



IM KONSENS UND MIT DEM TREND – ODER KONTRÄR UND ANTIZYKLISCH?

Der ungebrochene Trend Künstliche Intelligenz hat in den Aktien der großen Technologie-Konzerne, der „Magnificent Seven“ und ihren Investoren beste Freunde gefunden. In den letzten Jahren funktionierte Trendfolge – sofern man auf den richtigen Trend setzte: Vor dem russischen Überfall auf die Ukraine waren auch Investitionen rund um das Thema Nachhaltigkeit samt alternativer Energiequellen wie Wasserstoff ein als langfristig eingeschätzter Trend. Insbesondere Aktien jener Clean-Energies haben sich seither teils mehr als halbiert. Nur eine Zwischenzäsur? Der Verbrauch fossiler Energieträger hat die Vor-Corona-Werte überschritten.

Wer prognosefrei und bewertungsorientiert vorgeht, sich mit fundierten Überzeugungen auch gegen den Marktkonsens, gegen den Trend stellt, benötigt kaum eine Trendeinschätzung oder den Versuch einer solchen. Dieser Investor weiß eines: Er kauft günstig ein und folgt nicht einer teils anzuzweifelnden Schwarm-Intelligenz, sondern hat eine eigene Überzeugung.

Statt einem möglicherweise überhitzten Trend hinterherzulaufen, stellen wir Ihnen solche „Contrarians“ und Antizykliker näher vor. Auf unsere Fragen antworten diesmal Peter Frech, Portfoliomanager bei der Quantex AG, Zürich, Peter E. Huber, Partner und Portfoliomanager bei Taunus Trust, Bad Homburg, und Luca Pesarini, Verwaltungsratsvorsitzender der ETHENEA Independent Investors S.A., Luxembourg, Gründer und Senior Portfoliomanager der Ethna Funds.

- **Gehen wir gleich in die Vollen: Würden Sie sich als Contrarian-Investor, als Antizykliker bezeichnen? Mit welchen Überzeugungen und Vorteilen für Ihre Anleger?**



Peter Frech

Auf jeden Fall. Wir kaufen, was unpopulär und damit günstig ist. Der Trick dabei ist, möglichst nur Titel zu erwerben, welche aus vorübergehenden oder Image-Gründen unpopulär sind. Firmen mit potenziell tödlichen Problemen wollen wir vermeiden, egal wie unpopulär sie erscheinen.

Peter E. Huber

Ja, ich bin Contrarian aus Überzeugung. Ein halbes Jahrhundert Erfahrung beim Geld anlegen haben mich gelehrt, dass man nur abseits des Konsenses einen Mehrwert für die Anleger erwirtschaftet.

Bitte vormerken:

VERMÖGENSWERWALTER-DIALOG

am 26. November 2024 in München
mit Peter Frech, Quantex AG

Daher gehen wir bei unseren Investments immer nach dem „UUU-Prinzip“ vor: sie müssen unbeliebt, bei den Anlegern untergewichtet und unterbewertet sein. Dann bieten sich uns regelmäßig attraktive Einstiegschancen, die sich über die mittlere Frist in höhere Renditen übersetzen, denn auch bei der Geldanlage gilt: „Der Gewinn liegt im Einkauf“. Für unsere Anleger hat sich diese Philosophie über die Jahre in sehr attraktive Anlageergebnisse übersetzt und eine Beimischung unserer Strategie hat überdies noch einen zusätzlichen Vorteil: da wir abseits des Mainstreams investieren, bietet unsere Strategie echte Diversifikation im Kundenportfolio neben passiven Anlagen und den üblicherweise deutlich benchmark-näheren Wettbewerbern.



Luca Pesarini

Grundsätzlich sollten Investoren und Kapitalanleger primär ihren Überzeugungen folgen, unabhängig davon, ob sie im Trend sind oder ob man antizyklisch handelt. Nur mit einer klaren Überzeugung ist man in der Lage, aus einer Idee eine Investitions-Strategie zu formen.

- **Wie betrachten Sie die gegenwärtigen großen Trends Künstliche Intelligenz und die Konsensmeinung Zinswende, also fallende Zinsen bzw. die Hoffnung darauf? Welche Zinserwartungen haben Sie für 2024 und die folgenden Jahre und wie positionieren Sie sich hieraus folgend?**

Peter Frech

Konsensmeinungen sind immer gefährlich, weil weitgehend in den Kursen eingepreist. Das Thema Künstliche Intelligenz sieht inzwischen nach einer klassischen Blase aus wie einst das Internet im Jahr 2000 – die wirtschaftlichen Auswirkungen sind real, doch die Aktien des Segments sind so bewertet, als wären alle Titel für immer die großen Gewinner. Zu den Zinsen haben wir keine Meinung. Uns fällt aber auf, dass die Realzinsen weiterhin sehr tief sind und die Anleihen westlicher Länder keine Sicherheitsmarge enthalten.

Peter E. Huber

Künstliche Intelligenz wird in den kommenden Jahren vermutlich immer mehr Einzug in unser Leben halten und starken Einfluss auf unsere Gesellschaft nehmen. Wer davon am meisten profitiert und wie die entstehenden Vorteile verteilt werden, ist aber noch völlig unklar, genauso wer eine führende Rolle einnehmen und verteidigen

kann und wie bzw. wie viel Profit er daraus schlagen wird. Daher sind uns viel zu viele Vorschusslorbeeren in den aktuell gehandelten „KI-Gewinnern“ eingepreist. Das resultierende Enttäuschungspotential ist entsprechend beachtlich, weswegen wir von diesen „Zukunftsthemen“ die Finger lassen. Unsere Erfahrungen z.B. mit japanischen Aktien in den 1990ern oder Internetaktien in den 2000ern mahnen uns zur Vorsicht.

Was den Konsens zur Zinswende angeht, sind wir ebenfalls skeptisch. Die weltweite Inflation ist hartnäckiger als erhofft und die Notenbanken haben zuletzt sehr zögerlich agiert, was durchaus nachvollziehbar ist. Die Zinsen bleiben u.E. also höher für länger! Und zwar auch, weil sie zwar nach dem Nullzinsumfeld vor 2022 deutlich angestiegen sind, aber die Realzinsen nach Abzug der Inflation immer noch sehr niedrig und deutlich unterhalb der langjährigen Durchschnitte notieren. Außerdem steigen die globalen Schulden immer stärker an, deutlich stärker als die Weltwirtschaft wächst. Das ist auf Dauer nicht tragbar, denn zu den aktuellen Zinssätzen werden die Anleger das resultierend steigende Bonitätsrisiko nicht mehr tragen und höhere Zinsen werden die Staatsfinanzen vieler Länder sprengen. Aus unserer Sicht eine sehr gefährliche Konstellation und das größte Risiko für die kommenden Jahre! Daher halten wir uns mehrheitlich von Anleihen fern und bevorzugen Aktien. Wir kaufen aufgrund der inversen Zinsstruktur nur kurze Durationen in bester Bonität als Liquiditätspolster.

wohl der tiefste Wert sein. Die Zinsen der langfristigen Staatsanleihen werden sich nach unserer Einschätzung kaum bewegen. Große Kursgewinne sind aus dieser Anlageklasse nicht zu erwarten.

► **Sind geopolitische Risiken eine (dauerhafte) Gefahr für Ihr Portfolio? Wie schützen Sie sich und Ihre Anleger vor den Auswirkungen dieser Risiken am Kapitalmarkt?**

Peter Frech

Die Gefahr ist sicher größer als jemals zuvor seit dem Mauerfall 1989. Wir kaufen keine Aktien in China oder Hong Kong und vermeiden auch Titel mit viel direktem Exposure, also Ausrichtung, nach China. Das Risiko, über Nacht alles zu verlieren oder die Papiere nicht mehr handeln zu können, ist den möglichen Mehrertrag nicht wert. Ein breit diversifiziertes Aktienportfolio mit viel Exposure in Emerging Markets (ohne China) erscheint uns sinnvoll. Ebenso halten wir in unserem Quantex Multi Asset einen ordentlichen Teil Rohstoffe und Gold, welche „blockfreie“ Anlagen sind und erfahrungsgemäß guten Inflationsschutz bieten. Denn eine höhere Inflation ist die wahrscheinlichste Konsequenz der meisten Risikoszenarien.

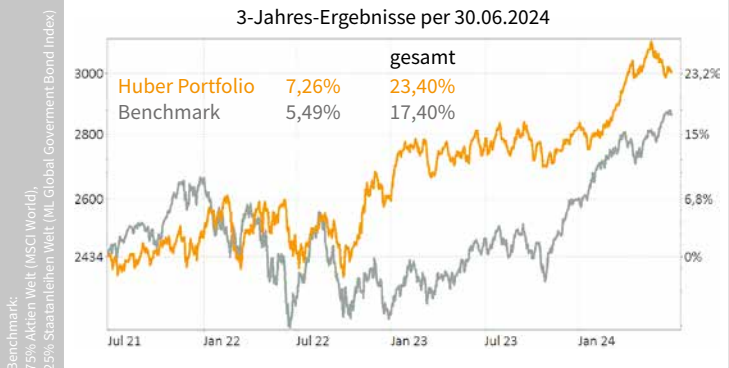


Peter E. Huber

Geopolitische Risiken werden in den kommenden Jahren eher zunehmen, die unipolare Weltordnung mit den USA als Hegemon zerfällt aktuell vor unseren Augen. Die zwei neuen Machtblöcke, zum einen „der demokratische Westen“ um die USA und zum anderen die Herausforderer um China, werden ihre Auseinandersetzungen zukünftig mit zunehmender Härte austragen, was auch auf die Geldanlage abstrahlt, wenn auch nur über die mittlere Frist. Die letzten Jahre haben eindrücklich gezeigt, dass auch die Kapitalmärkte als Waffe eingesetzt werden können. Da konkrete Entwicklungen aber nicht seriös prognostizierbar sind, erscheint uns Diversifikation das Gebot der Stunde. Insbesondere sollten sich „westliche“ Investoren darüber bewusst sein, dass die Kapitalmärkte aktuell vom Machtblock um die USA dominiert werden, während die Herausforderer kaum repräsentiert sind. Sollten sich die Machtverhältnisse weiter verschieben, kann man hier schnell „auf dem falschen Fuß“ erwischt werden. Wir investieren deshalb nicht analog zum Weltaktienindex über 60% in den USA, sondern global breit gestreut und eben auch signifikant in den „neuen Herausforderern“ aus den Schwellenländern. Außerdem halten wir knapp 10% des Fonds in physischen Edelmetallen. Denn Gold hat sich historisch immer wieder als „Krisenwährung“ bewiesen und das Portfolio stabilisiert, wenn die Kapitalmärkte unter Druck waren.

Luca Pesarini

Geopolitische Risiken sind immer eine enorme Herausforderung für jedes Portfolio. Ein dauerhafter effektiver Schutz ist kaum möglich. An exponierter Position befindet sich leider wieder einmal Europa.



Luca Pesarini

Die künstliche Intelligenz wird sich Stück für Stück in unser aller Leben einbringen und etablieren. Sie ist kein Trend, sondern viel mehr Realität und sie wird ihren festen Platz im Alltag vieler Menschen einnehmen. Wie viele Innovationen kommt sie aus den USA, während Europa diesbezüglich wenig zu bieten hat. Somit sind die besten Investitionsmöglichkeiten in den USA zu finden. Es sind sicherlich die großen Namen wie Apple, Alphabet, Microsoft und NVIDIA, die diesen Markt beherrschen werden.

Eine Zinswende wird es nicht geben. Klar, wenn die Inflation weiter fallen sollte (was eher unwahrscheinlich sein wird), könnten sich die kurzfristigen Zinsen ein wenig nach unten bewegen. 3,5 Prozent wird

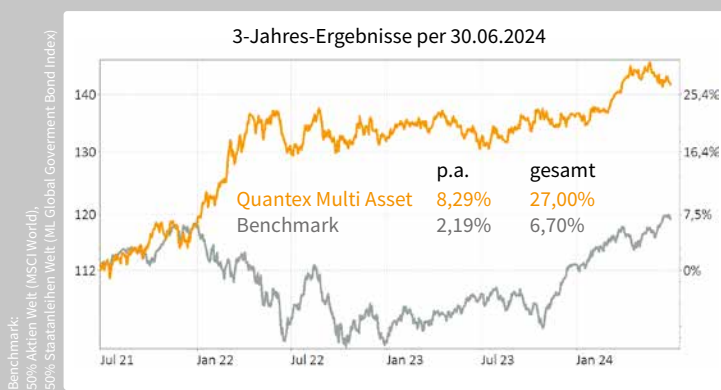
Benchmark:
75% Aktien Welt (MSCI World),
25% Staatsanleihen Welt (ML Global Government Bond Index)

Wir begegnen dieser Situation, in dem wir zum größten Teil in den USA investiert sind. Unser Dollar-Anteil liegt zurzeit bei 25 % und bietet einen guten Schutz gegen geopolitische Gefahren aller Art.

- **Zurückblickend: Welche waren Ihre konträrsten, antizyklischen Positionierungen, Gewichtungungen? Welche dieser waren Ihre erfolgreichsten, wann lagen Sie auch einmal daneben?**

Peter Frech

Wir hatten großen Erfolg mit dem Kauf von Gesundheitsaktien, während der Obamacare-Angst 2010, mit unpopulären PC-Titeln nach der Smartphone-Panik von 2012, mit südeuropäischen Aktien nach der Euro-Krise 2012-14 und zuletzt mit Öllaktien, welche wir im Sommer 2020 nach dem Corona-Crash und im allgemeinen ESG-Hype kauften. Ziemlich böse daneben lagen wir mit einigen südeuropäischen Bankaktien, welche wir nach der Eurokrise kauften. Nur wenige davon brachten Gewinne, bevor wir die Investments wieder aufgaben. Unserem Stil gemäß geraten wir immer wieder mal in eine Value Trap (Bewertungs-Falle), bei der eine Firma schneller kollabiert als gedacht. So geschehen etwa bei Einzelhändlern in massiver Schiefelage wie Gamestop (vor dem Meme-Stock-Hype 2021) oder Bed, Bath & Beyond.



Peter E. Huber

Da wir grundsätzlich antizyklisch agieren, haben wir hier eine breite Auswahl an spannenden Beispielen. Aktuell am präsentesten ist sicher unser massives Untergewicht im US-Markt, zum einen wegen den eben beschriebenen geopolitischen Erwägungen, aber vor allem weil der Markt sehr teuer und bei den Anlegern sehr beliebt ist. Das hat in den letzten Jahren leider Performance gekostet. Dafür konnten wir in Märkten wie Japan, die kaum ein Anleger auf dem Radar hatte, hohe Zuwächse verzeichnen als der Markt drehte. Sehr erfolgreich waren auch unsere antizyklischen Zukäufe in Deutschland in 2022, als die heimischen Aktien im Rahmen der Ukraine-Krise massiv auf einen DAX von unter 12.000 Punkten einbrachen oder unsere massive Aufstockung der Aktienquote auf über 90% im Rahmen der Corona-Pandemie in Q1 2020, als es Aktien für wenige Monate zu historisch günstigen Ausverkaufspreisen zu kaufen gab.

Luca Pesarini

Die größte antizyklische Überzeugung hatten wir im Jahr der Zinswende 2022. Damals sind die Zinsen am kurzen sowie am langen Ende sehr stark gestiegen und haben in den Rentenportfolios Verluste zwischen 25 % und 50 % erzeugt. Besonders bei langlaufenden Anleihen sind solche Verluste noch real. Diese Entwicklung haben wir vorhergesehen und unsere Portfolios dementsprechend mit Verkauf von Future Kontrakten abgesichert. Wir sind damals mit maximal einem blauen Auge davongekommen. Daneben liegen wir immer dann, wenn wir glauben, dass Market Timing auf der Aktienseite eine besonders gute Idee ist – ist sie einfach nicht.

- **Vorausschauend: Welche Branchen und Länder bevorzugen Sie derzeit im Gegensatz zum Konsens? Weshalb?**

Peter Frech

Wir sehen derzeit in zwei unpopulären Segmenten sehr viel Value: Zum einen bei Aktien von defensiven Branchen wie Konsumgütern, Lebensmittel-Einzelhandel und Gesundheit. Der Aktienmarkt hat die Angst vor einer Rezession verloren und defensive Titel wurden abgestoßen, um noch mehr dem KI-Trend nachjagen zu können. Zum anderen bei Qualitätsaktien aus den Emerging Markets wie Brasilien, Mexiko oder Indonesien. Dort gibt es einige Unternehmen, welche bessere Rendite- und Wachstumskennzahlen als ihre Gegenstücke im Norden aufweisen, aber nur zur halben Bewertung gehandelt werden.

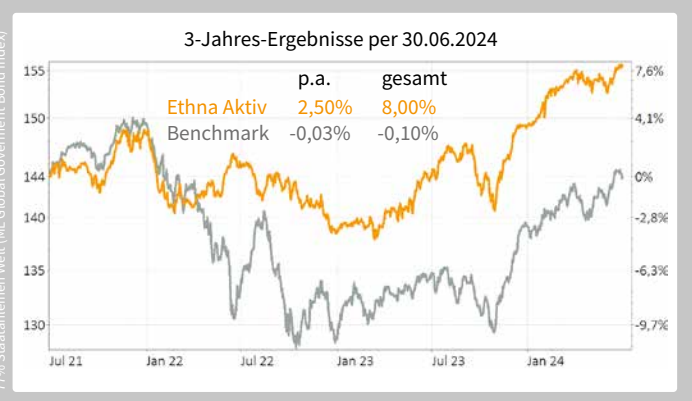
Peter E. Huber

Wir sehen für die kommende Dekade vor allem zwei Megatrends, die zu deutlichen Kursgewinnen bei den entsprechenden Unternehmen führen dürften. Deshalb halten wir hier hohe Gewichtungungen und deutliche Übergewichte gegenüber den üblichen Benchmarks. Zum einen ist das der wirtschaftliche und geopolitische Aufstieg von Asien, der sich sukzessive auch in Asiens Präsenz/Gewicht am Kapitalmarkt widerspiegeln sollte. Zudem finden wir hier aufgrund von wachsenden Märkten und steigendem Wohlstand deutlich mehr Wachstumsspielraum für die hiesigen Unternehmen bei gleichzeitig deutlich günstigeren Bewertungen als im Westen. Für uns ist dies eine sehr attraktive Kombination. Zum anderen sehen wir einen neuen Aufwärtszyklus bei Rohstoffpreisen, der deren Produzenten massiven fundamentalen Rückenwind bescheren wird. In der letzten Dekade wurde immer weniger in die Exploration neuer Rohstoffvorkommen investiert. Die Nachfrage nach Rohstoffen ist aber trotz ESG, Aufstieg des Dienstleistungssektors und Ende des Infrastruktur-Booms in China weiter ansteigend, die bestehenden Vorkommen werden also zunehmend aufgebraucht, ohne dass genug Ersatz nachkommt. Diese Dysbalance dürfte sich mittelfristig in höhere Preise übersetzen und die ohnehin schon hohen Gewinne der Rohstoffproduzenten weiter antreiben. Gleichzeitig sind Letztere über viele Jahre dem breiten Markt hinterhergehinkt und sehr günstig bewertet,

hier besteht deutliches Aufholpotential! Weiterhin finden wir europäische Banken aktuell attraktiv. Mit Ende der Nullzinsphase ist deren Profitabilität wieder deutlich gestiegen, die Branche ist konsolidiert und die Aktien haben anderthalb Dekaden Underperformance hinter sich. Sie sind sehr günstig bewertet und schütten hohe Dividenden aus. Deshalb sehen wir auch hier Potential für Outperformance.

Luca Pesarini

Im Ethna Aktiv sind wir schon seit vielen Jahren nur in US-Aktien investiert. Wir folgen bewusst keinen kurzfristigen Trends wie einmal in japanischen, chinesischen oder europäischen Aktien investieren zu wollen. Damit können wir keine Fehler machen und das ist auch gut so.



► Abschließend: War der Trend auch schon mal Ihr Freund?

Peter Frech

Typischerweise ist der Trend eine Zeit lang unser Freund, wenn unpopuläre Titel auf einmal wieder zu akzeptablen Investments werden. Ebenso typisch ist dann aber, dass wir viel zu früh verkaufen und der Trend manchmal noch sehr lange weitergeht bis hin zu einer möglichen Überbewertung.



HABEN WIR IHR INTERESSE GEWECKT?

Gerne erläutern wir Ihnen alle Details in einem persönlichen Gespräch.

WWW.VERMOEGENSWERK.COM

BÜRO MÜNCHEN

Tel.: (089) 215 299 939
 Fax: (089) 215 299 930
muenchen@vermoegenswerk.com

BÜRO HAMBURG

Tel.: (040) 794 163 66
 Fax: (040) 794 163 67
hamburg@vermoegenswerk.com

BÜRO BERLIN

Tel.: (030) 450 866 11
 Fax: (030) 450 866 12
berlin@vermoegenswerk.com

Peter E. Huber

Da wir langfristig orientierte Anleger sind und langfristig Aktien die renditestärkste Anlageklasse sind, haben wir immer viele Aktien im Portfolio, im Schnitt 60-70%. Damit profitieren wir mehr als viele Wettbewerber vom langfristigen Aufwärtstrend der Aktien. Außerdem sind Trends für uns Antizykliker immer wichtig, denn je länger ein Trend hält und je stärker er sich ausprägt, desto mehr Anleger springen auf den fahrenden Zug auf. Das legt dann den Grundstein für die Übertreibungen am Markt, die wir für konträre Positionierungen nutzen. Allerdings ist es das Los des Antizyklikers, dass er üblicherweise zu früh dran ist. Daher bauen wir Positionen immer schrittweise auf und haben unser größtes Gewicht in einer Position dann, wenn sich die Trendwende materialisiert.

Luca Pesarini

Jeder Trend hat seinen Ursprung in einer Entwicklung die zum Teil neuartig bis zum Teil disruptiv wirken kann. Wie alle in unserer Branche stehen wir nicht nur gegenüber dem Markt, sondern auch gegenüber unseren Konkurrenten im ständigen Wettbewerb. Somit ist es sicherlich falsch, sich grundsätzlich gegen große Themen in der Wirtschaft und den Kapitalmärkten zu stellen. The trend ist eben oft your friend.

Immer mit dem Konsens oder immer gegen den Trend, beides ist keine Lösung für erfolgreiche Investitionen. Vielmehr ist es eine fundierte Überzeugung und deren konsequente Umsetzung – antizyklisch und ein Stück weit dann mit dem Trend. Das beherrschen die Herren Frech, Huber und Pesarini und setzten dies mit unterschiedlicher Dynamik erfolgreich um, wie Sie anhand der vorstehenden Grafiken nachvollziehen können.

Der 3-Jahreszeitraum umfasst das für Anleihen wie Aktien sehr verlustreiche Jahr 2022, das von allen Verwaltern gegen den Trend gut gemeistert wurde.

HINWEIS

Datenstand: 30.06.2024, Quelle: VWD. Die vorliegenden Unterlagen wurden von VermögensWerk AG auf Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft werden, erstellt. VermögensWerk AG hat keine Garantie für die Richtigkeit der Daten erhalten. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit ändern. VermögensWerk AG übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Der Wert der Anteile sowie das Einkommen aus Anteilen können schwanken und nicht garantiert werden. Diese Unterlage stellt kein Angebot zum Kauf von Investmentfondsanteilen oder Aktien dar. Die Grundlage für den Kauf von Investmentfondsanteilen sind die jeweiligen gültigen Verkaufsprospekte und aktuellen Halbjahres- und Jahresberichte. Diese können jederzeit bei VermögensWerk AG, Ludwig-Ganghofer-Str. 1, 82031 Grünwald angefordert werden. Im Prospekt sind wichtige Angaben zu Risiko, Kosten und Anlagestrategie enthalten.



VERMÖGENSWERK AG
 VERMÖGEN | VERWALTER | AUSWAHL