



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

27. September 2018

Konjunktursensitivität von Aktien als Selektionskriterium

Wer regelmäßig unsere Publikationen liest, kennt unsere Investmentphilosophie: Wir glauben an den Mehrwert des aktiven Managements, und zwar sowohl auf der Ebene der Allokation als auch der Selektion. Wir können allerdings aufzeigen, dass ein aktives Management im Bereich der Selektion nach Kosten nur dann zum Ziel führt, wenn man als Assetmanager bereit ist, deutlich von der Benchmarkstruktur abzuweichen. Folgt man dem nicht, bildet man die Benchmark (teils unbewusst) so stark ab, dass es nach Kosten unmöglich wird, diese Benchmark zu schlagen. Da das beispielsweise bei vielen aktiven Fonds tatsächlich der Fall ist, führt die oftmals zu beobachtende Underperformance von Publikumsfonds zum unzulässigen Rückschluss, dass Märkte hochgradig effizient seien und ein aktives Management zwangsläufig zum Scheitern verurteilt sei. Wenn man aber den Kampf mit den Märkten auch in der Selektion ernsthaft aufnehmen möchte, sind rigorose Kriterien und Verfahren erforderlich. Dazu gehört neben einer konsequenten Analyse von Bilanzkennzahlen ein tiefes Verständnis für individuelle Geschäftsmodelle sowie die jeweilige Wettbewerbssituation von Unternehmen.

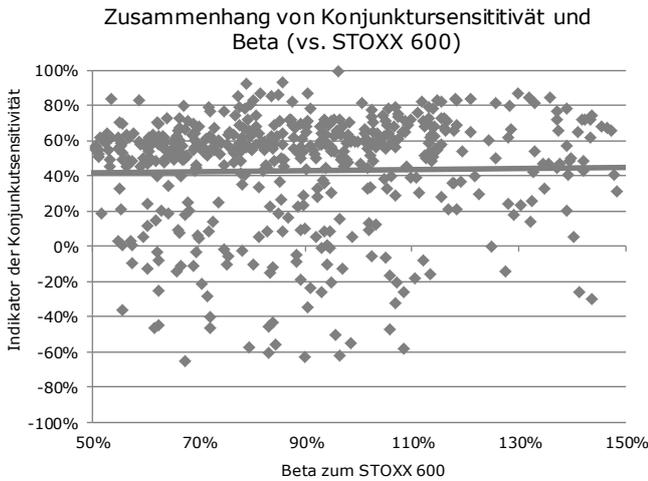
Ein zentraler Aspekt für die finale Selektion einer Aktie ist aber auch die Beantwortung der Frage, ob eine Aktie im jeweils aktuellen makroökonomischen Umfeld eine realistische Chance auf eine Outperformance aufweist. Befindet sich die Weltkonjunktur beispielsweise in einer massiven Krise, wird man sich als Portfoliomanager keinen Gefallen tun, zyklische und damit konjunktursensible Werte in seinem Portfolio aufzustocken. Das gleiche gilt vice versa für einen starken Aufschwung. Im Aufschwung entwickeln sich vor allem die Aktien

besonders gut, die von der zunehmenden Wirtschaftsaktivität und einer steigenden Nachfrage nach Gütern und Produkten profitieren. Doch woher weiß man, ob eine Aktie überhaupt als zyklisch oder nichtzyklisch eingestuft werden sollte? In vielen Fällen ist dies mehr oder weniger offensichtlich. Selbst jeder Börsenneuling ist sich darüber im Klaren, dass beispielsweise der Chemie-riesen BASF ein typischer Aufschwung-Kandidat ist, während man mit einer Brauerei wie Anheuser Busch auch in einem Abschwung per se keinen großen Fehler begeht – frei nach dem Motto: Getrunken wird immer. Wer jedoch beispielsweise den MSCI Welt mit seinen 1641 Aktien als Investmentuniversum nutzt, kann hinsichtlich der Konjunktursensitivität von Aktien ein wenig den Überblick verlieren. Daher wird als „Schätzer“ für die Zyklizität von Aktien gerne das sog. Beta verwendet. Das Beta beschreibt, wie stark eine Aktie in Abhängigkeit vom Gesamtmarkt schwankt.

Unsere Untersuchungen legen nun nahe, dass diese Vorgehensweise problematisch ist. Dazu haben wir mit einem statistischen Modell den Zusammenhang der Echtzeitdaten unseres Konjunkturzyklusmodells mit der Wertentwicklung der Aktien im europäischen STOXX 600 ermittelt. Im Ergebnis zeigt sich, dass die Konjunktursensibilität nur in geringem Umfang mit dem Beta einer Aktie korreliert – man ist also gut beraten, etwas genauer hinzuschauen. Wer derzeit beispielsweise auf einen weiteren Aufschwung setzt, sollte auf Basis unserer Berechnungen eher nach Aktien wie einer Covestro oder ABB Ausschau halten, auch wenn deren Betas nicht extrem hoch liegen. Wer dagegen aus konjunktureller Sicht eher pessimistisch in die Zukunft schaut, ist

Konjunktur und Strategie

z.B. mit einer BT Group oder Siemens Healthineers gut bedient.



Unsere Berechnungen können aber auch dazu genutzt werden, Aussagen über die Zyklizität von Sektoren zu treffen. Dazu haben wir für jeden Sektor auf der Industriegruppenebene den Mittelwert der jeweiligen Konjunktursensitivitäten aller Aktien des Sektor bestimmt. Im Ergebnis zeigt sich, dass beispielsweise Telekommunikationsunternehmen der ideale Kandidat für Abschwünge sind.

Auf der anderen Seite sollten man sein Portfolio mit Industriekonglomeraten und Aluminiumherstellern bestücken, wenn man auf einen Konjunkturaufschwung setzt. Ist man unentschlossen, ist der Bereich Broadcast & Entertainment keine schlechte Wahl, denn hier gleichen sich positive und negative Effekte der Konjunkturentwicklung aus statistischer Sicht aus. Natürlich ist man immer gut beraten, nicht alles auf eine Karte zu setzen. Diversifizierung ist eine Grundvoraussetzung für den langfristigen Erfolg. Ein guter Portfoliomanager wird nicht das ganze Portfolio ausschließlich auf einen Auf- oder Abschwung trimmen. Schließlich kann man keine hundertprozentige Konfidenz haben, mit seiner Konjunkturschätzung für die kommenden Monate richtig zu liegen. Zudem gilt es zu berücksichtigen, dass sich unterschiedliche Regionen auch in unterschiedlichen Konjunkturphasen befinden können; daher haben wir beispielsweise in der hier vorliegenden Analyse europäischer Aktien auch nur europäische Konjunkturindikatoren ausgewertet. Wer auf solche Informationen verzichtet, verschenkt aus unserer Sicht wertvolles Performancepotenzial.

| Sektor auf Industriegruppenebene | Sensitivität |
|----------------------------------|--------------|
| Telecom. Equipment | -42% |
| Home Improvement Ret. | -10% |
| Retail REITs | -9% |
| Spec.Consumer Service | -4% |
| Broadcast & Entertain | -1% |
| Broadline Retailers | 3% |
| Recreational Products | 4% |
| Multiutilities | 7% |
| Railroads | 8% |
| Fixed Line Telecom. | 12% |
| Gas Distribution | 14% |
| Apparel Retailers | 15% |
| Diversified REITs | 18% |
| Water | 21% |
| Gambling | 23% |
| Computer Hardware | 23% |
| Food Retail,Wholesale | 24% |
| Publishing | 26% |
| Specialty Retailers | 26% |
| Oil Equip. & Services | 27% |
| Nondur.Household Prod | 29% |
| Industrial Suppliers | 30% |
| Media Agencies | 32% |
| Ind. & Office REITs | 32% |
| Mobile Telecom. | 33% |
| Travel & Tourism | 33% |
| Pharmaceuticals | 34% |
| Alt. Electricity | 35% |
| Clothing & Accessory | 35% |
| Renewable Energy Eq. | 35% |
| Medical Supplies | 36% |
| Medical Equipment | 36% |
| Exploration & Prod. | 36% |
| Food Products | 37% |
| Marine Transportation | 37% |
| Banks | 37% |
| Aerospace | 39% |
| Brewers | 40% |
| Airlines | 40% |
| Internet | 40% |
| Tobacco | 41% |
| Delivery Services | 41% |
| Recreational Services | 41% |
| Con. Electricity | 42% |
| Business Support Svs. | 43% |
| Tires | 43% |
| Personal Products | 43% |
| Healthcare Providers | 44% |
| Real Estate Hold, Dev | 44% |

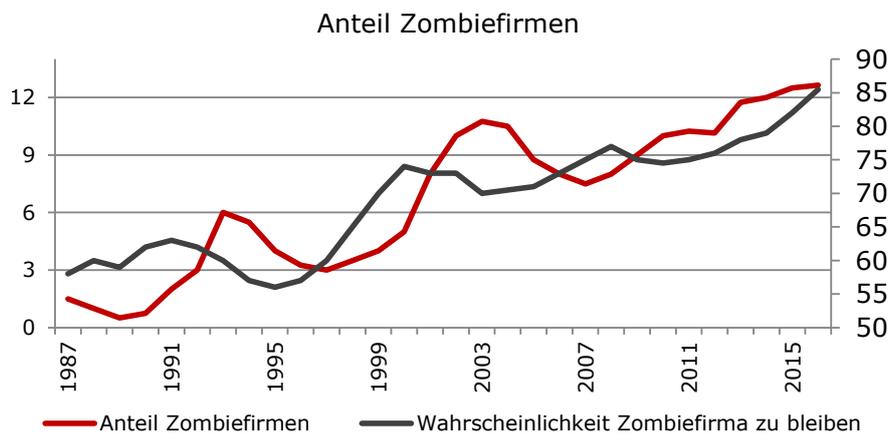
| Sektor auf Industriegruppenebene | Sensitivität |
|----------------------------------|--------------|
| Software | 45% |
| Heavy Construction | 45% |
| Restaurants & Bars | 47% |
| Insurance Brokers | 47% |
| Automobiles | 47% |
| Investment Services | 48% |
| Defense | 51% |
| Home Construction | 51% |
| Biotechnology | 51% |
| Life Insurance | 51% |
| Hotels | 52% |
| Soft Drinks | 52% |
| Commodity Chemicals | 53% |
| Asset Managers | 53% |
| Farm Fish Plantation | 54% |
| Toys | 54% |
| Prop. & Casualty Ins. | 54% |
| Containers & Package | 54% |
| Footwear | 54% |
| Reinsurance | 54% |
| Paper | 55% |
| Gold Mining | 55% |
| Forestry | 56% |
| Distillers & Vintners | 56% |
| Trucking | 57% |
| Specialty Chemicals | 57% |
| Mortgage Finance | 57% |
| Full Line Insurance | 59% |
| Computer Services | 59% |
| Industrial Machinery | 59% |
| Building Mat.& Fix. | 60% |
| Iron & Steel | 60% |
| Auto Parts | 60% |
| Transport Services | 60% |
| Electronic Equipment | 61% |
| Nonferrous Metals | 61% |
| Financial Admin. | 61% |
| Bus.Train & Employmt | 62% |
| Dur. Household Prod. | 63% |
| Investment Trusts | 64% |
| Integrated Oil & Gas | 65% |
| Specialty Finance | 68% |
| Electrical Equipment | 69% |
| General Mining | 69% |
| Semiconductors | 69% |
| Comm. Vehicles,Trucks | 75% |
| Consumer Electronics | 76% |
| Aluminum | 77% |
| Divers. Industrials | 79% |

Wochenausblick für die Zeit vom 1. Oktober bis 5. Oktober 2018

| | Apr | Mai | Jun | Jul | Aug | Sep | Veröffentlichung |
|---------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------------------|
| D: Einzelhandelsumsätze, m/m | 1,4% | -1,4% | 0,9% | -0,4% | 0,3% | | 1. Oktober |
| D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final | 58,1 | 56,9 | 55,9 | 56,9 | 55,9 | 53,9 | 1. Oktober |
| D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final | 53,0 | 52,1 | 54,5 | 54,1 | 55,0 | 56,4 | 3. Oktober |
| D: Auftragseingänge, m/m | -1,5% | 2,6% | -3,9% | -0,9% | 0,4% | | 5. Oktober |
| D: Auftragseingänge, y/y | 0,9% | 4,7% | -0,8% | -0,9% | -3,7% | | 5. Oktober |
| E-19: Arbeitslosenquote, sa. | 8,4 | 8,2 | 8,2 | 8,2 | 8,1 | | 1. Oktober |
| E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final | 56,2 | 55,5 | 54,9 | 55,1 | 54,6 | 53,3 | 1. Oktober |
| E-19: Produzentenpreise m/m | 0,0% | 0,8% | 0,4% | 0,4% | 0,2% | | 2. Oktober |
| E-19: Produzentenpreise y/y | 1,9% | 3,0% | 3,6% | 4,0% | 3,8% | | 2. Oktober |
| E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final | 54,7 | 53,8 | 55,2 | 54,2 | 54,4 | 54,7 | 3. Oktober |
| E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m | -0,2% | 0,3% | 0,3% | -0,2% | 0,2% | | 3. Oktober |

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Niedrige Inflation und Zombiefirmen



Quelle: Banerjee R. und Hofmann B. (2018): "The rise of zombie firms: causes and consequences", BIS Quarterly Review

„The rise of zombie firms“ titelte kürzlich eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS). Mit Zombiefirmen werden Firmen bezeichnet, die langfristig ihre Zinszahlungen nicht aus laufenden Gewinnen bedienen können, und damit durch immer neue Kredite von Banken quasi künstlich am Leben gehalten werden. In der Studie der BIS wird nun gezeigt, dass der Anteil der Zombiefirmen der gelisteten Unternehmen von 14 großen Industrieländern von 1987 bis 2016 deutlich von ca. 1 Prozent auf 12 Prozent angestiegen ist. Auch in einer engeren Definition ist der Anteil auf ca. 6 Prozent gestiegen. Getrieben wurde diese Entwicklung dadurch, dass besagte Unternehmen immer länger mit Krediten versorgt wurden, anstatt entweder wieder profitabel zu werden oder aus dem Markt zu scheiden. Als ein Grund wird häufig ein schwacher Bankensektor identifiziert: um Abschreibungen zu vermeiden werden Kredite lieber verlängert. Ein weiterer Faktor, der zuvor

nicht im Vordergrund stand, ist aber weitaus bedeutender. Dabei handelt es sich um niedrige Zinsen. Diese nehmen Banken den Druck, ihre Bilanzen zu bereinigen und ermutigen sie somit Kredite zu verlängern („Evergreening“). Aber was sind die volkswirtschaftlichen Konsequenzen aus dem gestiegenen „Zombieanteil“? Zum einen sind Zombiefirmen weniger produktiv, so dass mit einem gestiegenen Anteil an Zombieunternehmen c.p. die gesamte volkswirtschaftliche Produktivität sinkt. Zum anderen können Kredite, die an Zombiefirmen vergeben wurden, nicht ein zweites Mal vergeben werden. Deshalb wird auch die Kreditvergabe bzw. die Investitionen von gesunden und produktiveren Firmen gehemmt. Somit zeigt sich, dass niedrige Zinsen nicht einseitig positiv auf Unternehmensinvestition wirken, sondern längerfristig Fehlallokationen hervorgerufen werden, die das Produktivitätswachstum bremsen.

Überblick über Marktdaten

| | Stand | Veränderung zum | | | | |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
| | 27.09.2018 17:00 | 17.09.2018 -1 Woche | 21.08.2018 -1 Monat | 21.06.2018 -3 Monate | 21.09.2017 -12 Monate | 29.12.2017 YTD |
| Aktienmärkte | | | | | | |
| Dow Jones | 26497 | 1,7% | 2,6% | 8,3% | 18,5% | 7,2% |
| S&P 500 | 2923 | 1,2% | 2,1% | 6,3% | 16,9% | 9,3% |
| Nasdaq | 7987 | 1,2% | 1,6% | 3,6% | 24,4% | 15,7% |
| DAX | 12450 | 2,9% | 0,5% | -0,5% | -1,2% | -3,6% |
| MDAX | 26146 | -0,5% | -1,8% | -0,4% | 2,2% | -0,2% |
| TecDAX | 2837 | -2,3% | -3,1% | 1,4% | 18,8% | 12,2% |
| EuroStoxx 50 | 3452 | 3,2% | 1,2% | 1,4% | -2,5% | -1,5% |
| Stoxx 50 | 3095 | 2,9% | 0,5% | 2,0% | -0,9% | -2,6% |
| SMI (Swiss Market Index) | 9112 | 2,0% | 0,3% | 7,7% | -0,2% | -2,9% |
| FTSE 100 | 7550 | 3,4% | -0,2% | -0,1% | 3,9% | -1,8% |
| Nikkei 225 | 23797 | 3,0% | 7,1% | 4,9% | 17,0% | 4,5% |
| Brasilien BOVESPA | 79824 | 4,0% | 6,2% | 13,9% | 5,6% | 4,5% |
| Russland RTS | 1180 | 7,4% | 10,1% | 6,3% | 5,4% | 2,3% |
| Indien BSE 30 | 36324 | -3,4% | -5,1% | 2,5% | 12,2% | 6,7% |
| China Shanghai Composite | 2792 | 5,3% | 2,1% | -2,9% | -16,9% | -15,6% |
| MSCI Welt (in €) | 2189 | 1,3% | 0,2% | 2,7% | 12,2% | 6,9% |
| MSCI Emerging Markets (in €) | 1046 | 2,9% | -1,3% | -4,3% | -3,8% | -7,3% |
| Zinsen und Rentenmärkte | | | | | | |
| Bund-Future | 158,04 | -98 | -520 | -411 | -310 | -364 |
| Bobl-Future | 130,38 | -49 | -197 | -182 | -73 | -123 |
| Schatz-Future | 111,72 | -8 | -31 | -39 | -39 | -26 |
| 3 Monats Euribor | -0,32 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 3M Euribor Future, Dez 2018 | -0,30 | 0 | -1 | -2 | -10 | 0 |
| 3 Monats \$ Libor | 2,37 | 3 | 6 | 4 | 104 | 68 |
| Fed Funds Future, Dez 2018 | 2,26 | 1 | 4 | 6 | 68 | 0 |
| 10-jährige US Treasuries | 3,06 | 6 | 21 | 17 | 79 | 65 |
| 10-jährige Bunds | 0,53 | 7 | 20 | 19 | 8 | 10 |
| 10-jährige Staatsanl. Japan | 0,13 | 2 | 4 | 10 | 10 | 8 |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz | 0,06 | 6 | 17 | 9 | 10 | 18 |
| US Treas 10Y Performance | 555,33 | -0,6% | -1,9% | -1,1% | -5,1% | -4,5% |
| Bund 10Y Performance | 613,83 | 0,0% | -1,3% | -0,6% | 1,5% | 1,1% |
| REX Performance Index | 481,28 | -0,3% | -1,0% | -0,7% | -0,1% | 0,1% |
| IBOXX AA, € | 0,81 | -2 | 13 | 6 | 4 | 13 |
| IBOXX BBB, € | 1,66 | -3 | 8 | 13 | 35 | 43 |
| ML US High Yield | 6,51 | 1 | -1 | 8 | 52 | 36 |
| JPM EMBI+, Index | 791 | 0,9% | 0,9% | 0,8% | -5,7% | -5,4% |
| Wandelanleihen Exane 25 | 7456 | -0,2% | 1,0% | 1,1% | 2,9% | 0,8% |
| Rohstoffmärkte | | | | | | |
| CRB Spot Index | 414,30 | 1,0% | -0,1% | -6,7% | -3,5% | -4,2% |
| MG Base Metal Index | 311,86 | 4,0% | 0,8% | -9,8% | -6,5% | -13,1% |
| Rohöl Brent | 81,59 | 4,1% | 12,5% | 10,7% | 44,9% | 22,5% |
| Gold | 1183,03 | -1,8% | -0,4% | -6,7% | -8,4% | -9,2% |
| Silber | 14,34 | 0,8% | -2,9% | -12,1% | -15,7% | -15,7% |
| Aluminium | 2063,50 | 3,2% | 1,7% | -5,4% | -3,9% | -8,5% |
| Kupfer | 6379,50 | 7,8% | 6,0% | -6,0% | -0,9% | -11,5% |
| Eisenerz | 68,66 | 0,1% | 1,5% | 5,7% | -4,7% | -3,7% |
| Frachtraten Baltic Dry Index | 1503 | 10,8% | -13,4% | 11,6% | 2,2% | 10,0% |
| Devisenmärkte | | | | | | |
| EUR/ USD | 1,1676 | 0,0% | 1,5% | 1,2% | -1,9% | -2,6% |
| EUR/ GBP | 0,8900 | 0,1% | -0,6% | 1,7% | 1,1% | 0,3% |
| EUR/ JPY | 132,21 | 1,1% | 4,1% | 3,6% | -1,2% | -2,1% |
| EUR/ CHF | 1,1388 | 1,4% | 0,1% | -0,9% | -1,7% | -2,7% |
| USD/ CNY | 6,8880 | 0,4% | 0,6% | 6,0% | 4,5% | 5,9% |
| USD/ JPY | 112,58 | 0,7% | 2,1% | 2,3% | 0,1% | -0,1% |
| USD/ GBP | 0,7625 | 0,3% | -1,9% | 1,1% | 3,3% | 3,2% |

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.