



ROUND TABLE

Corona ist ein Gamechanger

Drei **Multi-Asset-Profis** diskutieren über ein Jahr Corona-Krise, die **Liquiditätsschwemme** und ihre **Folgen für die Finanzmärkte** sowie die **aktuelle Positionierung** ihrer Häuser

Die Corona-Krise dauert nun schon mehr als ein Jahr. Wie hat sich Ihre Anlagestrategie geschlagen?

Leo Willert: Vergangenes Jahr haben wir den schnellsten Absturz in der Börsengeschichte gesehen – gefolgt von der schnellsten Erholung der Börsenhistorie. Wir waren bis zum Tag des Beginns des Drawdown voll in Aktien investiert. Innerhalb weniger Wochen haben wir dann die Aktienquote praktisch auf null reduziert – bis zu dem Zeitpunkt, als die Märkte gedreht haben. Im Vergleich zum Welt-Aktien-Index MSCI-World konnten wir den Drawdown in etwa halbieren und mussten dann entsprechend weniger aufholen. Von Oktober bis jetzt sehen wir für unser Handelssystem das günstigste Umfeld, das es je gab: einen stabilen, ununterbrochenen Aufwärtstrend. Unser Handelssystem schaffte deswegen im vergangenen halben Jahr eine Rekordperformance.

Kai Heinrich: Uns ging es ähnlich: Wir sind mit der Maximal-Aktienquote in den ersten Krisentag gegangen. Nachdem dann Trends brachen und Stop-Loss-Marken griffen, haben wir unsere Aktienquote schnell reduziert – allein in der ersten Woche um 50 Prozent. Von April bis in den Herbst haben wir die Liquidität zum Einstieg genutzt, vor allem in Technologie- und Goldminenaktien. Damit haben wir mit einem Plus von 29 Prozent eine Top-

Performance erzielt. Und das im verrücktesten Börsenjahr, das wir je erlebt haben – wenn wir 1929 und 1987 ausnehmen. Der Multi-Asset-Ansatz hat sich bewährt, es hat sich aber die Spreu vom Weizen getrennt. Wenn die Märkte nur steigen, ist es generell schwer, sich abzusetzen. In einem solch verrückten Jahr hat man die Chance, eine Outperformance zu erzielen – auch wenn wir im Februar/März kräftig geschwitzt haben.

Ulrich Kaffarnik: Wir hatten durch die Corona-Krise eine extreme Situation. Je länger man im Geschäft ist und je vorsichtiger man agierte – 2020 gab es eine Menge Gründe, um vorsichtig zu sein –, desto weniger hat die Performance gelitten. Die Zeit war ohne historisches Vorbild: Wir sahen im Oktober 2007 das letzte historische Hoch im S&P-500. Danach hat es 66 (!) Monate gedauert, bis wir dieses Hoch wieder erreicht haben – 2020 dauerte es nur sechs Monate. Wir erleben die stärkste Marktmanipulation aller Zeiten – zu diesem Wort stehe ich, wir haben keine freien Märkte mehr. Vor einem Jahr muss die Krise wohl so groß gewesen sein, dass das Finanzsystem offenbar ähnlich vor dem Abgrund stand wie 2008/2009. Dass die Geldpolitik eine Krise bekämpfen wird, war immer klar. Aber jetzt haben die Notenbanken knapp 20 Billionen Dollar in die Märkte gepumpt – zum

Vergleich: Das jährliche deutsche BIP beträgt gerade einmal vier Billionen. Die Abhängigkeit der Kapitalmärkte von diesem Geld ist extrem. Die Herausforderung wird sein, das wieder zurückzuführen – wenn das überhaupt jemals möglich sein wird.

Hätte es eine Alternative gegeben – und wie können die Notenbanken die enorme Liquidität wieder einfangen?

Kaffarnik: In dieser Größenordnung waren die Liquiditätsspritzen überhaupt nicht notwendig – ein Bruchteil hätte es getan. Im März 2020 hat niemand erwartet, dass wir in fünf Monaten neue Höchstkurse im S&P-500 erreichen müssen. Wir haben an den Finanzmärkten eine extrem hohe Inflation, die nur keiner misst. Die Risiken sind in keiner Weise richtig eingepreist – insbesondere bei Staatsanleihen und High Yields.

Heinrich: Die Liquidität verzerrt die Märkte. Hedging ist kaum noch möglich: Im März 2020 sind nicht nur Aktien, sondern auch Unternehmensanleihen und sogar Gold gefallen. Der klassische Mischfonds mit einem Aktienanteil sowie Anleihen und Gold zur Risikoabfederung hat in den Extremphasen zuletzt nicht mehr gut funktioniert. Es geht nur noch darum, was am meisten und was am wenigsten fällt. In einem Extremszenario fühle ich mich mit Cash wohler als mit Anleihen, bei denen noch das Liquiditätsrisiko dazukommt.

Willert: Die aktuelle Inflation wird über die klassischen Warenkörbe nicht abgebildet – sondern findet in Aktien, Immobilien, Oldtimern oder Kunst statt. An der Börse war es die meistgehasste Rally aller Zeiten: Niemand hat wirklich mit ihr gerechnet. Ich war glücklich, ein Handelssystem zu haben, das mir die Entscheidungen abnahm. Ganz ehrlich: Hätten Sie mir im April 2020 gesagt, dass in einer Pandemie und der größten Wirtschaftskrise aller Zeiten die Märkte durch die Decke gehen, hätte ich das nie und nimmer prognostiziert. Fundamental war das in keinster Weise nachvollziehbar. Ich habe wie ein Passagier meinem Handelssystem zugesehen, wie es Woche für Woche Aktien gekauft hat. Und am Schluss muss ich sagen: Es hat recht – wie meistens.

Zehnjährige US-Staatsanleihen bringen 1,6 Prozent – die Kurse sind entsprechend gefallen. Hat sich die Lage an den Finanzmärkten durch den Renditeanstieg weiter verkompliziert?

Heinrich: Der Zinsanstieg hat direkt bestimmte Branchen getroffen: vor allem mittlere und kleinere Tech-Werte, die entsprechend fremdfinanziert sind und vom Momentum

getrieben waren. Da wurden einige Blasen angepikst – das Wasserstoffsegment oder Cannabis-Aktien. Ich gehe aber nicht von einem nachhaltigen Renditeanstieg aus. Höhere Verzinsungen kann sich keiner leisten – und will sich auch niemand leisten. Bei der EZB und auch bei der Fed wird man schon bei kleineren Anstiegen nervös. Mit einem massiven Renditeanstieg rechne ich erst, wenn die Notenbanken die Entwicklung an den Finanzmärkten nicht mehr kontrollieren können. Das wird aber nicht kurz- oder mittelfristig der Fall sein. Für uns ist das nicht das Thema. Die Finanzmärkte sind immer noch so liquiditätsüberladen, dass wir zwar immer wieder Korrekturen sehen werden, die auch heftiger ausfallen können. Aber so lange so viel Cash da ist, wird der Markt allein von dieser Seite gut unterfüttert bleiben.

Kaffarnik: Der Renditeanstieg ist von höheren Inflationserwartungen ausgelöst worden, die schon vor ein paar Monaten gut erkennbar waren. Wir haben natürlich einige Basiseffekte wie die extremen Verwerfungen beim Ölpreis, der in gut einem Jahr von 20 auf 60 Dollar gestiegen ist. Die Lebensmittelpreise sind ebenfalls deutlich nach oben gegangen. Die US-Notenbank sagt: Alles kein Problem, nur ein vorübergehendes Phänomen – die Marktteilnehmer glauben das. Solange das so bleibt, dürften die Renditen nur begrenzt steigen: Bei zehnjährigen US-Anleihen kann es von derzeit 1,6 auf zwei Prozent gehen, bei den Bundesanleihen von minus 0,2 auf null Prozent. Wir sehen als das größte Risiko eine Änderung der Kommunikation über die Geldpolitik – über Zinserhöhungen redet derzeit keiner. Die USA

haben die Büchse der Pandora geöffnet: Sie haben nicht nur geldpolitisch stimuliert, sondern auch fiskalpolitisch. Das hätte selbst ich mir nicht vorstellen können. Es gibt letztlich einen „Asset-Swap“: Die Regierung gebt zur Finanzierung von Konjunkturprogrammen Anleihen, die Fed kauft sie auf. Das ist ein fiktives Wohlstandsmodell, das noch eine Weile laufen kann, aber definitiv nicht für immer.

Heinrich: Als Bürger sehe ich diese Themen sehr kritisch. Als Börsianer freue ich mich darüber. Ich denke, man muss das trennen. Es wird aber sicherlich keine nachhaltige Entwicklung sein.

Solange die Musik spielt, tanzen wir also weiter. Was heißt das?

Willert: The trend is your friend until the end. Das macht momentumgetriebene Handelssysteme psychologisch



„Wir erleben die größte geld- und fiskalpolitische Marktmanipulation aller Zeiten“

ULRICH KAFFARNIK,
DJE KAPITAL AG

relativ schwer zu traden – weil das System wirklich so lange investiert bleibt, wie der Trend läuft. Sonst geht es Ihnen wie George Soros im Herbst 1999, als er „short“ auf die Nasdaq gegangen ist, weil er sagte: „Die Bewertungen sind absurd.“ Und er musste erleben, dass sich die Nasdaq bis zum März 2000 noch einmal verdoppelte. Das ist die Herausforderung: Solche Blasen können absurdeste Ausmaße annehmen. Wir haben solche absurden Blasen in der Geschichte immer wieder gesehen – nur jedes Mal in einer neuen Form. In einem momentumgetriebenen System machen Sie etwa 80 Prozent der Performance in zehn Prozent der Zeit. Sie haben immer wieder einen Ausbruch nach oben, gefolgt von einer Seitwärts- oder einer leichten Abwärtsbewegung. Das ist psychologisch nicht einfach. Denn: Eigentlich träumen Anleger von einer gleichmäßigen Aufwärtsbewegung.

Gerade gibt es viele Börsenneulinge, die alle denken, es geht wie bei Tesla: steil bergauf – und das immer. Was würden Sie denen raten?

Willert: Als Trendfolger sind wir diesen Marktteilnehmern sehr dankbar, weil sie diese Trends weiter befeuern. Je mehr Anleger einem Trend folgen, desto besser funktioniert das System. Der Einstieg in einen Trend ist aber nur ein kleiner Bruchteil der Gesamtstrategie. Mein Tradinglehrer hat das brutal ausgedrückt: „Kaufen kann jeder Trottel!“ Erst am Ende des Trades stellt sich heraus, ob er erfolgreich oder nicht erfolgreich war. Das Timing beim Verkauf ist langfristig dramatisch viel wichtiger als der Kaufzeitpunkt.

Die Neu-Anleger mit Multi-Asset-Fonds abholen – wäre jetzt nicht eine perfekte Chance da?

Heinrich: Das Problem in unserem Geschäft ist aus meiner Sicht: Sie müssen keine Ahnung haben, können aber auf kurze Frist sehr erfolgreich sein. Und Sie können sehr kompetent sein und auf kurze Sicht nicht erfolgreich. Das Schlimmste für einen Börsenneuling ist wahrscheinlich, dass er am Anfang viel Erfolg hat – weil er das Risikobewusstsein vollkommen verliert. Das haben wir 1999 schon einmal gesehen und sehen es auch jetzt: Neuanleger kommen an die Börse und es fühlt sich an, als ob sie in den Keller gehen und Geld drucken würden – sie gewinnen einfach immer. Dann erhöhen sie die Risiken immer weiter und dann kommt das böse Erwachen. Für die Neuaktionäre, die jetzt an die Börse gehen, ist das Thema Multi-Asset erst einmal langweilig – wir glänzen nicht mit einer Performance wie Ballard Power oder Gamestop. Die Börsenneulinge müssen sich wahrschein-

lich erst einmal eine blutige Nase holen, um zu verstehen, dass langsam und kontinuierlich nach oben besser ist, als in drei Monaten 40 oder 50 Prozent zu gewinnen und das und mehr später wieder zu verlieren.

Kaffarnik: Ich habe vor 20 Jahren an einer Universität über die damalige Bewertungsproblematik von großen US-Technologiewerten gesprochen. Für die Studenten war ich ein alter Mann. Die haben alles auf zwei oder drei Aktien gesetzt – wie das ausgegangen ist, wissen wir. Aber es gibt auch andere Anlegertypen, die wir mit Multi-Asset-Produkten gut abholen können – die vom Sparbuch kommen und risikobewusst in unterschiedlichen Risikokategorien anlegen wollen.

Welche Rolle spielen Derivate?

Kaffarnik: Derivate spielen eine immer größere Rolle. Es gab früher den Spruch: Volume goes with trend. Vergessen Sie das komplett. Wir sehen Aufwärtsbewegungen, bei denen fast kein Umsatz da ist – die finden beim Dax oder beim S&P-Future statt. Die Steuerung vieler Portfolios läuft heute nicht mehr über Aktien gegen Kasse, sondern über Aktien gegen Derivate.

Heinrich: Es geht vor allem um Flexibilität – wie man sein Portfolio den Marktgegebenheiten anpasst. Wir steuern das sehr aktiv über die Liquidität und beobachten die Stimmungsindikatoren sehr genau und analysieren, wie sich die relative Stärke der einzelnen Branchen zueinander entwickelt. Und wir haben immer eine mittelgroße Position im Goldsegment – ein Dauerbrenner und eine Art Versicherung. Wenn wir entsprechende Signale bekommen, sichern wir über Derivate ab. Da wir technisch und trendfolgend geprägt sind, machen wir einen ersten Abschwung zum Teil mit, weil unsere Indikatoren eine Weile brauchen, um das zu erkennen, sind dann aber risikoneutral aufgestellt.

Apple ist mehr wert als der Dax. Ist das eine Blase oder gerechtfertigt?

Willert: Das ist wirklich eine Herausforderung: Irrationale Blasen können deutlich länger dauern, als man sich das vorstellen kann. Möglicherweise werden wir in zehn Jahren die Bewertung von Apple als absurd einstufen. Spannend wird es vor allem, wie wir die Bewertung von Bitcoin in zehn Jahren sehen. Bitcoin ist ein Produkt, das sich einer fundamentalen Bewertung völlig entzieht. Der Preis ist von null auf 20 000 Dollar gestiegen, dann auf 5000 abgestürzt und wieder auf 60 000 gestiegen. Da gibt es keine fundamentale Bewertung,



“
Das Timing beim Verkauf ist dramatisch viel wichtiger als der Kaufzeitpunkt“

LEO WILLERT,
ARTS ASSET MANAGEMENT

deswegen ist jeder dieser Preise letztlich in Ordnung. Auch 300 000 Dollar wären denkbar. Das ist ähnlich wie eine Plastik von Jeff Koons: Da wird ein kleiner Hund aus Metall für 40 Millionen versteigert. Ist das fundamental gerechtfertigt? Irrationale Trends können also sehr lange laufen. Uns trifft deswegen der Beginn einer Korrektur ebenfalls. Wir hedgen nicht im Vorfeld, sondern reagieren, wenn der „Markt mit uns spricht“. Und der Markt kommuniziert mit uns in einer einzigen Form: dem Preis. Wenn dann eine Korrektur mit einem Minus von beispielsweise zehn Prozent beginnt, werden wir ausgestoppt. Dann suchen wir mit unserem Modell Anlageklassen, die relativ zu allen anderen die relativ stabilsten Trends zeigen.

Kaffarnik: Es ist die Frage, ob wir an den Aktienmärkten eine Blase sehen. Vor allem im Vergleich wozu? Im Vergleich zum Bitcoin? Da würde ich auch sagen, zwischen null und einer Million Dollar ist alles möglich, das ist nicht zu greifen. Was ist mit dem Immobilienmarkt – in München, in Frankfurt? Gemessen daran, sind Aktien preiswert. Nehmen Sie das Preis-Buchwert-Verhältnis im Dax: Wir liegen bei etwa 1,9, waren aber auch über zwei – ohne dass wir eine Spekulationsblase hatten. Beim Nasdaq mit 7,5 kann man das vielleicht schon anders sehen. Aber solange die Renditen an den Zinsmärkten so niedrig bleiben, wird der Dax in zehn Jahren höher stehen als heute – schon allein, weil es ein Performance-Index ist, bei dem die Dividenden mit einfließen. Zwischendurch wird er sicher eins auf die Mütze bekommen, aber der Trend wird weiter aufwärtsgerichtet sein.

Wie sieht Ihre aktuelle Ausrichtung aus?

Kaffarnik: Wir sind balancierter aufgestellt. Wir haben weder einen Schwerpunkt auf Growth noch auf Value, sondern agieren auf Einzeltitelbasis. Wegen der Konjunkturerholung setzen wir jetzt verstärkt auf zyklische Titel, auch aus der Industrie und dem Autosektor – allerdings haben sich die Bewertungen stark nach oben bewegt. Eine Branche, die unter antizyklischen Aspekten interessant wurde, waren die Banken – vor einem Jahr noch eine absolute No-go-Area. Zurückgeblieben sind Branchen wie Nahrungsmittelhersteller, Versorger oder Immobilienunternehmen. Dort könnten Chancen liegen. Wir sehen für das zweite Halbjahr weniger eine Korrektur des Gesamtmarkts als eine Branchenrotation. Insgesamt gilt aber: Von 2021 bis 2030 erwarte ich keine zweifeligen Returns – dafür sind die Bewertungen zu hoch. Wenn wir auf der Aktienseite in den nächsten Jahren ein-



„Das Corona-Jahr hat die Rahmenbedingungen nachhaltig verändert“

**KAI HEINRICH, PLUTOS
VERMÖGENSVERWALTUNG AG**

schließlich der Dividenden auf Indexbasis im Schnitt fünf Prozent erreichen, wäre das eine tolle Geschichte.

Willert: Wir können uns da relativ entspannt zurücklehnen, da unser Handelssystem kein prognostizierendes Element enthält. Deswegen machen wir keine Voraussagen über die Zukunft.

Heinrich: Wir sind im langweiligen Bereich von Multi-Asset: Wir haben einige defensive Dividendenzahler. Wir sehen das Thema Goldminen als interessant an und erwägen, unsere Basispositionierung auszubauen. Wir setzen weiter auf einige der Big Techs, die wir als Dauerinvestment sehen, haben aber im ersten Quartal die Gewichtung reduziert. Seit Dezember/Januar sind wir ebenfalls bei Banken investiert – die wir neun Jahre lang gemieden haben. Das ist vor allem technisch begründet: Einige Banken zeigen Trendumkehr-Formationen und haben begonnen, relative Stärke auszubauen. Dazu kommen noch Positionen aus dem Small- und Midcap-Bereich, an denen wir nahe dran sind.

Kurzfristig sind wir aufgrund der Stimmungsindikatoren eher skeptisch. Mittelfristig sind wir optimistisch – es kommt aber darauf an, sich kurzfristig entsprechend zu positionieren, um Drawdowns nicht mitzumachen.

Was bleibt nach einem Jahr Corona-Krise?

Kaffarnik: Aus meiner Sicht wird der größte geld- und fiskalpolitische Eingriff aller Zeiten in Erinnerung bleiben. Entscheidend wird sein, wie die Welt in zwei oder drei Jahren aussieht – das wird unsere Interpretation der Corona-Krise ganz erheblich bestimmen.

Heinrich: Das Corona-Jahr war ein Gamechanger in vielen Bereichen. Es hat Entwicklungen beschleunigt, sowohl in der Geld- und Fiskalpolitik als auch auf der Ebene der Unternehmen und der Geschäftsmodelle. Das Jahr wird uns in Erinnerung bleiben als eine Zeit, die Rahmenbedingungen nachhaltig verändert hat.

Willert: Im April/Mai 2020 hatte ich das Gefühl, dass jede Art von freien Märkten außer Kraft gesetzt ist. Eingriffe von Notenbanken in dieser Dimension hat es in dieser Form noch nie gegeben. Ich kann mich nicht erinnern, jemals so ratlos auf die Märkte geblickt zu haben wie in dieser Zeit im April und Mai, als die massive Gegenbewegung kam, die ich in diesem Ausmaß nicht erwartet hätte und ich meinem Handelssystem nur zuschauen konnte, wie es innerhalb weniger Wochen wieder auf 100 Prozent Aktien war – und im Nachhinein recht behielt.