

<http://blog.de.erste-am.com/2017/11/21/aktien-optimistisch-mit-vorsicht/>

Aktien: Optimistisch, aber mit Vorsicht

Peter Szopo



© (c) iStock

2017 war ein neuerliches Rekordjahr für die Aktienmärkte weltweit; der MSCI All Country-Index legte in den ersten zehn Monaten des Jahres um etwa 18% (in USD) zu. Allerdings begann der Monat November nicht gut für risikobehaftete Vermögenswerte.

Europäische Aktien verloren 2,9% in der ersten Monatshälfte, US-Aktien verliefen flach, die Risikoprämien der Unternehmensanleihen weiteten sich aus, und der VIX, der oft als Risikogradmesser der Wall Street gesehen wird, stieg nach Rekordtiefs im Oktober. Keine dieser Entwicklungen ließe auf etwaige dramatische Vorgänge schließen. Der Abschwung war vermutlich eine Antwort auf die wachsenden politischen Spannungen im Nahen Osten und den damit verbundenen Ölpreisanstieg sowie auf die Unklarheit hinsichtlich der US-Steuerreform.

Aufgrund der Tatsache, dass sich der Aktienzyklus im fortgeschrittenen Stadium befindet, die Bewertungen in allen Anlagebereichen ambitioniert sind, und sich die Aktienmarktvolatilität seit geraumer Zeit in verdächtig niedrigem Bereich aufhält, ist die Frage berechtigt, ob der Hintergrund für Aktien im Begriff ist, sich zu verschlechtern, während wir uns auf das Jahr 2018 zubewegen.

Die Hauptfaktoren, welche die internationalen Aktienmärkte zu unterschiedlichen Zeitpunkten während des Jahres unterstützten, waren die folgenden:

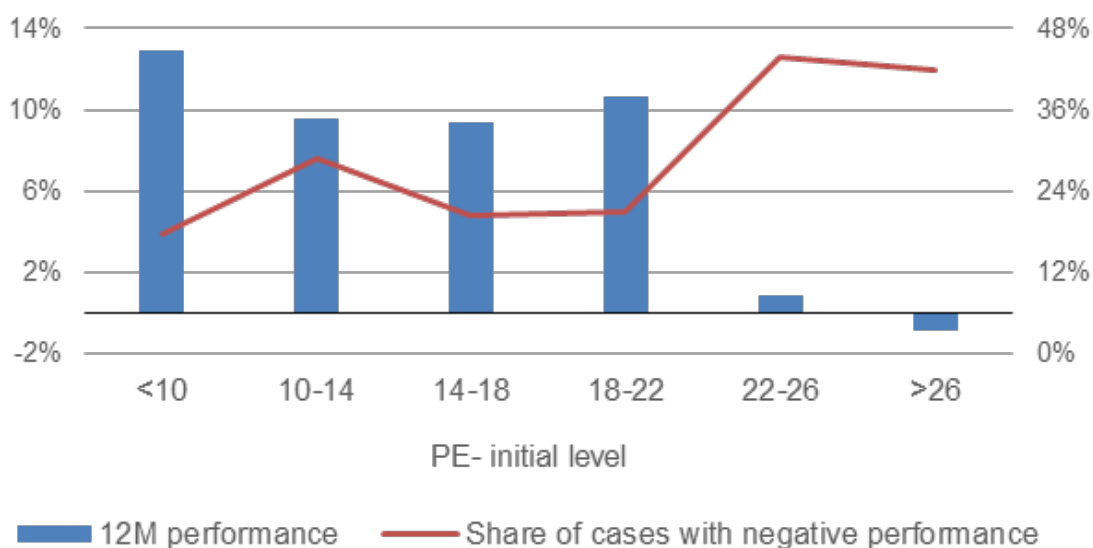
- eine breit aufgestellte, globale Erholung, die sich durch positives Wachstum in 40+ von der OECD verfolgten Volkswirtschaften auszeichnete;
- der Hintergrund einer anhaltend freundlichen Geldpolitik;
- ein starker Gewinnausblick für sämtliche größeren Regionen;
- Hoffnung auf politische Reformen in den USA und Japan;
- fallendes Risiko in China;
- wachsende Zuversicht, dass Populisten, gleichwohl sie in Kern-Europa über steigenden politischen Einfluss verfügen, nicht in der Lage sein werden, das europäische Projekt zu zerstören.

Keiner dieser Faktoren hat sich in den letzten paar Tagen oder Wochen signifikant verändert. Insbesondere wird das globale Wachstum vermutlich robust bleiben; Bewegungen in der Geldpolitik werden, trotz der deutlich erkennbaren Festigungstendenz, mit extremer Vorsicht vollzogen und werden den Anlegern gegenüber gut kommuniziert; und die Konsensus-Schätzungen deuten auf eine weitere positive Gewinnperformance in 2018 hin. Daher besteht die Hoffnung, dass die jüngste Schwäche auf den internationalen Märkten nur von kurzer Dauer sein könnte.

Bewertung: ambitioniert, aber keine Blase

Die Bewertungen bleiben ein Sorgenkind. Historisch betrachtet, sind Aktien teuer, vor allem in den USA. Allerdings befinden sich die Multiples noch nicht auf einem Niveau, auf dem man von einer Blasenbildung sprechen könnte. Was wichtiger ist, Bewertungen alleine sind selten ein Auslöser von Korrekturen. Der nachfolgende Chart zeigt beispielsweise, dass, historisch betrachtet, US-Aktien seitwärts oder negativ über die nachfolgenden zwölf Monate performen, wenn sich das KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) den mittleren und hohen 20ern nähert. Überraschenderweise ist die Performance in den nachfolgenden zwölf Monaten bei KGVs von 22 oder darunter generell von der Bewertung zu Beginn abgekoppelt.

S&P-500: Valuation vs. performance



Source: Bloomberg; Erste Asset Management

Derzeit wird der S&P 500 zu einem KGV von 21,6 (auf Basis historischer Gewinne) gehandelt, was zwar knapp an, aber doch außerhalb der Gefahrenzone ist. Darüber hinaus ist festzuhalten, dass, obschon das „Dieses Mal ist alles anders“-Argument oftmals sehr gefährlich ist, der derzeitige makroökonomische Hintergrund hinsichtlich r^* (d.h. des natürlichen Zinssatzes) und des Wachstumsausblicks Marktbewertungen deutlich jenseits historischer Niveaus rechtfertigen könnte, wenngleich doch unterhalb des derzeitigen Niveaus (siehe Lansing, K.J., *Stock Market Valuation and the Macroeconomy*, FRBSF Economic Letter, 2017-33, 13. November 2017).

Gründe, die zur Vorsicht mahnen

Obwohl weder Top-down-Fundamentaldaten noch Bewertungen die Alarmglocken läuten lassen, gibt es nach wie vor einige Gründe, in absehbarer Zeit größere Vorsicht walten zu lassen:

Wachstumsenttäuschung. Zwar hat das globale Wachstum 2017 positiv überrascht, und der Ausblick für 2018 bleibt positiv, aber eine weitere Beschleunigung in 2018 ist unwahrscheinlich. Europa und die USA wachsen bereits über Potenzial, und für das Wachstum in China und Japan wird eine Verlangsamung erwartet. Außerdem wurden die Erwartungen hinsichtlich der Wirtschaftsneuigkeiten als Reaktion auf die eingehenden Daten angehoben, was weitere positive Überraschungen unwahrscheinlicher macht. Daher könnten Wachstumsüberraschungen als Treiber von Gewinnerwartungen und Aktienkursen nächstes Jahr fehlen.

Exzessiver Optimismus. Investorenumfragen zeigen, dass die generelle Einstellung der Anleger nach wie vor sehr bullish ist. Beispielsweise ließ die neuliche Umfrage unter Fondsmanagern von BoAML (*“It’s frothy FAANG”*, 14. November 2017) verlauten, dass der Anteil an institutionellen Investoren, die an ein nachhaltiges Goldilocks-Szenario von hohem Wachstum

und niedriger Inflation glauben, im Laufe des Jahres stark angestiegen ist und sich nun auf einem Rekordhoch befindet. Somit besteht Potenzial für unsanftes Erwachen, sollte die Inflation im Laufe von 2018 ansteigen und/oder die Wachstumsraten enttäuschen.

Das Ende (von QE) ist nah. Die Geldpolitik stellt vermutlich das größte Risiko dar. Selbst unter Ausschluss der Möglichkeit eines politischen Fehlers (wie z.B. der zu schnellen Anhebung der Zinsen) ist die Tatsache, dass die US-Zentralbank damit begonnen hat, ihre Bilanz zu schrumpfen und dass die EZB damit vermutlich 2019 beginnen wird, eine Quelle der Unsicherheit. Zwar wird der Effekt zum größten Teil im Anleihemarkt spürbar sein, doch wird der Effekt der Bilanzverkürzung seitens der Zentralbanken auch auf risikobehaftete Vermögenswerte übergreifen – entweder direkt über Liquiditätseffekte, oder indirekt über die Auswirkungen auf die Risikoprämien (und somit die Abzinsungssätze).

Neue Risiken. Obwohl die Märkte in den vergangenen 18 Monaten erstaunlich gut in der Lage waren, Eventrisiken zu absorbieren (Brexit-Abstimmung, Trump, Korea, Katalonien), wäre es leichtsinnig anzunehmen, dass dieses Muster notwendigerweise intakt bleibt. Ein Misserfolg bei der US-Steuerreform, eine weitere Verschärfung der Spannungen im Nahen Osten, die italienischen Wahlen, die Art und Weise, wie die spanische Regierung mit der katalonischen Situation umgeht, oder ein völliger Stillstand der laufenden Brexit-Verhandlungen – all diese Ereignisse könnten eine längerfristige Repositionierung in Richtung „risk-off“ zur Folge haben.

Um zusammenzufassen: die Fundamentaldaten für Aktien, welche sich in den vergangenen 12 bis 18 Monaten deutlich verbessert haben, sehen noch immer gut aus. Sowohl Wirtschafts- als auch Gewinnwachstum unterstützen nach wie vor, doch in 2018 wird das Momentum zurückgehen, und neue Risiken werden auftauchen. Zwar besteht noch Aufwärtspotenzial für Aktien, doch die Wiederholung der starken Performance in 2017 ist unwahrscheinlich, während die Wahrscheinlichkeit einer Korrektur klar im Steigen begriffen ist.

Wichtige rechtlicher Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTUM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idGF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Der vereinfachte Prospekt der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. wird entsprechend den Bestimmungen des ImmoInvFG 2003 idjF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTUM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, der vereinfachte Prospekt sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at abrufbar und stehen dem interessierten Anleger kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts bzw. des vereinfachten Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente sind auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Da es sich hierbei um einen Blog handelt, werden die in den jeweiligen Einträgen angegebenen Daten und Fakten sowie Hinweise nicht aktualisiert. Diese entsprechen dem Redaktionsstand zum oben angeführten Datum. Die jeweils aktuellen Daten und Hinweise in Bezug auf Fonds entnehmen Sie bitte den Angaben unter dem Menüpunkt „Fondssuche“ auf www.erste-am.at.



Peter Szopo

Peter Szopo ist seit März 2015 Chief Equity Strategist der Erste Asset Management. Zuvor war er bereits als Berater für das Aktienfondsmanagement der Erste Asset Management für Zentral- und Osteuropäische Aktienmärkte tätig. Von November 2009 bis April 2013 war er Leiter der Researchabteilung der Alfa-Bank in Moskau.

Nach seiner Research-Arbeit im WIFO (Austrian Institute of Economic Research) von 1978 bis 1990 arbeitete er als Wertpapierspezialist in verschiedenen leitenden Funktionen bei international renommierten Investmentbanken. Die Funktion „Head of Research“ hatte er während dieser Zeit beispielsweise bei der Creditanstalt Investmentbank, UniCredit

Bank Austria, bei Robert Fleming Securities und bei Bank Sal. Oppenheim inne.

Neben seiner Analysetätigkeit war er von 1997 bis 2000 bei der Eastfund Management als Fondsmanager für Zentral- und Osteuropa Aktien tätig.