

Börsenexperte im Interview

„Gewisse Bescheidenheit sollten Anleger mitbringen“

31.03.2014

Nach der Rally sind Aktien nicht mehr billig, meint Tilmann Galler. Der Anlageexperte erklärt, wo Anleger jetzt noch Schnäppchen machen können und warum es gefährlich ist, nur auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis zu schauen.

von Jessica Schwarzer



Wohin geht die Reise an den Märkten? Quelle: dpa

Wie geht es weiter an den Märkten? Tilmann Galler, Portfolio-Manager und Stratege bei JP Morgan Asset Management in Frankfurt, ist optimistisch, auch wenn seine Euphorie nachgelassen hat.

S&P 500 und auch Dax notieren nahe ihrer Allzeithochs. Wie geht es weiter?

Ich erwarte eine Aufholjagd.

Eine Aufholjagd?

2013 war ein exzellentes Jahr für Aktie. Die Märkte haben allerdings viele Vorschusslorbeeren verteilt. 2014 müssen die Unternehmen liefern. Und die Konjunktur muss weiter anziehen, denn auch das haben die Märkte bereits vorweggenommen. Jetzt müssen Unternehmen liefern und die Konjunktur sollte Tritt fassen.



Tilmann Galler ist Portfolio-Manager bei JP Morgan Asset Management. Quelle: PR

Störfeuer könnte von Seiten der Notenbanken kommen, vor allem der amerikanischen...

Natürlich ist das Thema Drosselung der Anleihekäufe – Stichwort Tapering – mittlerweile im

Gänge. Wir gehen davon aus, dass die Anleihekäufe der US-Notenbank bis Ende 2014 auf null heruntergefahren werden. Das bedeutet aber nicht, dass sie dann auch schon die Zinsen erhöht. An der Zinsfront sehen wir dieses Jahr noch keine Verschärfung. Dennoch: Für die Aktienmärkte heißt es spätestens Ende des Jahres, dass die Unterstützung durch die Notenbanken abnimmt.

Wenn die Notenbanken die Märkte also nicht mehr mit Liquidität überschwemmen, bedeutet das dann zwangsläufig sinkende Aktienkurse?

Davon gehe ich nicht aus, vor allem weil die Weltkonjunktur immer mehr in Schwung kommt. Dies wird an den globalen Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe deutlich. Hier stehen die Zeichen auf Wachstum, allerdings gibt es einige Ausnahmen. Die Emerging Markets erleben eine relative Schwächephase. Dort verläuft die Konjunktur etwas holprig. Länder wie die Türkei oder auch Indonesien sind merklich unter Druck geraten, auch wenn die Regierungen mittlerweile gegensteuern. Generell können wir jedoch mit einer höheren Volatilität von risikobehafteten Anlageklassen rechnen je stärker sich die Notenbanken zurückziehen.

Echte Anleger sind...

- ...gelassen

"Sie wissen, dass Aktienkurse von allen möglichen unvernünftigen Kräften beeinflusst werden, dass sie ebenso fallen wie steigen können und dass das auch für Aktien gilt, die sie selbst besitzen. Wenn das passiert, reagieren sie darauf mit Gleichmut. Sie wissen, dass der Preis wieder zurückkommt, solange das Unternehmen die Eigenschaften behält, die sie als Anleger zunächst angezogen hatten."

- ...geduldig
- ...rational

Besser sieht die Lage in der Euro-Zone aus...

Die Euro-Zone hat die Rezession inzwischen verlassen. Im vierten Quartal lag das Wachstum bei 0,5 Prozent. Das Wachstum könnte sich in den nächsten Quartalen seinem langfristigen Durchschnitt von 1,4 Prozent nähern. Das Ganze bei einer Inflation, die de facto nicht mehr vorhanden ist. Im Gegenteil: In den Peripheriestaaten wird eher Deflation eine Rolle spielen.

Wie sieht es am Immobilienmarkt aus?

Hier ist die Lage sehr differenziert. In Deutschland und Ländern wie Schweden oder Großbritannien sind die Häuserpreise in den vergangenen Jahren gestiegen. In den Krisenstaaten hingegen sind sie stark gesunken. In Irland, wo die Preise sich seit 2007 halbiert hatten, sehen wir eine Trendwende. In anderen Peripherieländern sehen wir eine Bodenbildung. Die spanischen Häuserpreise liegen beispielsweise 30 Prozent unter ihrem Vorkrisenniveau.

Wir haben die Euro-Krise also noch nicht hinter uns?

Wir sind auf einem guten Weg. Der Arbeitsmarkt in der Euro-Zone stabilisiert sich und die Konjunktur hellt sich auf. Wir sehen einige expansive Impulse in der Euro-Zone. Aber es gibt auch noch Problemfelder, wie beispielsweise die Entwicklung der Lohnstückkosten. Doch auch hier sehen wir, dass sich diese im Euroraum annähern und die Lücke zwischen Deutschland und den Peripheriestaaten sich langsam schließt. Das ist das Positive an

Deflation, die Preisexzesse der Vergangenheit werden korrigiert und damit wird die Wettbewerbsfähigkeit wieder hergestellt.

Börsianer reagieren recht verschreckt, wenn das Wort Deflation fällt.

Gefährlich wird es dann, wenn sich Deflation in den Köpfen festsetzt, wenn Verbraucher also mit dem Konsum warten und Unternehmen Investitionen immer weiter verschieben – in der Hoffnung auf noch niedrigere Preise. Die Entwicklung einer solchen Spirale muss die Europäische Zentralbank auf jeden Fall verhindern. Was passiert, wenn das nicht gelingt, sehen wir in Japan. Die Japaner spüren die negativen Effekte der Deflation seit Jahren. Ministerpräsident Shinzo Abe steuert mit seiner Konjunkturpolitik gegen, um die Wirtschaft in der drittgrößten Volkswirtschaft der Welt ankurbeln.

Die größten Fehler der Anleger

- **Risikotoleranz**

„Die Neigung, Risiken einzugehen, ist mit zwei demografischen Faktoren verbunden: Geschlecht und Alter. Frauen sind normalerweise vorsichtiger als Männer und ältere Menschen sind weniger bereit, Risiken einzugehen, als jüngere Leute. Die Konsequenzen der Verhaltensökonomik für Anleger sind klar: Wie wir uns bei der Geldanlage entscheiden und wie wir uns bei der Verwaltung unserer Anlage entscheiden, hängt sehr davon ab, wie wir über Geld denken. [...] Sie demonstriert, dass Marktwerte nicht ausschließlich von den gesammelten Informationen bestimmt werden, sondern auch davon, wie menschliche Wesen diese Informationen verarbeiten.“

- **Übertriebene Zuversicht**
- **Kurzfristiges Denken**
- **Verlustaversion**
- **Verdrängen**

Was heißt das für die Zinsen im Euro-Raum?

Die EZB wird sicher noch sehr lange Zeit nicht an der Zinsschraube drehen. Anders die US-Notenbank. Wir erwarten, dass die Fed ab Mitte oder Herbst 2015 mit der Normalisierung der Leitzinsen beginnen dürfte. Die EZB hingegen sollte 2014 weiter aktiv bleiben. Denn die im Vergleich zu den anderen großen Notenbanken seit 18 Monaten schrumpfende Bilanz der Europäischen Zentralbank führte zu einem kontinuierlichen Aufwertungsdruck des Euro. Ein starker Euro jedoch gefährdet das Wachstum und die Erholung, der Export würde abgewürgt. Das gilt es zu verhindern.

Bei den Zinssätzen für Kredite gibt es in den Euro-Ländern große Unterschiede.

Die Zinsdifferenzen zwischen den Peripherie- und Kernländern haben sich massiv ausgeweitet. Das Bankwesen und die Kreditnachfrage sind immer noch ein großes Problem, gerade in den südeuropäischen Krisenländern. Dort zahlen Unternehmen fast das Doppelte für Bankkredite wie in den Kernländern der Euro-Zone. Die Banken sind bei der Kreditvergabe immer noch zurückhaltend. Dies ist nicht zuletzt dem Sachverhalt geschuldet, dass die Institute ihr Geld lieber in die eigenen Staatsanleihen investieren als Kreditrisiken einzugehen, unter anderem wegen der strengeren Regulierung Gerade für kleine Unternehmen, die sich nicht über den Kapitalmarkt refinanzieren können, ist es schwierig, sich Geld über den Kapitalmarkt zu besorgen.

Apropos Kapitalmarkt...

...auch da hinken die Peripherieländern hinterher. Die Aktienmärkte in den Kernländern sind viel stärker gestiegen.

Ebenso wie in den USA...

Den USA geht es konjunkturell besser als der Euro-Zone, auch wenn es zuletzt einige konjunkturelle Rückschläge durch den extrem harten Winter gab. Zuvor lag unsere Prognose etwas höher. Die Schneemassen und steigende Heizkosten haben eben einen dämpfenden Effekt auf die Konsumlaune, vor allem in einem Land, dessen Volkswirtschaft so extrem vom privaten Konsum getrieben wird. Wir erwarten für 2014 ein Wirtschaftswachstum von 2,5 bis drei Prozent.

Handelsblatt Finanztools Der Werkzeugkasten für Ihre Finanzen



Die Märkte auf einen Blick

Die wichtigsten Indizes, die auffälligsten Aktien und was Analysten dazu sagen. Alles auf einen Blick mit unserem Finanztool.

Sie erhalten individuelle Einstellungsmöglichkeiten und können auch ihr eigenes Depot zusammenstellen, um ihre Titel immer im Blick zu haben. Besonders wertvoll: Aktuelle Analystenstimmen zu verschiedenen Titeln mit Kurszielen, Kauf- und Verkaufsurteilen.

Was stimmt sie so optimistisch?

Es sind mehrere Faktoren, die mich optimistisch stimmen: Die Schuldenquote ist gesunken, der Immobilienmarkt erholt sich weiter, das Nettovermögen der Amerikaner ist über das Niveau vor der Krise angestiegen und auch am Arbeitsmarkt setzt sich die Erholung fort. Die Arbeitslosenquote ist auf 6,6 Prozent zurückgegangen. Viele trauen der Erholung des Arbeitsmarktes nicht, weil auch die Erwerbsquote in den letzten Jahren kräftig gesunken ist. Wir gehen aber davon aus, dass der Rückgang der Erwerbsquote größtenteils soziodemografische Gründe hat, weil die Babyboomer in Rente gehen. Bei uns dauert das noch ein paar Jahre, in den USA hat der Babyboom früher eingesetzt.

Die Verschuldung in den USA ist allerdings riesig.

Die absolute Summe ist natürlich sehr hoch. Wenn Sie sich aber die Nettoverschuldung mit 72,8 Prozent anschauen, also die Verschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, dann stehen die USA ähnlich da wie wir.

Weniger Erfreuliches war zuletzt aus den Emerging Markets zu hören. Ist der Boom vorbei?

Die schlechten Nachrichten kamen in den vergangenen Wochen und Monaten vor allem von den sogenannten fragilen Fünf, also der Türkei, Indonesien, Brasilien, Südafrika und Indien. Dort wurden Ungleichgewichte abgebaut, die Währungen gerieten massiv unter Druck. Dieser Effekt jedoch sorgt dafür, dass die Wettbewerbsfähigkeit wieder steigt. Die Konsequenz: Die Wirtschaft wird leistungsfähiger und die Leistungsbilanz erholt sich. Der Export wird gestärkt, der Import hingegen durch höhere Preise gedämmt. Schaut man auf alle Emerging Markets, dann gibt es hier aber in Summe kein Leistungsbilanzdefizit, davon sind nur wenige Staaten betroffen. Den anderen geht es gut, sie wachsen, wenn sie auch nicht mehr so extreme Überschüsse erwirtschaften wie früher. Wir sehen in vielen Ländern aber noch immer positive Wachstumsimpulse.

Und China?

Die Chinesen gehören auch zu den „Leidtragenden“ von „Abenomics“ und leiden besonders unter dem schwachen Yen. Trotzdem sehen wir hier weiterhin moderates Wachstum. Wobei moderat im Fall von China die Zielmarke der Regierung von 7,5 Prozent ist. Eine harte Landung erwarten wir hier nicht. Das geringere Wachstum im Vergleich zu den vergangenen Jahren ist gewollt. Die Regierung will eine Überhitzung verhindern, aber macht sicher keine Vollbremsung, sondern – um in der Sprache der Autofahrer zu bleiben – eine Intervallbremsung.

Was bedeutet das alles für die Geldanlage?

Der Bullenmarkt ist jetzt mehr als fünf Jahre alt. Wir erleben eine ungewöhnlich lange und starke Hausse. Die Märkte haben mehr als 200 Prozent zugelegt, der Durchschnitt bei früheren Bullenmärkten lag bei knapp 180 Prozent. Doch wir dürfen nicht vergessen wo wir hergekommen sind. Da greift die Gummiball-Theorie: Je stärker der Absturz, desto nachhaltiger und kräftiger die Erholung. Unterstützt wird das durch ein dynamisches Gewinnwachstum.

Lohnt sich denn bei solch immensen Gewinnen der Einstieg überhaupt noch?

Natürlich sind die Bewertungen nicht mehr sonderlich günstig, aber auch noch nicht hoch. Aktien sind noch nicht zu teuer, sondern fair bewertet. Es gibt allerdings auch fast keine Schnäppchen mehr – weder bei Aktien noch bei Anleihen.

Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis sind Aktien heute ähnlich bewertet wie 2007. Damals stürzten die Märkte ab. Ein Hinweis auf das Ende Rally?

Das zeigt, wie gefährlich es ist, nur auf die KGVs zu schauen. Natürlich war die Bewertung gemessen an dieser Kennzahl damals ähnlich. Aber die 2007er KGVs waren vergiftet. Damals waren wir in der Endphase eines Zyklus. Die Unternehmen haben deutlich mehr verdient als normalerweise üblich, und waren höher verschuldet als heute. Hinzu kamen Zinserhöhungen. Es folgte der Absturz. Das ist heute ganz anders. Wir kommen gerade aus einem konjunkturellen Tief heraus, wir stehen also am Anfang des Zyklus und es besteht keinerlei Inflationsdruck, die Geldpolitik der Notenbanken ist relativ locker. Wir sind also in einer anderen Phase des Konjunkturzyklus und die Bilanzrisiken sind ebenfalls geringer.

Sie erwarten also weiter steigende Kurse?

Eine gewisse Bescheidenheit sollten Anleger mitbringen. Das Börsenjahr 2013 hat dazu geführt, dass Aktien nicht mehr ganz so attraktiv sind und Bonds nicht mehr ganz so unattraktiv. Die Aktienkurse sind weit vorausgelaufen und werden es schwer haben stärker zu steigen als die Unternehmensgewinne. Es ist wahrscheinlicher, dass die Aktienkurse mit den Gewinnen oder, möglicherweise sogar weniger ansteigen.

Eine konkrete Prognose?

Wir sind noch immer positiv für Aktien gestimmt, aber mit abnehmender Euphorie. Anleger sollten mit einem hohen einstelligen Kursplus zufrieden sein.

Wo lohnt der Einstieg?

Schnäppchen sind, wie gesagt, rar geworden. Nach dem deutlichen Kursrückgang gibt es sie fast nur noch in den Schwellenländern. Die Emerging Markets werden mit einem Kurs-Buchwert von 1,45 aktuell sehr pessimistisch bewertet. Nach unseren Erfahrungen war es für Investoren meistens lohnenswert, im Angesicht von Pessimismus die Anlageklasse zu kaufen.

Brics - die wichtigsten Fakten

- **Wirtschaftsmacht**

Die fünf führenden Schwellenländer, das sind Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika, stehen für 21 Prozent der weltweiten Wirtschaftsleistung. Die Dynamik ist enorm: Sie haben ihren Anteil am globalen Bruttoinlandsprodukt in den vergangenen 15 Jahren verdreifacht.

- **Bevölkerung**
- **Währungsreserven**
- **Handel**
- **Wohlstandsgefälle**

Trotz der zuletzt schlechten Nachrichten...

Das schwächere Wachstum in China, die Krim-Krise, die Probleme auf den WM-Baustellen in Brasilien, das Twitter-Verbot in der Türkei – natürlich lastet all das auf den Kursen. Aber es spricht auch viel für die Emerging Markets: Ihre Relevanz nimmt weiter zu, ebenso ihr Anteil am weltweiten Bruttoinlandsprodukt. Diese Entwicklung wurde auch mit dem steigenden Anteil der Emerging Markets Aktien an den Marktkapitalisierung der weltweiten Aktienmärkte in den letzten Jahrzehnten nachvollzogen. Im Gegensatz zur wirtschaftlichen Entwicklung war diese Entwicklung jedoch deutlich zyklischer und aktuell haben wir wieder seit einigen Jahren einen schwierigen Zyklus.

Gilt das Gleiche für Anleihen aus den Schwellenländern?

Auch die Staatsanleihen sind wieder attraktiver geworden. Wir würden allerdings kurzfristig Anleihen in Hartwährung statt in Lokalwährung wählen, da wir weitere Turbulenzen an den Devisenmärkten erwarten. Grundsätzlich sind Hochzins-Unternehmensanleihen – nicht nur aus den Schwellenländern – unsere bevorzugte festverzinsliche Anlageklasse.

Wie sollten Anleger sich grundsätzlich aufstellen?

Wir empfehlen, Aktien gegenüber Rentenpapieren überzugewichten und dabei die Zykliker zu präferieren. Bei den Anleihen sind High-Yield-Bonds die beste Wahl.