



18. JANUAR 2017

NOTIZEN ZUM JAHRESENDE 2016

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

Das Jahr 2016 war in vieler Hinsicht bemerkenswert, ja voller Überraschungen. Starke Korrekturen bei Anleihen und Dividendenwerten, hohe Schwankungen durch politische Unsicherheiten, eine Erholung der (Edel-)Metalle und gegen Jahresende übermächtiger Börsenoptimismus. Aber auch in einem solch herausfordernden Anlageumfeld mit negativen Rahmenbedingungen, wie Negativzinsen, weiter steigenden Regulierungen für Unternehmen und erhöhten politischen und geopolitischen Risiken kann man mit einer soliden, qualitätsorientierten Anlagestrategie reüssieren. Unsere Verwaltungsmandate konnten, je nach Aufstellung, für das ganze Jahr zwischen 3% und 9% nach Kosten erwirtschaften. Und dies mit geringer Volatilität und ohne Abstriche bei der Qualität der Anlageinstrumente. Ein Ausblick auf das gerade begonnene Jahr 2017 lässt ähnliche Herausforderungen erwarten. Wir glauben, diesen mit dem gewohnten, konservativen Ansatz und dem offenen Blick auf Anlageopportunitäten beruhigt entgegensehen zu können.

Falsche Wahrnehmungen

Seitdem hohe Guthaben bei Banken von negativen Zinsen bedroht werden, sind Alternativen bei deutschen Anlegern gefragt. Unabhängig von Pros und Kontras dieser Alternativen ist ein kritischer Blick auf das Zinsniveau bzw. seine Bedeutung für den Sparer angebracht. Absolut betrachtet ist es unerheblich, welche Zinsen auf Guthaben gezahlt werden. Wichtig ist vielmehr der Blick auf Renditen nach Kaufkraftverlust bzw. Inflation. Die Unzufriedenheit deutscher Sparer über das Zinsniveau ist aus diesem Blickwinkel sehr verständlich: Nach Auswertungen der

Real Reasons for Germans to Moan

Inflation-adjusted interest rates were more often negative than positive in past half-century



Source: Deutsche Bundesbank

Bloomberg

Deutschen Bundesbank haben deutsche Sparer für ihre Guthaben in den letzten 48 Jahren, wie nebenstehend ersichtlich, real kein Geld verdient¹.

Die durchschnittliche Verzinsung seit September 1968 belief sich auf minus 0,16 Prozent. In dieser Zeit musste in 309 Monaten

¹ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-21/germany-s-long-suffering-savers-have-a-real-reason-for-complaint>.

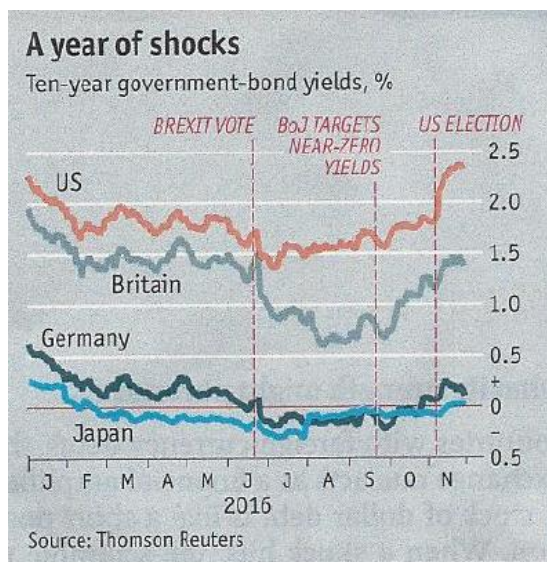
real ein Verlust hingenommen werden, während nur in 209 Monaten real positive Zinsen ver-einnahmt werden konnten. Ausländische Beobachter verweisen bei der deutschen Sensitivität in Bezug auf höhere Inflationsraten gerne auf die Hyperinflation der Zwanziger Jahre – aber viel-leicht ist dies eher auf die frustrierenden Realzinsen der letzten 48 Jahre zurückzuführen. Fest steht, dass wir uns heute mit der im Dezember festgestellten Inflationsrate von 1,7% im stark negativen Territorium bewegen.

Nach 35 Jahren - eine Trendwende bei Anleihen?

Steigende Zinsen bedeuten fallende Anleihekurse, dabei sind die Kursverluste eines Papiers um-so größer, je später die Anleihe fällig wird. Um das Ausmaß darzustellen, ist der nebenstehende Vergleich von zwei Anleiheklassen interessant. Je höher der Kupon ausfällt, desto geringer wird ein Kursverlust bei steigenden Zinsen ausfallen. Unglücklicherweise werden heute mehrheitlich niedrige Zinskupons gehalten, so dass diese Anlageklasse, vor allem in

Kursrisiken von Anleihen		
	Euro-Hochzinsanleihen	Bundesanleihen
Rendite steigt um 1%		
Restlaufzeit in Jahren	4,8%	9,1%
Kupon in Prozent	5,2%	2,5%
Kursverlust	-3,2%	-7,8%

ETFs, als durchaus gefährlich eingestuft werden kann. Eine erste Warnung ist der Kurseinbruch bei dreißigjährigen amerikanischen Staatsanleihen, die im November einen Kursverlust von mehr



als 6% verzeichneten, während zehnjährige Treasury Notes einen Monatskursverlust von knapp 4% einfuhren. Der deutsche Zinsmaßstab für institutionelle Anleger, der Bund-Future, gab in der Folge im November auch mehr als 2% nach. Die Graphik² zeigt Ihnen die Zinsentwicklung der vier wichtigsten 10-jährigen Staatsanleihen.

Immer noch herrscht bei den Anlegern die Meinung vor, dass die Zentralbanken keinen signifikanten Zinsanstieg zulassen werden. Wir sehen jedoch mögliches Zinssteigerungspotential aus einer anderen Richtung kommen: die derzeit niedrigen Risikoaufschläge werden auf Grund eines verschlechterten Bonitätsumfeld von Anlegern nicht mehr akzeptiert. Unternehmen haben sich in

den letzten Jahren stark verschuldet, um Aktienrückkaufprogramme und Akquisitionen zu finanzieren. Die Ratingagenturen haben dabei, wie schon in den Jahren vor der Finanzkrise, diesen Trend durch wohlmeinende Bonitätseinstufungen unterstützt³. Eine Ausarbeitung von Société Générale warnte schon im Oktober vor ernststen Gewitterwolken im Segment der Unternehmensanleihen, da Firmen trotz zunehmend schwierigerer Geschäftsaussichten in nie dagewesener Weise das niedrige Zinsumfeld zu hohen Kreditaufnahmen genutzt hätten.

² The Economist, Ausgabe vom 3. Dezember 2016.

³ Jerry Cudzil, Leiter Anleihehandel bei TCW Group in Bloomberg Interview, Oktober 2016.



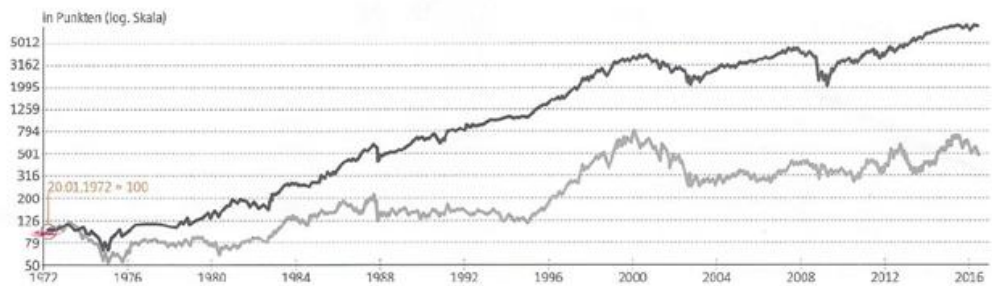
Bei einer Zinswende, wovon mittlerweile auch einige andere Marktteilnehmer ausgehen, werden Anleger, vor allem in ETFs und Investmentfonds, verkaufen wollen - aber wer wird in einer solchen Dynamik als Käufer auftreten? Dies könnte die Kursverluste bei Anleihen weiter vergrößern. Plötzliche, starke Kurskorrekturen sind daher in diesem Segment nicht auszuschließen und müssen in der Portfolioaufstellung berücksichtigt werden.

Unser Haus hat ein steigendes Zinsumfeld schon seit dem Sommer als wahrscheinliches Szenario identifiziert und sich dementsprechend in den verschiedenen Anlagestrategien positioniert. Steigende Zinsen und ggfs. Zahlungsausfälle bei großen Emittenten sollten insbesondere für Versicherungen, Pensionskassen und Stiftungen ein noch schwierigeres Anlageumfeld darstellen.

Größe ist nicht Alles

Auch nach den teilweise heftigen Korrekturen der Dividendenstars im 2. Halbjahr 2016 - eine Nestlé korrigierte bis zu 15% von ihrem Höchstkurs - sind dividendenzahlende große Unternehmen für Anleger angesichts des zerstörerischen Zinsumfelds immer noch die Wahl der Stunde. Das US-Investmenthaus Ned Davis hat in einer Studie jüngst gezeigt, dass die jeweils zehn marktschwersten US-Titel in der Zeit von Anfang 2006 bis Mitte Mai 2016 in der Wertentwicklung dem S&P

hinterherhinkten: sie legten um 42% zu, während der sehr marktbreite Index um 107% stieg⁴. Das Schaubild von Ned Davis



Size matters – auch im negativen Sinn. Ob IBM, General Electric, Microsoft, Exxon oder heute Apple: Wer auf die Aktie mit dem jeweils höchsten Börsenwert setzte, erzielte eine deutliche Underperformance. Der S&P 500-Index stieg 17-mal stärker.

Research zeigt Ihnen eine Kursentwicklung des jeweiligen größten Börsenwertes seit 1972.

Dividendenzahlende, große Unternehmen mit zukunftssträchtigem Geschäftsmodell haben in einem gestreuten Portfolio unbedingt ihre Berechtigung als Kernbaustein. Dennoch legen die obigen Zahlen, und auch das Gesamtjahr 2016, nahe, dass Aktien außerhalb der großen Indizes wertsteigernd für ein Gesamtdepot sind. Da dieses Segment seine langfristig guten Renditen u.a. Fehlbewertungen und Sondersituationen (Übernahmen, Wachstumsaussichten) verdankt, ist die Delegation der Selektion an aktive Manager, die in der Regel bei Fondsboutiquen zu finden sind, sinnvoll. Unsere Auswahl von Nebenwertefonds konnte im vergangenen Jahr eine Wertentwicklung zwischen 9% und 20% Plus erreichen.

Märkte und Einschätzungen

Die Charakteristiken des Anlageumfeldes, nämlich langsames Wirtschaftswachstum, Deflation, fallende Zinsen und hohe Korrelationen der Anlageklassen (gleiche Richtung des Kursverlaufs)

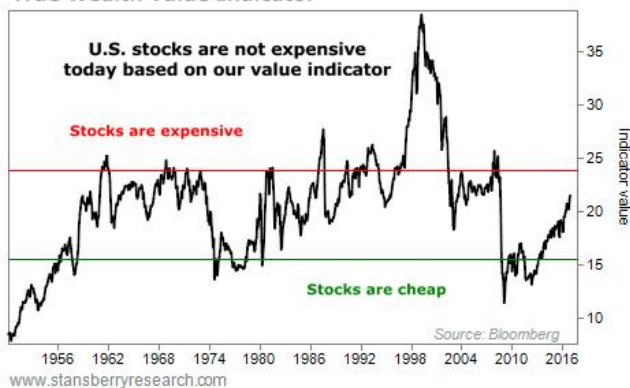
⁴ „Der Fluch der Größe“, Zentrum für Value Investing e.V. u Ned Davis Research, in TIAM (Trends in Asset Management) 2016.



scheinen sich nach vielen Jahren umzukehren. Und so besteht viel Zweifel unter den Marktteilnehmern, inwieweit die wohlmeinenden Märkte der letzten acht Jahre auch in diesem Jahr Bestand haben könnten.

Anleger wählen grundsätzlich zwischen sicheren Zinserträgen (soweit möglich) und einer risikobehafteten Aktienanlage. Aktien sind dann für Investoren interessant, wenn sie eine attraktive Bewertung im Verhältnis zum Zinsertrag aufweisen. Heute werden Aktien generell als teuer angesehen. Aber bei Gegenüberstellung von Aktienbewertungen und Zinsniveau kann man anhand des True Wealth Value Indicators,

True Wealth Value Indicator



entwickelt von einem unserer unabhängigen Researchhäuser, erkennen, dass z.B. amerikanische Aktien noch nicht überbeuert sind. Da wir nicht von übermäßigen Zinssteigerungen ausgehen, muss eine emotionslose Analyse konstatieren, dass Aktien derzeit neue Höchststände erreichen und dies den Trend untermauert. Des Weiteren sind Aktien relativ zum Zinsniveau nicht überbeuert. Und so sollte die

vor allem bei Privatanlegern vorhandene Furcht vor starken Kurseinbrüchen zum jetzigen Zeitpunkt kein Engagement verhindern – soweit dies im Rahmen der individuellen Risikoquote erfolgt. Nicht zuletzt besagt eine goldene Regel der Wall Street Legende Bob Farrell, dass Märkte mit starkem bzw. exponentiellem Trend länger steigen bzw. länger fallen können als man denkt. Und dass Märkte nicht korrigieren, indem sie sich seitwärts bewegen.

Das Wesentliche

Auch wenn die Luft bewertungstechnisch dünner wird, scheinen die Vorzeichen für die nächsten Monate positiv zu sein. Wir erwarten jedoch weiter hohe Marktschwankungen. Weniger interessant ist unseres Erachtens eine Fokussierung auf „Trump-Aktien“, denn am Ende hat der amerikanische Präsident wenig Einfluss auf die übermächtigen Trends von Demographie und technologischem Fortschritt.

Wir werden weiterhin Qualität und Wachstumsaussichten bei Aktieninvestments in den Vordergrund stellen. Diese werden jedoch abgesichert mit der je nach Marktsituation angemessenen Mischung von Liquidität, alternativen Anlagen, Edelmetallen und ggfs. Absicherungen. Unsere Strategien werden zudem abgesichert durch ein aktives Risikomanagement, das Verlustgrenzen durch variabel definierte Stops steuert und angemessene Positionsgrößen einhält. Denn das Geheimnis für langfristigen Erfolg ist die Konzentration auf Risikomanagement und eine gute Vorbereitung für schwierige Zeiten.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH