

# Konjunkturzyklen und Branchen-ETF

Macht es Sinn, eine Anlage-Allokation nicht nur an Ländern sondern auch an den verschiedenen Branchen der Weltwirtschaft auszurichten?



Autor: Hans-Joachim Reich

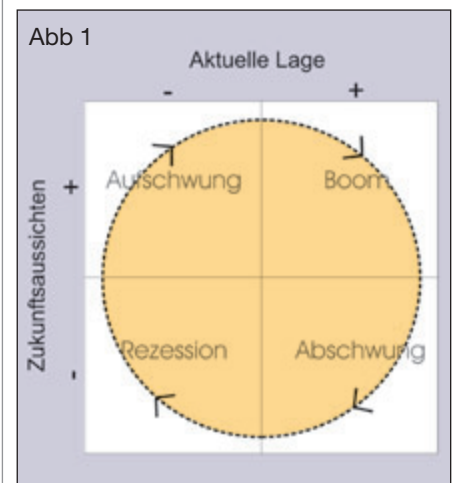
Gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten wie diesen stellt sich die Frage, mit welchen Aktienanlegeklassen man am sichersten durch den tobenden Konjunktur Sturm navigieren kann. Der effektivste und obendrein noch kostenfreie Sicherheitsmechanismus ist eine möglichst breite Streuung in eine aus individuellen Gesichtspunkten heraus sinnvolle Allokation. Üblicherweise geht ein langfristig orientierter Anleger zu diesem Zwecke den Weg, die unterschiedlichen Länder und Regionen der Welt (repräsentiert durch ihre entsprechenden kapitalgewichteten Aktienindizes) gemäß ihres Anteils am Weltbruttosozialprodukt zu strukturieren. Alternativ oder ergänzend hierzu kann auch der Ansatz verfolgt werden, die Anlageallokation statt nur an den Ländern zusätzlich an den verschiedenen Branchen der Weltwirtschaft auszurichten.

In Form der so genannten Sektorrotation der Branchen entlang des Konjunkturzyklus hat diese Strategie einige Anhänger und nachvollziehbare, rationale Gründe. Ob diese Herangehensweise erfolgreich ist, soll in diesem Artikel hinterfragt und beleuchtet werden.

## ■ In Konjunktur-Zyklen denken

Ausgangspunkt und Grundlage dieser Überlegungen bilden die regelmäßig wiederkehrenden Auf- und Abs der wirtschaftlichen Aktivität in einer Volkswirtschaft. Als Grundmuster lässt sich aus der Vergangenheit der in Abbildung 1 dargestellte Konjunkturzyklus herleiten. In wiederkehrenden Zyklen von mehreren Jahren wiederholen sich Aufschwung- und Abschwungphasen, die häufig in die vier Einzelphasen Aufschwung (Expansion), Boom, Abschwung und Rezession (Depression) eingeteilt werden. Gemessen werden können die Konjunkturzyklen in verschiedenen makroökonomischen Kennziffern wie beispielsweise der Kapazitätsauslastung, den Wachstumsraten

und des Bruttoinlandproduktes. Es liegt in der Natur der Sache, dass mit diesen Messverfahren die Zyklen immer erst im Nachhinein (ex post) festgestellt werden können. Leider gibt es, wie in der realen Wirtschaft üblich, keine wirklich zuverlässigen Messgrößen und Modelle mit denen sich die zukünftigen Zyklusphasen hinsichtlich ihres Zeitpunktes und ihrer Zeitdauer hinreichend präzise bestimmen lassen (ex ante).



Die Theorie besagt nun, dass je nach Konjunkturphase bestimmte Wirtschaftsbranchen stärker profitieren als andere. Sollten sich diese Sachverhalte als nachhaltig und reproduzierbar herausstellen und gelänge es die Konjunkturzyklen wenigstens ansatzweise korrekt zu prognostizieren, so würde sich dadurch dem Anleger durch eine gezielte, konjunkturabhängige Über- oder Untergewichtung von Branchen (so genannte Sektorrotation) die einfache Möglichkeit einer Outperformance gegenüber einem statischen Buy-and-hold Marktportfolio bieten.

■ **Die Sektoreneinteilung von DJ STOXX**

Der europäische Indexanbieter STOXX (www.stoxx.com) hat seinen marktbreiten Aktienindex DJ STOXX 600 in diverse Branchensektoren eingeteilt (ICB = industry classification benchmark). Die Einteilung umfasst insgesamt 10 verschiedene Industrien die nochmals in

insgesamt 19 so genannte Supersektoren unterteilt sind. Für alle 19 daraus resultierenden Branchen-Indizes sind von den großen Anbietern entsprechende ETF Produkte verfügbar. Eine Aufstellung findet sich in der Übersicht der Tab. 1.

■ **Zyklischer und Nicht-Zyklischer**

In einer Studie der Allianz Global Investors vom Juli 2007 wurden die Merkmale von zyklischen und defensiven beziehungsweise nicht-zyklischen Branchen untersucht.

In Aufschwung- und Boomphasen sollten zyklische Sektoren, zu denen insbesondere Technologie, Grundstoffe und zyklischer Konsum (Automobil, Reise & Freizeit) zählen, übergewichtet werden, da sie von einem Aufschwung der Konjunktur am meisten profitieren.

In den Abschwung- und Rezessionsphasen des Konjunkturzyklus sollten hingegen Sektoren übergewichtet werden, die die Grundbedürfnisse einer Volkswirtschaft abdecken. Hierzu zählen in er-

ster Linie die Sektoren Gesundheit, Versorger sowie der nichtzyklische Konsum (Lebensmittel).

Als neutrale Sektoren erweisen sich laut dieser Studie die Sektoren Finanzen und Telekommunikation. Diese zeigen keine besondere Reagibilität (Out- oder Underperformance) in Bezug auf den Konjunkturzyklus (vgl. Tab. 1).

Die Allianzstudie kommt jedoch zum abschließenden Fazit, dass die ermittelten Kennziffern (Renditen, Volatilitäten, beta-Faktoren) im untersuchten Zeitraum nicht so konstant und stabil waren, dass sich daraus allgemein gültige Handlungsempfehlungen ableiten ließen. Insgesamt müsse immer auch die Situation des Sektors im Vergleich zum Gesamtmarkt betrachtet werden. Ebenso können längerfristige, übergeordnete volkswirtschaftliche Entwicklungen (Innovationen, Schlüsseltechnologien) immer wieder auch für sonderkonjunkturelle Effekte in einzelnen Branchen sorgen.

Frühere Untersuchungen von beispielsweise Sam Stovall (1996) ermittelten für den US-Aktienmarkt aufgrund allgemeiner Einschätzungen eine empfohlene Zuordnung der einzelnen Sektoren zu den Konjunkturzyklen, die zu recht ähnlichen Ergebnissen wie die Allianzstudie gelangt.

■ **Backtesting**

Jeffrey Stangl et.al (Massey University, Auckland, New Zealand, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=999100](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=999100)) hat für den Zeitraum von 1948 bis 2007 für den amerikanischen Markt untersucht, zu welchen Ergebnissen die Sektorrotation der von Stovall (1996) vorgeschlagenen Zuordnungen geführt hätte. Hierbei wurden für die Konjunkturzyklen die exakten Daten der nachträglichen Veröffentlichungen des NBER (National Bureau of economic Research) verwendet.

Obwohl damit die Prognoseunsicherheit über den künftigen Konjunkturverlauf vollständig eliminiert und eine quasi perfekte Sektorrotation erzielt wurde, konnten Stangl und seine Mitarbeiter keine signifikante, reproduzierbare Outperformance feststellen gegenüber einer simplen Vergleichsstrategien, die lediglich zu

**STOXX industry classification benchmark**

Industrie	Supersektor	Zyklus*
Öl & Gas (Oil & Gas)	Öl & Gas (Oil & Gas)	zyklisch
Grundstoffe (Basic Materials)	Chemie (Chemicals) Rohstoffe (Basic Resources)	zyklisch zyklisch
Industriegüter (Industrials)	Bau (Construction & Materials) Industriegüter (Ind. Goods & Services)	zyklisch zyklisch
Telekommunikation (Telecommunications)	Telekommunikation (Telecommunications)	neutral
Versorger (Utilities) (Utilities)	Versorger (Utilities)	defensiv
Finanzen (Financials)	Banken (Banks) Versicherungen (Insurance) Immobilien (Real Estate) Finanzdienstleister (Financial Services)	neutral neutral neutral neutral
Technologie (Technology)	Technologie (Technology)	zyklisch
Konsumgüter (Consumer Goods)	Automobil (Automobiles & Parts) Lebensmittel (Food & Beverage) Haushaltsartikel (Pers. & Household Goods)	zyklisch defensiv defensiv
Gesundheit (Health Care)	Gesundheit (Health Care)	defensiv
Konsumdienstleistungen (Consumer Services)	Handel (Retail) Medien (Media) Reise & Freizeit (Travel & Leisure)	zyklisch zyklisch zyklisch

\* Quelle: Allianz Global Investors (2007)

Tab. 1

Beginn eines Abschwungs die Aktienquote zu Gunsten der Rentenquote erhöht. Da Stangl et. al von idealisierten Annahmen (perfektes Timing) ausgehen und die Transaktionskosten der Strategien vollständig unberücksichtigt lassen, dürften sich die Ergebnisse in der realen Welt nochmals zu Ungunsten der Sektorrotation verschlechtern.

#### ■ Fazit

Das Erzielen einer Mehrrendite mit der Sektorrotation erscheint aus zweierlei Gründen hinreichend fragwürdig.

Zum einen ist der zukünftige Konjunkturverlauf nur sehr unzureichend zuverlässig prognostizierbar, und zum anderen legen die wissenschaftlichen Studien noch nicht den nachdrücklichen Schluss nahe, dass sich die Branchen innerhalb mehrerer Konjunkturzyklen konsistent gleichförmig verhalten.

Dennoch kann der versierte und interessierte Anleger bei der persönlichen Einschätzung der aktuell vorherrschenden Situation der Weltwirtschaftskrise im Einzelfall zur Entscheidung gelangen, sich aus manchen Branchen vorsichtshalber tendenziell zurückzuziehen und dafür tatsächlich die defensiven, nichtzyklischen Branchen moderat überzugewichten (wie z.B. Versorger und Gesundheit), bis sich der Nebel etwas lichtet und sich möglicherweise ein Ende der Krise abzeichnet.

In Anbetracht des enormen Drucks auf das weltweite Bank- und Finanzsystem und der realen Gefahr weiterer erheblicher Verwerfungen in diesem Sektor mag dies zweifelsohne eine lautere Überlegung sein, sich aus Banken und eventuell (Lebens-)Versicherungen etwas herauszuhalten.

Das gezielte und bewusste Einsetzen von taktischen Sektormaßnahmen erfordert auf jeden Fall eine intensivere Beschäftigung mit den betroffenen Branchen und dem Konjunkturzyklus. Die heute schon als klassisch zu bezeichnenden Core-Satellite-Modelle sind zum Beispiel eine gute Strategie, um Branchenfonds einzubinden.

Eine ausreichende Klaviatur in Sachen Produktpalette ist auf jeden Fall seitens der ETF Anbieter vorhanden (siehe ETF Tabellen am Schluss dieser Ausgabe).

# News

## Jetzt als Sparplan: ARERO ETF-Weltfonds

Gemeinsam mit der DWS Direkt bietet das ARERO Team jetzt den Erwerb von ARERO-Anteilen auch als Fondssparplan an. Der Arero Weltfonds (ISIN:LU0360863863) arbeitet nach einem Konzept von Professor Dr. Martin Weber als vermögensverwaltender ETF. Gemäß statistischer Werte war in den vergangenen 35 Jahren das Verhältnis zwischen Rendite und Risiko bei folgender Vermögensstruktur am besten: 60 Prozent in Aktienindizes mit regionalen Verteilungen, 25 Prozent in europäischen Anleihenindizes und 15 Prozent in Rohstoffindizes. Diese Werte spiegeln sich entsprechend im Arero ETF Fonds-Portfolio. Der Fondsmanager hat nur die Aufgabe, die Vermögensaufteilung anzupassen. Gebühren: 0,45 Prozent jährlich. Kein Ausgabeaufschlag. [www.arero.de](http://www.arero.de)

### NEU

## db x-trackers MSCI Pan-Euro TRN Index ETF

Seit April 2009 kann in den MSCI Pan-Euro TRN Index investiert werden. Der Index ist eine enger gefasste Version des MSCI Europe Index. Ziel ist es, 90% der Kapitalisierung des MSCI Europe Index zu erfassen. Im Januar 2009 setzte sich dieser Index aus 216 Unternehmen (Large Caps) mit hoher Marktkapitalisierung aus den entwickelten europäischen Märkten zusammen (Österreich, Belgien, Schweiz, Deutschland, Dänemark, Spanien, Finnland, Frankreich, Vereinigtes Königreich, Griechenland, Irland, Italien, Niederlande, Norwegen, Portugal, Schweden). db x-trackers MSCI Pan-Euro TRN Index ETF (ISIN: LU041262 4271) Managementgebühr: 0,3 Prozent, Ertragsverwendung: thesaurierend, Swap.

## US-Geldmengen werden zu Inflation führen.



Radikale Leitzinssenkungen und riesige Kapitalwellen sollen die US-Wirtschaft vor dem Konkurs bewahren. Das führt natürlich dazu, dass umgehend mit dem Wort Inflation operiert wird. Und das zu Recht.

Aktuell befindet sich die US-Wirtschaft noch in einer deflationären Rezession\*. Die Frage ist: Wann kommt die Umkehr zur Inflation? Für den Laien ist es schwer erklärbar, dass die riesigen Geldmengen noch nicht zur Inflation geführt haben.

Eine Erklärung lautet: die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist stark gefallen. Weil die Banken sich untereinander nicht trauen, wechselt das Geld langsamer seine Besitzer als geplant.

Die Geldmenge ist somit angewachsen, doch die Wirtschaft bewegt sich nicht. Noch sind zu wenige Institutionen bereit, Geld zu verleihen, zu leihen oder auszugeben. Bis das Geld wieder in der notwendigen Geschwindigkeit durch die Wirtschaft fließt, rechnen Experten mit keiner Erholung, sondern Finanzproblemen bei immer mehr Unternehmen. Dazu kommen steigende Arbeitslosenzahlen und Konkurse.

Dieser Geldstau auf der Umverteilungsseite wird zu weiterem Nachschuss von frischem Geld auf der Zentralbankenseite führen. Für die USA bedeutet das eine permanente Schwächung des Dollars. Mit der teilweisen Umschichtung ihres Geldes in Gold, Silber und Platin werden große und kleine Investoren entsprechend gegensteuern.

\* Deflation: anhaltender Rückgang des Preisniveaus für Waren und Dienstleistungen. Sinkende Preise führen zur Kaufzurückhaltung der Konsumenten, da diese mit weiter sinkenden Preisen rechnen. Die sinkende Nachfrage bewirkt eine niedrigere Auslastung der Produktionskapazität und damit weiter sinkende Preise (Deflationsspirale).