Interview

„Mit Liquidität zugeschüttet“

Smart Investor im Gespräch mit Alexander Kapfer, Gründer und Inhaber der Capanum GmbH sowie Fund Advisor des SQUAD Makro Fonds

Smart Investor: Herr Kapfer, was ist die Zielsetzung des SQUAD Makro Fonds?
Kapfer: Wir wollen über einen kompletten Zyklus risikoadjustiert besser sein als die weltweiten Aktienmärkte.

Smart Investor: Auf Ihrer Website zitieren Sie den Value-Investor Charlie Munger, aber in Ihrem Fonds finden sich Growth-Titel wie Amazon. Wie passt das zusammen?
Kapfer: Wir sehen die Sicherheitsmarge im Value-Bereich nicht zwingend in einer günstigen Bewertung, sondern in einem resilienten, qualitativ hochwertigen Unternehmen. Wir bevorzugen also die Value-Variante, die Munger so umrissen hat: lieber ein herausragendes Unternehmen zu einem etwas teureren Preis als ein schlechtes Unternehmen zu einem billigen.

Dipl.-Kfm. Alexander Kapfer, CFA, CAIA begleitet die Märkte seit über 25 Jahren. 2009 wurde er zum Fondsmanager des Jahres gewählt. Er ist Gründer und Inhaber der Capanum GmbH und verantwortet die Geschicke des SQUAD Makro Fonds mit einem Anlagevolumen von aktuell knapp 100 Mio. EUR.

Smart Investor: Welche Rolle spielt Risikomanagement in Ihrem Ansatz?
Kapfer: Als wir den Fonds im Jahr 2010 aufgelegt haben, spielte das natürlich eine große Rolle, da es uns in der Finanzkrise sehr geholfen hat. Allerdings hat die Fed damals noch ein Einpreisen von Risiko durch die Märkte zugelassen. Wir hatten zwar schon Erfahrungen mit Stützungsmaßnahmen – aber nach 2010 wurden diese nicht mehr reaktiv, sondern prophylaktisch durchgeführt. Das war neu. Ich denke aber, dass Risikomanagement weiter eine Berechtigung hat.

Smart Investor: Das hat sich ja auch im Corona-Crash gezeigt, zumindest vorübergehend.
Kapfer: Ja, bis Ende März, als es massiv runterging, standen wir sehr gut da. Als die Märkte danach wieder schnell nach oben schossen und wir zum Teil nicht voll investiert waren, haben wir einen Teil unserer Outperformance wieder abgegeben. Der Squad Makro wird aber immer eher dann underperformen, wenn es stark nach oben geht. Wenn der Markt 30% macht und wir 25%, wird sich das Leben unserer Kunden nicht ändern. Wenn der Markt jedoch 50% verliert und wir auch, dann hat das Auswirkungen. Wir holen unsere Outperformance über den Zyklus also eher auf der Bremse als auf dem Gaspedal.

Smart Investor: Ein Kriterium für Ihre Aktienauswahl ist die Liquidität. Warum ist Ihnen das wichtig?
Kapfer: Traditionell stabilisierende Akteure wie Banken und Versicherungen haben sich regulierungsbedingt aus dem Markt verabschiedet. Dadurch sind die Märkte extrem illiquide geworden, wodurch diese bereits durch geringste Stückzahlen beeinflusst werden. Wenn es runtergeht, fallen sie in regelrechte Luftlöcher. Niemand hält mehr dagegen – außer den Notenbanken. Dieses Eis wird aber auch dünner, und daher will ich nach zehn Jahren Aufschwung in der Breite im Fonds ein möglichst geringes Liquiditätsrisiko haben.

Smart Investor: Mit den „Robinhoodies“ gibt es eine neue Gruppe eher unerfahrener Anleger. Wie haben die den Markt verändert?
Kapfer: Die haben alle dank der Fed gelernt, dass „Buy the dip“ seit zehn Jahren prima funktioniert. Die Lehre ist: Falls etwas Schlimmes passiert oder nur passieren könnte – nach vier Wochen ist der Spuk vorbei, denn die Notenbanken sind zur Stelle. Dementsprechend risikofreudig sind diese Anleger. Dadurch verstärkten sich auch psychologische Muster wie FOMO – das steht für: Fear of Missing Out – und TINA – There is No Alternative. Zudem tragen aktuell zwei weitere Entwicklungen zur „Gamifizierung“ des Markts bei: die Abschaffung sichtbarer Transaktionskosten und die Einführung des Fractional Trading, wodurch nun auch Bruchteile teurer Aktien gehandelt werden können. Es gibt sogar die These, dass viele Leute an den Aktienmarkt strömen, weil derzeit die Sportveranstaltungen ausfallen und der 150-Mrd.-USD-Markt für Sportwetten brachliegt.

Smart Investor: Wie wichtig ist Ihnen eigentlich das Thema Wachstum?
Kapfer: In einer Welt der Ver- bzw. Überschuldung ist es schwer, Wachstum zu

generieren. Entsprechend wird strukturelles Wachstum regelrecht vergoldet. Deshalb laufen auch die FAANG- und generell die Growth-Aktien so gut. Der gerne bemühte Vergleich mit dem Neuen Markt hinkt allerdings. Damals gab es viel Hoffnung und Spekulation; heute haben wir überwiegend hochprofitable Unternehmen, die sehr wachstumsstark sind und sich selbst finanzieren können.

Smart Investor: Lassen Sie uns die Themen mal an einzelnen Aktien durchdeklinieren. Warum halten Sie z.B. Alphabet, nicht aber Netflix?
Kapfer: Genau, Netflix haben wir verpasst. Unsere Überlegung war, dass Serien und Filme bei Amazon schon im Prime-Modell enthalten sind. Zudem ist die Konkurrenz im Streamingmarkt nicht gerade gering. Und es ist uns immer lieber, wenn Unternehmen auf mehreren Beinen stehen. Bei Alphabet bekommt man z.B. – neben Facebook – den unbestrittenen Weltmarktführer im Online-Advertising, ein Unternehmen, das mit 20% p.a. wächst, hochprofitabel ist und bei dem im Moment nicht absehbar ist, was es nachhaltig beschädigen soll. Dazu gibt es „Moonshot-Projekte" wie Waymo mit dem Thema autonomes Fahren im Prinzip umsonst dazu.

Smart Investor: Ihre zweitgrößte Position ist im Moment mit Newmont eine Goldmine. Was ist hier Ihre Überlegung?
Kapfer: So wie im Moment das Papiergeld verblasen und verbrannt wird, muss man Gold haben. Wir setzen hier mit großen Titeln auf dieses Makrothema, weil wir es bei Minenwerten für unmöglich halten, die kleinen Betreiber sauber zu analysieren.

Smart Investor: Apropos – in Ihrer Fondsbezeichnung steckt ja das Wort „Makro". Auf welche Makrodaten schauen Sie denn?
Kapfer: Wir machen keine Wirtschafts- oder Zinsprognosen, sondern beurteilen das Chance-Risiko-Verhältnis der Aktienmärkte und deren relative Attraktivität zu anderen Assetklassen. Im Laufe der Jahre haben wir dafür über 200 Indikatoren aufgebaut, aber die Wahrheit ist: Die Fed hat eigentlich die meisten durch ihre exzessiven QE-Programme zerstört bzw. mit Liquidität zugeschüttet. Da heute, im Gegensatz zu 2008, keine ordnungspolitisch motivierte Diskussion dieser Maßnahmen mehr stattfindet, wird das so lange weitergehen, bis sich etwas auf der Inflationsseite ändert. Wenn die allerdings anzieht, wird's spannend.

Smart Investor: Sie haben in Ihrer Monatsaussendung geschrieben, dass der Anleihemarkt seine Indikatorfunktion verloren habe. Was meinen Sie damit – und steht das auch dem Aktienmarkt bevor?
Kapfer: Ein Index kann nur entweder Indikator oder Zielgröße sein. Am Anleihemarkt wird durch die Notenbanken steuernd eingegriffen, wodurch diese ihre Signalfunktion verloren haben. Oder glaubt jemand ernsthaft, dass zehnjährige italienische Anleihen bei 1,2% risikoadäquat gepreist sind? Falls der Aktienmarkt noch ein guter Indikator ist, müsste sich die Wirtschaft bis nächstes Jahr V-förmig auf das Vorkrisenniveau erholen. Das scheint doch eine sehr optimistische Annahme zu sein. Diese Diskrepanz könnte darauf hindeuten, dass die Anleger antizipieren, wohin die Fed als Nächstes schauen wird, um Vermögenseffekte zu generieren.

Smart Investor: Hat Donald Trump, wie kolportiert wurde, faktisch die Leitung der Fed übernommen?
Kapfer: Die gesetzliche Regelung lautet, dass die Fed nur Anleihen kaufen darf, die staatlich garantiert sind. Damit sie jetzt High-Yield-Anleihen und perspektivisch wahrscheinlich auch Aktien erwerben kann, wurde ein Special Purpose Vehicle, kurz: SPV, gegründet. In diesem hält das US-Finanzministerium den Eigenkapitalanteil; die 90% Fremdmittel kommen von der Fed. Die Entscheidungen werden von der Eigentümerseite getroffen und damit de facto von Trump. Dieses SPV hat nur den Zweck, die eigentliche Gesetzgebung zu umgehen.

Smart Investor: Jetzt haben wir dieses Jahr zwei überraschende Themen, die so niemand auf dem Plan hatte: Corona und die Unruhen/Verwerfungen in den USA. Beeinflusst das Ihre Sicht?
Kapfer: In einer Welt, in der Risiko systematisch nicht mehr gepreist wird, tut es das natürlich weniger. Man sieht ja, wie die Märkte reagieren. Wir haben in den letzten Wochen praktisch eine inverse Korrelation: Je schlechter die Nachrichten über die Fallzahlen in den USA sind, desto mehr ist der S&P-Future im Plus. Aber wie sich das Corona-Thema weiterentwickelt, ist keineswegs ausgemacht. Da gibt es ja täglich neue Erkenntnisse. Falls wir eine Impfung bzw. Heilung bekommen, sieht es natürlich gut aus; wenn das nicht in den nächsten zwölf Monaten passiert und sich die Wirtschaft auf einem 90%igen Vorkrisenniveau einpendelt, sind viele Geschäftsmodelle nicht mehr profitabel. Und dann haben wir noch die Geopolitik zwischen den USA und China: Falls es da knallt, würde der Markt schon reagieren. Risikomanagement hat also weiterhin seine Berechtigung.

Smart Investor: Was müsste eigentlich passieren, damit Sie von dieser bullishen Marktsicht abrücken?
Kapfer: Bullish ist zu viel gesagt – ich bin nur nicht so bearish, wie es die Wirtschaftslage erfordern würde, und akzeptiere die Realität. Diese ist, dass der Einfluss der Fed im Moment alles andere überstrahlt. Zwischenzeitliche Korrekturen sind immer möglich, aber für eine richtige Bereinigung müsste der Markt den Glauben an den Fed-Put verlieren.

Smart Investor: Und wir haben den US-Präsidentschaftswahlkampf. Was würde sich ändern, falls Biden gewinnt?
Kapfer: Man wird sehen müssen, was bei einem Wahlsieg von der Agenda der Demokraten übrigbleibt: Verbot von Aktienrückkäufen, Steuererhöhungen, Frackingverbot, Zerschlagung der Techwerte etc.? Viel hängt davon ab, ob die Demokraten auch den Senat erobern. Der US-Präsident kann zwar allein einen Krieg anfangen, aber innenpolitisch ist sein Spielraum begrenzt. Da braucht er die Unterstützung beider Häuser. Dieses Mal dürfte es noch knapp werden, aber spätestens 2024 spricht auch die Demografie für die Demokraten. Die linke Gegenbewegung in den USA wird also kommen.

Smart Investor: Vielen Dank für Ihre sehr interessanten Ausführungen.

Interview: Ralf Flierl, Ralph Malisch