



7. JULI 2017

NOTIZEN ZUM I. HALBJAHR 2017

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.

Kapitalanleger befinden sich derzeit in einem Wechselbad der Gefühle, das im Extremfall zwischen Gier und Angst wechselt. Viele Aktienmärkte erwirtschaften positive Renditen und selbst als risikobehaftet angesehene Segmente wie Schwellenländeranleihen befinden sich in einem offensichtlich wohlmeinenden Anlageumfeld. Nicht so wohlmeinend verhält sich der Rentenmarkt in den jüngsten Tagen. Nach sechs Monaten Innehalten tendieren die Zinsen plötzlich nicht unwesentlich aufwärts, so dass die Anleihekurse gesunken sind. Das vergangene Quartal hat aber auch gezeigt, dass ein global gestreutes Portfolio sehr währungsabhängig ist. Durch einen sich in drei Monaten um knapp zehn Prozent abschwächenden US-Dollar haben die guten Aktienrenditen in den Portefeuilles nur im Euroraum wirklich Spaß gemacht, während man mit anderen Aktienanlagen auf der Stelle trat. Der Rundgang in den Anlageklassen ist nicht komplett ohne einen kurzen Blick auf die Rohstoffe zu werfen. Die Entwicklung der Energiepreise macht nachdenklich, denn wir sehen einen wieder abwärts gerichteten Trend in Öl- und Gaspreisen, der im Zusammenspiel mit den Industriemetallen derzeit wenig Inflationsgefahr ankündigt. Auch die Edelmetalle können den sich andeutenden Preisanstieg zu Beginn des Quartals nicht durchhalten, was angesichts eines schwachen Dollars erstaunlich ist¹.

Index, Index und noch einmal Index

Viele von Ihnen wissen, dass wir keine Befürworter von Indexfonds (ETFs) zur langfristigen Vermögensanlage sind, sondern aktive Investmentfonds von kleinen Investmenthäusern, wir nennen sie Fondsboutiquen, bevorzugen. Wir nutzen ETFs jedoch gerne für kurz- bis mittelfristige Anlagethemen, nicht zuletzt aufgrund der Möglichkeit, während des Tages kurzfristig handeln zu können. Investmentfonds hingegen werden die in der Regel erst nach zwei bzw. drei Tagen abgewickelt, und dies mit einem in der Zukunft festgestellten Kurs.

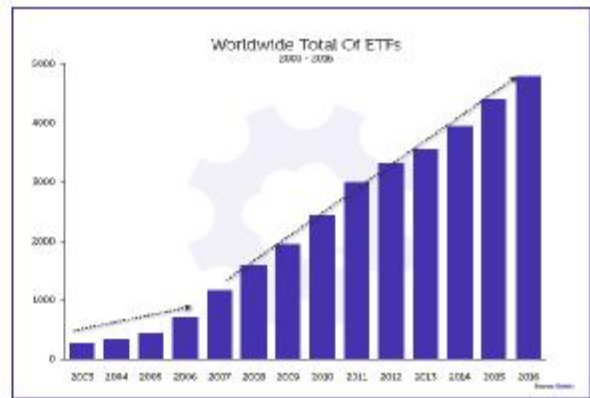
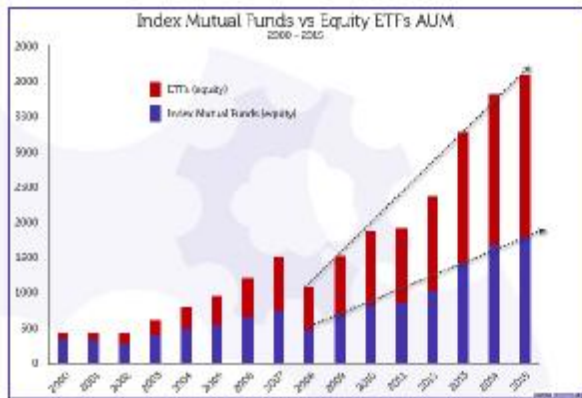
Anleger investieren heute in Indexfonds in nie gesehenem Ausmaß. Die Graphiken auf der nächsten Seite² zeigen Ihnen, wie rasant sich diese Anlageform in den letzten Jahren entwickelt hat. Der ETF-Pionier, und heute weltweit größter Indexmanager Vanguard, und sein Gründer Jack Bogle wollten mit diesen preisgünstigen Fonds Anlegern die Möglichkeit geben, ohne die hohen Kosten der Investmentfonds an der Entwicklung von Unternehmen langfristig zu partizipieren. Diesen Zweck scheinen Indexfonds aktuell nicht zu erfüllen. Es wird geschätzt, dass ETFs

¹ In der Vergangenheit haben sich Dollar und Edelmetalle meist entgegengesetzt bewegt: z.B. steigende Edelmetallkurse bei niedrigerem Dollar.

² aus TTMVGH: "Passive Regression", Juli 2017.



jährlich ca. siebenmal „umgeschlagen“ werden, während Investmentfonds durchschnittlich drei Jahre gehalten werden. Bitte urteilen Sie selbst: Spekulation oder Vermögensanlage?



Anleger sollten aufhören, denn selbst die deutsche Finanzaufsicht BaFin hat Ende Juni Warnhinweise publiziert: Auch diese Anlageform könne sich den Regeln der Märkte, und damit Wertschwankungen, nicht entziehen. Viele Indizes wiesen keine ausreichende Liquidität auf, so dass bei Marktturbulenzen voraussichtlich nicht zu fairen Preisen verkauft werden könne. Darüber hinaus entspräche eine Vielzahl von exotischen bzw. spezialisierten Indices nicht unbedingt dem vom Anleger gewünschten Sektor oder Markt. Und nicht zuletzt wäre der Anleger trotz angepriesenem Kostenvorteil mit Zusatzkosten konfrontiert, die vor der Investition geprüft werden müssten. Die Finanzaufsicht sieht mit Recht, dass eine acht Jahre lange Aktienhausse trotz immer wieder auftretender Flash Crashes viele Schwächen der ETFs verdeckt hat. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass eine nachhaltige Verkaufswelle den Indexfonds zum Verhängnis werden kann, da hoher Verkaufsdruck auf eine beschränkte Anzahl von Aktien (dem Indexkorb) die Kurse zusätzlich drücken und den Kursverfall verstärken kann.

Man könnte diese Entwicklung ohne weiteres als eine Art Modeerscheinung qualifizieren, wenn nicht nur der Anleger, sondern auch ganz andere Bereiche unserer Wirtschaftsordnung mit unbeabsichtigten Nebenwirkungen konfrontiert würden. Ein Index beinhaltet effiziente wie ineffiziente Unternehmen. Ohne Selektion wird damit auch Unternehmen, die im Rahmen einer kapitalistischen Marktberreinigung aus einer wertschaffenden Volkswirtschaft ausscheiden sollten, Kapital zugeführt. Gleichzeitig werden hoch bewertete Unternehmen durch weitere Zuflüsse zu den Indexfonds noch höher bewertet. In einer 2016 erschienenen Studie³ zeigte der Autor auf, dass rein passiv betriebene Investitionen in einer Marktwirtschaft zu langfristig schlechteren Ergebnissen führen würden als eine Planwirtschaft oder eine aktive Kapitalallokation. Denn die soziale Funktion eines aktiven Investmentansatzes sei die Lenkung des Kapitals in die produktivsten Unternehmen für nachhaltige Arbeitsplätze und steigenden Lebensstandard. Selbst die Wirtschaftsform des Marxismus, so der Autor, wäre einem passiven Ansatz überlegen, denn man würde immerhin versuchen, die Kapitalströme in die Wirtschaft zu optimieren.

Man bedenke auch, dass heute Indexfonds nicht unwesentliche Anteilseigner von Unternehmen sind. Durch ihre Passivität wird die Kontrolle der Unternehmensführung ad absurdum geführt,

³ I. Fraser-Jenkins and Team: "The Silent Road to Serfdom: Why Passive Investing is Worse Than Marxism", Sanford Bernstein.



so dass es kein Wunder ist, dass sich im Management eine Selbstbedienungsmentalität breit gemacht hat.

Investorenstimmung und Risikomanagement

Annahmen, um Markt- und Risikotheorien solider erscheinen zu lassen, sind gerade das: Annahmen. Denn sie bauen darauf, dass Investoren rationale Entscheidungen zu allen Zeiten treffen. Der vorher erwähnte John Bogle hat häufig herausgestellt, dass keine Person in Aktien investiert sein sollte, die Probleme hätte, sich 20% Verlust im Aktienmarkt vorzustellen. Tatsächlich sind die Wahrscheinlichkeiten von gewissen Kursauschlägen weitaus höher als uns alle Finanztheorien glaubhaft machen wollen. Das ist insoweit wichtig, weil die konventionelle Methode der Risikomessung, die jährliche Standardabweichung⁴, Investoren in dem Glauben lässt, die Abweichung von der Norm fände im Rahmen der normalen, glockenförmigen Risikoverteilung statt. Danach sind große Preisausschläge äußerst selten.

Dass dies nicht der Wirklichkeit entspricht, kann man an folgenden Beispielen⁵ sehen:

- § Zwischen 2006 und Frühjahr 2017 finden sich für den Blue Chip Procter & Gamble drei Zeitpunkte, in denen der Kurs sieben Standardabweichungen von seiner normalen, täglichen Preisschwankung abwich. Geht man von einer Normalverteilung aus, hätte dies nur alle 1,28 Mrd. Jahre vorkommen dürfen.
- § 1997 fiel der Dow Jones Industrial Index an einem Tag 7,7 Prozent, was nur alle 50 Mrd. Jahre vorkommen sollte. Im Jahr 2002 erlitt der Index an drei von sieben Handelstagen starke Kursverluste, was statistisch nur einmal alle vier Billionen Jahre auftreten sollte. Und der in die Annalen eingegangene Kurseinbruch am 19. Oktober 1987 hatte gar eine unvorstellbare Wahrscheinlichkeit von 1:10⁵⁰.

Alle finanziellen Anlagen, auch diejenigen mit scheinbar niedrigen Risiken wie Nestle oder Procter & Gamble, weisen inhärent größere Risiken auf, als Investoren ihnen einräumen. Wie ironisch: mit Blue Chip Dividendenaktien glauben Anleger, die Schönheitskönigin mit geringem Verlustrisiko ihr Eigen zu nennen. Der Besitz kann sich aber schnell in ein hässliches, kleines Entlein verwandeln. Darum verwendet unser Haus Risikobegrenzungsmaßnahmen, die auch bei Börsenschönheiten angewendet werden.

Märkte und Einschätzungen

Die Charakteristiken des Anlageumfeldes in den letzten Jahren, nämlich langsames Wirtschaftswachstum, Deflation, fallende Zinsen und hohe Korrelationen der Anlageklassen (gleiche Richtung des Kursverlaufs) scheinen sich aktuell teilweise zu verändern. Und so besteht Zweifel unter den Marktteilnehmern, inwieweit die wohlmeinenden Märkte der letzten acht Jahre auch in diesem Jahr Bestand haben könnten. Nicht zuletzt gehen Experten wie Ray Dalio⁶ davon aus,

⁴ Die Standardabweichung ist ein Maß für die Streubreite der Werte eines Merkmals rund um dessen Mittelwert (arithmetisches Mittel). Vereinfacht gesagt, ist die Standardabweichung die durchschnittliche Entfernung aller gemessenen Ausprägungen eines Merkmals vom Durchschnitt. Quelle: de.statista.com

⁵ „The Fat Tail Wagging the Dog“ 720global, 24.5.2017 – Beispiele aus dem Buch von Benoit Mandelbrot.

⁶ Amerikanische Hedge Fonds-Legende.



dass wir im Wirtschaftszyklus derzeit am Zenit stehen. Gleichzeitig sehen wir eine Zunahme von sozialen und politischen Konflikten. Was bedeutet dies für eine Anlagestrategie?

Wenn Trends und Eigenschaften von Anlageklassen sich verändern, ergeben sich Chancen. Ob diese im Zinsumfeld, bei den „ausgebombten“ Rohstoffen oder in anderen Segmenten entstehen, spielt für uns keine Rolle. Daher ist ein wachsameres und vorurteilsfreies Auge gefragt – und das Infrage stellen des eigenen (Anlage-) Weltbilds. Aktienengagements sind z.B. weniger risikoreich, wenn Anlageklassen identifiziert werden können, die Aufholpotential haben. Betrachtet man die nebenstehende Graphik der globalen Anlageregionen⁷, ist eine Untergewichtung des amerikanischen Marktes die Konsequenz. In unseren Anlagestrategien spiegelt sich dies darin wieder, dass europäische und asiatische Aktieninvestments derzeit überwiegen. Nicht aus dem Auge verlieren wir eine derzeit gering dotierte Anlageklasse: Liquidität. Diese wollen wir ab dem Herbst wieder etwas stärker berücksichtigen.



Das Wesentliche

Auch wenn die Luft bewertungstechnisch dünner wird, scheinen die Vorzeichen für die nächsten Monate nach einem eher negativen Monat Juli positiv zu sein. Wir erwarten vor allem hohe Schwankungen in Einzelwerten, wenn z.B. die Quartalsergebnisse oder der Unternehmensausblick enttäuschen. Weniger interessant ist unseres Erachtens auch eine Fokussierung auf „Trump-Aktien“, denn am Ende hat der amerikanische Präsident wenig Einfluss auf die übermächtigen Trends von Demographie und technologischem Fortschritt.

Qualität und Wachstumsaussichten stehen bei der Aktienselektion in unserem Haus im Vordergrund. Daneben investieren wir gerne auch in eher unbeachtete Anlagethemen. Eine je nach Marktsituation angemessene Mischung von Liquidität, alternativen Anlagen und Edelmetallen soll die Wertentwicklung unterstützen und ausbalancieren. Unsere Strategien werden zudem abgesichert durch ein aktives Risikomanagement, das Verlustgrenzen durch variabel definierte Stopps steuert und angemessene Positionsgrößen einhält. Wir sehen das Geheimnis für langfristigen Erfolg in der Konzentration auf das Risikomanagement und eine gute Vorbereitung für schwierige Zeiten.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH

Renia Costello

⁷ Quelle: EVA.