



5. APRIL 2016

NOTIZEN ZUM I. QUARTAL 2016

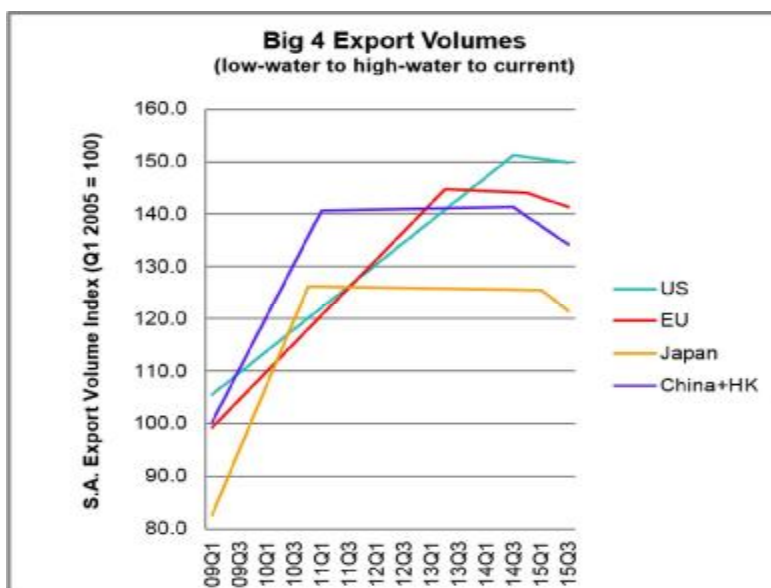
Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Branchen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Ihnen bleibt das erste Quartal des Jahres 2016 sicherlich vor allem durch die starken Einbrüche der Aktienmärkte in Erinnerung. In unserem Haus wird das Quartal jedoch mehr als ein Trendsetter gesehen: die lange fallenden Märkte der Rohstoffe, Edelmetalle und Schwellenländer erholten sich soweit, dass man von einer Bodenbildung und Trendwende ausgehen kann. Da Börsen keine Einbahnstraße sind, sind Rückschläge nicht ausgeschlossen. Die Entwicklungen sind jedoch ermutigend und weisen für die kommenden Monate auf interessante Anlagechancen hin.

Insoweit hat sich unsere Einschätzung zum Ende des Jahres, dass wir einige Übergänge sehen werden, bis dato bestätigt. Dies bedeutet jedoch nicht, dass wir durchweg grüne Ampeln sehen. Strukturelle Defizite nicht nur im Finanzsystem lassen uns strategisch mit gerafften Segeln Rendite und Kapitalerhalt verfolgen.

Von Kooperation zu Konkurrenz

Seit der 2. Jahreshälfte 2014 fällt das Exportvolumen aller großen Wirtschaftsnationen. Sie ersehen dies aus dem folgenden Graph der Welthandelsorganisation¹, wobei darüber hinaus bemerkenswert ist, dass sowohl Japan



als auch China trotz unterstützender Geldpolitik ihren Export schon länger nicht ankurbeln konnten. Insgesamt bedeuten abnehmende Handelsaktivitäten, denn dafür steht das Exportvolumen, ein kleiner werdender Kuchen, der unter den großen Exportnationen, darunter auch Deutschland, aufgeteilt werden muss.

Parallel dazu ist eine andere Entwicklung bemerkenswert: genau seit Herbst 2014 ist eine auseinanderdriftende Noten-

¹ Quelle: World Trade Organization per 12.9.2015.



bankpolitik zwischen diesen Nationen zu verzeichnen: während die USA in 2014 eine straffere Geldpolitik ankündigte, verfolgten Japan und Europa einen starken Lockerungskurs. Auf der Währungsseite profitierten diese Länder zusätzlich durch starke Abwertungen, während China und die USA mit starken Wechselkursen zu kämpfen hatten. Japan und Europa haben damit ihre Exportwirtschaft zu Lasten der beiden anderen Länder gestützt. Welche Auswirkungen haben diese Entwicklungen?

Die Spieltheorie², die wir zu Hilfe nehmen, gibt unseres Erachtens gute Hinweise dazu. Sie ist für die Einschätzung der Finanzmärkte sehr hilfreich, da sie das ökonomische Verhalten der Teilnehmer bei Entscheidungen zu erklären versucht. Kernthese der Spieltheorie ist die Beobachtung, dass das Verhalten der „Spieler“ gegenseitig abhängig vom eigenen Verhalten ist, d.h. es besteht ein ewiger Kreislauf von Reaktion und Gegenreaktion zur Erreichung eines, wie auch immer gestalteten, Gleichgewichts. Wie die Auseinandersetzung zwischen Griechenland und Deutschland letztes Jahr als Negativbeispiel gezeigt hat, gibt es jedoch nur Gewinner, wenn die Spieler kooperieren.

An den Finanzmärkten können wir klar erkennen, dass die obigen Entwicklungen in der Geldpolitik, vor allem mit der Einführung der Negativzinsen, die lange Zeit der wirtschaftlichen Kooperation beendet und ein stabiles Gleichgewicht des unkooperativen Wettbewerbs geschaffen haben. In der internationalen Politik besagt ein eisernes Gesetz, dass alle Spieler im Interesse der eigenen Nation gleich agieren müssen, wenn das strategische Verhalten von Nationen von Kooperation zu Wettbewerb wechselt. Initiiert nämlich einer der Spieler eine Strategie, die ihm alleine Vorteile bringt, d.h. er weicht von der gemeinsamen Linie ab, haben die anderen Spieler das Nachsehen. Sie verlieren damit „das Spiel“.

Dies hat einige Konsequenzen für die Anlagestrategie.

Strategische Konsequenzen

Vorhersagen für Kapitalmärkte sind immer schwierig und die von uns aus dieser neuen Situation hergeleiteten Konsequenzen sollen auch keine Vorhersage implizieren. George Soros, einer der großen Investoren unserer Zeit, beschrieb dies damit, dass es wichtig sei, Entwicklungen zu erkennen und zu beobachten, um gute Entscheidungen zu treffen. So beobachten wir eine global immer weiter zunehmende Politisierung der Märkte und Polarisierung der politischen Kräfte bei gleichzeitiger Reduzierung der individuellen Freiheit und einer stärkeren Einflussnahme der Staaten auf ihre Bürger. Eine weitere Zunahme dieser Entwicklungen halten wir für wahrscheinlich.

Neben der globalen Perspektive sind auch grundlegende Veränderungen in den Kapitalmärkten festzustellen, die unseres Erachtens Änderungen in der Anlagestrategie nach sich ziehen müssen:

- § Die Finanzmärkte sind volatil in Zeiten eines harten Wettbewerbs, man kann dies mit einem sehr stürmischen Umfeld vergleichen. Die starken Bewegungen der letzten zehn Monate sind Zeichen dieses Umfelds. Unser Augenmerk wird daher auf einer Risikobegrenzung liegen, die aus der Stärke dieser Schwankungen resultiert und für jeden individuell sein wird. Das heißt für uns: Werden die Portfolioschwankungen zu stark, werden

² Von von Neumann begründet, ist die Entwicklung der Spieltheorie in der Wirtschaftswissenschaft so wichtig, dass sie mit acht Nobelpreisen ausgezeichnet wurde..



wir Investments mit hohen Schwankungen reduzieren. Sind die Schwankungen niedriger, werden wir stärker in Risikoanlagen investieren. Unser Fokus liegt damit mehr auf dem Aspekt einer für Sie komfortablen Risikobalance als dem traditionellen Maßstab der Wertentwicklung.

- § Daraus folgt für uns, dass in dem Auf und Ab der Finanzmärkte kürzere Börsenzyklen (Aufwärtsbewegungen) aktiv genutzt werden und mit Risikominimierungsgrenzen Gewinne sichergestellt werden müssen. Die bekannte Strategie des Kaufens und Haltens kann dann nur selektiv genutzt werden.
- § Die Hauptakteure der Finanzmärkte sind heute prozessorientiert in ihrem Investmentverhalten. Wir können dies nutzen, indem wir die Meinungen und investierten Trends dieser Akteure beobachten und nutzen. Das Folgen solcher Trends wird daher noch einen stärkeren Raum in unserer Strategie einnehmen.
- § Die weitreichend eingeführten Negativzinsen haben nicht nur fatale Auswirkungen auf die Geschäftsmodelle von Banken und Versicherungen sowie Pensionskassen und Sparer. Für Investoren bedeuten sie einen Paradigmenwechsel in der Art der Vermögensanlage, denn der Faktor Zeit arbeitet nicht mehr für eine langfristige Vermögensanlage. Trendfolgestrategien, Managed Futures und auch tradingorientierte Long/Short-Strategien sollten vielmehr in einem solchen Umfeld profitieren.

Denn Negativzinsen sind vergleichbar mit dem Leerverkauf von Aktien: Stellen Sie sich vor, sie haben Aktien verkauft, die Sie physisch nicht besitzen. Nun müssen Sie an den physischen Besitzer alle Erträge von diesem Unternehmen, z.B. Dividenden, bezahlen. Kursgewinne kosten Sie ebenfalls, denn Sie machen nur Gewinn, wenn Sie die Aktie preiswerter zurückkaufen können. Diese Situation impliziert, dass Sie als Leerverkäufer kurzfristige Katalysatoren brauchen, um zu profitieren. Sie werden dementsprechend kein Investment sehr lang halten – es ist ja nur geliehen und kostet Geld. Eine solche Einstellung erfordert neben einem Umdenken enorme Disziplin.

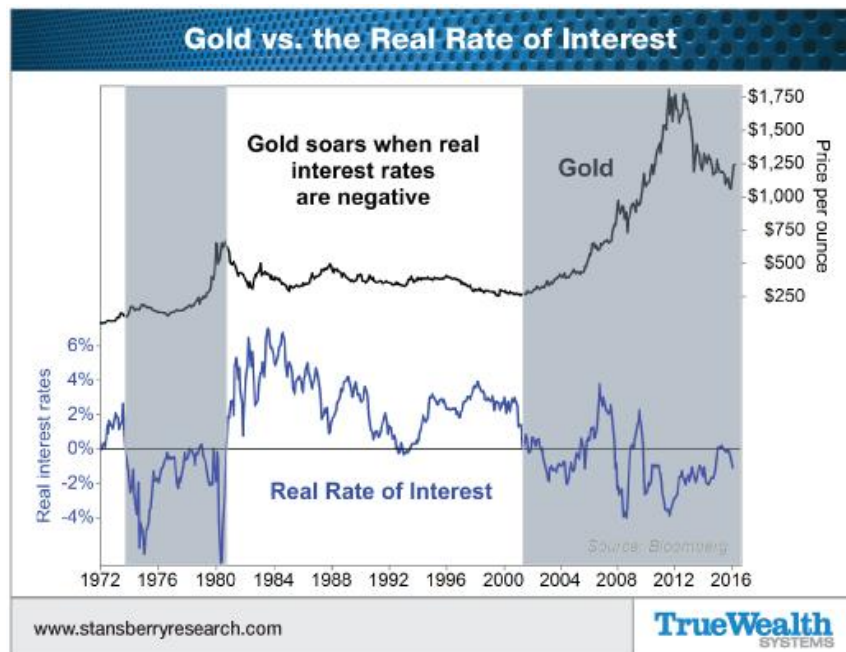
- § Die politische Einflussnahme auf die Finanzmärkte, d.h. das plötzliche Ändern von Regeln, wird weiter zunehmen, auch wenn dies nicht mehr kooperativ, sondern in Konkurrenz zu den anderen Nationen geschieht. Historisch waren die 30er Jahre des letzten Jahrhunderts eine solche Zeit. Für die Märkte sind dies plötzliche Schocks, so dass z.B. bewährte Preisveränderungen der einzelnen Anlageklassen außer Kraft gesetzt werden. Daher werden Anlagekonzepte, die auf der Basis von Modellen der letzten 40 Jahre beruhen, in einem solch willkürlichen Umfeld wenig erfolgreich sein. Portfolios werden dadurch viel spezifischer ausgerichtet werden müssen.
- § Die hohe Staatsverschuldung bei niedrigem Wirtschaftswachstum fördert eine noch höhere politische Einflussnahme. Sachwerte sind dabei der Staatswillkür relativ wenig ausgesetzt. Sie sind sehr breit zu definieren und können vielfach durch Wertpapiere am besten dargestellt werden. Dazu gehören Gold und Patente (bzw. geistiges Eigentum oder Software) genauso wie Immobilien, Infrastruktur oder Rohstoffe. Wichtig halten wir auch ein möglichst direktes Eigentum (keine komplizierten Anlagekonstrukte) und eine Streuung in verschiedene Rechtskreise.



Gold

Edelmetalle sind fester Bestandteil unserer Anlagestrategie. Dabei haben wir in den letzten Jahren eine Basisallokation trotz einer langen Konsolidierung aufrecht gehalten. Nach vier Jahren scheint sich dieser Trend zu ändern: Das erste Quartal sah den größten Kursanstieg des Edelmetalls seit Anfang 1990, wobei damals der Ausbruch des Golfkriegs Anlass war. Insoweit hat diese Entwicklung für uns eine große Bedeutung.

Beim Abwägen von Investments, und als ein Nachteil von Gold, werden vielfach Anlagen präferiert, die eine laufende Ausschüttung ermöglichen. Daher ist ein Blick auf die nebenstehende Graphik nicht uninteressant. Sie zeigt, dass Gold insbesondere in Zeiten einer negativen Realrendite, d.h. wenn das Zinsniveau unter der Inflationsrate liegt, reüssiert hat. Daneben spricht für eine nachhaltige Aufwärtsbewegung, dass Gold immer ein bevorzugtes Anlagevehikel in unkonventionellen bzw. unsicheren Zeiten war. Das gelbe Metall ist nämlich am Ende des Tages eine Absicherung des Einzelnen gegen politische Fehlentscheidungen.



Das Wesentliche

Trotz starker Einbrüche an den Aktienmärkten und der schnellen Erholung im März 2016 sind die sich abzeichnenden Trendwenden in den Edelmetallen, Rohstoffen und Schwellenländern für uns die wichtigsten Signale für unsere Vermögensstrategie. Wir werden diese Trends vor allem in den Bausteinen unserer offensiven Strategie nach einer von uns erwarteten Konsolidierung zur Renditeerzielung nutzen.

Dabei rechnen wir mit weiterhin hohen Schwankungen, denen wir mit den bewährten Elementen wie der Definition von Ausstiegsszenarien, Verlustminimierung und angemessenen Positionsgrößen begegnen. Wie oben ausgeführt sehen wir die Notwendigkeit, mehr unkonventionelle Strategien zu verfolgen. Mit Ihnen gemeinsam werden wir dies individuell auf Ihre Bedürfnisse ausrichten.

Wir wünschen Ihnen ein inspirierendes Frühjahr

Renia Costello