



Castell'scher Anlagebrief

Monatlicher Anlagebrief der Fürstlich Castell'schen Bank, Februar/März 2018

Nr. 37

Nichts im Übermaß

*Dr. Sebastian Klein,
Vorsitzender des Vorstands der
Fürstlich Castell'schen Bank*



Der Jahresstart an den Kapitalmärkten war vielversprechend. Viele Börsenbarometer konnten per Ende Januar neue Allzeithochs erreichen, auch in Deutschland und Europa. Getragen war diese Entwicklung von einem guten, fast idealen volkswirtschaftlichen Umfeld: Ein globales, synchrones Wachstum bei einer akkommodierenden, planbaren Geldpolitik der Notenbanken. Im Durchschnitt gute Unternehmenszahlen sowie großflächige M&A-Aktivitäten waren weitere Katalysatoren dieser erfreulichen Börsenentwicklung. Auch die Anleger in unseren vermögensverwaltenden Angeboten partizipierten merklich von dieser Entwicklung. Wir wollen kein Wasser in den Wein schütten. Im Sinne eines proaktiven Risikomanagements ist es jedoch unsere Aufgabe, mögliche Risiken dieser an sich erfreulichen Konstellation nicht aus dem Blick zu verlieren.

Quo usque tandem? – wie lange noch, kann man sich schon fragen. Denn das deutsche Börsenbarometer nähert sich Ständen, die einer Vervierfachung (!) seit den Tiefständen vor knapp 10 Jahren nahekommen.

Wo lauern also die Risiken? Neben den geopolitischen Risiken (Stichworte Nordkorea, Iran) könnte eine Überhitzung der Konjunktur zu Überraschungen bei der Inflation führen. Dann sähen sich die Notenbanken gegebenenfalls gezwungen, ihren vorsichtigen und planbaren Pfad der Rückkehr zu einer »normalisierten« Geldpolitik aufzugeben. Dies würde viele Anleger auf dem falschen Fuß erwischen. Über Erschütterungen am Rentenmarkt würde sich auch die Attraktivität von Aktien reduzieren; und dies in zwei Wirkungsketten. Höhere Finanzierungskosten führen zu einer stärkeren Relativierung (Abzinsung) der zukünftigen Unternehmensgewinne, so dass Marktwerte und Kurse sinken. Gleichzeitig verschiebt sich bei einem deutlich höheren Zinsniveau die relative Attraktivität zwischen Aktien und Anleihen. Von diesen Effekten in besonderem Maße betroffen sein könnten dann wieder einmal die Emerging Markets. Ihre Abhängigkeit von US-Dollar Kapitalimporten wird zum Bumerang: Finanzierungskosten steigen und Gelder werden abgezogen. So lässt sich die sogenannte »Repatriierung« von Kapital aus den Emerging Markets in die USA vor allem in Zeiten von Kapitalmarkturbulenzen beobachten.

Alle diese Risikofaktoren beobachten wir intensiv, glauben derzeit jedoch nicht, dass sie in naher Frist schlagend werden. Vielmehr kann kurzfristig eine Gefahr von der Übertreibung in den Kapitalmärkten selbst herrühren. Eine weiter beschleunigte, sehr dynamische Aufwärtsbewegung könnte bis zum Sommer (oder gar früher) zu Aktienmarktniveaus führen, die der fundamentalen Entwicklung enteilt sind. Dies birgt dann ein enormes Rückschlagpotenzial, denn auch am Kapitalmarkt gilt die Weisheit des Orakels von Delphi: »Nichts im Übermaß«. Solch ein »Überschießen« der Kurse ist nicht untypisch, wenn insbesondere auch benchmarkorientierte Investoren auf den »fahrenden Zug steigender Kurse« aufspringen. Die Gegenbewegung fällt dann oft sehr deutlich aus, manchmal auch überdeutlich, bevor sich ein neues Gleichgewicht etabliert. In der Fachsprache spricht man dann von »mean reversion«.

Vor diesem Hintergrund kombinieren wir die Vereinnahmung von Aktienmarktgewinnen (wie zu Beginn des Jahres) mit einer besonderen Beobachtung dieser Entwicklung. In jedem Fall gilt: Aktives Risikomanagement gewinnt mit zunehmender positiver Entwicklung an Gewicht.

Korrektur oder Trendwende

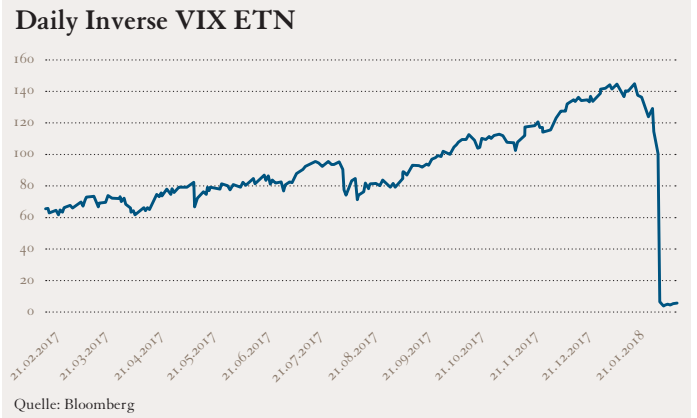
*Dr. Achim Hammerschmitt, CFA,
Leiter Vermögensverwaltung & Fondsmanagement der
Fürstlich Castell'schen Bank*

Nach dem sehr erfreulichen Verlauf des Januars schien Anfang Februar die Hölle an den Kapitalmärkten loszubrechen, der DAX notierte zwischenzeitlich 12 % unter seinen Jahreshochständen und damit 5 % im Minus. Bei amerikanischen und japanischen Aktien



spielte sich dasselbe Drama ab. Auch hier gab es Preiskorrekturen von 10 % und mehr. Aufgrund der hervorragenden wirtschaftlichen Lage waren wir in den letzten Monaten von einer möglichen Korrektur im Bereich von 5 % ausgegangen, wie sie in unregelmäßigen Abständen immer wieder wie ein reinigendes Gewitter über die Märkte hereinbricht. Daher hatten wir nach dem starken Jahresauftakt noch im Januar unser Aktien-Portfolio etwas defensiver ausgerichtet und im Verlauf der Korrektur die Aktienquote leicht gesenkt. Dass aus den typischen 5 % eine in Phasen panische 10 % Korrektur wurde, hat uns und den gesamten Markt dann doch überrascht. Was uns während dieser ganzen Zeit beruhigt hat, ist die Tatsache, dass weder Gold noch Staatsanleihen, noch Sichere-Hafen-Währungen eine nennenswerte Reaktion zeigten. Es war eben kein Eintreten in eine Krise, sondern nur eine außergewöhnlich heftige Marktkorrektur. Wie ungewöhnlich konnte man sehr gut feststellen: Bei einer vergleichbar guten wirtschaftlichen Lage gab es in den letzten 50 Jahren nur 4 weitere solcher Korrekturen. Was war also passiert? Begeben wir uns auf Spurensuche.

Als der Aktienmarkt nach dem guten Januar etwas durchatmete und die Kurse leicht nachgaben, erhöhte sich die Schwankungsbreite der Aktienkurse, die sogenannte Volatilität. Mittlerweile gab es aber im Markt genügend Positionierungen, die auf eine sinkende Volatilität wetteten. Mit dem Anstieg der Volatilität begannen einige Marktteilnehmer Gewinne zu realisieren, also ihre Wetten auf fallende Volatilität glattzustellen, was dazu führte, dass eben dieser Anstieg und eine Feed-Back-Schleife eingeleitet wurden, die den ganzen Markt für Volatilitäten aus der Bahn warfen. Da solche Positionierungen Kombinationen aus Optionen auf Aktien und Aktien-Indizes sind, gab es die entsprechende Rückkopplung auf die tatsächlichen Aktien und Aktienindizes, die dann an einem Tag zwischenzeitlich um 8 % fielen, um dann bei -4% aus dem Handel zu gehen. Der nächste Schritt erfolgt dann von Marktteilnehmern, die generell bei sich erhöhender Volatilität der Aktienmärkte verkaufen oder die aus Angst vor weiteren Verlusten sich dazu veranlasst fühlten. Wie heftig diese Korrektur in den Volatilitätsmärkten wirkte möchte ich Ihnen am Beispiel eines börsennotierten Papiers, das auf fallende Kurse wettete, demonstrieren.



Wie Sie sehen, bleibt von einem vor einem Jahr gemachten Investment nach der Korrektur nichts mehr übrig. Man kann das mit einem Investor vergleichen, der vor einer Dampfwalze herläuft und 1 Euro-Cent-Münzen aufammelt. In unserem Falle ist er offensichtlich gestolpert und von der Dampfwalze überrollt worden. Genau aus dem Grunde hüten wir uns vor solchen Strategien: Wir investieren Ihr Geld. Wir spekulieren nicht.

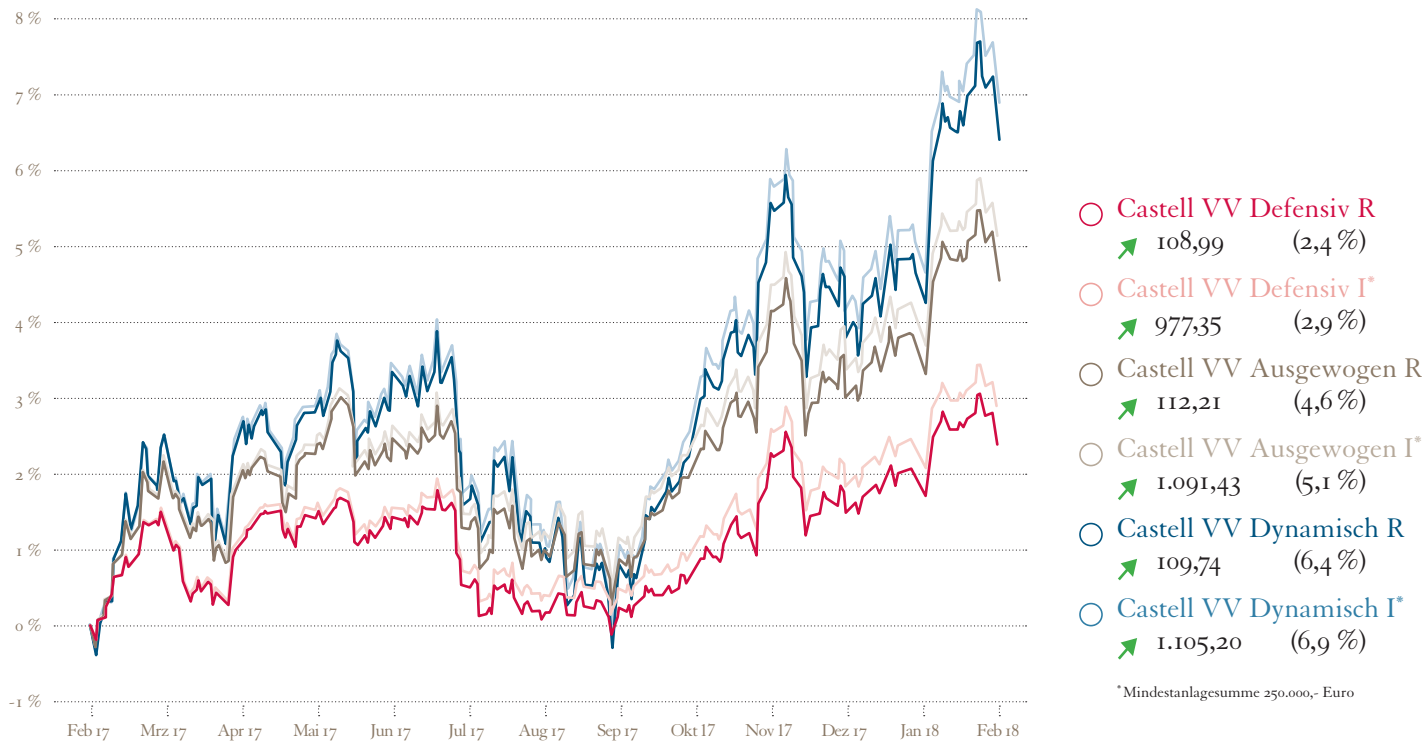
Wie haben wir auf die Korrektur reagiert? Wir haben nach der ersten Phase der Korrektur unsere Ende Januar defensiver ausgerichtete Aktiengewichtung leicht gesenkt, da wir eher mit der klassischen 5 % Korrektur rechneten. Nach dem überraschenden zweiten Ausverkauf sahen wir aber eher ein baldiges Ende der Kursverluste als eine Fortsetzung voraus. Um allerdings auf Nummer sicher zu gehen, reduzierten wir die riskanteren Bereiche, die bisher noch nicht betroffen waren, aber aufgrund ihrer schlechteren Liquidität und teilweise Aktienähnlichkeit gefährdet waren: Hochzinsanleihen und Nachträge. Außerdem stockten wir Sichere-Hafen-Währungen wie den Dollar und den japanischen Yen auf, um vor weiteren Turbulenzen geschützt zu sein. Besonders gespannt verfolgten wir die ökonomischen Daten, die in den ersten beiden Wochen global herausgegeben wurden. Diese unterstützten sowohl von der volkswirtschaftlichen Sichtweise als auch von der Unternehmensseite unsere vorsichtig optimistische Positionierung. Unser Risikosystem zeigte zwar angespannte Risikobudgets an, ein Handeln aufgrund der Risikosignale und des Risikobudgets war jedoch nicht vonnöten.

Wir rechnen daher in den nächsten Wochen mit einer Normalisierung bei den Volatilitäten, und eher steigenden Aktienmärkten, die unsere Vermögensverwaltungen wieder zurück in positives

Territorium führen werden. Wenn es aber anders kommt als wir erwarten, werden wir dem weiteren Kursverfall nicht zusehen, sondern entsprechend unseres Ansatzes unsere Risikobudgets verteidigen.

Indexierte Wertentwicklung der Vermögensverwaltenden Fonds für die vergangenen 12 Monate (31.01.2017 – 31.01.2018)

Aktuelle Kurse der Vermögensverwaltenden Fonds Stand: 31.01.2018 (Entwicklung 31.01.2017 – 31.01.2018)



Wertentwicklung (kumuliert, brutto) in %

	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	Seit Auflage	Seit Auflage p. a.
Defensiv R	0,5 %	2,4 %	2,9 %	15,4 %	2,6 %
Defensiv I*	0,5 %	2,9 %	-	-0,4 %	-0,1 %
Ausgewogen R	0,9 %	4,6 %	4,5 %	21,1 %	3,5 %
Ausgewogen I*	0,9 %	5,1 %	6,0 %	15,6 %	3,6 %
Dynamisch R	1,7 %	6,4 %	-	11,4 %	6,6 %
Dynamisch I*	1,7 %	6,9 %	-	12,2 %	7,0 %

Darstellungen und Angaben zu Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Fürstlich Castell'sche Bank,
Credit-Casse AG
 Marktplatz 1
 97070 Würzburg

Telefon 0931 3083-0 info@castell-bank.de
 Telefax 0931 3083-995980 www.castell-bank.de

Sie erhalten den monatlichen Anlagebrief kostenlos in digitaler Form per E-Mail, sobald Sie sich auf der Homepage der Fürstlich Castell'schen Bank unter www.castell-bank.de dazu anmelden.



Disclaimer// Die vorstehenden Informationen sind Marketinginformationen und stellen keine Finanzanalyse i. S. d. § 34b WpHG und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) dar. Die Informationen genügen daher nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Die zur Verfügung gestellten Informationen, Wertpapierstammdaten und Wertpapierkurse bezieht die Bank aus öffentlichen Quellen und von Dritten, die sie für zuverlässig hält. Eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann die Bank nicht übernehmen. Die Fürstlich Castell'sche Bank übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder Verwendung dieser

Broschüre oder ihrer Inhalte entstehen. Soweit die in dieser Broschüre enthaltenen Informationen Prognosen, Meinungsäußerungen oder Beurteilungen zur Marktsituation, zu Branchen, einzelnen Unternehmen oder Wertpapieren enthalten, ist eine individuelle Anlageempfehlung damit nicht verbunden. Insbesondere ersetzt diese Broschüre weder die Anlageberatung noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Etwaige Prognosen, Meinungen, Beurteilungen der Bank beruhen auf Einschätzungen der Bank zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Broschüre, die sich, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Zu einer Mitteilung von künftigen Änderungen ist die Bank nicht verpflichtet.