

LEKTIONEN FÜR KONTRÄRE ANLEGER IN EINER NEUEN ÄRA DER VOLATILITÄT

ÜBERBLICK

In dieser Ära der Marktvolatilität ist eines sicher: Unser Geschick wird gründlich auf die Probe gestellt. Im Folgenden präsentieren wir 10 Lektionen für die Kapitalanlage, die konträren Anlegern dabei helfen, sich in dieser neuen Zyklusphase zurechtzufinden.

Im letzten Jahr wurden die Märkte weltweit durch die von den USA ausgehenden Handelsspannungen und Unruhen in Schwellenländern erschüttert, die das ganze Jahr über immer wieder zu Volatilitätsschüben führten. In Europa sind die Konjunkturdaten und das Gewinnwachstum nach wie vor robust. Der Aktienmarkt wurde jedoch durch wahllose Verkaufswellen durchgerüttelt, da sich die Anleger durch geopolitische Stürme verunsichern liessen. Die makroökonomischen Verschiebungen hatten zwar keinen Einfluss auf unsere Anlage- und Entscheidungsfindungsprozesse. Doch diese Art von kurzfristigem Handeln untergräbt das Anlegervertrauen und treibt die Marktvolatilität in die Höhe.

Wir setzen auf Bottom-up-Anlagen mit einem geringen Umschlag. Deshalb richtet sich unser Fokus auf die Fundamentaldaten von Aktien. Hier erkennen wir Anzeichen für einen zunehmend asymmetrischen Markt. Aktien sind sensibler gegenüber negativen Gewinnüberraschungen geworden, während übertroffene Gewinnerwartungen nicht im gleichen Verhältnis belohnt werden. Angesichts dieser Veränderung der Risiko-Rendite-Dynamik überprüfen wir ständig, ob unser Risikomanagement in Relation zur Grösse



Mike Clements
Economist

«Die wieder erwachte Volatilität bietet den Anlegern die Chance, Marktströmungen und attraktive Einstiegspunkte zu nutzen.»

der Positionen angemessen ist. An einem höchst sensiblen Markt kann es sich auszahlen, beim Aufbau von Positionen eher schrittweise vorzugehen, um bei Volatilitätsschüben eine grössere Flexibilität zu haben.

Ein positiver Effekt der Top-down- und Bottom-up-Trends, die zur Rückkehr der Volatilität geführt haben, besteht darin, dass sie auch Chancen zur Ausnutzung von Marktbewegungen und attraktiven Einstiegspunkten schaffen. Solche Marktlagen stellen das Geschick eines aktiven konträren Anlegers auf die Probe. Während sich die Anleger für eine potenzielle neue Zyklusphase rüsten, erkläre ich die zehn Lektionen für konträre Anlagen, die ich in zwanzig Jahren Analyse europäischer Aktien gelernt habe.

DER ZEIT EIN WENIG ZEIT LASSEN

Jeder Fondsmanager möchte besser als der Markt abschneiden. Doch was kann er tun, um sich von den Konkurrenten abzusetzen? Eine Möglichkeit besteht darin, sich mehr Informationen als die Konkurrenz zu beschaffen. In einer Zeit, in der alle Informationen sofort zur Verfügung stehen, erweist sich diese Strategie aber entweder als unmöglich oder als illegal. Informationen besser zu analysieren als alle anderen, ist eine weitere Möglichkeit. Doch bei den umfassenden Recherchen die Tausende von Analysten täglich ausführen, ist dieses Unterfangen ebenfalls nur schwer zu bewerkstelligen. Die einzige realistische Lösung um den Markt zu schlagen, besteht darin, einen längeren Zeithorizont zu wählen und guten Ideen dadurch ausreichend Zeit zur Entfaltung ihres Potenzials zu lassen.

ES WIRD ZU TURBULENZEN KOMMEN

Auf einem Flug sind Luftturbulenzen unangenehm, aber nicht schädlich. Das Gleiche kann über Phasen der Underperformance im Verlauf einer Anlage gesagt werden. Manchmal sind konträre Anleger zu früh dran, und eine unbeliebte Aktie fällt noch weiter, bevor sie den Tiefpunkt erreicht. Dies ist die Zeit, in der es wichtig ist, Mut zur eigenen Überzeugung zu haben. Das mag nicht besonders angenehm sein. Sich auf der falschen Seite des Marktes zu befinden, ist jedoch häufig der kurzfristige Preis, den ein Anleger für langfristiges Alpha zahlen muss.

Dabei darf man nicht vergessen, dass ein konträrer Anleger zwangsläufig Schwächephasen überstehen muss. Hier ist es wichtig, nicht dem Marktdruck zu erliegen und Reflexreaktionen zu vermeiden: Bleiben Sie Ihrem Prozess treu und lassen Sie sich nicht von Strömungen mitreißen. Am Höhepunkt des Marktdrucks müssen Manager von High-Conviction-Portfolios, die auf starken Überzeugungen beruhen, Widerstandskraft beweisen. Um die Anleger zu beruhigen, müssen sie zeigen, dass sie zuversichtlich sind, die langfristigen strategischen Ziele zu erreichen.

AUS FEHLERN LERNEN

Es reicht nicht aus, einfach konträr zu sein. Sie müssen auch auf die veränderliche Dynamik des Marktes reagieren. Risiken zu messen und richtig zu gewichten, ist eine entscheidende Voraussetzung, um langfristig ein nachhaltiges Alpha zu erzielen. Als Team achten wir darauf, auf welche Weise wir Positionen eingehen und wieder abstossen. Wir überprüfen kontinuierlich, wie sich diese Positionen auf die Gesamtvolatilität und die Anlageerträge des Portfolios auswirken und welche Beiträge sie dazu leisten. Auf dem Papier mag eine konträre Idee zwar phantastisch erscheinen. Sie muss jedoch im Zusammenhang mit der Rendite, Volatilität und Diversifikation des Gesamtportfolios betrachtet werden.

ES KANN EINE WEILE DAUERN, BIS MAN RECHT BEHÄLT

Manchmal dauert es länger als erwartet, bis der Markt Bewertungsanomalien oder Fehlbewertungen erkennt, die unsere Analysen aufgedeckt haben. Wie bei Phasen der Underperformance ist es wichtig, auf die Analysen und Prozesse zu vertrauen, um die entdeckte Bewertungsdiskrepanz zu realisieren.

Manchmal ist es auch nötig, umzudenken, wenn sich der Markt dreht. An diesem Punkt könnte es an der Zeit sein, über eine Rotation aus der Aktie nachzudenken.

GEDULD IST EINE TUGEND

Niedrig einsteigen und hoch verkaufen. Hinter dieser scheinbar einfachen Börsenweisheit verbirgt sich eine schmerzhaft wahrheit: Niedrig einsteigen ist leichter gesagt als getan. Es erfordert viel Mut, dem Gruppendruck zu widerstehen und die Finger von gefragten, aber teuren

Aktien zu lassen. Ausserdem bedeutet es, unbeliebte Aktien zu kaufen oder in Zeiten der Panik zu investieren.

Vor allem aber gilt es, Geduld zu üben. Anleger müssen ihre Hausaufgaben machen und auf den richtigen Zeitpunkt für den Kauf warten. Fallende Märkte sind ein guter Einstiegspunkt. Nach dem Kauf müssen sie dann weiter ausharren, manchmal sogar Jahre, bis sich die Marktmeinung ändert und auch andere Anleger die Vorzüge der Aktie erkennen.

EINEN VERÄNDERLICHEN MARKT ERWARTEN

Es ist wichtig, nicht zu vergessen, dass sich der Markt in einem ständigen Wandel befindet. Die nächste Phase des Zyklus vorherzusehen, kann sich auszahlen. Wir eröffneten zum Beispiel Ende 2016 eine Position in Flow Traders, nachdem der Aktienkurs des Unternehmens aufgrund der niedrigen Volatilität und des geringeren Handels mit ETFs abgestürzt war.

Die EBIT-Marge des Unternehmens war vom mittleren 40er in den mittleren 20er Bereich gefallen, da der Markt das Wachstumspotenzial des Unternehmens kurzerhand nicht mehr zur Kenntnis nahm. Flow Traders ist ein Beispiel für eine Aktie, bei der es sich unserer Meinung nach lohnt, sechs oder zwölf Monate zu früh dran zu sein. Tatsächlich schoss der VIX in den ersten zwei Februarwochen steil in die Höhe und der Aktienkurs von Flow Traders schnellte in einem Monat um 60% nach oben. Und wir gehen davon aus, dass eine weitere Volatilität zu weiteren Kursbewegungen beiträgt.



WEITERE KURS RÜCKGÄNGE VERMEIDEN

Leider können günstige Aktien für lange Zeit günstig bleiben. Fondsmanager sollten ihre Anleger davon überzeugen, Ausdauer zu beweisen. Sie müssen einen kühlen Kopf bewahren, um sich auch dann zurückzuhalten, wenn der übrige Markt steigt und die Aktienkurse von Unternehmen, die sie als viel zu teuer ansehen, täglich weiter klettern. Anleger werden nicht akzeptieren, wenn sich Aktien, die von Fondsmanagern als «Geheimtipps» angepriesen wurden, als «Wertfallen» entpuppen – also

Aktien von Unternehmen, die günstig aussehen, in Wirklichkeit aber unter einer strukturellen Verschlechterung des Geschäftsmodells leiden.

Folglich ist es bei langfristigen Anlagen unerlässlich, die Verlustrisiken zu minimieren und drastische Einbrüche zu vermeiden. Dies kann nur durch eine umfassende und sorgfältige analytische Recherche erreicht werden. Damit lassen sich die Performancetreiber von Unternehmen ermitteln und die Solidität ihrer Bilanzen beurteilen. Zusätzlich müssen gründliche Simulationen von «Worst-Case-Szenarien» durchgespielt werden.

NACHHALTIGE WETTBEWERBSVORTEILE ERKENNEN

Die beiden wesentlichen Auswahlkriterien für die richtigen Aktien sind im Grunde ganz einfach. Die erste Regel lautet, hochwertige Unternehmen zu kaufen. Als zweite Regel gilt, hochwertige Unternehmen zu attraktiven Bewertungen zu erwerben. Auch dies scheint eine Binsenweisheit, doch wie so oft gilt: leichter gesagt als getan.

Wodurch zeichnet sich ein gutes Unternehmen aus? Für langfristige Anlagen sollten Unternehmen ausgewählt werden, die über einen fundamental nachhaltigen Wettbewerbsvorteil verfügen. Dabei kann es sich um eine starke Marke wie LVMH, eine marktbeherrschende Stellung, die Preissetzungsmacht verleiht, wie bei Legrand, einen Billiganbieter wie easyJet oder einen technologischen Vorteil wie bei Sanofi handeln. Um die andere Seite der Gleichung – die attraktive Bewertung – in den Griff zu bekommen, muss man sich auf den freien Cashflow konzentrieren, den das Unternehmen generiert. Der freie Cashflow ist der eigentliche bestimmende Faktor für den Vermögensaufbau und weniger anfällig für Manipulationen in den Büchern.

DEN GRUND FÜR EINE GÜNSTIGE BEWERTUNG VERSTEHEN

Leider wachsen wirklich gute Unternehmen, die einen hohen freien Cashflow generieren und attraktiv bewertet sind, nicht auf Bäumen. Deshalb ist es wichtig zu verstehen, warum beide Faktoren zuweilen gleichzeitig auftreten. Dafür gibt es drei mögliche Ursachen: negative Anlegerstimmung in Bezug auf ein Land oder einen Sektor, wie bei Spanien nach 2008, negative Stimmung aus zyklischen Gründen oder Flucht in «sichere Werte», wenn Anleger willkürlich aus Aktien flüchten, oder Besorgnis über das Geschäftsmodell eines bestimmten Unternehmens. Nach der Ermittlung der Ursache für eine günstige Bewertung lässt sich beurteilen, ob sie gerechtfertigt ist oder nicht.

DISZIPLIN UND GEDULD ZAHLEN SICH AM ENDE AUS

Wie alle guten Anlageideen stützen sich auch Contrarian-Strategien auf den gesunden Menschenverstand und erscheinen im Grunde genommen unkompliziert. Was mühelos aussieht, erfordert natürlich in Wirklichkeit jede Menge Arbeit, Mut und Disziplin. Mehr als bei anderen Strategien gilt hier das Motto «Geduld ist eine Tugend». Denn Positionen werden in der Regel über drei bis fünf Jahre gehalten – darunter viele zum anfänglichen niedrigen Kurs. Ein Fondsmanager braucht deshalb vor allem zweierlei: Nerven wie Drahtseile und treue Anleger. Doch als Belohnung winken eine erhebliche Outperformance und eine geringe Volatilität.



Contrarian-Strategien stützen sich auf den gesunden Menschenverstand und erscheinen relativ unkompliziert. Was mühelos aussieht, erfordert jedoch enorm viel Arbeit, Mut und Disziplin.