

Liebe Leserinnen und Leser!

Wie geht es 2018 mit den Aktienmärkten weiter? Diese Frage haben wir Winfried Walter, Vorstand der Vermögensverwaltung Schneider, Walter & Kollegen, für diese Ausgabe gestellt. Das nach wie vor billig verfügbare Geld und der ETF-Boom seien Risikofaktoren für globale Aktienfonds, die nicht unterschätzt werden dürfen. Von den Exzessen der 1990er und 2000er-Jahre seien die Börsen aber noch ein ganzes Stück entfernt, meint der Experte.

Wir wünschen eine mitreißende Lektüre !

Ihr Thomas Müller und das Online-Team
von FONDS exklusiv

"Die Party kann noch länger anhalten"

Die globale Wirtschaft wächst kräftig, die Unternehmensgewinne ziehen an und die Börsen steigen in relativ kleinen Schritten, aber sukzessive. Ob die gestiegenen Bewertungen gerechtfertigt sind und wie er den Aktien-Ausblick für 2018 sieht, erläutert Winfried Walter, Vorstand und Senior Portfolio Manager der Vermögensverwaltung Schneider, Walter & Kollegen.

von Wolfgang Regner



Winfried Walter, Vorstand Schneider, Walter & Kollegen AG

FONDS exklusiv: Aktuell werden europäische Aktien von vielen Investoren favorisiert. Was spricht für ein breites Investment in globale Aktien?

Winfried Walter: Es gibt Signale, die Konjunktur in Europa erholt sich wieder, selbst in der Euro-Peripherie. Trotzdem bevorzuge ich selbst eine globale Investmentperspektive, die europäische Titel aus Schweden, Norwegen, Dänemark, Deutschland, Österreich und der Schweiz mit einschließt. Dies liegt zum einen an der Wachstumsschwäche in den etablierten Staaten (z.B. G7). Ich persönlich traue

den hohen Wachstumsraten in den etablierten Volkswirtschaften nicht. Es ist zu intransparent inwieweit das hier stattfindende Wachstum nicht maßgeblich dem Einsatz des „billigen Geldes“ geschuldet ist. Gut ein Drittel eines internationalen Portfolios sollte in die „neuen globalen Titanen“ investiert sein, Unternehmen, die in den letzten 20 bis 25 Jahren aus dem Nichts in die Riege der Global Champions vorgestoßen sind und trotz Wachstumsstärke Value-Bewertungen zeigen (Samsung Electronics, ICBC Bank, Reliance Industries usw.). Dazu kommt eine breite Währungs-Diversifikation (nicht nur US-Dollar, Euro, Yen, Schweizer Franken) in Währungen von Volkswirtschaften, die eine langfristig positive Entwicklung erwarten lassen können wie koreanischer Won, Singapur-Dollar, Renminbi, aber auch skandinavische Währungen oder den polnischen Zloty. Dabei stehen weniger kurz- bis mittelfristige Währungsgewinne im Vordergrund. Vielmehr geht es mir angesichts der aufgeblähten Bilanzen der etablierten Notenbanken um eine breite, ausgewogene Diversifikation.

FONDS exklusiv: Globale Aktienfonds sind oft in amerikanischen Aktien übergewichtet. Das hat bisher funktioniert, doch die Bewertungen in den USA sind hoch. Ist das ein Risiko?

W.W.: Auf jeden Fall. Hier sind mehrere Faktoren ins Feld zu führen. Hauptursache ist sicherlich die globale Politik des billigen Geldes. Trotz eines Shiller-KGVs (zyklisch adjustiertes KGV auf Basis der durchschnittlichen Gewinne der vergangenen zehn Jahre) von derzeit ca. 27 scheint der Anleger angesichts der Niedrigzinsen von der Alternativlosigkeit der Aktie überzeugt. Der noch anhaltende Trend in ETF-Investments hat das Veranlagen geradezu kinderleicht gemacht. Die Niedrigzinspolitik hat gerade in den USA über viele Jahre anhaltende Rückkaufprogramme in den einzelnen Unternehmen angeschoben. Vorhandene Gewinne wurden auf immer geringere Stückzahl an Aktien verteilt – so lassen sich die Gewinne je Aktie wunderbar steigern. Getragen wird der US-Aufschwung in letzter Zeit maßgeblich von einigen ausgewählten High-Tech-Unternehmen.

FONDS exklusiv: Was halten Sie von der bisherigen Performance von US-Präsident Trump?

W.W.: Die letzten Schübe in der Aufwärtsbewegung wurden von der Hoffnung auf einen, durch die neue Administration angeschobenen, politischen Strukturwandel begründet. Nach fast einem Jahr hat Präsident Trump bisher keinerlei der erhofften Veränderungen durchgesetzt. Der Vergleich mit einem seiner Vorgänger Ronald Reagan und die Möglichkeit einer „Trumponomics“ ist völlig absurd. Reagan fand einen völlig anderen Datenkranz bei seiner Amtsübernahme vor. Allein der Spitzensteuersatz von damals 70 Prozent (heute 39 Prozent) bot erheblich mehr Gestaltungsspielraum. Ebenso der US-Leitzinssatz von 18 Prozent, heute 1,0 Prozent.

FONDS exklusiv: Droht ein Börsencrash?

W.W.: Ich kann mich nicht ganz des Eindrucks erwehren, dass die aktuelle Aufwärtsbewegung ein wenig dem Tanz auf dem Vulkan gleicht. Jeder meint, er könne, wenn die Party zu Ende geht, den Saal noch verlassen. Parallelen zu 1987, 2000 und 2008 sind erkennbar. Aber zwischen 1995 und 2000 stiegen viele Blue Chips von einem KGV von 15 auf 50. Damit möchte ich zum Ausdruck bringen, dass die Party noch länger anhalten kann, als die meisten sich das vorstellen können.

FONDS exklusiv: Wie sieht Ihre Anlagestrategie für globale Aktien aus?

W.W.: Als klassischer Value Investor folge ich immer meinem Leitsatz: „Qualität zu einem angemessenen Preis“. Qualität stellt in diesem Zusammenhang ein Geschäftsmodell dar, das nachweislich und nachhaltig Unternehmensgewinne erzielt. Diese müssen dann in Relation zum Einstiegskurs gesetzt werden. Dabei bin ich durchaus bereit den massiven Zinsverfall in mein Kalkül mit einfließen zu lassen. Ein Rechenbeispiel möge dies verdeutlichen. Während früher der Zinssatz für fünf- bis siebenjährige Staatspapiere um die vier bis fünf Prozent lag, liegt dieser heute bei ca. einem Prozent. Hierzu addieren wir eine Risikoprämie für Unternehmensbeteiligungen von ca. 2,5 bis 3 Prozent p.a, was etwas vereinfacht eine „Ertragsersparnis“ an eine Aktie von ca. vier bis 4,5 Prozent p.a bedeutet. Der reziproke Wert dazu stellt das „noch akzeptable KGV“ von ca. 22 bis 25 dar. Hier zeigt sich im Vergleich zu früheren Investments bei KGVs von maximal 15 der Unterschied. Es zeigt aber auch deutlich die Achillesferse derartiger Engagements auf. Eine nur leichte Reduktion der Ertragsersparnis oder eine Erhöhung der Marktzinssätze um z.B. ein Prozent würde nach diesem Denkmodell schnell nach einer gut 20 prozentigen Korrektur rufen.

FONDS exklusiv: Wie erreichen Sie die notwendige Diversifikation in Ihrem Portfolio?

W.W.: Ein Teil der Diversifikation fließt über aussichtsreiche Währungen in den Portfolioaufbau ein. Und wir glauben weiterhin an die langfristige Vorteilhaftigkeit sogenannter „neuer globalen Champions“. Zur Zwischenbilanz: 60 bis 70 Prozent unseres Portfolios besteht aus Blue Chips aus Europa und Asien – die USA sind deutlich untergewichtet- und wir halten uns nicht an eine Benchmark. Zu guter Letzt: (Welt-)Marktführer in der Nische waren immer das Salz in der Suppe der von uns strukturierten Portfolios. Dafür spricht aktuell auch die auffallend hohe Nachfrage nach Übernahmezielen chinesischer Investoren zum Ziele des Technologietransfers („Kuka-Effekt“). Aktuell dagegen sprechen die wahrscheinlich auch aus diesem Grunde z.T. absurden Bewertungsrelationen. Insbesondere in diesem letzten Drittel machen wir sukzessive Kasse. Massiven Rücksetzern begegnen wir mit Short Index Futures Positionen. Gesteuert wird dieser Teil des Portfolios durch technische Indikatoren. Die historisch niedrigen Volatilitätsindizes laden geradezu zu Long Positionen als Beimischung und hocheffizienter Hedge-Position ein, zB. im US-Vola-Indikator VIX. Die möglichen monatlichen Rollverluste mahnen hier aber zu äußerster Vorsicht!

FONDS exklusiv: Wie schätzen Sie die unterschiedlichen Anlageregionen ein?

W.W.: In den USA bin ich zurückhaltend, zu nennen wären hier Aktienrückkaufprogramme, der ETF-Rausch, das Hinterfragen möglicher politischer Strukturreformen durch die Trump-Administration, und der letzte Teil des Aufschwungs, der auffallend hauptsächlich von großen Hightech-Titeln getragen war. In Europa zeigen in letzter Zeit Konjunkturindikatoren Erholungstendenzen, und die fundamentale Bewertungen sind nicht so weit fortgeschritten wie in USA. Daher bin ich leicht positiv gestimmt. Beiden Regionen gemein ist der extreme Einfluss der Politik des billigen Geldes. Wieviel allein davon generiert Nachfrage in den Unternehmen? Man kann nur vermuten, dass Unternehmen am Leben gehalten werden, die ohne diese Subventionierung vielleicht gar nicht mehr existieren würden. Asien, insbesondere China, trägt noch immer zwei Drittel des Wirtschaftsaufschwunges. Nach dem Schock von Frühjahr 2015 und der Trendumkehr in 2016/17 sehe ich jetzt eher eine Verstetigung des Aufwärtstrends. Nicht zu unterschätzen ist die chinesische Kampagne „One belt – one road“ (Seidenstraßen-Initiative) durchaus auch mit ihrer Politik des „Miteinbeziehens“ der Partner- auch den USA. China muss aber auch die Transformation von der Werkbank der Welt zur binnenkonsum-getriebenen Volkswirtschaft noch besser gelingen. Mein Fazit: In den USA Gewinne mit Argusaugen betrachten – Europa ist extrem vom billigen Geld und auch von Asien abhängig. Die Bewertungen sind im historischen Vergleich zu hoch, die Gewinne daher nicht nachhaltig.

2. Teil "Vielleicht erleben wir bald eine Überraschung"

Nach dem Aktienausblick vor zwei Wochen folgt der Anleihen- und Makroausblick

FONDS exklusiv: Besteht vor allem für Anleihen die Gefahr einer anziehenden Inflation?

W.W.: Natürlich müssten die Notenbanken bei einer anziehenden Inflation handeln und gegensteuern. Als Inflationstreiber dürften hier v.a. die Rohstoffpreise allen voran die wieder anziehenden Ölpreisnotierungen zu sehen sein. Ob eine derzeit anziehende Konjunktur hier in Europa – oder aber auch in USA über den alten Transmissionsriemen steigender Löhne zeitnah inflationäre Tendenzen entwickelt – demgegenüber habe ich in der Zwischenzeit leichte Zweifel.

FONDS exklusiv: Wird der EZB der Ausstieg aus der Nullzinspolitik und den Anleihekäufen gelingen oder mit heftigen Schwankungen oder einem Börsencrash einhergehen?

W.W.: Eines sei vorweggeschickt – Selbstverständlich sehe ich den Wechsel weg von der globalen Niedrigzinspolitik hin zu sich ‚normalisierenden Leitzinssätzen‘ als Achillesferse der Finanzmärkte

an. Trotz intensiver Beschäftigung mit Geld und Währungspolitik im Studium – oder gerade deshalb sollte man sich als Profi eingestehen: Es gibt keine Blaupause für dieses in der Geschichte der Geldpolitik einmalige Ereignis. Niemand kann ernsthaft behaupten, den Verlauf dieser Trendumkehr nur ansatzweise richtig vorherzusagen zu können. Erkennbar sind für mich jedoch Anzeichen einer Blasenbildung. Letztendlich führe ich die ganze Misere auf eine seit ca. der Jahrtausendwende säkulare Wachstumsschwäche der traditionellen Industrienationen zurück. Diese ist so grundlegend, dass sie mit rein monetaristischen Wachstumsimpulsen nicht mehr überwunden werden kann. Die Bereitstellung ungeheurer Liquiditätsmengen erinnert mich an die ungezügelt Verabreichung von Antibiotika, die nicht mehr oder nur eingeschränkt, ihre Wirkung zeitigen. Dabei ist in Exportnationen mit guten, international konkurrenzfähigen Produkten diese Wachstumsschwäche noch durch den Nachfragesog aus den neuen aufstrebenden Volkswirtschaften gedämpft. Dies dann auf der Ebene der Zentralbanken weitergedacht macht nach m.E. klar, dass den Zentralbanken nur ein sehr schmaler Korridor der effektiven Rückführung ihrer Bilanzen zur Verfügung steht um nicht eine „disruptive“ Reaktion an den globalen Finanzmärkten auszulösen. Hinzu kommt, dass die wichtigsten Notenbanken (Fed, EZB, GB, Japan) sich in unterschiedlichen Phasen ihres QE / Rückführungszyklus befinden. Hier erscheint mir eine abgestimmte, konzertierte Aktion äußerst schwierig.

FONDS exklusiv: Warum kommt die EZB ihrem Inflationsziel einfach nicht näher? Im September waren es wieder nur 1,5 Prozent.

W.W.: An dieser Stelle könnte man durchaus hinterfragen, welcher Zweck hinter dem Inflationsziel steht. Letztendlich soll es doch ein Maß dafür sein, ob eine Volkswirtschaft Wachstum zeigt. Die neuesten Konjunkturindikatoren (ifo-index usw.) signalisieren ja schon ein Vorhandensein von Wachstum im Euroraum. Inflation ist außerdem ein der Konjunktur nachlaufender Indikator. Vielleicht erleben wir ja hier bald eine Überraschung. Eine Art „schwarzer Schwan“, ein Warnsignal, diesbezüglich könnte hier durchaus die Entwicklung des Ölpreises sein.

FONDS exklusiv: Sehen Sie ein Problem im Auseinanderdriften zwischen Fed und EZB?

W.W.: Wie schon gesagt ist eine konzertierte Aktion der Notenbanken kaum möglich. Das könnte natürlich z.B. zu einem Wiedererstarken des US-Dollar führen und damit zu einem Abwürgen des US Aufschwunges. Letztendlich macht mir die Verringerung des Spreads zwischen kurz – und langfristigen Zinsen im USD auf nahezu null viel mehr Sorgen. Zumindest in früheren Zeiten signalisierte dies, nämlich eine flache Zinskurve, immer den Beginn eines größeren Rückgangs am US Aktienmarkt.

FONDS exklusiv: Was gehört für Sie zu den größten Makro-Herausforderungen?

W.W.: Falls die „harten“ Konjunkturzahlen (Wachstum, Investitionen, Konsum), aber auch die Unternehmensgewinne nicht in der Lage sind die sehr positiven Erwartungen der Frühindikatoren zu erfüllen, kann es zu einer kurzfristigen Enttäuschung an den Märkten führen. Insbesondere in den ‚traditionellen Märkten‘ ist eine gute konjunkturelle Entwicklung bereits eingepreist.

Könnte uns eine konjunkturelle Abschwächung in China aufgrund der restriktiveren Geldpolitik seit Jahresanfang drohen?

W.W. China sehe ich sehr vielschichtig. Drei große Stränge kann ich erkennen, die letztendlich zu einer eher positiven Kursbewertung der chinesischen Finanzmärkte führen. Erstens die Transformation von der Werkbank zur Konsumgesellschaft, wobei dies vorübergehend durchaus zu stark schwankenden Kursverläufen führen könnte. Zweitens ist die Aufnahme des Renminbi in den IWF-Währungskorb für mich ein Signal, dass die Währung Chinas im Oberhaus angekommen ist. Darauf basierend wird nun China seinen Bondhandel extrem ausbauen. Alles in allem bezeichne ich diesen Effekt als ‚das Finanzsystem des Landes der internationalen Bedeutung der Realgüterwirtschaft anpassen‘. Und zuletzt der Ausbau der ‚Seidenstraße‘ (One belt one road Project). Dabei ist es Chinas erklärtes Ziel, insbesondere die angrenzenden Länder in eine Art Handelsunion (vielleicht vergleichbar mit der Hanse) geopolitisch mit einzubeziehen. Betrachtet man diese großen, roten Fäden wird deutlich, dass ich China nur in längerfristigen Zyklen wie den nächsten fünf und zehn Jahren und darüber hinaus bewerten kann. Eines wäre aber sicher – eine vorübergehende, kurzfristige Wachstumsdelle in China würde nachhaltig negativ, insbesondere auf die oben beschriebenen Exportnationen, einwirken.

FONDS exklusiv: Wie sieht Ihr Ausblick für 2018 aus?

W.W.: Die klassischen westlichen Industrienationen der G7 sind seit ca. der Jahrtausendwende in einer säkularen Wachstumsschwäche. Die massive, globale Politik des billigen Geldes konnte zwar die Symptome der Verschuldungskrise – insbesondere durch Zeitgewinn lindern. Ihre Ursache (nämlich die Wachstumskrise) vermag sie aber nicht zu beheben. Dies hat auch dazu geführt, dass die Asset-Klasse Aktie, insbesondere in den USA, eine Überbewertung in Relation zu Ihrer Ertragskraft erfahren hat und deutliche Zeichen einer Blasenbildung zeigt. Trotz dieser Anzeichen hat die Geschichte gezeigt (1929, Nifty Fifty in den 70ern, Jahrtausendwende), dass derartige Haussen weitaus länger laufen können, als vermutet. Das Ende der historisch schon sehr langen Hausse seit 2008 dürfte mit hoher Wahrscheinlichkeit in einem zu ‚disruptiven Wechsel‘ der Notenbankpolitik insbesondere der FED zu finden sein. Ein möglicher Auslöser dafür könnte z.B. die aufkommende Erkenntnis sein, dass die z.B. mit High Yields verbundenen Risiken derzeit nicht ausreichend alimentiert werden. Ein

anderer auslösender Faktor könnte eine weiter anhaltende Preissteigerung beim Rohöl – und damit verbunden inflationäre Tendenzen sein. Schlussendlich befinden wir uns in einer Situation, die mit dem Tanz auf dem Vulkan beschrieben werden kann. Korrekturen könnten sich durch die „Übermacht“ der ETF Investments in den letzten Jahren verstärken. Dem bisher beschriebenen Szenario geben wir für 2018 eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 65 Prozent.

FONDS exklusiv: Was ergibt sich daraus als Konsequenz für die Portfoliogestaltung?

W.W.: Wichtig ist vor allem eine hohe Diversifikation über verschiedenste Währungen mit positiven, langfristigen Potentialen. Gold sehen wir auch als Währung und empfehlen einen Depotanteil von fünf bis zehn Prozent. Zudem steigen wir sukzessive insbesondere aus High Yield Bonds und Wachstums-Hightech Aktien aus. Ein vernünftiger Anteil an globalen Qualitätstiteln in Aktien kann angesichts dieser historisch nahezu einmaligen Situation durchaus opportun sein. Letztendlich stellen sie eine Beteiligung an Produktivkapital und damit eine sehr gesunde Form der „Wertaufbewahrung“ dar.