https://blog.de.erste-am.com/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.

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 Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH 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" sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG", insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG".

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen" Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.

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.