

INTERVIEW

Es ist zu früh zu verkaufen

Tilmann Galler, globaler Kapitalmarktstrategie bei J.P. Morgan Asset Management, über die richtige Anlagestrategie am Ende eines langen Aufwärtstrends an den Börsen

FOCUS-MONEY: Die Börsen wirken derzeit geradezu einlullend. Die Kurse steigen bei historisch niedrigen Schwankungen. Sollte uns das nicht stutzig machen?

Tilmann Galler: Sich in Sicherheit zu wiegen dürfte in der Tat ein Fehler sein. Der Blick in die Vergangenheit zeigt, dass man sich auf Rücksetzer einstellen muss. Korrekturen von zwölf bis 15 Prozent innerhalb eines Kalenderjahrs in Europa waren keine Seltenheit. Warum sollte das jetzt anders sein? Wir leben in einem Umfeld hoher Erwartungen – etwa an die Wirtschaftspolitik in den USA. Was, wenn der Fiskal-Stimulus nicht so groß, das Wachstum nicht so dynamisch ausfällt, wie uns das die Frühindikatoren des verarbeitenden Gewerbes nahelegen? Auch die sich langsam anbahnende Abschwächung des chinesischen Wachstums birgt Risiken und könnte Ängste schüren, die dazu führen, dass die Kurse einmal kräftig gen Süden driften.

MONEY: Ist demnach zu viel Hoffnung eingepreist?

VITA

Tilmann Galler

Geb. **1971** in Freiburg, Wirtschaftswissenschafts-Studium in Hohenheim

Arbeit als **Rentenhändler** bei der Börse in Stuttgart und **Aktienhändler** bei Commerzbank Securities

Von 2002 an betreut Galler als **Portfolio-Manager** Spezialfonds bei UBS Global Asset Management

Im **Oktober 2007** Wechsel zu J.P. Morgan Asset Management als Client Portfolio Manager, arbeitet heute als globaler Kapitalmarktstrategie für die deutschsprachigen Länder

Galler: Partiiell. Manche Hoffnungen sind überzogen.

MONEY: Zum Beispiel?

Galler: Große Erwartungen ruhen auf Donald Trump, der den US-Märkten durch Steuersenkungen und wachstumsfördernde Maßnahmen auf die Sprünge helfen will. Es ist allerdings fraglich, ob und wann diese realisiert werden. Ganz unabhängig davon dürfen wir nicht vergessen, dass die Rally im S&P-500 mit acht Jahren die zweitlängste Marktexpansion der letzten 40 Jahre darstellt. Seit seinem Tiefstand am 9. März 2009 hat der S&P-500 eine Rendite von 320 Prozent eingefahren. Da fragt man sich schon, wie lange das noch weitergehen kann. Die Bewertungen werden die Aktienmärkte wahrscheinlich nicht beflügeln, da das Kurs-Gewinn-Verhältnis mit dem 17,8-Fachen der prognostizierten Gewinne zwölf Prozent über dem langfristigen Durchschnitt liegt. Daher sollten sich die Anleger auf das Gewinnwachstum konzentrieren, das für 2017 mit zehn Prozent prognostiziert wird.

MONEY: Als gewinnfördernd erwies sich in den vergangenen Jahren die expansive Politik der Zentralbanken. Wie wirksam ist diese noch?

Galler: Die US-Notenbank Fed zieht die Zügel wieder an. Damit beginnt der Preis des Geldes wieder zu steigen. Doch die ersten Zinsschritte müssen sich nicht unbedingt bremsend auf die Wirtschaft auswirken. Sie können gegenläufige Effekte haben. Auf der einen Seite wird zwar die Finanzierung teurer, doch auf der Sparsseite führen höhere Zinsen zu höheren Erträgen. Hinzu kommt, dass sowohl die Europäische Notenbank (EZB) als auch die Zentralbanken von Japan und England (BoJ und BoE) durch ihre nach wie vor expansive Politik die Konjunktur stützen.

MONEY: Geraten diese anderen Notenbanken durch das Vorseilen der Fed nicht unter Druck?

Galler: Es besteht die Gefahr, dass die Inflation hartnäckiger steigt als angenommen. Doch bisher ziehen sich die Notenbanken auf die Position zurück, dass der Ölpreis- und rohstoffinduzierte Preisanstieg im Lauf des Jahres verschwindet und deshalb auch nicht zu bleibenden hartnäckigen Preissteigerungsraten führt. Auch in den USA stünden die Leitzinsen heute höher, hätte die Fed das vormals angekündigte Zinserhöhungstempo gehalten.

MONEY: Womit rechnen Sie jetzt?

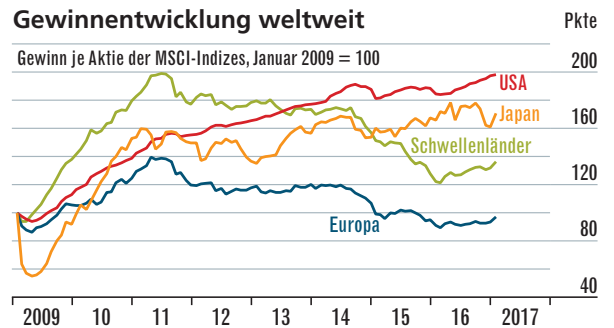
Galler: Nach dem Zinsanstieg von 0,75 auf 1,0 Prozent Mitte März mit weiteren zwei Zinsschritten bis zum Jahresende. Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen dürften von derzeit 2,6 auf 3,0 Prozent steigen. Auch am kurzen Ende sollten sie nach oben gehen. Verglichen mit der EZB, der BoE und der BoJ, ist die Fed in einer komfortableren Situation, weil sie in ihrem geldpolitischen Instrumentarium einen Puffer aufbaut. Damit kann sie besser reagieren, sollte das Wachstum wieder nachlassen.

MONEY: Wie lange wird EZB-Chef Draghi seine Milliarden Euro Anleihenkäufe fortführen?

Galler: Politische Risiken einmal ausgeklammert und vorausgesetzt, dass die Erholung in der Euro-Zone weiter fortschreitet, gehen wir davon aus, dass die EZB 2018 beginnt, ihre Anleihenkäufe von derzeit noch 60 Milliarden Euro pro Monat zurückzufahren. Unter der Ägide Draghis, die offiziell im Herbst 2019 endet, werden wir aber wahrscheinlich keine positiven Leitzinsen mehr sehen. ►

Zunehmende Gewinne

Nicht nur in den USA und Japan, auch in Europa und den Schwellenländern steigen nach langer Durststrecke die Gewinne wieder. Experten rechnen damit, dass der Trend bis ins kommende Jahr anhält.

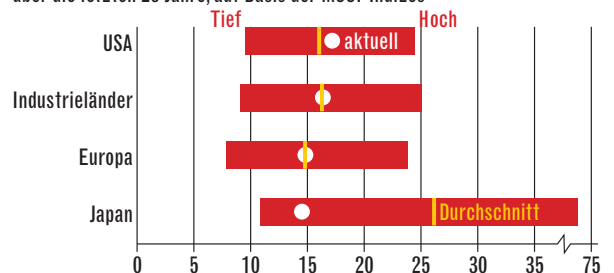


Faire Bewertungen

So richtig günstig sind Aktien derzeit nicht mehr – eher fair bewertet. Allerdings klappt die Schere in den Industrieländern weit auseinander – zwischen teuren US-Aktien und günstigen Werten in Japan.

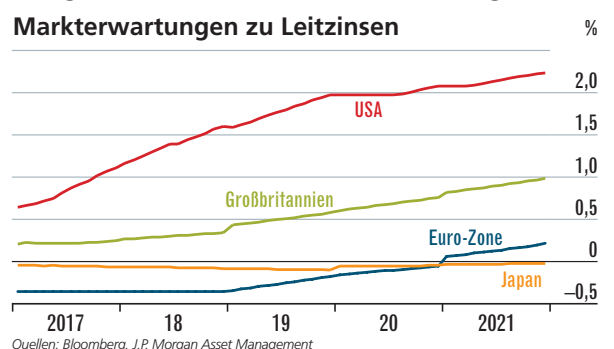
Kurs-Gewinn-Verhältnis von Aktienmärkten

über die letzten 25 Jahre, auf Basis der MSCI-Indizes



Steigende Leitzinsen

Die US-Notenbank eilt voraus, doch die Notenbanken in der Euro-Zone und Großbritannien werden folgen. Die Zinsen steigen wieder. Das sollten Anleger bei ihren Investments berücksichtigen.



MONEY: Das hat Folgen: Selbst in Europa steigen die Unternehmensgewinne wieder ...

Galler: Die europäischen Volkswirtschaften erleben derzeit einen simultanen Wirtschaftsaufschwung. 2016 verbuchten alle 28 EU-Länder ein positives Wachstum des Bruttoinlandsprodukts. Das war zuletzt 2007 der Fall. Und auch die Arbeitslosenzahlen sinken. Setzt sich dieser Trend fort, sollte das positive Auswirkungen auf den Konsum und die Aktienmärkte haben. Es gibt einige Bereiche, die sehr viel Luft nach oben haben.

MONEY: Zum Beispiel?

Galler: Wenige Sektoren haben so stark gelitten wie der Finanzsektor. Dessen Erholung ist jetzt entscheidend für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Die Chancen dafür stehen gut. So langsam sind die Prozessrisiken abgearbeitet. Und auch die Zinsstrukturkurve sieht viel freundlicher aus als noch Jahre zuvor. Potenzial sehen wir zudem auf dem Energiesektor. Selbst wenn die Dynamik am Ölmarkt nachlassen sollte, dürften die Gewinne anziehen. Auch die Hersteller langlebiger Konsumgüter sollten von steigenden Zinsen profitieren. Weniger optimistisch hingegen sind wir für die Bereiche, bei denen die Margen hoch sind. Etwa bei den Verbrauchsgüterherstellern. Deren Aktien wurden als Anleihenersatz in den vergangenen Jahren hoch gehandelt. Sie sind zumeist hoch bewertet.

MONEY: Gegenwind dürften die Europäer aus den USA bekommen. Worauf müssen sich Exporteure gefasst machen?

Galler: Da die EU auch ohne Großbritannien nach China den größten Handelsüberschuss gegenüber den USA hat, steht sie im Kreuzfeuer der Kritik des US-Präsidenten. Donald Trump wirft Deutschland vor, sich durch einen massiv unterbewerteten Euro Vorteile zu verschaffen. Jetzt will er nicht nur durch eine Senkung der Körperschaftsteuer Amerika als Produktionsstandort attraktiver machen. Er plant zudem, das derzeitige Unternehmenssteuersystem durch eine Steuer auf den Cashflow mit Grenzabgaben („Border Adjustment Tax“) zu ersetzen. Im Kern bedeutet es, Importe zu besteuern und Exporte von der Steuer zu befreien. Damit würde ein aus Deutschland in die USA importiertes Auto teurer als das in den USA produzierte.

MONEY: Mündet das nicht in einen Handelskrieg?

Galler: Die Gefahr ist gegeben. Da sollte die EU jetzt zusammenstehen und ganz klar kommunizieren, dass dies eine gravierende Benachteiligung darstellt.

MONEY: Doch vorerst muss sich die EU mit dem Brexit beschäftigen, den Theresa May nun offiziell gemacht hat ...

Galler: Das kommt in der Tat einer Herkulesaufgabe nahe. Die Handelsverflechtungen zwischen Großbritannien und der EU sind so groß, dass es in beiderseitigem Interesse sein sollte, eine freundliche Scheidung zu vollziehen.

MONEY: Noch spiegelt die Wirtschaft diese Trennung nicht wider. Kommt das dicke Ende noch?

Galler: Sie ist ja noch nicht vollzogen. Bislang stützte das schwache Pfund die britische Wirtschaft. Wir rechnen allerdings damit, dass der Konsum zurückgeht und die Wachstumsdynamik bei den Reallöhnen sinkt. Der Preisdruck nimmt zu. Hinzu kommt die Investitionszurückhaltung der Unternehmen auf Grund der mangelnden Planungssicherheit. Es gibt stagflationäre Tendenzen. Dennoch rechnen wir nicht mit einer harten Landung der

Wirtschaft. Doch überraschenderweise dürfte die Euro-Zone in diesem und im kommenden Jahr gegenüber Großbritannien beim Wirtschaftswachstum die Nase vorn haben.

MONEY: Trotz der politischen Risiken, die im Wahljahr 2017 in der Euro-Zone lauern?

Galler: Obwohl die meisten Analysten davon ausgehen, dass es wohl zu keinen populistischen Wahlsiegen kommen wird, hat die Unsicherheit in verschiedenen Ländern zugenommen. Das zeichnet sich an einigen Märkten für Staatsanleihen ab. Bei französischen Staatsanleihen ist beispielsweise die politische Risikoprämie gestiegen. Doch es gilt auch für die Aktienmärkte. Wegen der politischen Unsicherheit übten sich Anleger in den vergangenen Jahren geradezu in Kaufzurückhaltung.

MONEY: Wie hoch schätzen Sie das Risiko eines Sieges der Populistin Marine Le Pen in Frankreich ein?

Galler: Als nicht besonders hoch. Derzeit sieht es so aus, als würde neben Marine Le Pen vom Front National Emmanuel Macron mit seiner Europa-freundlichen Partei En Marche! in die zweite Wahlrunde kommen. Da stehen die Chancen hoch, dass sich wie einst gegen Marines Vater Jean-Marie Le Pen zu Gunsten Jacques Chiracs die bürgerlichen Parteien zusammenschließen.

MONEY: Und in Deutschland?

Galler: Die AfD wird ins Parlament einziehen. Mehr auch nicht. Wir werden eine größere Fragmentierung im Bundestag bekommen. Eine rot-rot-grüne Koalition dürfte an den Märkten die größten Schwankungen auslösen. Eine große Koalition unter schwarz-roter Führung oder eine Jamaika-Koalition zusammen mit der FDP sollte hingegen zu wenig Veränderung führen.

MONEY: Sollten sich Anleger absichern?

Galler: Man kann es auch anders sehen. Europäische Aktien sind auf Grund dieser politischen Risiken günstig bewertet. Sollten sich die Bedenken im Lauf des Jahres als nichtig erweisen, stünden die Fundamentaldaten wieder im Vordergrund. Und diese sind gut. Die Unternehmensgewinne steigen. Das Wirtschaftswachstum ist solide. Die Zinsen sind niedrig. Und Anleihen stellen weiterhin keine Alternative zu Aktien dar. Europäische Aktien haben Nachholbedarf. Das sollte sich an der Börse niederschlagen. Ich rate, investiert zu bleiben. Es ist deutlich zu früh, konservativ zu werden und aus dem Markt auszusteigen.

MONEY: Was empfehlen Sie Anlegern?

Galler: Nicht auf den Gesamtmarkt zu setzen, sondern differenziert vorzugehen. In den vergangenen Jahren verdienten sich Anbieter passiver Produkte eine goldene Nase. Jetzt, da die Ertragserwartungen insgesamt zurückgehen und Stock-Picking als Ertragsquelle wichtiger wird, ist wieder aktives Management gefragt.

MONEY: In Dollar oder in Euro?

Galler: Kurzfristig birgt der Dollar für Anleger Chancen, doch mittel- bis langfristig stellt er ein Risiko dar. Die steigenden Zinsen in den USA wie der geplante Steueranreiz, im Ausland geparktes Kapital zurück in die USA zu bringen, sorgen für einen Aufwertungsdruck des Greenback. Doch fundamental ist der Dollar schon heute eine der teuersten Währungen der Welt. ■

HEIKE BANGERT