

Whitebox-Börsenstandpunkte 2017

Kurs halten: Warum eine klare Anlagestrategie gerade in unruhigen Zeiten punktet

Was für ein Jahr! Ob Brexit oder Donald Trump: Leicht findet man in diesen Zeiten Belege, warum politische Schlagzeilen kaum als Entscheidungsgrundlage für Portfoliomanager taugen. Sicher: Auch in den nächsten Monaten werden sie Börsenkurse – und damit unsere Portfolios – kurzfristig bewegen. Aber der politische Lärm wird sich der ökonomischen Schwerkraft dauerhaft nicht entziehen können. Mittel- und langfristig entscheiden Fundamentaldaten – und die langfristigen Wert-Treiber.

Insgesamt sind die Ertragserwartungen eher niedriger als 2016. Das heißt: Man muss bei der Assetauswahl umso genauer sein und das Risiko von Verlusten stärker im Blick behalten. Dennoch bestehen ausreichend Renditechancen.

In unserer ersten Ausgabe der „Whitebox-Börsenstandpunkte“ wollen wir ausgewählte Themen ansprechen, von denen wir glauben, dass sie das noch junge Jahr prägen werden. Wir wollen die Gelegenheit aber auch nutzen, um Ihnen zu erklären, warum wir manchmal gegen den Strom schwimmen. Wir hoffen, Ihnen eine erkenntnisreiche und anregende Lektüre bieten zu können.

Viel Spaß beim Lesen!

Herzliche Grüße,

Salome Preiswerk

Nicht nur wegen Trump: Warum wir bei den USA vorsichtig sind

Wer gerade mit voller Kraft auf US-Aktien setzt, für den waren die vergangenen Monate ein Grund zum Feiern. Institute wie die Deutsche Bank gehen davon aus, dass US-Aktien auch in den nächsten Monaten zu den Gewinnern zählen könnten. Wir treffen dagegen langfristige Allokationsentscheidungen und müssen hier etwas auf die Euphoriebremse treten. Für Whitebox ist der „Trump-Effekt“ relativ irrational. Wir vertreten einen dezidierten Anti-Standpunkt zu vielen Marktteilnehmern.

Die Rallye an den Aktienmärkten im letzten Quartal 2016 ist ein Beispiel für kurzfristiges, politisch getriebenes Handeln. Nur als Randbemerkung: Ähnliches zeigt sich derzeit teilweise bereits wieder mit umgekehrten Vorzeichen, nachdem sich einige die ersten Wochen der Trump-Administration wohl etwas anders vorgestellt – oder gewünscht – hätten.

Blicken wir zurück: Kaum ein „Experte“ hatte mit Donald Trump als US-Präsident gerechnet und wohl noch weniger mit der Kapitalmarktreaktion, die auf die Wahl folgte. Nach kurzem Schock fokussierten sich die Börsianer auf die positiven Wahlversprechen wie Steuersenkungen und höhere Infrastrukturausgaben, von denen sie sich eine stärkere Konjunktur versprechen. Allerdings ist die Kombination typischerweise nicht sehr nachhaltig. Dennoch legten Aktien deutlich zu, steigende Zinsen führten zu Verlusten bei Anleihen, der US-Dollar gewann gegen alle Währungen an Wert.

Bei US-Werten ist heute generell Vorsicht geboten. Die Marktpreise spiegeln einen eindimensionalen, optimistischen Blick auf politische und wirtschaftliche Bedingungen wider.

Zudem sind US-Aktien heute relativ teuer: Gemessen an verschiedenen Bewertungskennzahlen waren die Titel nur in vier der letzten 90 Jahre höher bewertet. Die Chancen auf weitere Zuwächse sind aus unserer Sicht gering.

Conclusio

Gemäß unseren Berechnungen der Fundamentalwerte sollte man längerfristig sehr skeptisch sein und die Quote an US-Titeln reduzieren. In den Portfolios unserer Kunden haben wir das bereits getan.

Volatilität gehört auch 2017 zur Börse

Auch das vierte Quartal 2016 hat erneut aufgezeigt, wie schwierig es ist, Voraussagen zu treffen – und warum es so wichtig ist, ein Portfolio für alle Eventualitäten zu wappnen.

Die zurückliegenden Monate haben gezeigt, wie zunehmend schwer berechenbar die Verbindung zwischen politischen Turbulenzen und der Entwicklung der Aktienmärkte ist. Denken wir nur an das politische Führungspersonal, das 2016 die Segel streichen musste: David Cameron (Großbritannien), Matteo Renzi (Italien), Dilma Rousseff (Brasilien) und Park Geun-hye (Südkorea). Den-

noch gehörten die Aktienmärkte in Großbritannien, den USA und Brasilien zu den großen Gewinnern.

Verschiedene Ereignisse haben uns gelehrt: Viele Bürger haben ein fast zynisches Verhältnis zum Status Quo und warten nur auf die Gelegenheit, ihre Meinung zu äußern – Gelegenheit dazu bieten etwa die Präsidentschaftswahl im April und Mai in Frankreich und die deutsche Bundestagswahl im September. In den USA wird im März über die Schuldenobergrenze verhandelt – auch so ein „Event“, das Panik auslösen könnte.

Populistische Bewegungen sind eine der auffälligsten politischen Phänomene der vergangenen Monate. Sollten solche Strömungen weiter an Kraft gewinnen, könnte das europäische Projekt ernsthaften Schaden nehmen – dieses Risiko sollten Investoren einkalkulieren.

Conclusio

Die Finanzmärkte sind auf politische Schlagzeilen fixiert. Doch nicht nur die Überschriften, auch die Reaktionen darauf werden immer schwerer zu prognostizieren.

Eine Geldanlage muss sich unabhängig von den politischen Schlagzeilen machen – und exponierte Assets brauchen eine Sicherheitsmarge, die die Unsicherheit mit einpreist.

Chance und Risiko: Was machen die Schwellenländer?

Bei Schwellenländern ist genaue Differenzierung gefragt. Auf der einen Seite stellt das langsame Wachstum in China Investoren vor ein Dilemma. Sollte der Wirtschaftsmotor einer der wichtigsten Volkswirtschaften der Welt weiter stottern, könnte das globale Wachstum darunter leiden. Die Kombination aus schwachem Wachstum und hohen Schulden könnte das Finanzsystem unter Druck setzen. Der nächste, nur alle fünf Jahre stattfindende, Parteikongress fällt ebenfalls ins Jahr und könnte in Kombination mit den harschen Tönen, die US-Präsident Trump bislang gegenüber Peking angeschlagen hat, zu erheblichen Spannungen führen.

Auf der anderen Seite bieten Schwellenländer eine der wenigen Anlagemöglichkeiten mit attraktiven Bewertungen. Ob China fünf, sechs oder sieben Prozent wächst, ist in unseren Augen nicht wirklich erheblich. Das größere Risiko sehen wir in den Effekten für Unternehmen mit einer starken Abhängigkeit vom chinesischen Markt – dies könnte unsere Fair-Value-Berechnungen für einzelne Sektoren oder Märkte beeinträchtigen.

Conclusio

Die Auswahl attraktiver Anlagemöglichkeiten ist zu Beginn des Jahres 2017 nicht üppig – Schwellenmärkte sind eine davon. Langfristig sind die Wachstumsaussichten da und sollten von Investoren nicht ignoriert werden. Jedoch muss bei der Gestaltung der Schwellenländerallokation auf regionale Aspekte und Risikoanalysen geachtet werden.

Welche Konsequenzen zieht Whitebox mit Blick auf das Gesamtjahr?

Eine der Lehren aus 2016 ist: Irrationale Bewertungen können sich auch über längere Zeit halten. Das zeigte sich nicht zuletzt an der Performance vieler Assetpreise im vergangenen Jahr. Man muss im Hinterkopf behalten, dass ein steiler Preisanstieg ohne einen ähnlichen Anstieg der Unternehmensgewinne bedeutet, dass ein Teil der Gewinne aus der Zukunft „geborgt“ ist.

Die erwartbaren Renditen sind heute geringer als noch im vergangenen Jahr. Investoren müssen also umso genauer die Auswahl der Assets prüfen und das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlustes stärker in den Fokus nehmen.

Weil Assetpreise unattraktiv erscheinen, ist es nur sinnvoll, Cash bereitzuhalten. In den Portfolios unserer Kunden haben wir den Anteil bereits hochgefahren. Der relativ hohe Cash-Anteil bedeutet jedoch nicht, dass wir mit einem Einbruch an den Märkten rechnen oder gar einen Crash „vorhersagen“. Vielmehr ist es die rationale Konsequenz in einem herausfordernden Umfeld mit insgesamt weniger attraktiven Investmentmöglichkeiten. So halten wir jene Anlagen in genau dem Umfang, den wir halten möchten – und haben Kapital übrig, um selektiv zuzukaufen, wenn eine Anlage „günstig“ wird.

Der Kauf niedrig bewerteter, fundamental starker Anlagen – Anlagen also, die unter ihrem fairen Wert gehandelt werden – bleibt eines der effektivsten Mittel, um Risiken zu managen. Damit bewegt man sich zwar häufig konträr zu kurzfristigen Marktbewegungen, unseres Erachtens sind jedoch auch nur so dauerhaft höhere Gewinne möglich. Vereinfacht gesagt bedeutet dieser Ansatz, dass wir fundamental attraktive Assets identifizieren und geduldig warten, bis die Herde anderer Investoren folgt. Wie sich dieser Ansatz auszahlen kann, hat sich bei der relativ hohen Gewichtung von Schwellenländer-Anleihen gezeigt – hier hatten wir bereits gehandelt, als die allgemeine „Stimmung“ dazu noch düster war.

Conclusio

Die Gefahr besteht, als Anleger kurzfristig unter die Räder zu kommen – das hat 2016 eindrucksvoll bewiesen. In den nächsten Monaten müssen Investoren die Assets noch genauer auswählen und einer langfristigen, rationalen und datengetriebenen Strategie folgen.

Zusammen mit den Kollegen von Morningstar Investment Management / Ibbotson beobachten wir das Geschehen an den Börsen und Märkten – ja, auch das politische – zwar im Detail. Diese Erkenntnisse bauen wir auch fortgesetzt in unsere Modelle und Berechnungen ein – das ist die tägliche Arbeit, die wir für unsere Kunden erbringen. Allerdings bedeutet das nicht, dass wir auch täglich an der Börse handeln. Ganz im Gegenteil. Wir haben eine strategische Sicht. Denn auch wenn es in dieser Ausgabe um das aktuelle Börsenjahr geht: Wir optimieren Portfolios nicht auf maximal gute Resultate für 2017, sondern auf mittel- und langfristige Spitzenresultate. Dabei gehen wir Portfolioumschichtungen behutsam an und konstruieren Portfolios so, dass sie sich in möglichst vielen Szenarien gut entwickeln – und optimieren nicht nur auf ein erwartbares hin.