	-5,9	-6,6	-8,3	-7,9		30. Januar
E-19: Industrievertrauen	4,7	3	3,4	1,1	0,8		30. Januar
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%			31. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	53,2	52,0	51,8	51,4	50,5		1. Februar
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	2,1%	2,2%	1,9%	1,6%	1,5%		1. Februar
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	0,9%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%		1. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Der zweite Monat Shutdown

USA: BIP-Wachstum und Frühindikatoren



Der teilweise Regierungsstillstand in den USA geht in den zweiten Monat und es ist noch kein Ende absehbar. Auch wenn in dieser Woche Republikaner und Demokraten über zwei konkurrierende Entwürfe zur Beendigung des Shutdowns abstimmen, dürfte keiner der Entwürfe die notwendige Mehrheit erhalten. Damit stellt sich auch die Frage nach den volkswirtschaftlichen Folgen für die USA. Durch den Shutdown werden etwa 800.000 Regierungsmitarbeiter beurlaubt oder nicht bezahlt. Daraus errechnet sich ein Einkommensverlust von etwa USD 70 Mrd. und damit 0,3% annualisiertem Wachstum. Zusätzlich gibt es jedoch noch weitere geschätzt vier Millionen Arbeitsplätze im privaten Sektor, die zumindest teilweise an die Regierung gebunden sind, woraus sich ebenfalls ein annualisierter Wachstumsverlust von 0,3% ergibt. Dies muss jedoch kein

Drama sein, da – sofern der Regierungsbetrieb bald wieder aufgenommen wird – der Rückschlag schnell wieder aufgeholt werden sollte. Damit könnte auch weiter mit einem deutlich positiven Wachstum in Q1 gerechnet werden. Wenn der Shutdown jedoch noch länger andauert, werden die Effekte exponentiell steigen, da mehr und mehr Bereiche getroffen werden würden. Nur als Beispiel seien Sicherheitsmitarbeiter im Flughafenbetrieb genannt. Diese könnten etwa bei weiter ausbleibenden Gehaltszahlungen andere Jobs suchen, wodurch der Flughafenbetrieb dauerhaft und massiv beeinträchtigt werden würde. Diese Überlegung lässt sich auf viele weitere essentielle Einrichtungen übertragen. Die Gefahr liegt also in einem lange andauernden Shutdown, wogegen die kurzfristigen Auswirkungen gering sein dürften.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	24.01.2019 17:15	17.01.2019 -1 Woche	21.12.2018 -1 Monat	23.10.2018 -3 Monate	23.01.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	24507	0,6%	9,2%	-2,7%	-6,5%	5,1%
S&P 500	2640	0,2%	9,2%	-3,7%	-7,0%	5,3%
Nasdaq	7026	-0,8%	10,9%	-5,5%	-5,8%	5,9%
DAX	11114	1,8%	4,5%	-1,4%	-18,0%	5,3%
MDAX	23520	3,5%	8,9%	0,5%	-14,1%	8,9%
TecDAX	2620	4,1%	7,8%	2,7%	-3,1%	6,9%
EuroStoxx 50	3122	1,7%	4,1%	-0,6%	-15,0%	4,0%
Stoxx 50	2858	0,9%	3,6%	-1,2%	-12,7%	3,6%
SMI (Swiss Market Index)	8932	0,2%	6,1%	1,9%	-6,5%	6,0%
FTSE 100	6824	-0,2%	1,5%	-1,9%	-11,7%	1,4%
Nikkei 225	20575	0,8%	2,0%	-6,5%	-14,7%	2,8%
Brasilien BOVESPA	97338	2,1%	13,6%	14,1%	20,6%	10,8%
Russland RTS	1188	2,7%	10,3%	7,3%	-7,4%	11,4%
Indien BSE 30	36195	-0,5%	1,3%	6,9%	0,2%	0,4%
China Shanghai Composite	2592	1,3%	3,0%	-0,1%	-26,9%	3,9%
MSCI Welt (in €)	1980	0,7%	8,6%	-1,5%	-4,1%	6,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	1012	0,7%	6,3%	6,6%	-12,8%	5,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	164,57	27	121	478	377	103
Bobl-Future	133,01	24	65	179	172	49
Schatz-Future	111,92	0	3	-2	-1	-2
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	1	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,24	0	-1	-12	-37	0
3 Monats \$ Libor	2,77	-1	-5	28	103	-4
Fed Funds Future, Dez 2019	2,44	0	-9	-42	16	0
10-jährige US Treasuries	2,71	-4	-8	-45	9	2
10-jährige Bunds	0,18	-1	-7	-24	-32	-6
10-jährige Staatsanl. Japan	0,02	2	-2	-13	-5	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,21	1	3	-21	-17	4
US Treas 10Y Performance	579,46	0,0%	1,1%	4,7%	1,3%	-0,2%
Bund 10Y Performance	631,82	0,2%	0,8%	2,5%	4,8%	0,7%
REX Performance Index	488,73	-0,2%	0,3%	1,0%	2,0%	0,2%
IBOXX AA, €	0,85	-4	-4	4	18	-3
IBOXX BBB, €	1,98	-4	-8	21	81	-8
ML US High Yield	7,23	0	-80	36	114	-80
JPM EMBI+, Index	820	0,8%	3,7%	5,1%	-1,5%	3,6%
Wandelanleihen Exane 25	6996	0,0%	1,6%	-1,7%	-6,6%	1,5%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	411,52	-0,6%	-0,1%	-1,1%	-5,9%	0,6%
MG Base Metal Index	300,31	1,7%	0,6%	-3,5%	-15,7%	1,9%
Rohöl Brent	60,71	-0,3%	12,1%	-21,7%	-13,3%	14,3%
Gold	1282,78	-0,7%	1,8%	4,0%	-4,1%	0,1%
Silber	15,33	-1,2%	4,5%	3,8%	-9,2%	-1,2%
Aluminium	1896,25	2,8%	-0,6%	-4,4%	-14,8%	1,8%
Kupfer	5919,25	-0,8%	-0,8%	-4,4%	-14,0%	-0,5%
Eisenerz	74,58	0,1%	8,1%	3,9%	-1,8%	7,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	982	-8,8%	-23,2%	-37,7%	-15,1%	-22,7%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1342	-0,5%	-0,6%	-1,2%	-7,4%	-0,9%
EUR/ GBP	0,8700	-1,3%	-3,4%	-1,5%	-0,8%	-3,1%
EUR/ JPY	124,23	0,2%	-2,2%	-3,5%	-8,2%	-1,3%
EUR/ CHF	1,1288	-0,2%	-0,2%	-1,2%	-4,2%	0,2%
USD/ CNY	6,7835	0,1%	-1,8%	-2,3%	5,9%	-1,3%
USD/ JPY	109,60	0,3%	-1,5%	-2,5%	-0,6%	0,0%
USD/ GBP	0,7673	-1,0%	-2,8%	-0,5%	7,6%	-2,3%

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

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

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

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

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