



Köln, 13. Februar 2017

Kapitalmärkte

Flexibel bleiben

Dr. Bert Flossbach

Uns wird im Januar stets die gleiche Frage gestellt: Wo stehen die Aktienindizes, wo stehen DAX oder Dow Jones zum Jahresende? Wir wissen es nicht. Niemand weiß das. Und deshalb werden wir den zahllosen Prognosen der Banken und Vermögensverwalter auch keine weitere hinzufügen. Eine solche Punktprognose würde ohnehin nur wenig über das mögliche Renditepotenzial eines Jahres aussagen, wenn sich nach starken Kursrückschlägen in dessen Verlauf neue Gelegenheiten ergeben. Aktienkurse schwanken.

Nach der Aktienrally der vergangenen Monate stellt sich die Frage, ob die Anleger nicht zu optimistisch waren – und die Erwartungen an den neuen US-Präsidenten nicht überzogen sind. Vor allem in den USA, wo die einschlägigen Indizes neue Höchststände erreicht haben und die Bewertung von Aktien mit mehr als dem Zwanzigfachen der im vergangenen Jahr erzielten Gewinne so hoch ist wie seit der Jahrtausendwende nicht mehr, steigt die Wahrscheinlichkeit einer Korrektur.

Zieht man statt der Gewinne des vergangenen Jahres jedoch die erwarteten Gewinne für die kommenden zwölf Monate heran, ergibt sich ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 17,5, was historisch immer noch relativ hoch ist, aber deutlich unter den Rekordniveaus liegt.

Aus heutiger Sicht ist die Sache aber noch komplizierter, denn die in Aussicht gestellten Steuersenkungen der Trump-Regierung könnten erhebliche Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne haben. So soll die Unternehmensteuer auf in den USA erzielte Gewinne deutlich gesenkt werden. Derzeit beträgt der nationale Steuersatz 35 Prozent. Trump würde ihn gerne auf 15 Prozent senken, seine Partei strebt eher 20 Prozent an. Beides würde einen Regimewechsel bedeuten, der die USA vom Hoch- zum Niedrigsteuerland macht.

Trumps Steuerpläne gehen allerdings noch weiter: Importe sollen sich steuererhöhend und Exporte steuersenkend auswirken. Wie die Verrechnung exakt aussehen soll, ist



bislang unklar. Die Analysten von Goldman Sachs schätzen, dass die Gewinne der im Aktienindex S&P 500 enthaltenen Unternehmen durch die Steuerreform um maximal zehn Prozent steigen könnten.

In diesem sehr optimistischen Fall würde sich die Bewertung auf ein moderates Niveau vom 16-fachen der Gewinne reduzieren. Die Unternehmen wären davon aber sehr unterschiedlich betroffen. Am meisten würden Firmen profitieren, die den Großteil ihrer Gewinne in den USA erzielen, weil ihr Steuersatz mangels Auslandsgeschäft in etwa dem hohen nationalen Steuersatz entspricht.

Überwiegend global operierende Konzerne, die im Ausland niedrigere Steuern zahlen, würden den Effekt nur auf ihre in den USA erzielten Gewinne spüren. Durch die steuerliche Belastung von Importen und die steuerliche Entlastung von Exporten kann sich dieser Effekt aber ins Gegenteil verkehren.

Donald Trumps Steuerpolitik ist nicht nur für die Bewertung von US-Aktien, sondern auch für ausländische Konzerne mit einem großen US-Geschäft eine Münze mit zwei Seiten. Vor allem Aktien konjunkturabhängiger Unternehmen, auch Zykliker genannt, und Banktitel, die als die größten Profiteure von Trumps Wirtschaftsprogramm gelten, waren an der Börse zuletzt sehr gefragt.

Im Sog der US-Titel sind auch europäische Banken und Zykliker überproportional gestiegen. Hier haben sich der starke US-Dollar, die Hoffnung auf eine bessere Konjunktorentwicklung und steigende Zinsen in Europa positiv ausgewirkt. Die Bedeutung des Zinses bzw. der Rendite langlaufender Anleihen auf die Bewertung defensiver Aktien hatten wir bereits vor einigen Jahren beschrieben. Das fallende Zinsniveau sollte zu einem stetigen Anstieg der Bewertung führen.

Bis Mitte 2016 hat sich diese Erwartung fast lehrbuchhaft erfüllt. Im Juli erreichte sowohl die Bewertung der defensiven Titel (blaue Linie) mit dem 22,5-fachen der Gewinne als auch ihre Bewertungsprämie im Vergleich zu konjunkturabhängigen Unternehmen einen Rekordwert von 9,4 KGV-Punkten. Wir hatten dies zum Anlass genommen, in den Multi-Asset-Fonds defensive Aktien zu reduzieren und einige erstklassige Zykliker aufzustoßen. Im Zuge steigender Renditen bei Anleihen begannen die Kurse defensiver Aktien im September zu fallen. Nach der US-Wahl setzte sich dieser Trend zunächst fort. Gleichzeitig verteuerten sich Aktien zyklischer Unternehmen, wodurch der Bewertungsabstand noch weiter gefallen ist und im Dezember wieder ein „normales“ Niveau von rund fünf KGV-Punkten erreicht hat. Der geschrumpfte Bewertungsabstand in erster Linie auf den Bewertungsanstieg von zyklischen Aktien zurückzuführen, weshalb wir hier zuletzt Gewinne mitgenommen haben. Dadurch ist auch die Kasseposition in den Multi-Asset-Fonds wieder gestiegen.



Anleihen und Gold

Der viel beschworene Renditeanstieg bei Anleihen dürfte geringer ausfallen als allgemein erwartet. In der Eurozone sowieso, weil andernfalls die hochverschuldeten Mitgliedstaaten langfristig ihre Schulden nur schwerlich bezahlen könnten. Die Zinsentwicklung in den USA und der Verlauf des US-Dollar hängen von der Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik, insbesondere den geplanten Steuersenkungen, ab. Die US-Notenbank hat bereits kritisiert, dass ein Konjunkturprogramm im Falle der US-Wirtschaft (es herrscht nahezu Vollbeschäftigung), den Inflationsdruck erhöhen würde. Die Folgen wären steigende Zinsen bzw. Anleiherenditen und ein fester Dollar.

Hierauf haben sich Investoren aber bereits einstellen können. In den vergangenen Wochen sind die Anleiherenditen und der US-Dollar zumindest nicht weiter gestiegen. Das kann sich zwar nach Bekanntgabe der Programmdetails wieder ändern, wir halten aber die von einigen Banken erwartete Rückkehr zu „normalen Renditeniveaus“ von nahezu vier Prozent für deutlich übertrieben.

Sollte Trump die protektionistische Seite seiner Politik betonen, würde auch die US-Wirtschaft leiden und sich das Thema Zinsanstieg wohl von selbst erledigen. Staatsanleihen sind unseres Erachtens auf den derzeitigen Renditeniveaus weltweit unattraktiv, wobei sich das in den USA bei einem Anstieg auf drei Prozent ändern könnte. Wir bleiben bei Anleihen deshalb bei unserer opportunistischen Anlagestrategie – auf Gelegenheiten warten und dann nutzen. 2016 sind wir damit sehr gut gefahren.

Gold war der große Verlierer der US-Wahl. Vom Wahltag bis Mitte Dezember verlor der Goldpreis zwölf Prozent. Vor allem US-Investoren warfen zwischenzeitlich ihre spekulativ gehaltenen Goldpositionen über Bord, weil sie mit dem Wechsel des Präsidenten auch einen Regimewechsel von der Geld- zur Fiskalpolitik erwarten. Höheres Wachstum und höhere Zinsen bei moderater Inflation sind nicht unbedingt Zutaten, die große Gewinne bei Gold versprechen. Doch der Trend dreht sich. Seit Jahresbeginn stieg der Goldpreis merklich an. Wir halten an unserer Goldposition als Versicherung gegen die bekannten und unbekanntenen Risiken des Finanzsystems fest, da wir zumindest in Europa und Japan von anhaltend niedrigen Zinsen ausgehen und das Zinserhöhungspotenzial in den USA begrenzt ist.

Hinzu kommt, dass sich mit dem Einzug von Donald Trump ins Weiße Haus neue politische Risiken ergeben. Angesichts der möglichen Überraschungen in diesem Jahr erscheint es sinnvoll, ein etwas größeres Liquiditätspolster vorzuhalten. Dies verleiht uns



die Flexibilität, Anlagegelegenheiten nutzen zu können, die sich auch 2017 wieder ergeben werden.

Rechtlicher Hinweis:

Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen der Flossbach von Storch AG zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung der Flossbach von Storch AG wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück. Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung. Aussagen zu steuerlichen oder rechtlichen Themen ersetzen nicht die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität, Wohnsitz oder sonstigen Umstände den Zugang zu den darin enthaltenen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Präsentation unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

© 2016 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.