

Winterthur, 20. März 2015

## Marketview 2. Quartal 2015

Geschätzte Kunden und Partner

Wir freuen uns sehr, Ihnen die zweite „Marketview“-Ausgabe in diesem Jahr vorzustellen. Getrost nach dem Motto „the trend ist your friend“ geht die Rettungsfarce Europas in die nächste Runde. Rettet nun die Europäische Union die Griechen oder Griechenland den europäischen Rettungsgedanken?

Wie auch immer, der globale Rettungs- und Gelddrucksegen führt schon seit längerem dazu, dass Aktien beispielsweise kräftig zulegen, während die Unternehmensgewinne und die Investitionslust der Unternehmer deutlich geringer ausfallen. Das ist eigentlich alles andere als gesund. Doch das oben gewählte Motto ist für ein viel gewichtigeres Muster typisch: nämlich dem Anlegerherdenverhalten wider besseren Wissens.

Die vorliegende Ausgabe versucht, diesem Widerspruch am noch jungen Gedankengut der Behavioral Finance nachzugehen.

Mit herzlichem Gruss aus Winterthur

Kalypso Partners AG

---

KALYPSO PARTNERS AG

Zürcherstrasse 262  
8406 Winterthur  
Schweiz

Telefon +41 52 266 06 40  
info@kalypsopartners.ch

---

## „Marketview“

Das Jahr des Schafes – the Crowd: A Study of the Popular Mind<sup>1</sup>?

### Das Jahr des Schafes

Wir sind gemäss chinesischem Kalender im Jahr des Schafes.<sup>1</sup> Dieses weidet friedlich und freundlich und Schafsjahre sind, anders als etwa die Jahre des Drachen, traditionell Jahre ohne große Höhen und Tiefen. Es wird, glaubt man der traditionellen Überlieferung, ein gemütliches Jahr, dass von langsamem Wachstum geprägt sein wird. Schafe gelten in der chinesischen Mythologie deshalb als kreativ- und antriebslos und neun von zehn im Jahr des Schafes geborene Menschen sollen unglücklich werden. Wohl deshalb wollten zahlreiche Eltern kein Risiko eingehen und ihre Sprösslinge per Kaiserschnitt noch unter dem glänzenden Stern des Pferdes zur Welt bringen.

Dabei obliegt dem Schaf eine ganz eigensinnige und umso wichtigere Eigenschaft: es „meckert“ nämlich so lange, bis sich Gerechtigkeit einstellt. Der ifo-Geschäftsklima Index in Deutschland verspricht gegenwärtig ein solch langsames, aber stetiges Wachstum. Nichts zu meckern also? Oh doch, denn in einer Welt, wo die Gelddruckmaschinen der Zentralbanken die Bewertungsgrundlagen von Aktienmärkten zumindest partiell ausser Kraft setzen (Börsengalopp in Europa, Börsencrash in der Schweiz zu Beginn des Jahres), gewinnt die Unzufriedenheit des Caprinae mit jeder neuen (Rettungs-)Massnahme, die der Realwirtschaft keinen direkten Nutzen bringt, zusätzlich an Bedeutung. Nehmen wir ein ganz spezifisches, durch die Notenbanken produziertes Problem: die Entwicklung der Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber dem Eurosystem. Diese wurden alleine im Januar 2015 um 54 Mrd. Euro auf 515 Mrd. Euro erhöht. Es handelt sich damit um einen der größten Anstiege seit Ausbruch der Finanz- und Eurokrise. Dahinter verbirgt sich aller Wahrscheinlichkeit nach eine massive Kapitalflucht aus Griechenland sowie auch ein

spekulativer und wohl eher temporärer Rückfluss aus der Schweiz nach der Aufgabe der Währungsbindung. Gleichzeitig vermag Italien einen Kapitalzufluss zu verzeichnen, nachdem 2014 ein massiver Kapitalabfluss zu beklagen war. Die starken Bewegungen der Targetsalden lassen vermuten, dass die massiven Interventionen der EZB in hohem Masse dazu dienen, den Vermögenseigentümern Griechenlands und ausländischen Anlegern die Flucht zu erlauben. Dieser Sachverhalt auf dem Buckel des europäischen Steuerzahlers ist einer Konkursverschleppung im Privatrecht ähnlich. Er ist ungerecht und verstärkt die Unzufriedenheit des Schafes stetig. Und was in diesem Zusammenhang gerne vergessen geht: Schafe sind Wiederkäuer und deshalb stossen Ungerechtigkeiten solange auf, bis sie behoben sind. Und gerade weil wir uns im scheinbar unaufhörlichen Trott einer steten Aufwärtsbewegung der Aktienmärkte suhlen wird es eben dann gefährlich, wenn eine kritische Masse meckernder Schafe die gerechte Sache der Gelddruckpresse hinterfragt und Anomalien wie etwa jene der Targetsaldenbewegungen beklagt. Die logische Folge wäre die Bereinigung einer solchen und daraus erfolgter oder daraus bereits zuvor eingeleiteter Abnormitäten.

Und damit kommen wir auf einen eigentlich ziemlich banalen Zusammenhang zwischen Behavioral Finance und der Logik des Schafes: die noch junge Disziplin der Verhaltensökonomie ist vor allem eine Sammlung von Anomalien – und wir stecken durch die seit Jahren von den Zentralbanken verfälschten Märkten zweifellos mitten in einer solchen. Es wäre deshalb viel zu einfach zu behaupten, dass sich der gegenwärtige Konjunkturzyklus auf Grund seiner Dauer dem Ende zuneigt und wir aufgrund dieser Beobachtung eine Börsenkorrektur zu erwarten hätten – nein, auch Dauer und Ausmass dieses Zyklus werden durch die Mutter aller Anomalien, die Druckpressen der grossen Zentralbankinstitute, geprägt. Orientierung tut deshalb Not, weil konventionelle Bewertungsgrundlagen weitgehend obsolet geworden sind und

<sup>1</sup> <http://www.xuexizhongwen.de/mondkalender-2015.htm>

## „Marketview“

Das Jahr des Schafes – the Crowd: A Study of the Popular Mind“?

Warner aller Art rasch als Scharlatane abgetan werden. Zumindest unsere Unabhängigkeit sollte Verpflichtung genug sein, Chancen und Risiken im Sinne unserer Leser und Kunden, und im Wissen um das Herdenverhalten der Anleger abzuwägen – Freiheit ist ein ab und zu äusserst unbequemes Gut, weil es die Verpflichtung in sich birgt, Unangenehmes und Unerfreuliches zu portieren – auch wenn das dem gemeinen Herdenverhalten nicht immer entsprechen mag und die Börsen im hier und jetzt noch andere Muster erkennen lassen. Doch was bedeutet das nun übersetzt auf die einzelnen Anlageklassen?

### Bond View

Wenn die Inflation wieder anzieht (und das wird sie) und der Nominalzins *im gleichen Masse* ansteigt, bleibt dem Anleger real nichts mehr. Jene, die Ihnen heute weismachen, dass höhere Zinsen für Sie zu höheren Einnahmen führen, haben nichts verstanden. Im Gegenteil. Die Zinsen bleiben trotz steigender Tendenz real auf Jahre hinaus tief. Die Kurse für heute emittierte Festverzinsliche dürften dann bei real gleich tiefen Zinsen fallen – und dafür erhält der Investor heute unserer Meinung nach keine zureichende Risikoprämie am Markt. Gefragt sind deshalb immer stärker alternative Modelle. Das können Anlagen im Hochverzinslichen Bereich sein, ein simples Management der Duration mittels eines Futures oder nachrangige Anleihen mit guter Bonität, welche eine tiefe Duration aufweisen. Nur so, aber dann umso mehr, bleiben Anleihen auf mittlere Sicht *risikogewichtet* eine attraktive Alternative zu anderen Anlageklassen.

### Equity View

Ausgeprägt ist das Herdenverhalten gegenwärtig vor allem an den Aktienmärkten. Wie Lemminge laufen die Investoren dem Kauftrend hinterher und erwerben scheinbar grenzenlos Aktien. Die Alternativlosigkeit lässt Aktienkurse noch weiter steigen und schmälert die zukünftig zu erwartende Rendite auf den Papieren inzwischen stark. Doch wann genau ist der Punkt erreicht, bei dem ein Grossteil der Herde erkennt, dass sich das Eingehen grossen Risiken für einige mickrige Rendite-

punkte pro Jahr nicht mehr lohnt? Fairerweise muss man aber auch zugestehen, dass sich die Aktienrenditen in einigen Ländern stark relativieren lassen. So hat der Eurostoxx 50 seit einem Jahr zwar rund 20% an Rendite erzielt, gleichzeitig verloren ausländische Investoren aber denselben Prozentbetrag auf die europäische Valuta. Somit dürfte augenscheinlich werden, was die Kurse in gewissen Märkten getrieben hat. Nicht die bessere Wirtschaftslage oder bessere Unternehmenszahlen, sondern der Zerfall der eigenen Währung. Dass dies allenfalls zu höheren Exporten führt und gewisse Branchen stark unterstützt, ist natürlich nicht von der Hand zu weisen.



Grafik: UBS Quotes, Rendite Eurostoxx 50 vs EUR/USD

Und: die so gewonnene relative Stärke vermag wünschenswerte Impulse für die wirtschaftliche Genesung Europas zu geben. Deshalb sollten in diesem Jahr die europäischen Börsen besser laufen als die amerikanischen. In den Staaten wirkt der massiv erstarkte USD, wie bereits in der Ausgabe 4/2014 vermutet, inzwischen als grosser Bremsklotz für die Unternehmensgewinne. Soll deshalb auf amerikanische Titel im Depot verzichtet werden? Nein, aber just hier obliegt der Aktienbewertung eine zunehmend grössere Rolle. Konnte man im vergangenen Jahr noch blind einen ETF auf den S&P 500 kaufen, akzentuiert sich die Bewertungssituation in diesem Jahr merklich. Das hat einerseits eben mit der Währung, andererseits aber auch mit der FED zu tun, denn sollten diese die Zinsen in Kürze ernsthaft ein erstes Mal anheben, ver-

## „Marketview“

---

### Das Jahr des Schafes – the Crowd: A Study of the Popular Mind“?

stärkt sich dieser Trend wohl. Kurz: US-Märkte gehören nach wie vor in ein Aktiendepot, aber die Lösungsansätze spielen eine zunehmend grössere Rolle, damit Schafe wieder friedlich weiden. Last but not least dürfte der stärkere US-Dollar als Kurstreiber für die geschundenen asiatischen Märkte wirken. Insgesamt bleibt der steigende Trend an den Aktienmärkten aufgrund der Alternativlosigkeit vorerst ungebrochen. Selbst Angriffe und sogar vermeintliche Durchbrüche der berühmten 200 Tageslinie, so z.B. im Dax im Winter 2014/2015 geschehen, konnten die Aktienherde nicht vertreiben. Doch weshalb lässt sich das Herdenverhalten wider besseren Wissen (noch) nicht beeinflussen? Wir glauben, die Situation anhand der Edelmetallmärkte etwas transparenter auflösen zu können.

### Precious Metal View

Die Lage bei den Edelmetallen und Minengesellschaften präsentiert sich weiterhin wenig konstruktiv. Aus charttechnischer Sicht wurden sogar noch einmal diverse wichtige Unterstützungslinien gebrochen. Es ist nicht auszuschliessen, dass die alten Tiefststände erneut getestet werden. Es gibt Stimmen im Markt, welche erneute Tests bei USD 1'050 oder tiefer erwarten. Daraufhin deutet zumindest der seit längerer Zeit anhaltend hohe Überhang an spekulativen Short-Positionen. Und der Trend wird wohl noch unterstützt werden: Das gewaltige, seit März 2015 laufende quantitative Lockerungsprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB) im Umfang von total 1'140'000'000'000 Euro reiht sich nahtlos in den globalen Abwertungswahnsinn der Amerikaner und Japaner ein. Damit steigt nun auch die wirtschaftlich bedeutende Region Europa in den verheerenden Abwertungswettlauf ein. Die geldpolitische Kriegsmaschinerie dominiert die Trends an den Aktien- und Anleihenmärkten. Die Folgen sind noch kaum absehbar, die Richtung hingegen schon: das Papiergeld wird sukzessive entwertet.

Das Weideland der Edelmetalle – und Rohstoffe gleichen bis dato eher einer zunehmend morbiden Wüstenlandschaft und die Behauptung von

künftig saftigen, nahrhaftem und grünem Gras gleicht gegenwärtig einer eher schlecht durchdachten Ironie zweitklassiger Ewiggestriger. Doch genau hier liegt der Wunde Punkt des Herdenverhaltens: Wenn dereinst der Vertrauensverlust in die Werthaltigkeit der getroffenen „Rettungsmassnahmen“ der Zentralbanken auf die Märkte umschlägt, werden herdenweise Schafe ihre erlittenen „Ungerechtigkeiten“ (in Form von sinkenden Börsenkursen) durch das rettende Nadelöhr der Edelmetalle auszugleichen versuchen, um möglichst rasch den historisch bewiesenen und beständigen Schutz der Werterhaltung zu erhalten. Dann aber wird es nach unserem Dafürhalten bereits zu spät sein - Edelmetalle und Rohstoffe gehören deshalb bereits heute als *strategische* Position in Depots, um dem Tag X zu begegnen. Wer nur steten Cash-flow sucht und keine Angst vor Marktvolatilitäten hat, braucht keine zinslosen Goldbarren.

### Fazit:

Der Zustand im Rohstoff- und Edelmetallbereich unterstreicht die gegenwärtige Herausforderung für Vermögensverwalter. Die Anlageklasse liefert keine Rendite und versinkt ins Bodenlose, zumindest Edelmetalle werden aber zum Zeitpunkt eines Trendwechsels sehr rasch und äusserst stark an Wert gewinnen, eben weil sich erstens herdenweise Schafe durch das Nadelöhr des saftig grünen Weidelandes von einem Ort zum Nächsten in Sicherheit bringen wollen und sie sich zweitens wohl oder übel über die vermeintlich erlittenen Ungerechtigkeiten (also Verluste) am Aktienmarkt beschweren. Ja, auch wir Vermögensverwalter wünschten uns zeitweise die agile und logische Sicht des Pferdes, denn in einem fortlaufenden Trend nützt es leidlich wenig, immer wieder auf die eigentlich viel zu teuren Anleihen- und Aktienmärkte hinzuweisen. Solange der Trend läuft, wollen die Schafe auch nach den Erfahrungen von 2007/2008 wider besseres Wissen mitziehen und beschweren sich erst, nachdem sich die Ungerechtigkeit bereits eingestellt hat. Kommt noch eine spezifische Eigenschaft von uns Säugetieren (und da sind Schafe und Menschen nicht weit auseinander) hinzu: die Gier. Sie ist es, die uns immer wie-

## „Marketview“

---

Das Jahr des Schafes – the Crowd: A Study of the Popular Mind“?

der anleitet, nur noch ein kleines Stück vom saftigen Weidegras für uns zu behalten. Diese praktizierte Lüsterheit lähmt uns und nährt den gegenwärtigen Trend an den Aktienmärkten. Und doch - und vielleicht gerade deshalb - wollen wir es noch einmal betonen: Je länger solche Trends laufen, umso schmerzvoller und heftiger wird die Trendumkehr. Im Falle unserer Heimatmärkte Schweiz und Europa sehen wir das Verschreiben von Calls als probate „Angsthasenstrategie“, im Falle der USA setzen wir künftig auf deutlich unterbewertete Aktien. All dies bedeutet, den globalen Megatrend an den Aktienmärkten nicht zu verpassen, gleichzeitig aber die Risiken einer Trendumkehr stark einzudämmen – auch wenn das im hier und jetzt etwas Rendite kosten mag. Uns ist die Strategische Positionierung eines Portfolios wichtiger als das unnütze und bis-zum-geht-nicht-mehr bemühte Geplänkel um taktische Variationen im Portfoliokontext. Das kostet den Kunden nur und gleicht einer Regenschirmversicherung, die bei Regen den Schirm schliesst.

Und um das Herdenverhalten mit einer persönlichen Erfahrungsbilanz abzurunden: je länger Trends laufen, umso leichtsinniger werden Anleger und Verwalter im gleichen Masse – auch dieses Mal und obschon jedermann weiss, dass die Strukturprobleme der seit 2007 grassierenden Finanzmarktkrise alles andere als gelöst sind. „The trend ist your friend“ - ja, vielleicht ist das so, Trendbrüche (wir würden auch die Analogie Schwarzer Börsenschwäne bemühen wollen) hingegen kommen aus dem scheinbaren Nichts, sind heftig und zerstören im Handumdrehen jahrelange Aufbauarbeiten in Depots. Vor allem darüber sollte man sich im Kontext eines nachhaltigen Vermögenserhalts Gedanken machen.

**Dr. Thomas Langer, 20. März 2015**