

Newsletter Februar 2020

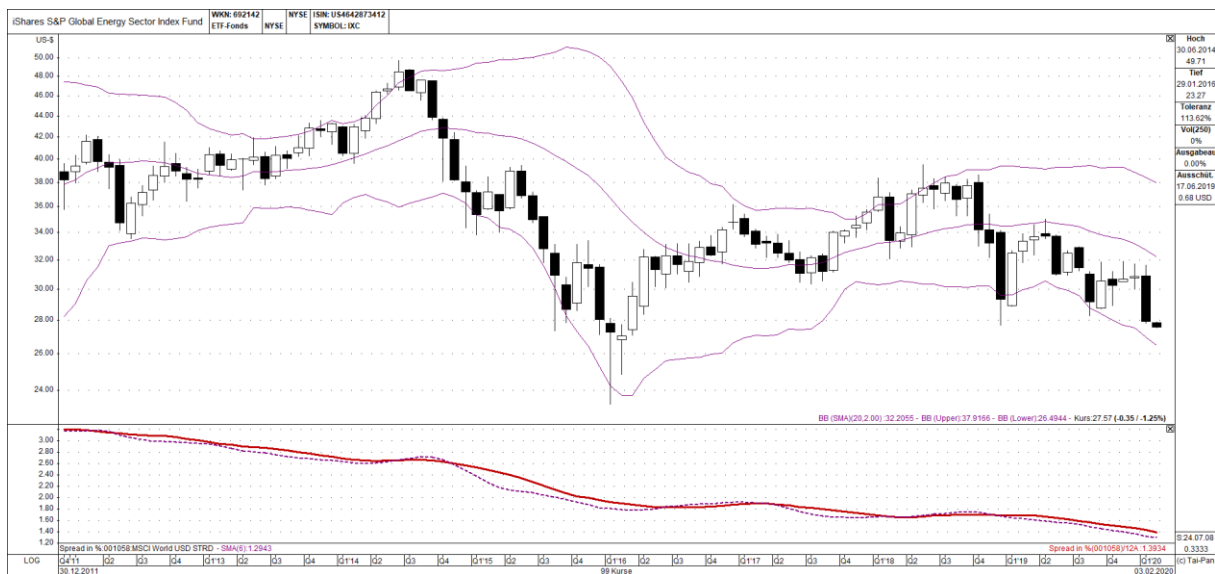
Irgendwann

Irgendwann wird die Zeit kommen, Aktien zu kaufen, die als unterbewertet gelten. Sie ist jedoch noch nicht da.

Der Sektor, der von Value-Investoren derzeit am meisten als Contrarian-Opportunität identifiziert wird, ist der Ölk Aktien-Sektor. Die Argumente sind tiefe Bewertung, hohe Dividenden, Aktienrückkauf-Programme, Investitionen der Ölgesellschaften in erneuerbare Energien.

Das mag alles zutreffen. Der Markt ist jedoch noch nicht bereit, diese Argumente zu honorieren.

Lassen Sie mich mit einer Art Bestandesaufnahme des Sektors relativ zum MSCI Welt beginnen. Dazu nehme ich folgende Darstellung zur Hilfe:



Die Grafik zeigt die iShares Global Energy Sector seit Januar 2012 mit einem 20-Monate-Bollinger-Band. Im unteren Fenster bildet die durchgezogene Linie den 12-Monate-Trend relativ zum MSCI Welt, die gestrichelte den 6-Monate-relativen Trend.

Der relative Abwärtstrend begann im Februar 2012. Damals wies der Sektor ein Gewicht von 11.8% im MSCI Welt auf. Damit war Energy der drittgrösste Sektor.

Mittlerweile figuriert er mit einem Gewicht von 4.7% nach einem "Gewichtsverlust" von 60% auf dem 9. Platz!

Bewertungen in Ehren – aber man muss es sich nicht antun, in relativ schwachen Sektoren investiert zu sein. Bewertungen werden erst dann relevant wenn der Markt bereit ist, eine vorgenommene Bewertung zu korrigieren.

Die Gefahr isolierter Betrachtungen

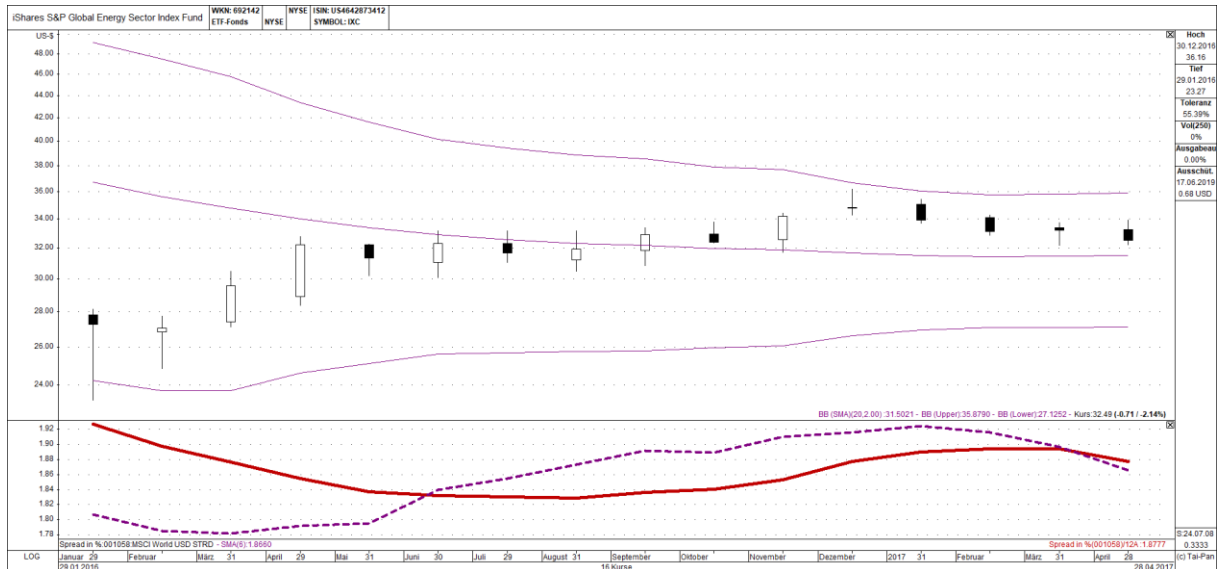
Wenn man Bewertungen isoliert betrachtet, übersieht man, dass ein Aktienmarkt ein komplexes System ist, was sich in Anlehnung an die Definition komplexer Systeme von Herbert Simon daraus ergibt, dass eine sehr hohe Zahl von Teilnehmern miteinander in nicht einfacher Weise ("in a nonsimple way") interagiert. In solchen Systemen, so der Nobelpreisträger für Ökonomik 1978, ist das ganze mehr als die Summe seiner Teile. Das heisst, den Markt auf einen rationalen repräsentativen Teilnehmer zu reduzieren, kann genau zu dem führen, wovon John Meynard Keynes warnte: Der Markt könne sich länger von einer fundamentalen Bewertung entfernen als die Solvenz des Einzelgängers anhält.

Was muss geschehen, damit ein unterbewerteter Sektor kaufenswert wird?

Erstens muss der Abwärtstrend brechen. Auf Sektorebene geschieht das meistens wie im Januar 2016, mit einer starken Beschleunigung des Momentums (in diesem Fall des Abwärtsmomentums), einer "Blase" im Bollinger-Band, die zu schliessen beginnt, und einer laut öffentlich in Erscheinung tretenden Population, die die Fortsetzung des Abwärtstrends ohne auch nur eine Körnchen an Selbstzweifeln propagiert.

In der Neuen Zürcher Zeitung vom 31. Januar las ich ein Wort, das ich nicht kannte, und das mir in diesem Zusammenhang sehr gut gefällt: "Kollapsologie". Eine treffende Beschreibung für jene Population, die mit dem Blick in den Rückspiegel sich in voller Fahrt voraus befindet. Am Ende eines Abwärtstrends sind Kollapsologen lautstark und werden sogar noch für kurze Zeit gehört.

Zweitens muss der relative Trend drehen, wie in diesem Sektor im Januar 2016 geschehen, allerdings nur für ein Jahr, während dessen sich seine Kapitalisierung von 6.1% auf 7.1% erhöhte:



Relative Stärke und Bewertungen brauchen sich nicht zu widersprechen. Im Gegenteil: Wenn tiefe Bewertungen auf eine Wende des relativen Trends stossen, entstehen meist sehr gute Kaufsignale. Zumeist dauern nicht nur Kurstrends, sondern auch Relative-Stärke-Trends länger als die meisten erwarten, und in der Regel enden sie nach Übertreibungen.

Übertreibungen gehören dazu

Übertreibungen sind sozialen Systemen inhärent. Das Wesen solcher Systeme ist, dass, wie Hayek schrieb, sie eine spontane Ordnung bilden, die Alan Kirman in seinem exzellenten Buch "Complex Economics" unter Rückgriff auf Hayek als "Struktur" bezeichnet.

Strukturen entstehen aus einer zunächst heterogenen Erwartungslandschaft, die zusehends aus der Interaktion der vielen Teilnehmer homogener wird, meistens bis zum Exzess. Der Faktor, der zu dieser Homogenisierung führt, ist Erfolg. Erfolg ist der Attraktor für die Argumente jener, deren Handlungen zum Erfolg geführt haben. Erfolg drückt sich in Momentum aus. In Kursmomentum, und in relativem Momentum.

Irgendwann wird das Momentum teurer Aktien abnehmen. Irgendwann wird das Momentum billiger Aktien zunehmen. Dieses Irgendwann ist aber nicht jetzt.

Unifinanz Trust reg.
Alfons Cortés
Senior Partner

Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer
Dienstleistungspalette auf
www.unifinanz.li

