

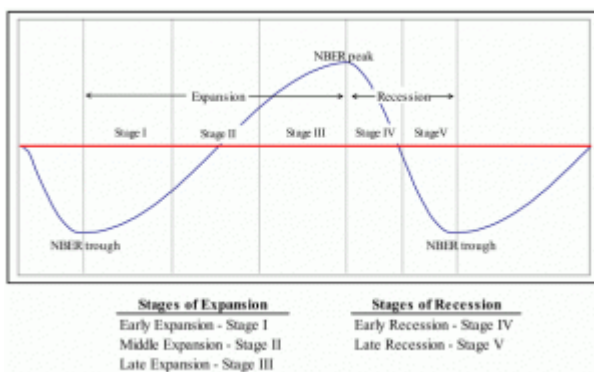
Konjunktur: Gewinne mit Sektorrotation?

Description

In unserer "Konjunktur"-Reihe soll es nun um Konzepte gehen, entlang des Konjunkturverlaufs zu investieren. Das [Pring-Modell](#) war bis Mitte der 1990er Jahre durchaus in der Lage, anhand des Preisverlaufs in drei Finanzmarktsegmenten eine Ortsbestimmung im Zyklus vorzunehmen. Die [Analyse von Makrodaten](#) ist dazu ebenfalls geeignet, aber auch hier wirkt sich das seit den 1990er Jahren vermehrte Ausbleiben von ausgeprägten zyklischen Schwankungen sehr erschwerend aus.

Sam Stovall hat in seinem 1995 erschienenen Buch „Standard & Poor's Guide to Sector Investing“ eine Aktien-Anlagestrategie vorgestellt, die auf zyklischer Sektorrotation basiert. In seinem Buch „The Seven Rules of Wall Street“ schreibt er ergänzend: „Ein kaufen-und-halten-Ansatz mit Sektoren ist wie einen Ferrari kaufen und dann für den Rest des Lebens hinter einem Schulbus herfahren.“ Stovall ist sich sicher, dass immer einige Sektoren den Gesamtmarkt absolut oder relativ schlagen. Irgendwo sei immer ein Bull-Markt, sagt er. Wir stellen seinen Ansatz stellvertretend für viele ähnliche Konzepte vor.

Die Abfolge der Outperformer-Sektoren folgt dem Konjunkturzyklus. Er wird für diesen Zweck (Aktien – „long only“) in fünf Phasen zerlegt – siehe Chart.



Die folgende Tabelle geht ins Detail:

Early Expansion - Stage I	Period of Expansion		Period of Recession	
	Middle Expansion - Stage II	Late Expansion - Stage III	Early Recession - Stage IV	Late Recession - Stage V
Technology: Computer Software Measuring & Control Equip Chemicals Composites Electronic Equipment	Basic Materials: Precision Metals Chemicals Steel Works Etc Non-Metals & Metal Mixes	Consumer Staples: Agriculture Beer & Liquor Candy & Soda Food Products	Utilities: Gas & Electrical Utilities Telecom	Consumer Cyclical: Apparel Automobiles & Trucks Business Supplies Construction Construction Materials Consumer Goods Entertainment Printing & Publishing Recreation Restaurants, Hotels, Motels
Transportation: General Transportation Shipping Containers	Capital Goods: Fabricated Products Defense Machinery Ships & Railroad Equip Aircraft Electrical Equipment	Medical Equipment Pharmaceutical Products Tobacco Products Beverage Coal Petroleum & Natural Gas		Retail Rubber & Plastic Products Textiles Wholesale Financial: Banking Insurance Real Estate Trading

Stangl, Jacobsen und Visaltanachoti haben diese Sektor-Strategie auf Basis monatlicher Sektorgewinne über einen Zeitraum von 1948 bis 2006 getestet und die Ergebnisse 2007/2009 in einem Papier mit dem Titel "[Sector Rotation over Business-Cycles](#)" dargelegt. Diesem sind auch Chart und Tabelle oben entnommen.

Sie fanden heraus, dass unter realistischen Umständen, insbesondere der Einbeziehung von Transaktionskosten und der Unsicherheit bei der Ortsbestimmung im Konjunkturzyklus, ein solches Modell der Sektorrotation keinen signifikanten Vorteil im Vergleich zu einer passiven Strategie bringt: „Even with perfect foresight and ignoring transactions costs, sector rotation generates, at best, a 2.3 percent annual outperformance ...“ Sektorrotation bringt demnach noch die besten Ergebnisse während der Stufe „Late Recession“. Die schlechtesten Ergebnisse werden verzeichnet in der Stufe „Early Recession“.

Bei den erzielbaren Resultaten spielt es auch kaum eine Rolle, ob man die Sektorrotation um einen oder zwei Monate vorzieht oder nachlaufen lässt. Auch die Anwendung unterschiedlicher Modelle zur Ortung im Konjunkturzyklus (etwa des [CFNAI](#)) verändert das Ergebnis kaum, schreiben die Verfasser. Es ist ein Trugschluss, von einer systematischen Variation der Sektorgewinne über den Konjunkturzyklus profitieren zu können, heißt es.

Die Verfasser reißen ein alternatives Konzept an. Danach gibt es in der Stufe „Early Expansion“ keinen Sektor, der als Outperformer bezeichnet werden kann. In der Stufe „Middle Expansion“ sehen sie „Candy & Soda“, sowie „Pharmaceuticals“ als Outperformer. Auf der Stufe „Late Expansion“ sind es „Mining“ und „Tobacco Products“(*). In der „Early Recession“ laufen „Container“, „Food products“, „Utilities“(*) und „Entertainment“ besser als der breite Markt; auf der Stufe „Late Recession“ sind dies „Personal Services“(*), „Food Products“ und wiederum „Tobacco Products“. Die mit (*) gekennzeichneten Sektoren werden auch im Sektorrotationsmodell von Stovall als Outperformer in den jeweiligen Konjunkturstufen angesehen.

Die Web-Seite [Rockledge](#) behauptet, mit einem Ansatz der konjunkturzyklischen Sektorrotation systematisch besser zu liegen als der breite Markt. Der Back-Test mit entsprechenden ETFs bis zurück zu 1998 habe ein Ergebnis von plus 46,8% gegenüber einer passiven Investition in einen ETF auf den S&P 500 in Höhe von plus 15,1% ergeben, heißt es.

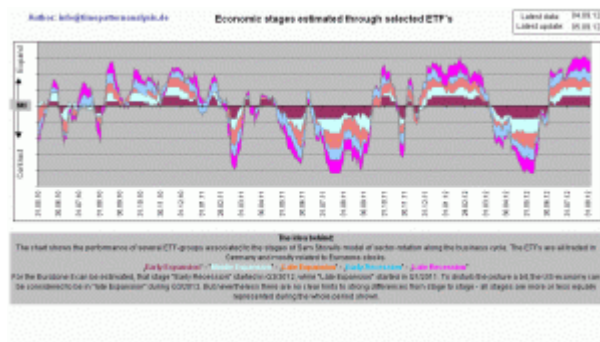
Allerdings handelt es sich hierbei nicht um einen Konjunkturzyklus-bezogenen Ansatz, sondern die Anlagevehikel werden gemäß ihrer historischen Performance gewechselt: Monat für Monat wird die Performance der die jeweiligen Sektoren repräsentierenden ETFs über die zurückliegenden 12 Monate gemessen. Die drei besten ETFs kommen in das Portfolio hinein, nach einem Monat wird der Prozess wiederholt und in die dann aktuell stärksten Performer investiert.

Die von Rockledge ausgewählten ETFs sind: Consumer Discretionary Select Sector SPDR (XLY), Consumer Staples Select Sector SPDR (XLP), Energy Select Sector SPDR (XLE), Financial Select Sector SPDR (XLF), Health Care Select Sector SPDR (XLV), Industrial Select Sector SPDR (XLI), Materials Select Sector SPDR (XLB), Technology Select Sector SPDR (XLK), Utilities Select Sector SPDR (XLU).

Mit den Kürzeln in Klammern können z.B. bei [Yahoo! Finance](#) historische und aktuelle Kurse abgefragt werden.

Wie sieht es für einen deutschen ETF-Investor aus? Wir haben für den folgenden Chart 12 ETFs für die einzelnen Stufen des Modells von Stovall ausgewählt und deren relative Performance nach verschiedenen Kriterien untersucht. Der Zeitraum reicht wegen der erst kurzen Lebensdauer einiger ETFs lediglich bis Mai 2010 zurück.

Die einzelnen Stufen nach Stovall sind farblich so gekennzeichnet: „Early Expansion“ – braun, „Middle Expansion“ – helles türkis, „Late Expansion“ orange, „Early Recession“ blassblau, „Late Recession“ rosa.



Wenn wegen den Verzerrungen durch den Crack-up Boom nach 2008 überhaupt eine Eingruppierung in einen Konjunkturverlauf sinnvoll ist, müsste man annehmen, dass in den USA die „Middle Expansion“ etwa von Mai/Juni 2010 bis Juli 2011 dauerte und sie sich seitdem in der „Late Expansion“ befinden. In der Eurozone dürfte die „Late Expansion“ im ersten Quartal 2012 zu Ende gegangen sein.

Beim oberflächlichen Hinsehen finden sich die Ergebnisse der oben genannten Untersuchung von Stangl, Jacobsen und Visaltanachoti bestätigt: Es fehlt ausgeprägte Stärke oder Schwäche einzelner Stufen. Schaut man genauer hin, erkennt man immerhin (relativ kurze) Phasen, in denen bestimmte Stufen nicht oder nur schwach auftauchen (=Under-Performance der betreffenden Sektoren).

Das Resümee der drei bisher erschienen Artikel-Folge zu „Konjunktur und Anlagepolitik“: Spätestens seit Mitte der 1990er Jahre treten ausgeprägte Konjunkturzyklen in den Hintergrund. Die von Stovall 1995/1996 vorgestellte Aktienanlagepolitik per breit angelegter Sektorrotation entlang des Konjunkturzyklus hat weder davor noch danach eine markante Outperformance gegenüber einer passiven Anlage gebracht. Die Phase im Konjunkturzyklus scheint damit kein besonders geeignetes Kriterium zu sein, um durch aktive Auswahl von Investitionsvehikeln den breiten Markt zu schlagen. Etwas besser stellt sich die Situation wohl dar, wenn man mit einer stark eingegrenzten und teilweise recht spezialisierten Auswahl von Vehikeln arbeitet wie im oben dargestellten "alternativen Konzept".

Aus dem zuvor gezeigten Chart lässt sich immerhin entnehmen, dass die Performance einer Anlage mit den ausgewählten "Sektor"-ETFs gegenüber einer passiven Anlage im breiten Markt signifikant gesteigert werden kann, wenn man in Kontraktionsphasen ("Contract") nicht investiert ist. Wir kommen darauf noch zurück.

Ergänzend sei noch eine etwas andere Sicht auf die Sektoren vorgestellt.

Wachstum	Liquidität	Inflation
Maschinenbau Transport Haushaltswaren Immobilien Grundstoff-Industrie IT-Software und -Services Autos IT-Hardware Allgemeiner Einzelhandel Medien Banken Energie	Autos Grundstoff-Industrie Raumfahrt, Verteidigung Maschinenbau Allgemeiner Einzelhandel Lebensmitteleinzelhandel Lebensmittelhersteller Versorger Immobilien Transport Haushaltswaren Genussmittel	
Lebensmitteleinzelhandel Raumfahrt, Verteidigung Telecom Lebensmittelhersteller Pharmahersteller Versorger Genussmittel Versicherungen	Telecom Versicherungen Banken Medien Energie IT-Hardware IT-Software und -Services Pharmahersteller	

Fett geschrieben sind im oberen Teil die Sektoren, die als stark zyklisch und zugleich als stark von der Preisentwicklung abhängig einzustufen sind. Im unteren Teil der Tabelle sind alle die Sektoren fett geschrieben, die eine geringe Abhängigkeit von Wachstum und Preisentwicklung aufweisen. Hierunter fallen die bekannten „sicheren Häfen“ (defensive Sektoren) Pharmahersteller, Telecom und Versicherungen.

Es ist unmittelbar einzusehen, dass Güter des Konsumsektors mit einem hohen Anschaffungspreis, wie Autos und teure Haushaltsanschaffungen bei anziehender Inflation (und damit zunächst zunehmender Kaufkraft) besonders gesucht sind (und somit die entsprechenden Aktien treiben). Bei Immobilien gilt das im Prinzip auch. Sie rangieren in der Spalte Liquidität (bzw. Inflation) jedoch nicht oben, weil sich bei geringerer Liquiditätsversorgung (hoher Inflation) die steigenden Zinskosten dämpfend auf das Immobiliengeschäft auswirken. Beim Maschinenbau liegen die Dinge ähnlich – auch hier ist der Sektor gefragt in Zeiten hohen Wachstums, jedoch nicht mehr so sehr in Zeiten hoher Inflation (knappe Liquiditätsversorgung).

„Inflation“ und „Liquidität(sversorgung)“ sind hier gegenläufig dargestellt. Das ist „eigentlich“ auch das übliche Szenario – in Zeiten stagnierenden/rückläufigen Wachstums wird viel Liquidität bereit gestellt, die in Zeiten zunehmenden Wachstums wieder „kassiert“ wird. Bis Anfang der 1990er Jahre folgte die Geldpolitik auch recht zuverlässig diesem Prinzip, seither jedoch immer weniger.