

Newsletter August 2016

Wandel

Unter dem Titel «Eine Konsolidierung ist keine Krise» erschien in *Finanz und Wirtschaft* vom 30. Juli aus der Feder von Christian von Faber-Castell eine Übersicht über den Kunstmarkt. So treffend der gewählte Titel ist, hat es besonders der Untertitel in sich: «Der Kunstmarkt durchlebt wie jeder Markt Höhen und Tiefen und wandelt sich dabei grundlegend.»

Faber Castell's Beitrag inspirierte mich dazu, über den Wandel an der Börse zu reflektieren. Der offensichtliche Wandel, mit dem wir alle regelmässig konfrontiert werden, ist jener der Präferenzen. Er wird deutlich in sich ändernden Allokationen zwischen Anlageklassen, aber auch innerhalb der Anlageklassen. So betrug beispielsweise die Gewichtung der US-Börse im MSCI Welt vor zehn Jahren 48%, jene der Schweizer Börse 3,25%. Mittlerweile ist die US-Börse um rund 25% auf 60% gestiegen, die schweizerische um bloss 4,6% auf 3,4%, obwohl der Schweizer Franken um 27% zum US-Dollar zugelegt hat. Ein deutlicher Wandel zugunsten von US-Aktien, der noch prononcierter ist im Vergleich zu euro-europäischen Aktien, und dessen Ende der Bevorzugung nicht abzusehen ist. Der Sektor Healthcare ist, als weiteres Beispiel, von 8,7% vor zehn Jahren auf mittlerweile 13,5% gestiegen. Das geschah aber nicht linear. Im März 2009, als die vorangegangene Baisse durch eine Hausse abgelöst wurde, war Healthcare bereits auf 12,5% angewachsen, fiel danach bis Februar 2011 auf 9%, um dann mit kurzen Konsolidierungen auf die heutige Quote zu steigen. Wegen Übernahmen, Aktienrückkäufen, Neu-Emissionen und anderen Kapitalmarkt-Massnahmen weisen solche Quoten nicht die exakte relative Stärke bzw. Schwäche der einzelnen Sektoren aus, liefern jedoch eine sehr brauchbare Indikation über Präferenz-Verschiebungen auf Sektoren-Ebene.

Ein anderer Wandel bezieht sich auf die Bevorzugung von Ansätzen und Methoden. Von zwei Unterbrüchen abgesehen – von Juni 2008 bis Dezember 2008 und von November 2012 bis Juni 2013 – war der DJ US Value Index von Monat zu Monat rückläufig relativ zum S&P 500. Auf die letzten zehn Jahre betrachtet legte der S&P 500 64,7% zu, der DJ US Value lediglich 40,1%. Nicht jeder Value-Investor wendet die gleiche Methode zur Entscheidungsfindung an. Wer den Value-Ansatz wählte, musste jedoch gegen den Strom des Marktes schwimmen um ähnliche Ergebnisse zu erzielen wie Wachstums-Anleger. Der DJ US Growth legte nämlich mit 110,5% das 1,7fache des S&P 500 und das 2,7fache des DJ US Value zu. Man lehrte uns, dass Wachstum über längere Zeit, wie z.B. zehn Jahre, weniger gute Resultate erbringe als Value. Daraus entstand eine Gemeinschaft, die einen festen Glauben am Value-Ansatz entwickelte. Wandel, der ignoriert wird weil das eigene Credo mit dem Markt auf Kriegsfuss steht, kann die Karriere des Agenten kosten – wie Brinsen oder Philips & Drew anfangs 2000 erleben mussten – und das Vermögen der Anlegenden schwer schädigen.

Präferenzverschiebungen wie die angesprochenen müssen nicht unentdeckt bleiben. Es gibt ein einfaches Mittel, auf sie aufmerksam zu werden: Die relative Stärke.

Andere Arten des Wandels mögen versteckter ablaufen. So z.B. wenn eine ganze Generation von Akteuren erfahren muss, dass angelernte Gewissheiten infrage gestellt werden müssen. Ein krasses Beispiel lieferte 1998 der Long-Term Capital Management-Fund (LTCM). Dazu zitiere ich aus der deutschen Übersetzung des Buches *Animal Spirits* der beiden Nobelpreisträger George Akerlof und Robert Shiller: «Die Manager jonglierten mit Risiken gemäss den Finanztheorien von Myron Scholes und Robert Merton, die drei Jahre später für «eine neue Methode zur Ermittlung des Wertes von Derivaten» gemeinsam den Wirtschaftsnobelpreis erhalten sollten.... Man verfolgte eine recht einfache, grösstenteils auf Regressionsanalysen und der Optionstheorie beruhende Grundstrategie zur Erzielung von Gewinnen an der Wall Street. Dabei ging man davon aus, dass das Verhalten von Optionen in der Vergangenheit anzeigte, wie die Optionen sich künftig entwickeln würden. Bei einer grossen Vielfalt vergleichbarer Geschäfte würden die Spreads (die Spannen zwischen zwei Kursen oder Optionsgeschäften) auf ihr historisches Mittel zulaufen... Im Jahre 1998 ergab sich bei der Strategie von LTCM ein Problem. Während die Märkte in den Vorjahren pflichtgemäss mit den früheren ökonometrischen Schätzungen übereingestimmt hatten und die Spreads sich fast durchgängig auf ihr Mittel zurückgebildet hatten, kam es 1998 in Russland und Asien zu Währungskrisen. Die Spreads konvergierten jetzt nicht mehr, stattdessen strebten sie auseinander.» Der Schluss der Geschichte ist bekannt: Mit über 100 Milliarden US-Dollar Schulden ging LTCM Pleite. Die amerikanische Zentralbank berief die kreditgebenden Banken zu einer Sitzung ein, um eine Lösung zu finden und die Ansteckung der Kreditwirtschaft zu vermeiden. Die führenden Bankhäuser – darunter auch die UBS – mussten 3,65 Milliarden US-Dollar einschiessen um eine ordentliche Liquidation des LTCM durchführen zu können.

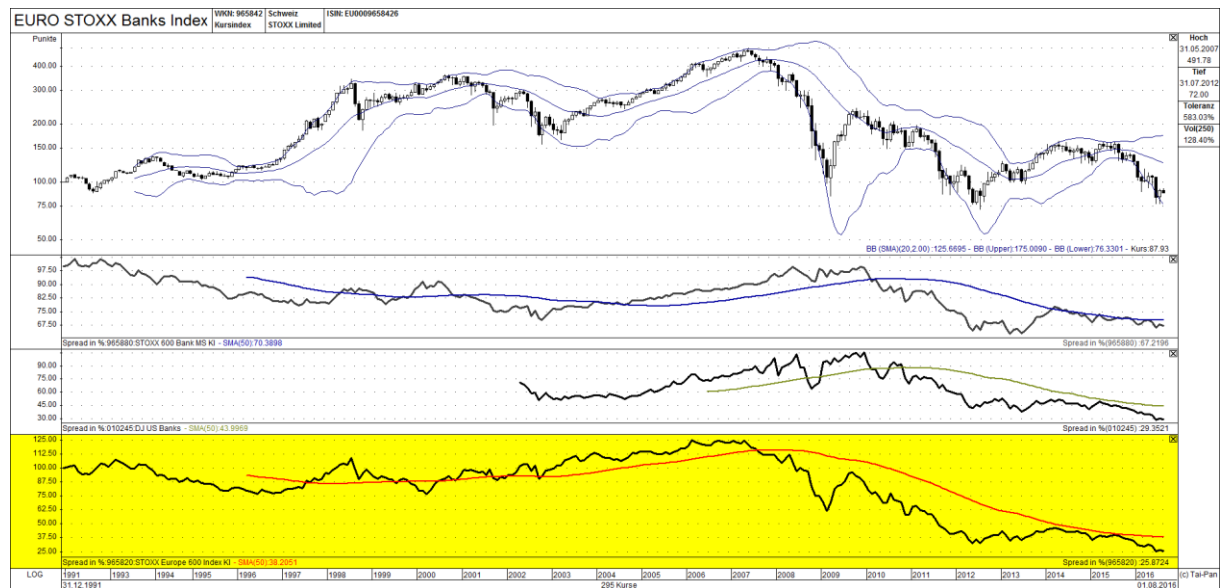
Es gibt auch anderen Wandel, wie z.B. institutionellen, übermittlungstechnischen betreffend Meldungen wie auch Order-Ausführungen und mehr noch. Bei jener Art von Wandel wie der, den Akerlof und Shiller ansprechen, möchte ich verweilen, weil er subtil auf leisen Sohlen daherkommt und unentdeckt bleiben kann wenn er nicht zur Narrative aus der eigenen Biographie gehört, wozu Akerlof und Shiller passende Erklärungen leisten wenn sie schreiben: «Die Sozial-Psychologen Roger Schank und Robert Abelson gehen davon aus, dass Geschichten und das Erzählen von Geschichten fundamentale Bausteine menschlichen Wissens sind. Ihrer Theorie zufolge sind wichtige Fakten, die der Mensch im Gedächtnis abspeichert, mit Geschichten verknüpft. Die Erinnerung an Fakten wird durch die Erinnerung an Geschichten vermittelt.» Fünf Seiten später, fragen die Autoren, was zu tun sei, wenn die Geschichten selber die Märkte beeinflussen? Sie antworten: «Die Geschichten dienen nicht lediglich der Erklärung von Fakten, vielmehr *sind sie Fakten*. Um nicht nur das Mexiko der 1970-er Jahre zu erklären, sondern das Auf und Ab der Wirtschaft im Allgemeinen, müssen wir die Geschichten analysieren, die im Hintergrund wirken.»

Wer meine Publikationen über die Jahre kennt, weiss, was ich zu den Charts immer wieder sage: Ich sage, sie seien wie Noten für den Pianisten. Sie klingen nicht, bis sie gespielt werden. Ein guter Interpret muss jedoch die Geschichte verstehen, die jeder Komponist mit seinen Noten erzählen wollte.

Die Geschichte verstehen, die Geschichte erzählen: Hier liegt ein Problem vor, und dieses anzusprechen ist der Kern dieses Newsletters: Wir stecken in einem Experiment, das mit uns gemacht wird, wir sind sozusagen die Labor-Mäuse des Experimentierers Notenbank. Die Geldpolitik, die derzeit verfolgt wird, ist präzedenzlos. Wir wissen nicht, was geschehen wäre, wenn diese Geldpolitik nicht verfolgt worden wäre. Wir wissen aber auch nicht, wie das Experiment enden wird. Jede Geschichte hat ein Ende, und weil wir das Ende des Experiments nicht kennen, können wir die Geschichte dazu nicht erzählen. Wir müssen aber darüber nachdenken, ob, solange das Experiment läuft, ein typisches Muster der Aktienmärkte womöglich ausser Kraft gesetzt wurde: Jenes, dass teure Märkte die kein Momentum mehr aufweisen und von heterogenen Strukturen gekennzeichnet sind, in richtige Bärenmärkte übergehen, und richtige Bärenmärkte sind nicht ein bestimmter Prozentsatz eines Verlustes in einem Index, sondern es sind Märkte die billig werden, weil mindestens 80% der Aktien fallende Kurse aufweisen und nachhaltig positive Reaktionen auf positive Meldungen einzelner Unternehmen oder aus der Makro-Ökonomie ausbleiben. Der Bärenmarkt, den ich erwartete, ist für viele Aktien eingetreten, für viele aber auch nicht. Auf Index-Ebene ist er im Wesentlichen (ausser in einigen Sektoren) ausgeblieben. Indizes sind auf ihren 40-Monate-Durchschnitt oder leicht darunter (z.B. in Europa) gefallen, haben jedoch in dessen Umfeld Unterstützung gefunden. Jede Antwort auf die Frage, ob die experimentelle Geldpolitik der Notenbanken einen in traditionellerweise ablaufenden Bärenmarkt verhindert oder nicht, bleibt spekulativ. Wie eine Rückkehr zur monetären Normalität bewerkstelligt werden soll, welcher Preis das Mega-Experiment wann abverlangen möge ebenso. Unsere Aufgabe jedoch ist weder die Musik zu spielen noch die Musik-Kritik zu verfassen, sondern in passendem Schritt zu tanzen. Oder, wie Friedrich von Hayek sich ausdrückte: Es gilt das Richtige zu tun ohne wissen zu können warum es das Richtige ist. Das Richtige ist meines Erachtens nach wie vor eine aktive Anlagepolitik zu betreiben, d.h. nicht in Indizes zu investieren, sondern in Aktien. Wegen der hohen Nachrichtensensitivität soll die Gewichtung pro Aktie jedoch niedrig sein, worunter ich keine 5 bis 10% pro Titel verstehe, sondern 1 bis 2%. Wie üblich muss vor jedem Kauf definiert werden, unter welchen Umständen die Position mit Verlust zu liquidieren ist. Gewinner soll man laufen lassen. Idealerweise ermittelt man für jede Position das Bollinger-Band, das die Führungsfunktion für Gewinnmitnahmen übernehmen soll: 10, 20 oder 40 Monate stehen im Vordergrund. Dabei ist nicht zu vergessen, dass Band-Blasen Verkaufssignale darstellen. Treten sie auf, sollen gleitende Durchschnitte keine Beachtung finden. Tabu ist ein Kauf von relativ schwachen Aktien. Gemieden sollen Sektoren werden, in denen ein klassischer Bärenmarkt

abläuft. Solche gibt es, und zwar insbesondere in Europa und Asien, wie die Abonentinnen und Abonenten des Global Sektor Monitors aus den regelmässig publizierten Analysen wissen.

Chart des Monats



Euro Stoxx Banks Index/Lenz & Partner, Dortmund

Bis im November 2009 wurden die im Euro Stoxx Banken Index vertretenen Bankaktien gegenüber den im Stoxx 600 Bankenindex erfassten Aktien bevorzugt, wie das zweite Fenster in der obigen Abbildung zeigt. Britische, schwedische und schweizerische Banken waren damals und sind auch heute mit hohen Gewichten in Stoxx Banken vertreten. Diese Beobachtung traf auch im Vergleich der Euroraum-Banken mit den US Instituten zu (drittes Fenster) und zwar in beiden Fällen auch während der Finanzkrise von 2008 und noch acht Monate nach deren formellen Überwindung. Heute wird gesagt, die europäischen Banken würden noch darunter leiden dass sie im Gegensatz zu den amerikanischen nicht zwangsweise rekapitalisiert wurden. Wenn das ein Grund für die seitherige relative Schwäche der Euroraum-Banken im Vergleich zum US Bankensektor sein soll, dann hat der Markt lange gebraucht um das Kuckucksei im europäischen Bankennest zu entdecken. Für Anleger spielt dieser mögliche Mangel an Voraussicht keine Rolle. Sie brauchten lediglich bis September 2009 den Bankaktien des Euroraums den Vorzug zu geben, wenn sie sich überhaupt für Bankaktien erwärmen wollten. Das konnte ich allerdings nicht wegen der relativen Schwäche des Sektors zum Stoxx 600, wie das vierte Fenster zeigt. Vom 11. Juli 2007 bis Jahresende hatte ich in sechs Kolumnen in Finanz und Wirtschaft vor Bankaktien gewarnt. Der Grund waren die relativen Preise, die laut F.A. von Hayek in seinem seminalen Essay «The Use of Knowledge in Society» unsere konstitutionell bedingten Wissensbeschränkungen abbildern,

ohne dass wir wissen können, in welche Wissenskonstrukte anderer wir dadurch angedockt werden. Im relativ schwachen Finanzsektor, in welchem die Banken mit einem Attraktivitätsfaktor von 0,95 die schwächste Industriegruppe darstellen, sollte nicht versucht werden, als Contrarian Heldentaten zu vollbringen. Sie könnten kostspielig werden.

Unifinanz Trust reg.

Alfons Cortés
Geschäftsführender Partner

Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer
Dienstleistungspalette auf
www.unifinanz.li

