

CONREN Newsletter Dezember

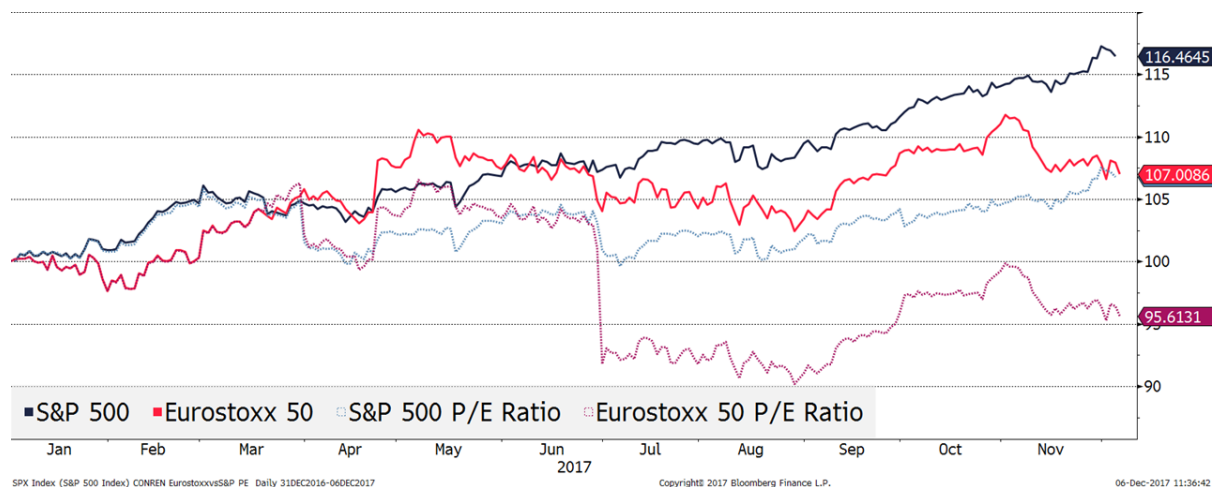
Trotz synchronem Aufschwung in den großen Volkswirtschaften und damit einhergehend steigenden Unternehmensgewinnen, wird es immer klarer, dass wir uns mehr und mehr dem Ende der - in Länge und Ausmaß - Rekordbullenmärkten für Aktien (seit März 2009) und Anleihen (seit Beginn der 80er Jahre) nähern. Viele Märkte befinden sich in Blasenterritorium („The Bubble of Everything Market“). Bei einigen Werten weicht die Vorsicht zunehmend einer Euphorie (mancherorts auch Gier) und einem „Dieses-Mal-ist-alles-anders“-Denken (z.B. bei Kryptowährungen). Zehn Jahre nach der Finanzkrise haben Viele echte Verlustrisiken vergessen. Entsprechend haben sich Modi Operandi, wie „buy-the-dips“, in den Köpfen der Marktteilnehmer verfestigt. Dazu prägen und verzerren zehn Jahre Niedrigstzinsen bei Rekordverschuldungen (von Staaten und allen voran Unternehmen) und ein in diesem Ausmaß noch nie gesehenes Eingreifen der Notenbanken die Märkte. Dieses Mal ist es nicht nur der Technologiesektor (wie bei der „Dotcom-Blase“) oder nicht nur Hypotheken (v.a. bei Privathaushalten wie bei der Finanzkrise). Wir sehen fast überall Blasenbildungen: Kryptowährungen wie Bitcoin, Immobilien, Kunst, Aktien, Autos, Unternehmensanleihen etc. Passives und computerbasiertes Investieren trägt seinen Teil bei, dass nicht mehr differenziert wird: die Indizes und großen Werte steigen überproportional zum Gesamtmarkt. Damit nährt wieder einmal die Hausse die Hausse: steigende Kurse animieren zu weiterem Investieren und das führt wiederum zu steigenden Kursen - Fundamentaldaten verschwinden zunehmend in den Hintergrund. Ein nie endendes „Goldilocks“-Umfeld ist aber zu schön, um wahr zu sein. Das ist auf die Dauer nicht realistisch.

Wir kennen diese Marktphasen aus der Vergangenheit und müssen zugeben, dass diese zu unseren schwierigsten Prüfungen gehören. Diese letzte Bullenphase vor dem Bärenmarkt, in der gilt: was schon teuer ist, kann noch lange teurer werden. Oder anders: Langfristig wird der Markt Vermögenswerte vernünftig bewerten, aber das kann eine ganze Weile dauern. Genau zu wissen, wann wir uns auf dem Hochpunkt eines Bullenmarktes befinden, ist jedoch unmöglich. Vielmehr drehen Indikatoren in dieser Marktphase vermehrt ins Rote und wir finden immer weniger Bereiche, in die wir verantwortungsbewusst investieren können. Der aktuelle Zeitgeist steht klar auf Expansion: Bitcoin und Blockchain-Technologie ist zum Symbol für die Tech-Mania geworden. Tech-Aktien haben die Märkte nach oben gedrückt (siehe auch Grafik unten) und sie werden womöglich auch den Rückgang anführen. Nach dem durchaus kräftigen, zyklischen Aufschwung der letzten 1½ Jahre scheint uns auch aus ökonomischer Sicht der Gipfel nahe zu sein. Auch wenn Volkswirtschaften und Unternehmensgewinne, in den USA nicht zuletzt aufgrund der möglichen Steuerreform, für eine gewisse Zeit weiter wachsen bzw. steigen sollten.

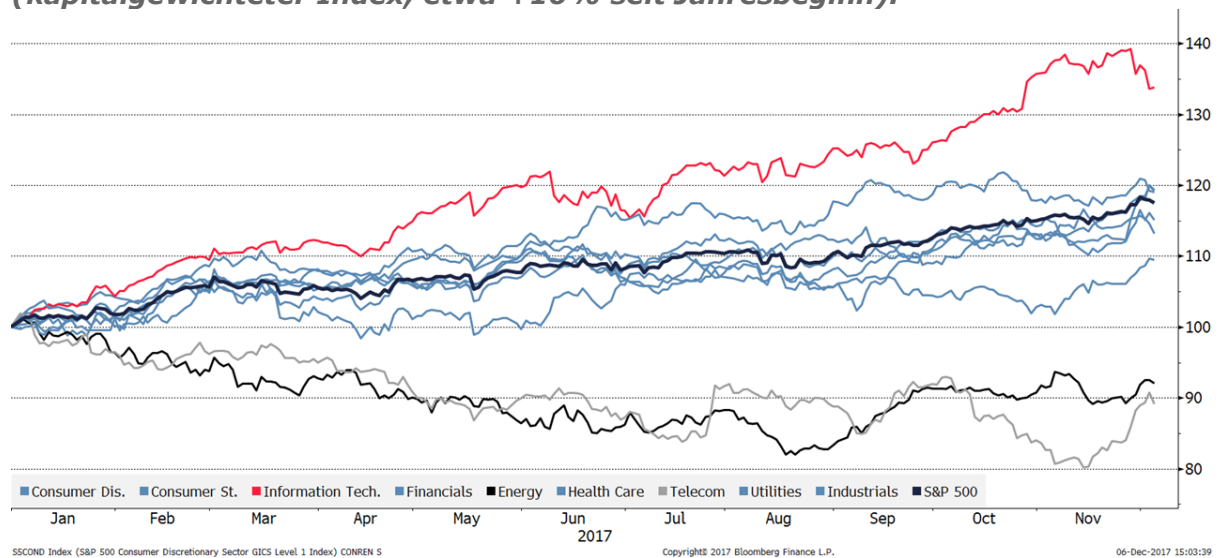
Wir sind nicht dogmatisch, sondern sehen uns als konstruktive und opportunistische Investoren. Der Markt hat am Ende immer recht. Doch die Vorsicht und der Schutz des Kapitals unserer Investoren musste in den letzten Monaten und muss aktuell einen höheren Stellenwert einnehmen als noch vor zwei, drei Jahren. Unser pragmatische langfristige Absolute-Return-Ansatz lässt uns aktuell investiert bleiben, aber u.a. mit niedrigeren Investmentquoten (z.B. in USA), einer Übergewichtung von niedriger bewerteten Titeln (z.B. in Europa), niedrigeren Durationen, weniger High Yield sowie immer mit dem Fuß eher auf der Bremse als auf dem Gas - in dubio pro Risikomanagement. Das lässt unsere Performance in den letzten Monaten relativ zu den Indizes nicht zufriedenstellend erscheinen. Wir sind aber sicher, dass sich diese Investmentdisziplin – wie auch in der Vergangenheit – langfristig auszahlen wird.

Ein prominentes Beispiel für Verzerrungen im Aktienmarkt sind die wesentlich höheren Bewertungen von Aktien in den USA im Vergleich zu Europa: Der Fokus auf (relative) fundamentale Bewertungsfaktoren im Aktienmarkt war dieses Jahr nur bedingt von Nutzen. Im Gegenteil, hat doch dieser (durch unsere Teilabsicherung der US-Aktienquote) ab Juni zu einem abflachen der Performance geführt. Hinzu kommt, dass die moderater bewerteten Märkte, wie Europa, jeweils stärker unter Druck kommen, sobald die US-Leitmärkte konsolidieren.

Die folgende Grafik zeigt die Outperformance des S&P 500 (etwa +16% in blau) im Vergleich zum EuroStoxx50 (rund +7% in rot) in diesem Jahr, bei sich gleichzeitig ausweitender Bewertungslücke: das Price/Earnings Ratio oder Kurs/Gewinnverhältnis des S&P 500 steht für 2017 mittlerweile bei über 19 (plus 7% in diesem Jahr); der EuroStoxx50 steht bei unter 16 (minus 4,5% in diesem Jahr).



Der US-Leitmarkt ist wiederum von Technologiewerten getrieben wie die folgende Grafik zeigt: rot zeigt die Performance von US-Technologiewerten vom Anfang des Jahres, blau (dick) die des amerikanischen Aktienindizes S&P 500 (kapitalgewichteter Index, etwa +16% seit Jahresbeginn).



Wir sehen, dass der Technologiesektor großen Anteil am Anstieg in diesem Jahr hat. Alle anderen Sektoren haben sich im Vergleich in etwa wie der Gesamtmarkt oder wesentlich schlechter (Telecom und Energie) entwickelt. Technologiewerte haben im S&P 500 eine Gewichtung von über 22%. Im EuroStoxx 50 dagegen beträgt der Anteil von Technologieunternehmen lediglich rund 7%.