



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

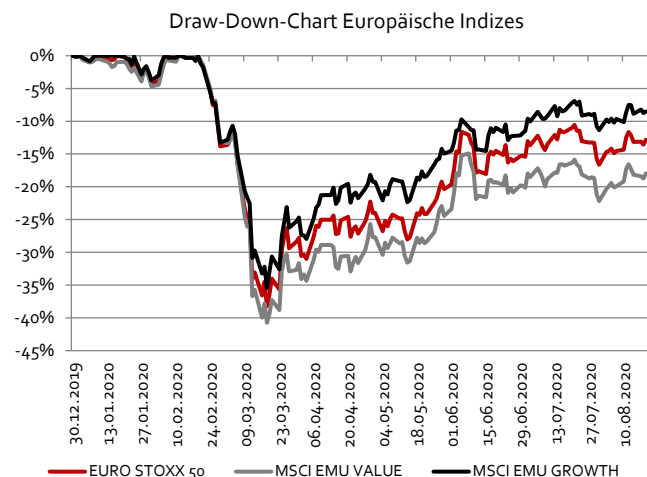
20. August 2020

Aktien kaufen und dann schlafen: Warum Kostolany richtig lag

Wer schon ein klein wenig älter ist und eine Affinität zu Finanzmärkten hat, wird sicher André Kostolany kennen. Der 1906 in Budapest geborene Spekulant und Finanzexperte war bis in die späten 90er Jahre angesichts seines Scharfsinns, seiner Anlageerfolge, seiner unabhängigen Art zu Denken sowie seiner gewaltigen Lebenserfahrung ein allseits geachteter Grandseigneur der Finanzszene. Unvergessen ist sein Auftritt in der NDR-Talkshow im Jahr 1998, wo er auf absurde Bewertungen und nahezu kriminelle Machenschaften am damaligen sog. Neuen Markt hinwies und dafür heftige Kritik einstecken musste – am Ende sollte er mit seiner Einschätzung jedoch Recht behalten, auch wenn er das Platzen der Blase im Jahr 2000 leider nicht mehr erlebte. Unsterblich ist Kostolany aber auch durch seine Börsenweisheit geworden, dass man Aktien kaufen und Schlaftabletten nehmen solle um später aufzuwachen und festzustellen, dass man reich geworden sei.

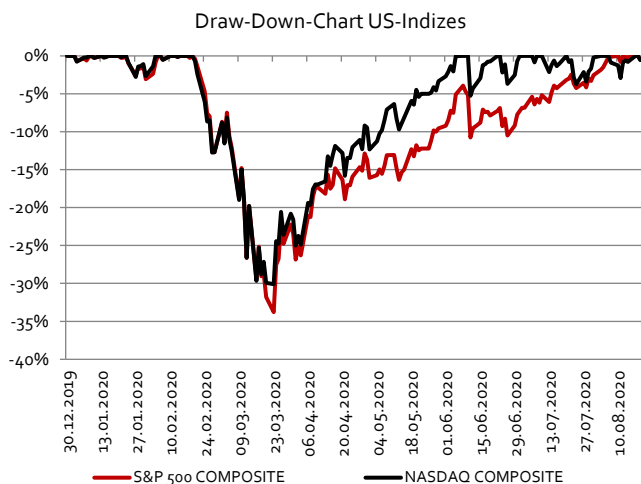
Viele Jahre wurde man allerdings für eine solch einfache Art der Betrachtung belächelt. Vor allem im institutionellen Bereich gilt es zuweilen als oberste Tugend, täglich, ja sogar stündlich die Wertentwicklung von Portfolios zu verfolgen und bei Einbrüchen dementsprechend zu reagieren. Im Zentrum steht das Einhalten von Risikobudgets und Wertuntergrenzen. Oftmals geschieht dies jedoch gar nicht aus tiefster investmentphilosophischer Überzeugung, sondern weil regulatorische Vorgaben vorliegen, die Investoren zu dieser Art der Portfoliosteuerung zwingen. Privatkunden unterliegen aber nicht diesen Vorgaben und könnten eigentlich von kurzfristigen Rückschlägen und Risikobetrachtungen

abstrahieren. Und wenn man tatsächlich sein Geld erst in vielen Jahren benötigt, warum sollte man dann prozyklisch auf temporäre Einbrüche reagieren, indem man mechanistisch und reflexartig Risiken reduziert? Besonders augenfällig wird die Frage mit Blick auf die allerjüngste Geschichte.



In der Corona-Krise sind die Kurse im Februar und März in dramatischem Umfang eingebrochen, um dann fast ebenso schnell wieder anzusteigen. Wer einen besonderen Wert auf die Risikosteuerung legte, konnte gar nicht anders, als in dieser Phase die Aktienquoten zu reduzieren. Wenn man dies hinreichend früh in einer solchen Korrekturphase tut, ist das für den Investor durchaus von Vorteil. Die Kunst aber besteht darin, den unteren Wendepunkt zu antizipieren und auch rechtzeitig die Aktienquoten wieder auf die alten Niveaus aufzustocken. Das ist selten einfach und war in dieser Krise sogar besonders schwer, da zumindest aus Bewertungs-

sicht selbst zum Tiefpunkt der Talfahrt an den Aktienmärkten nicht ernsthaft von einer attraktiven Bewertung gesprochen werden konnte.



Wir haben in einer Publikation im März selbst darauf verwiesen, dass zu dem Zeitpunkt ein Großteil der Aktien weltweit bei diversen Bewertungskennzahlen noch keine attraktive Bewertung relativ zur eigenen Historie aufwies und damit ein unmittelbar bevorstehender Wendepunkt nicht unbedingt eine naheliegende Arbeitshypothese darstellte. Trotzdem begannen die Kurse schon einige Tage später wieder zu steigen. In Europa sind die Verluste inzwischen je nach betrachtetem Index zu einem vergleichsweise großen Teil wieder aufgeholt, während in den USA die Verluste sogar komplett aufgeholt werden konnten. Wer nur auf das Risiko geschaut hat und dementsprechend prozyklisch Risiken abbaute, hatte nicht den Hauch einer Chance, an dieser Aufholjagd der Börsen zu partizipieren. Wer aber – um im Sprachgebrauch Kostolany zu bleiben – einige Schlaftabletten genommen hatte, konnte dagegen relativ entspannt mit der Situation umgehen und freut sich nun wieder über vergleichsweise hohe Portfoliowerte.

Natürlich ist diese Betrachtung ein wenig holzschnittartig. Nicht immer erholen sich Märkte so schnell wie in den letzten Monaten, und es ist alles andere als ausgeschlossen, dass es zu einer zweiten Korrekturwelle an den Märkten kommt. Daher sollte man es mit dem Konsum an Schlafmitteln vielleicht nicht übertreiben, zumal der Investmenthorizont auch bei einem Privatanleger nicht unbedingt mehrere Jahrzehnte beträgt. Doch welcher Investmenthorizont wäre geeignet, um selbst bei einem riskanten Portfolio ruhig schlafen zu können?

Wir haben versucht, dies anhand einer Simulation auf Basis historischer Daten zu beantworten. Dabei stand

die Frage im Raum, wie lange ein Investmenthorizont mindestens sein sollte, um mit hinreichender Sicherheit auch bei einem vergleichsweise risikoreichen Multi-Asset-Portfolio wenigstens eine Null-Rendite erlangen zu können. Ausgangspunkt für diese Berechnungen war die strategische Allokation eines global aufgestellten Multi-Asset-Portfolios mit einer Aktienquote von 60%. Wir haben die statistischen Eigenschaften der historischen Wertentwicklung dieser Portfoliostruktur genutzt, um damit tausende möglicher Renditepfade zu erzeugen, die wiederum dazu verwendet wurden, Wahrscheinlichkeiten über die Renditeverteilung in Abhängigkeit von der Laufzeit des Investments treffen zu können. Dabei haben wir berücksichtigt, dass vor allem auf der Seite der Anleihen in Zukunft in keiner Weise mehr Renditen erzielt werden können, wie dies in der Vergangenheit der Fall war. Das Ergebnis der Simulation schaut dabei wie folgt aus: Der Erwartungswert der p.a.-Rendite für dieses Portfolio liegt vor Kosten und ohne taktische Allokation und ohne aktive Selektion bei 5,2%. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 5% wird aber auch nach 10 Jahren keine Rendite oberhalb von null Prozent erreicht. Mit anderen Worten: Wer 10 Jahre warten kann, darf sich mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% auf eine Rendite oberhalb von Null Prozent freuen, wenn er nicht zwischendurch die Nerven verliert und aussteigt, um Risikokennzahlen und Risikobudgets einzuhalten. Wer noch ein wenig länger wartet, kann negative Renditen nahezu komplett ausschließen.

Genau das ist es, was Kostolany mit seinem Schlaftabletten-Gleichnis meinte. Die Zeit arbeitet für den, der die Zeit hat. Wer diese Zeit nicht hat und aufgrund von (regulatorischen) Vorgaben zu Bilanzstichtagen nachweisen muss, gewisse Wertuntergrenzen nicht unterschritten zu haben, muss zwangsläufig nach intelligenten Ansätzen suchen, die besonders effizient mit den Risikobudgets umgehen. Wer jedoch von diesen Vorgaben nicht betroffen ist, sollte diese Freiheit genießen und zu seinem Vorteil nutzen. Denn jeder Versuch, Risiken beherrschbarer zu machen, muss unweigerlich zu einer Verringerung der zu erwartenden Rendite führen. Das ist in gewisser Weise die Versicherungsprämie, die man dafür zahlt, dass vorher definierte Risiken nicht eintreten. Wer mit solchen Risiken kurzfristig leben kann, sollte daher auch nicht die Versicherungsprämie zahlen und statt dessen auf Kostolany und seine Schlaftabletten setzen. Um einem Missverständnis vor-

Konjunktur und Strategie

zubeugen: Kostolany war nie ein Fürsprecher für passives Investieren – ganz im Gegenteil, er darf als extrem aktiver Investor gelten. Was Kostolany nicht mochte war das reflexartige Reduzieren von Aktienquoten, um

kurzfristig Risikokennzahlen einzuhalten. Unsere Simulationen zeigen, dass er damit bis heute recht hat.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	20.08.2020 15:15	30.07.2020 -1 Woche	03.07.2020 -1 Monat	05.05.2020 -3 Monate	05.08.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	27693	5,2%	7,2%	16,0%	7,7%	-3,0%
S&P 500	3375	4,0%	7,8%	17,7%	18,6%	4,5%
Nasdaq	11146	5,3%	9,2%	26,5%	44,3%	24,2%
Value Line Arithmetic	6455	4,0%	9,3%	24,3%	8,8%	-3,1%
DAX	12802	3,4%	2,2%	19,3%	9,8%	-3,4%
MDAX	27112	3,2%	1,9%	17,3%	8,3%	-4,2%
TecDAX	3080	2,9%	2,5%	6,9%	11,0%	2,1%
EuroStoxx 50	3274	2,0%	-0,6%	13,8%	-1,1%	-12,6%
Stoxx 50	2971	0,7%	-1,7%	5,2%	-2,4%	-12,7%
SMI (Swiss Market Index)	10236	1,4%	1,1%	7,6%	6,6%	-3,6%
FTSE 100	6026	0,6%	-2,1%	3,0%	-16,6%	-20,1%
Nikkei 225	22881	2,4%	2,6%	16,6%	10,4%	-3,3%
Brasilien BOVESPA	100854	-4,0%	4,2%	26,9%	0,8%	-12,8%
Russland RTS	1280	3,9%	3,7%	13,0%	-0,1%	-17,3%
Indien BSE 30	38220	1,3%	6,1%	21,5%	4,1%	-7,4%
China Shanghai Composite	3364	2,3%	6,7%	17,6%	19,2%	10,3%
MSCI Welt (in €)	2394	3,4%	2,2%	9,0%	8,1%	-3,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1099	1,1%	1,2%	12,7%	7,0%	-6,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	176,57	-112	55	216	35	608
Bobl-Future	135,05	-19	21	-102	-17	142
Schatz-Future	112,08	-9	-3	-29	-31	17
3 Monats Euribor	-0,49	-3	-5	-19	-10	-11
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,47	0	-1	-3	13	0
3 Monats \$ Libor	0,24	-1	-3	-23	-197	-167
Fed Funds Future, Dez 2020	0,06	2	2	2	-98	-1
10-jährige US Treasuries	0,64	10	-3	-2	-109	-128
10-jährige Bunds	-0,51	7	-4	6	0	-32
10-jährige Staatsanl. Japan	0,03	1	2	6	23	5
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,50	5	-12	4	37	-3
US Treas 10Y Performance	737,73	0,0%	1,4%	1,6%	14,7%	16,0%
Bund 10Y Performance	681,17	-0,4%	0,6%	-0,5%	0,1%	3,5%
REX Performance Index	497,94	-0,2%	0,2%	0,0%	-0,8%	1,0%
IBOXX AA, €	0,20	2	-16	-32	14	-10
IBOXX BBB, €	1,05	3	-26	-62	26	14
ML US High Yield	5,93	-7	-87	-227	-72	-11
Wandelanleihen Exane 25	7769	1,3%	1,7%	6,5%	4,7%	1,5%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	377,54	-0,1%	4,7%	7,6%	-5,5%	-6,0%
MG Base Metal Index	307,52	2,4%	9,6%	23,5%	6,7%	2,5%
Rohöl Brent	44,80	4,0%	4,4%	44,2%	-25,9%	-32,4%
Gold	1931,34	-0,5%	8,8%	13,7%	32,5%	27,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1806	0,5%	5,2%	8,9%	5,6%	5,1%
EUR/ GBP	0,9023	-0,2%	0,1%	3,7%	-2,1%	6,5%
EUR/ JPY	125,12	1,2%	3,7%	8,1%	5,5%	2,6%
EUR/ CHF	1,0767	0,2%	1,4%	2,3%	-1,2%	-0,8%
USD/ CNY	6,9231	-1,2%	-2,0%	-2,0%	-1,8%	-0,6%
USD/ JPY	105,59	0,8%	-1,8%	-0,9%	-0,3%	-2,8%
USD/ GBP	0,7644	-0,3%	-4,7%	-4,8%	-7,2%	1,3%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.