

## Marktstrategie fürs 4. Quartal 2016

Im vor kurzem publizierten Strategiebericht schrieben wir: „Die Bewertung von Aktien ist kaum mehr ein Kaufkriterium, man kauft, weil man halt muss“. Ein kritischer Leser wird sich wohl fragen, wer der „man“ ist und wieso dieser „muss“.

Ein privater Anleger kann frei entscheiden, wie er mit seinem Vermögen umgehen will. Unter Druck gerät er trotzdem hie und da. Interner Druck entsteht, wenn Einkommen benötigt wird um Kosten oder Begehrlichkeiten zu decken. Externer Druck, weil ein Nachbar oder Anlageberater gerade erzählt hat, wie er die Aktie X auf dem Tiefpunkt gekauft und jetzt einen riesen Gewinn erzielt hat. Druck entsteht auch aus Frustration, eine Rallye verpasst zu haben.

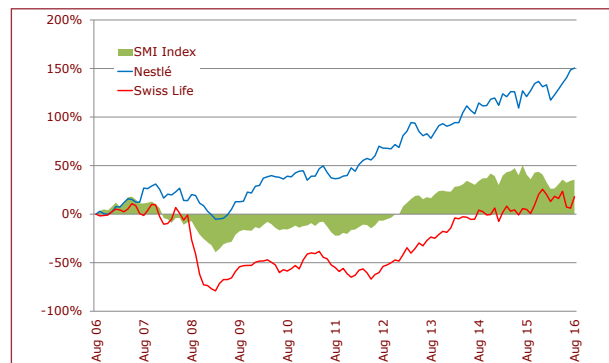
Der institutionelle Anleger muss, ob er will oder nicht, gemäss seinem Mandat anlegen. Er hat die Möglichkeit, dies entweder beliebig mit Einzelwerten, oder via aktiv oder passiv verwalteter Fonds umzusetzen. Selbstverständlich kann eine Kombination der Strategien sinnvoll sein. **Tendenziell investieren mehr und mehr institutionelle Investoren in passive Strategien.** Verschiedene Gründe führten dazu: Erstens, muss sich eine Pensionskasse nicht den Kopf zerbrechen in was für Einzeltitel zu investieren. Zweitens, sind passive Fonds kostengünstiger als aktiv verwaltete Fonds. Drittens, haben mit einer passiven Anlage die interne Risikokontrolle und der Aufsichtsrat eines institutionellen Anlegers eine einfache Überwachungsaufgabe.

### Was bedeutet eigentlich, passiv anzulegen?

Wenn ein Anlagefonds die Zusammensetzung eines Aktienindexes 1:1 kopiert, dann verfolgt er eine pas-

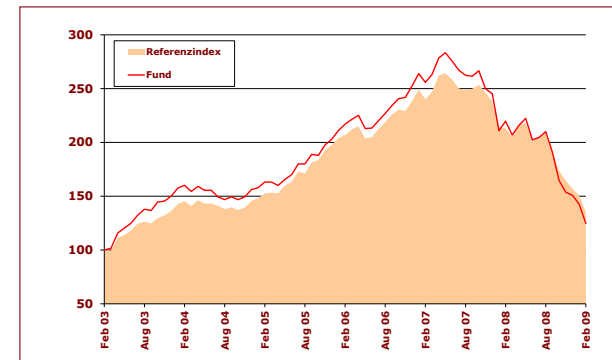
sive Anlagestrategie. Er trifft keine spezifische Auswahl. Die Strategie kann z.B. sein, den bekannten Swiss Market Index, welcher 20 Schweizer Grossfirmen abdeckt, nachzubauen. Die grösste Firma im SMI-Index ist Nestlé mit einem Börsenwert von CHF 244'000'000'000 (24% vom Index). Die kleinste Firma ist Swiss Life mit einer Kapitalisierung von 8'100'000'000 (0.8% vom Index). Nestlé, Roche und Novartis repräsentieren 62% vom SMI Index, was bedeutet, dass der Index sinnwidrig diversifiziert ist und somit keinen guten Anlagekorb abgibt.

Die folgende Graphik zeigt die Entwicklung vom SMI Index, Nestlé und Swiss Life über die vergangenen zehn Jahre. Natürlich wäre es am besten gewesen, einfach in Nestlé investiert gewesen zu sein. Aber das darf ein professioneller Anleger aus regulatorischen und Diversifikationsgründen nicht tun.

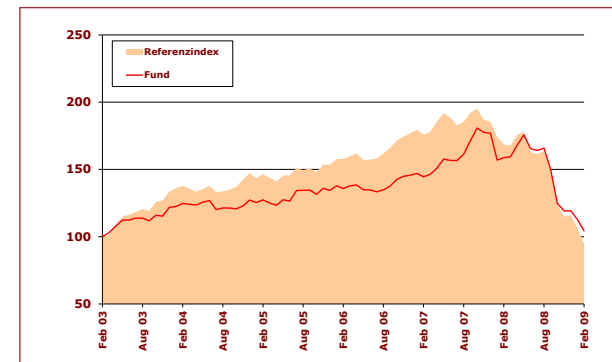


### Aktive Fondsmanager setzen sich zum Ziel, einen Referenzindex zu schlagen, indem sie nur in ausgewählte Aktien investieren.

Leider schaffen es viele nicht. Die zu recht verpönte Art einen Fonds aktiv zu verwalten ist, einen Index nahezu zu kopieren, und dafür eine teure Verwaltungsgebühr zu verlangen. Ein anderer Weg ist, die gutlaufenden grosskapitalisierten Firmen über zu gewichten, was meist dazu führt, eine tolle Performance in der Hausse zu zeigen, Kunden glücklich, und wenn's kracht den Markt für die überdurchschnittlich schlechte Performance verantwortlich zu machen. Das sieht dann so aus:



Am anderen Ende aktiver Verwalter finden wir solche, **die mit einem nachhaltigen Research-Ansatz gute von schlechten Firmen zu trennen wissen**, und dies über Hausse und Baisse. Auch innerhalb dieser Gruppe gibt es unterschiedlichste Ansätze. Nur in Qualitätsfirmen zu investieren kann jedoch dazu führen, über längere Zeitphasen eine unterschiedliche Entwicklung zu einem Referenzindex zu haben, wie folgendes Bild demonstriert.



Die Performance von einem wirklich aktiv zusammengestellten Fondsportfolio, und deren allfällige Abweichungen zu einem Referenzindex, müssen untersucht und beurteilt werden, was aufwändig ist, und darum viele scheuen. Hier sind einige Gründe, die zu grossen und langen Abweichung führen können:

- (Mode-)Themen, die den Markt überrollt haben.

Wie zum Beispiel der stetige Kauf von Cash-Flow starken Dividententiteln (z.B. Nestlé) oder Internet Firmen wie Facebook, Amazon oder Google – auch wenn alle teuer bewertet sind.

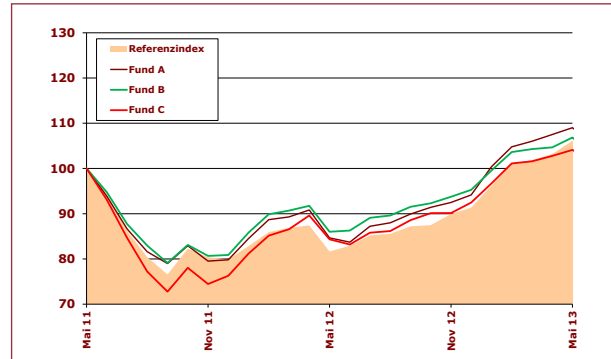
- Ein Fondsmanager deckt gewisse Sektoren innerhalb eines Referenzindex nicht ab. Das können z.B. Finanzwerte sein, mit dem Argument, dass es unmöglich sei, eine Bankbilanz zu verstehen, oder Aktien, deren Wert massgeblich von einem Rohwarenpreis abhängig sind.

- Der Wechsel von aktiven zu passiven Anlagestrategien hat wohl auch dazu beigetragen, den Aktienwert von Index-Schwergewichten weiter zu vergrössern.

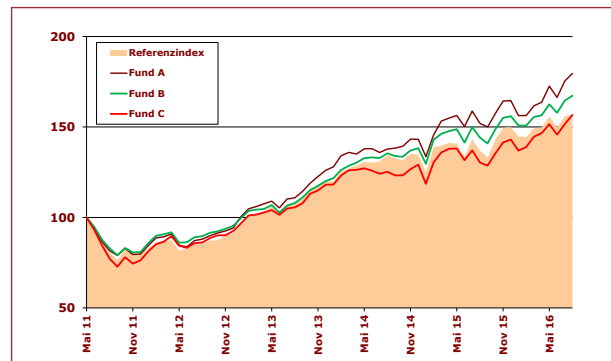
Die letzte Marktstrategie beendeten wir mit der Aussage, dass **seit mehreren Jahren die Nachfrage nach Wirtschaftsgütern konträr zur Börsenentwicklung verläuft**, und dass daraus ein Anlagedilemma entstanden ist. Wir sehen nun, dass der bequeme Weg, trotzdem investiert zu sein, über eine Bewertungs-insensitive passive Anlage geht. Dies gilt für passive Aktien- und speziell für Obligationenfonds. Ein Fondsverwalter ist für die Performance nicht direkt verantwortlich, sie widerspiegelt einfach die Marktentwicklung. Ein Anleger in passiven Strategien sollte sich entsprechend bewusst sein, dass bei der Zusammensetzung des Inhalts Qualität keine Rolle spielt. Darum ist ein passiv verwalteter Fonds kostengünstig. Passive Verwalter sind sich dem bewusst, und haben in den letzten Jahren neue Formel-basierte Produkte auf den Markt gebracht, welche dieses Manko ausbügeln sollen. Gute aktive Fondsmanager zu finden ist ein arbeitsintensiver Weg, aber er gibt die Gewissheit, dass das Portfolio mit Qualitätsaktien bestückt ist.

Als Vermögensverwalter für grösstenteils Schweizer Privatkunden setzen wir fast ausschliesslich auf Qualität, d.h. wir suchen Fondsmanager mit einem soliden Anlageansatz, der Hausse und Baisse standhält. Und dies auf globaler Basis. Wieso global? Fonds, welche Schweizer Aktien abdecken, haben meist eine sehr hohe Korrelation miteinander. Die folgende Graphik zeigt drei Fonds, die in mittelgrosse

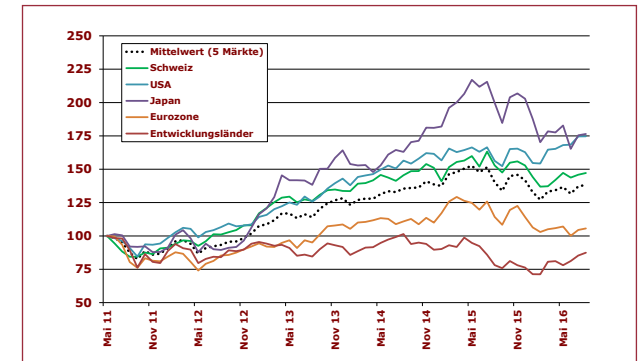
Firmen investieren. Wir haben die Beobachtungsperiode von 5/2011 bis 5/2013 gewählt, weil diese die Performance über einen ganzen Marktzyklus zeigt. Vom Hoch in 2011 korrigierte der Markt über 20% und nach drei Jahren wurde das alte Hoch übertroffen.



In alle drei Fonds investiert zu sein ergibt keine Diversifikation. Sie wäre vorgegaukelt und unnütz. Wir sind seit 2010 in den „grünen“ Fonds investiert. Wir kennen den Verwalter und haben regelmässigen Kontakt mit der Firma. Der Dunkelrote sitzt auf der Ersatzbank. Wir würden nicht in den Roten investieren, da er mehr verloren hat in 2011 und am meisten Zeit brauchte, den Verlust wieder gutzumachen. Er hatte im vorhergehenden Marktzyklus dasselbe Verhaltensmuster, und das Anlagehaus beurteilen wir als eher aggressiv in der Anlagepolitik. Die Entwicklung der drei Fonds bis Ende August 2016 zeigen wir in der nächsten Graphik.



Weil die **Fonds Auswahl für die Schweiz wegen dem beschränkten Universum zu klein ist**, denken wir global. Folgend zeigen wir die Entwicklung verschiedener Märkte seit 2011. Der Mittelwert (gleichgewichtetes Beispiel) dient als Basis für unsere Anlagen und ist ein sinnvoller Ausgangspunkt für ein Performancegespräch.

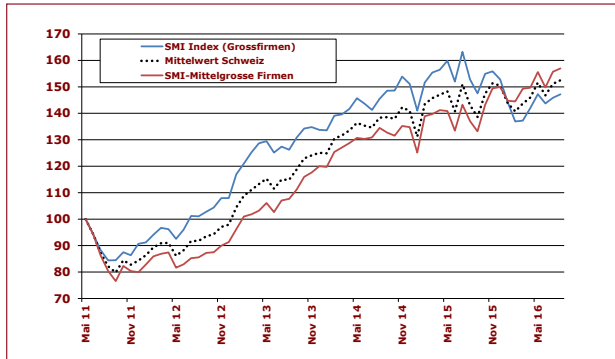


Eine globale Diversifikation hat selbstverständlich auch ihre Tücken. Entwicklungsländer haben die Gesamtperformance der letzten Jahre reduziert, obwohl die von uns gewählten Manager auf Qualitätsaktien im z.B. Konsum- und Infrastrukturbereich sitzen. Hohe Schwankungen von Rohwarenpreisen und unetliche Politik sind für die relative Schwäche der Entwicklungsländer in den letzten Jahren verantwortlich.

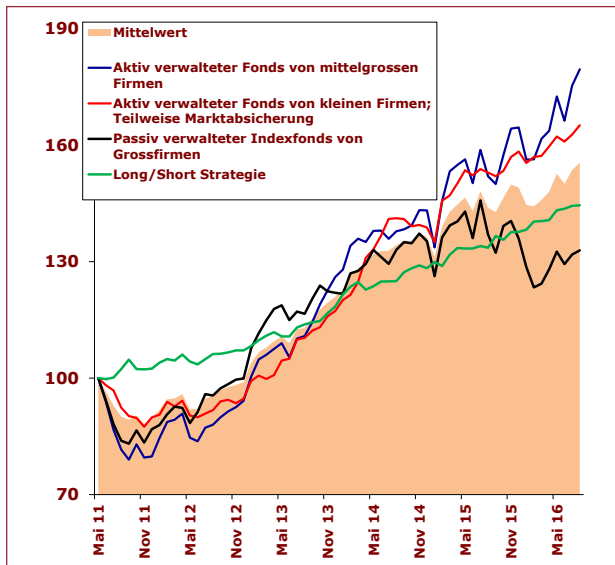
**Wieso ist Diversifikation überhaupt sinnvoll?** Speziell in den letzten Jahren, wo Zentralbanken der Industrienationen mit ihren Eingriffen den freien Markt untergraben haben, scheint es doch richtig zu sein, **in viele solide Firmen investiert zu sein**, und z.B. Anlagen in der Finanzindustrie zu meiden, was wir bei unserer Fonds Auswahl berücksichtigen. Der kontroverse Marc Faber hat das treffend beschrieben: „Im Moment wo jemand diversifiziert, wird die Performance suboptimal, aber **sie wird wahrscheinlich das Vermögen schützen**“.

Die Diversifikation spielt nur, wenn sich die Einzelstücke so unabhängig wie möglich bewegen, was erst mit einer globalen Diversifikation zum Tragen

kommt. Der Schweizer Aktienmarkt ist, dank vielen soliden Unternehmen, tendenziell einer der starken Märkte der Welt. Doch ist die Korrelation grosser und mittelgrosser Firmen hoch, was dem nächsten Bild entnommen werden kann.



Wie wir in der Vergangenheit immer wieder geschrieben, verfolgen wir zusätzlich zur globalen Diversifikation noch eine Strategiediversifikation, auf welche wir dieses Mal nicht eingehen. Die nachfolgende Graphik zeigt dies, anhand von vier unterschiedlichen Anlagestrategien aus der Schweiz, bildlich auf.



### Fassen wir zusammen:

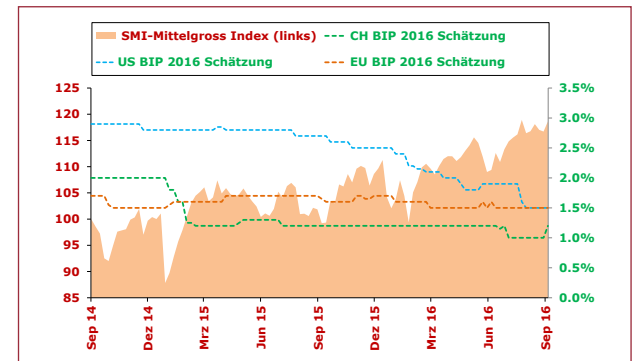
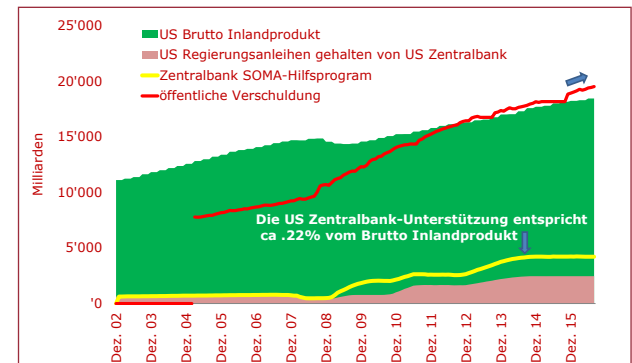
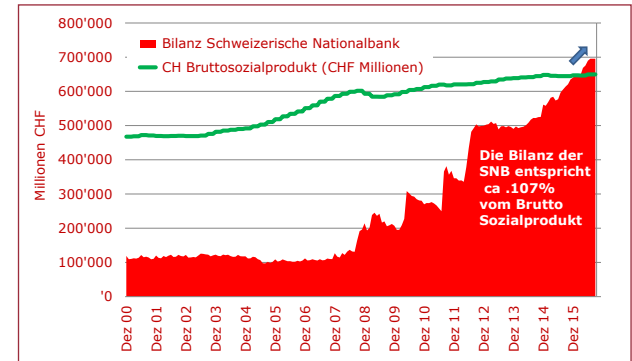
- Die verschiedenen westlichen Zentralbanken beeinflussen und verfälschen die freie Preisfindung an den Aktien-, Obligationen- und Währungsmärkten. Sie fördern die günstige Kreditaufnahme. **Ausstiegspläne aus den eingegangenen Klumpenrisiken gibt es scheinbar nicht**, ausser der Hoffnung, dass via Wirtschaftswachstum, Schulden über Zeit getilgt oder weg inflationiert werden. **Die Wirtschaft reagiert nicht auf diese Theorie** (siehe Graphiken rechts).

- Wir können nicht wissen, in welchem Land die Investoren zuerst die Nerven verlieren.

- Passive Anlagen sind günstig, weil niemand die Anlageauswahl des Indexkorbs trifft. Sie begünstigen und reflektieren das durch die Nationalbanken geschaffene Luftschloss.

- Aktiv verwaltete Fonds sind aufwändig zu Finden und Analysieren. Das Fondsportfolio muss unabhängig von einem Referenzindex zusammengestellt sein. Dadurch halten erfahrene, aktive Manager solide Firmen im Portfolio. **Mit was sonst wären wir besser gewappnet als bereits vorgängig zu einer unerwarteten Situation weltweit Qualitätsfirmen zu besitzen?**

Die geäusserten Meinungen in diesem von Lenox Capital AG verfassten Bericht basieren auf Quellen und Informationen, die wir als zuverlässig erachten. Lenox Capital AG kann jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen geben. Des weitern kann sich die Interpretation und Meinung der Lenox Capital AG jederzeit an neue Marktgegebenheiten anpassen. Der Leser dieses Berichts ist eigenverantwortlich für seine Anlageentscheide und Aktivitäten.



Lenox Capital AG  
Löwenstrasse 11, CH-8001 Zürich.  
T +41 44 210 25 55  
markus.bamert@lenox-cap.ch