

IM INTERVIEW: ELISABETH WEISENHORN, PORTIKUS INVESTMENT

# „Wir sind kein Technologiefonds“

Die Fondsmanagerin über ihr Faible für Apple und Alphabet – Zurückhaltung bei China

Die Fondsmanagerin Elisabeth Weisenhorn sieht bei europäischen Aktien Nachholbedarf. Weisenhorn hat vor sieben Jahren die Fondsboutique Portikus mitgegründet und verwaltet einen Mischfonds. Die zu ihren DWS-Zeiten bekanntgewordene Geldmanagerin ist überzeugt, dass die Markterholung noch weitergeht.

Börsen-Zeitung, 5.10.2021

**Frau Weisenhorn, extrem niedrige Zinsen und eine enorme Liquidität treiben die Aktienkurse. Kann das auf Dauer gutgehen?**  
Von konjunktureller Seite geht die Unterstützung weiter, allerdings etwas langsamer. Wir haben gesehen, dass die Wachstumsraten für den Rest des Jahres reduziert werden mussten. Der Konjunkturzyklus ist aber noch nicht zu Ende. Wir sind der Meinung, dass die Markterholung noch weitergeht. Allerdings sind Korrekturen immer möglich und diese können sehr heftig ausfallen.

**Wie sieht es mit dem Einfluss der Geldpolitik aus?**

Es gibt keine Anzeichen, dass die Liquidität verringert wird. Es wird allerdings nicht mehr so viel Geld in das System zugeführt wie im vergangenen Jahr, aber die Geldmenge steigt weiter. Klar ist, dass Zinserhöhungen der Fed oder der EZB bei Weitem noch nicht anstehen. Die Notenbanken agieren sehr vorsichtig und möchten nicht das zerstören, was sie in der Krise aufgebaut haben.

**Welche Impulse sind von den Staaten zu erwarten?**

Fiskalpolitik bleibt eine gute Unterstützung, etwa durch weitere Hilfspakete. Das Volumen wird sich über viele Jahre strecken. Allerdings können wir uns vorstellen, dass es in den USA 2022 zu einem negativen Impuls der Fiskalpolitik kommen kann, da einige Unterstützungen wegfallen. Insgesamt sind die Impulse der Fiskalpolitik noch längst nicht vorbei. Denn in vielen Ländern sind die Corona-Hilfspakete noch gar nicht ausgeschöpft, auch in Deutschland.

**Wie schätzen Sie den Beitrag der Privatwirtschaft ein?**

Unternehmen und Konsumenten sind in einer guten Verfassung. In den USA beispielsweise zeigt sich das bei Unternehmen in einem niedrigen Leverage. Es steht viel Geld für Aktienrückkäufe und Investitionen zur Verfügung, auch das dürfte die Konjunktur und die Börse antreiben. In Deutschland sieht es ebenfalls gut aus, der Auftragsbestand der Unternehmen ist auf Rekordniveau.

**Und die Verbraucher? Welche Impulse gehen durch sie aus?**

Auch die Konsumenten stehen sehr gut da. Die Sparquote in Europa ist zwar wieder zurückgegangen, aber sie beträgt immerhin 20%. Noch bemerkenswerter ist die Sparquote in den USA mit 15%, das ist ein historisches Niveau. Es gibt enorme Summen bei den privaten Haushalten, die nicht ausgegeben wurden. Angesichts dieser Überschussersparnis werden auch die Konsumenten Konjunktur und Börse unterstützen.

**Zu den Märkten. Wir haben eine Korrektur am 20. September gesehen mit mehr als 2%. Woher kommen so plötzliche Rückschläge?**

Es gibt etliche Risiken. Die meiste Zeit tun die Märkte so, als ob man durch all dies durchschaut und nur die Chancen sieht. Das kulminiert dann an manchen Punkten. Solche starken Einbrüche lösen sich aber meist schnell wieder auf. Es gibt zwar auch Studien, die Kurskorrekturen von bis zu 20% vorhersagen. Das ist allerdings nicht unser Szenario.

**Was sind die Auslöser für solche Kurseinbrüche?**

Die Störungen an den Märkten kommen in erster Linie durch das negative Sentiment. Genauso wie auch die Lieferketten durch die Krise weiterhin gestört sind. Auch dieses Thema beeinflusst die Märkte stark. Reduzierte und gestörte Produktions- und Transportkapazitäten führen zu steigenden Preisen auf allen Stufen, die aus der Knappheit in wenigen Bereichen resultieren.

**Ist das Problem der Lieferketten ein neuer Trend seit der Corona-Krise? Gibt es andere Trends?**

Die Liefer-, Transport- und Produktionsprobleme sollten vorübergehend sein. Der maßgebliche Trend ist der Fokus auf Technologie. Das Thema war auch an den Märkten dominierend. Einige dieser Tech-Trends werden nachlassen, beispielsweise der Hype um digitalen Konferenzsysteme wie Zoom. Das ist kein konkurrenzfreier Raum, da sehen wir inzwischen weniger Potenzial.

**Sie haben Knappheit und Lieferketten angesprochen. Ist das wirklich so vorübergehend?**

Schauen Sie sich Bauholz an, da haben sich die Preise wieder zurückgebildet. Sicher, es gibt Bereiche, in denen sich die Materialengpässe länger halten, etwa Halbleiter. Das ist ein Problem für die Automobilindustrie und könnte dazu führen, dass das dritte und das vierte Quartal für die Branche nicht gut wird.

**Glauben Sie nicht an eine dauerhaft höhere Inflation?**

Wir denken wie die Notenbanken, dass die Inflation ein temporäres Phänomen sein sollte. Die Produktionskapazitäten wurden nicht zerstört wie im Krieg. Je mehr wir dieses Coronathema in den Griff kriegen, desto eher werden sich Störungen in der Wirtschaft auflösen.

ZUR PERSON

Eigener Kopf



Elisabeth Weisenhorn

wbr – Elisabeth Weisenhorn studierte in München Volkswirtschaft und arbeitete bei Fiduka, der Vermögensverwaltung von André Kostolany. 1985 ging sie zur DWS. In ihrer Verantwortung lagen milliardenschwere Aktienfonds wie Akkumula und Investa. Im März 2000 machte sich Weisenhorn selbstständig. Zusammen mit ihrem Bruder Johann Weisenhorn, Ex-Vorstand bei Merrill Lynch, war sie bei Weisenhorn & Partner engagiert. 2014 gründete sie mit Michael Hochgürtel, der vorher unter anderem bei der BHF Bank tätig war, die Fondsboutique Portikus Investment.

(Börsen-Zeitung, 5.10.2021)

**China ist gut aus der Krise gekommen. Wir schätzen Sie die Entwicklung dort ein?**

Da bin ich zurückhaltend. Wir sehen gerade, dass in China ganze Industrien reglementiert werden. Das ist besorgniserregend, auch wenn es bislang nur einige Branchen betrifft. Es entsteht aber der Eindruck, dass in dem Land die Verbraucher nicht mehr so viel Luxus kaufen sollen und dass Unternehmen gut daran tun, sich wohl zu verhalten.

**China beeinflusst stark die anderen Märkte, wie man bei den Turbulenzen um Evergrande und dem Kursrücksetzer gesehen hat.**

Man wundert sich, dass in solchen Situationen europäische Unternehmen abgestraft werden. Das hat mit der Positionierung von einigen Marktteilnehmern zu tun, die Optionspositionen aufgebaut haben. Solche Irritationen werden von den Shortsellern genutzt und führen schnell zu heftigen Korrekturen.

**Welche Region bevorzugen Sie?**

Wir wollen die Märkte breit abdecken und kosteneffizient arbeiten. Daher haben wir ein Basisportfolio aus ETFs. Akzente setzen wir mit Einzelwerten, insbesondere in Amerika. Dort gibt es starke und nachhaltig wachsende Unternehmen. Das haben wir so in Europa nicht. Trotzdem achten wir auf die Bewertungen, in den USA sind die Aktien mit dem 21-Fachen bewertet, in Europa mit dem 15-Fachen. Das zeigt, welcher Nachholbedarf in Europa besteht.

**Beim Blick auf die Einzelwerte fällt auf, dass Sie stark in Technologie gewichtet sind. Warum?**

Aktien wie Apple und Alphabet sind so stark gestiegen, dass ihr Gewicht jetzt 2,6 bis 3,5% ausmacht. Normalerweise beträgt das Gewicht von Einzelwerten circa 2%. Wir haben uns aber dagegen entschieden, diese Positionen zu reduzieren. Die Bewertungen der Aktien sind noch vernünftig und das Wachstum der Unternehmen ist intakt. Das heißt aber nicht, dass wir ein Technologiefonds sind. Unter den größten Werten tauchen immer wieder kleinere Aktien auf wie MBB, eine Beteiligungsgesellschaft.

**Was sind weitere Favoriten?**

Siemens profitiert von Investitionen in Infrastruktur und Digitalisierung. Attraktiv finden wir Linde, die in der zukunftsweisenden Wasserstoffwirtschaft engagiert sind. VW ist im Portfolio, auch wenn das gerade keinen Spaß macht. Aber das Unternehmen ist anders aufgestellt als früher und hat so viele Patente angemeldet, dass man VW als Technologieführer bezeichnen kann. Die Aktie ist viel interessanter als Tesla.

**Amazon sucht man im Portfolio vergeblich. Warum?**

Amazon habe ich nie besessen. Zwar habe ich vor 20 Jahren gesagt: Wenn Amazon mal mehr verkauft als Bücher, kaufe ich die. Aber sie war immer zu teuer und sie wurde noch viel teurer, als sie sich im Cloudgeschäft engagiert hat. Ganz persönlich bin ich auch kein Kunde von Amazon, ich kaufe online lieber direkt bei den Unternehmen. Auch wenn dieser Aspekt natürlich nichts mit der Anlageentscheidung zu tun hat.

Das Interview führte Wolf Brandes.

# China steht vor einem schwierigen Balanceakt

Von Stefan Grünwald\*)

Börsen-Zeitung, 5.10.2021

China ist das Land, das wirtschaftlich am schnellsten und stärksten aus der Covid-19-Pandemie herausgefunden hat. Während man in den USA und Europa Anfang 2021 noch auf (mehr) Impfstoff wartete und sich das öffentliche Leben im Lockdown auf ein Minimum beschränkte, wurde in China bereits in der

gerungen und den Verschuldungsexzessen einiger Immobilienentwickler (Stichwort China Evergrande) entgegenwirken will. Der Immobilienmarkt steuert in China 25% zum Wirtschaftswachstum bei. Die Regulierer müssen daher einen Balanceakt schaffen, der einerseits nicht zu viel Wachstum kostet, der aber trotzdem das Ungleichgewicht in der Branche reduziert.

Aufteilung im Gang

Um diese Exzesse zu verhindern und Kreditrisiken zu reduzieren, dürfen Banken maximal nur noch 42,5% ihrer Kredite (pro Bankbilanz) an die Immobilienentwickler vergeben. Diese wiederum müssen seit 2020 drei Verschuldungskennzahlen vorlegen bzw. einhalten. 80% der Immobilienentwickler schaffen das, 20% – unter ihnen Evergrande – nicht. Der Balanceakt besteht nun darin, die maroden Entwickler aus dem System herauszubringen und ihre Projekte von den gesunden, gut aufgestellten weiterführen zu lassen, damit es zu keinem Flächenbrand kommt. Im Fall von Evergrande deuten Finanzierungsströme der Zentralbank darauf hin, dass die Aufteilung der Projekte bereits im Gange ist. Sie hat kurzfristig wieder Marktfinanzierungen zur Verfügung gestellt.

Der Immobilienmarkt ist in China auch deshalb von sehr großer Bedeutung, weil chinesische Haushalte aufgrund mangelnder anderer Modelle sehr stark über Immobilien vorsorgen. Wohnungen müssen daher einerseits leistbar bleiben, andererseits ist es auch wich-



zweiten Jahreshälfte 2020 auf Hochtouren produziert. Verglichen mit anderen globalen Ökonomien herrschte in China Normalzustand. Das hat die Zinserwartungen beflügelt und der chinesischen Währung, dem Yuan, zu einer starken Aufwertung gegenüber dem Dollar verholfen – unterstützt durch starke Kapitalzuflüsse aufgrund der Aufnahme chinesischer Lokalanleihen in globale Indizes.

Doch bereits 2021 fand dieser Aufwärtstrend wieder ein Ende. Zum einen, weil die Zentralbank klar zu erkennen gab, dass ihr ein Wert unter 6,50 bzw. 6,40 gegen den Dollar im globalen Kontext zu stark ist. Und zum anderen, weil sich seither auch die ökonomischen Rahmenbedingungen für China geändert haben. Die westlichen Ökonomien haben mit zunehmender Verfügbarkeit von Impfstoffen wieder Fahrt aufgenommen, und insbesondere die USA sind – zwar nicht in absoluten Zahlen, aber in Hinblick auf die Dynamik – 2021 stärker gewachsen als China. Das hat dazu geführt, dass sich das Zinsdifferential zum Dollar wieder angepasst hat.

Erwartung enttäuscht

Diese Entwicklung wurde aber auch dadurch begünstigt, dass China damit begonnen hat, verschiedene strukturelle – vor allem regulatorische – Themen anzugehen, was ein Abbremsen der Konjunktur in spürbarem Ausmaß zur Folge hatte. Ganz offensichtlich hatten die Akteure erwartet, dass die Privatwirtschaft, insbesondere die Privatinvestitionen und der Konsum, den Wachstumszyklus weiter vorantreiben würde. Doch diese Erwartung hat sich für China diesmal nicht erfüllt. Während die Zinsen für US-Staatsanleihen – mit wenigen punktuellen Verwerfungen – stiegen, hat sich die Verzinsung chinesischer Staatsanleihen im Laufe von 2021, speziell am langen Ende, zusehends verschlechtert, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Attraktivität der Währung und die Kapitalflüsse ins Land. So hat der Yuan übers Jahr gesehen gegen den Dollar nicht mehr aufgewertet.

China musste zur Kenntnis nehmen, dass sich das Konsumverhalten der Chinesinnen und Chinesen mit der Pandemie verändert hatte: Im Dienstleistungsbereich wurde deutlich weniger konsumiert, wobei vor allem auf Restaurantbesuche und Urlaube verzichtet wurde. In der ersten Jahreshälfte generierte die chinesische Wirtschaft ihr Wachstum vor allem noch aus der Produktion von Konsumgütern, doch im Sommer 2021 fand der Produktionszyklus sein Ende: Chinesische Produkte wurden global weniger nachgefragt, weil inzwischen die Lockdowns anderer Märkte beendet wurden und nun wieder vermehrt lokale Dienstleistungen in Anspruch genommen wurden. Der Lageraufbau von Fertigprodukten in der chinesischen Industrie dämpfte das Produktionswachstum zuletzt zusätzlich.

Der dritte Dämpfer für Chinas Wirtschaftsentwicklung 2021 sind die regulatorischen Beschränkungen im Immobiliensektor, mit denen die Regierung den Preisstei-

Yuan pro Dollar



Quelle: Refinitiv

tig, dass es zu keinem Preisverfall und einem zu starken Verkaufsdruck auch zur Bilanzbereinigung der Immobilienentwickler kommt.

Diese Maßnahmen der Regierung haben den gesamten Immobiliensektor unter Druck gebracht und die Konjunkturprognosen nach unten gedrückt. Von der Erwartung, dass Chinas Wirtschaft im laufenden Jahr um 10% wachsen könnte, hat man sich schon verabschiedet. Aktuell gehen Analysten von rund 8,2% Wachstum aus.

Um diesem Trend etwas entgegenzusetzen, stimuliert China die Wirtschaft mit kreditfinanzierten Infrastrukturprojekten. Lokalregierungen haben bereits damit begonnen, im Rahmen erlaubter Quoten Schulden aufzunehmen. Die positiven Effekte aus diesen Maßnahmen zur Stimulation werden erstmals wohl im vierten Quartal 2021 und darüber hinaus im ersten Quartal 2022 sichtbar werden. Der Kreditzyklus, der seit Anfang des Jahres 2021 negativ ist, sollte sich nun bald drehen.

Aufgrund dieser zu erwartenden Dynamik gehen wir davon aus, dass die Währung trotz der gesunkenen Zinsen und des zusammenlaufenden Zinsdifferentials zum Dollar nicht unter Druck geraten wird. Auch wenn Evergrande ganz sicher nicht mit Lehman zu vergleichen ist, da sich die Auswirkungen viel klarer abgrenzen lassen, zeigt es doch die strukturellen Schwächen Chinas. Das Land wird sich damit abfinden müssen, künftig weniger stark zu wachsen – in zwei, drei Jahren vielleicht nur mehr 4%. Denn die unregulierten Wachstumstreiber der vergangenen Dekaden (Energiesektor, Immobiliensektor, Technologiesektor etc.) verlieren mit der Regulierung einen Teil ihrer Schlagkraft. Wir sind allerdings überzeugt, dass China der notwendige Balanceakt zur wirtschaftlichen Stabilisierung gelingen wird.

\*) Stefan Grünwald ist Fondsmanager im Team „CEE & Global Emerging Markets“ bei Raiffeisen Capital Management.

# Globale Aktien mit Luft nach oben

Columbia Threadneedle: Bewertungen sinken

Börsen-Zeitung, 5.10.2021  
kjo Frankfurt – Globale Aktien haben weiterhin Luft nach oben und das trotz der Rally im Jahr 2020 und in diesem Jahr. Diese Einschätzung vertritt die Fondsgesellschaft Columbia Threadneedle Investments. Grund dafür sei vor allem die positive Entwicklung der Unternehmensgewinne. „Unserer Ansicht nach beruht die Rally auf soliden Fundamentaldaten, denn das Wachstum der Unternehmensgewinne ist sehr stark“, sagt Natasha Ebtehadj, Portfoliomanagerin für globale Aktien bei Columbia Threadneedle. „Weil die Unternehmensgewinne deutlich stärker steigen als erwartet, sinken die Bewertungen rasch“, ergänzt sie.

Als Beispiel nennt die Portfoliomanagerin die Firmengewinne in den USA. Diese hätten die Erwartungen in fünf aufeinanderfolgenden Quartalen bei Weitem übertroffen und lägen inzwischen über dem Niveau von 2019. Auch in den meisten anderen Ländern hätten sich die Earnings deutlich erholt, so dass sie wieder Niveaus aus der Zeit vor der Corona-Pandemie erreichten.

Die weiteren Aussichten sind Columbia Threadneedle zufolge ebenfalls günstig. Zwar gibt Ebtehadj zu bedenken, dass die positiven Gewinnüberraschungen 2021 ver-

mutlich ihren Höhepunkt erreicht hätten. „Und sie werden logischerweise zurückgehen, auch angesichts der verstärkten Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus und des schwächeren globalen Wirtschaftswachstums.“ Gleichzeitig ließen die zurückhaltenden Erwartungen der Analysten für das kommende Jahr Luft nach oben. „Für 2021 liegt das erwartete Gewinnwachstum pro Aktie global betrachtet bei 46%, für 2022 bei nur 8%. Das bietet auch im kommenden Jahr Raum für positive Gewinnüberraschungen.“

Moderates KGV

Hinzu komme, dass der globale Aktienmarkt bereits auf Basis der aktuellen Erwartungen günstig bewertet sei. Berechnet anhand der Gewinnerwartungen für die kommenden zwölf Monate liege das Kurs-Gewinn-Verhältnis bei 20. „Daher bieten Aktien nach wie vor Chancen“, so Ebtehadj. Angesichts dieses Umfeldes präferiert der Assetmanager in globalen Aktienportfolios aktuell große Technologiefirmen, Gesundheits- und Konsumwerte aus den USA und anderen Industriestaaten. Favorisiert werden etwa Namen wie Microsoft, Alphabet und Amazon.

# UBS sieht Luxusaktien vor Umschwung

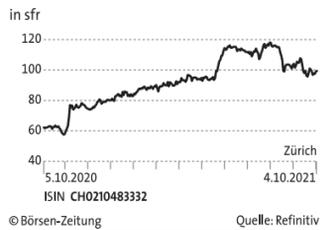
Fundamentaldaten dürften in den Fokus rücken

Börsen-Zeitung, 5.10.2021  
xaw Frankfurt – Für Luxusaktien dürfte die bevorstehende Berichtssaison zum dritten Quartal nach Einschätzung der Schweizer Großbank UBS einen Umschwung mit sich bringen. Derzeit handle der Sektor gegenüber dem MSCI Europe mit einem Bewertungsaufschlag von 72% – dabei sei die Prämie seit dem Höchststand im Juni bereits um 45% zurückgegangen. Im derzeitigen unsicheren Marktumfeld sollten die Fundamentaldaten laut den Analysten nun stärker in den Fokus rücken.

So lösten unter anderem die Mobilitätsbeschränkungen in China vor dem Start der Wintersaison Sorgen vor einem verlangsamtten Wachstum in der Volksrepublik aus. Angesichts der volatilen Nachfrage im Reich der Mitte dürften die Ausblicke für die Margen zum Jahresende laut UBS besondere Aufmerksamkeit finden.

Gerade gegenüber Richemont seien Investoren derzeit äußerst bullish eingestellt, allerdings müssten die Erwartungen bezüglich der Marge des Schweizer Konzerns wohl gedämpft werden. Denn dieser sei momentan zu Investitionen gezwungen, um seinen Marktanteil gegen den zu LVMH gehörenden Juwelier Tiffany zu verteidigen. Dennoch empfiehlt die UBS Riche-

Die Richemont-Aktie



Quelle: Refinitiv

mont zum Kauf, das Kursziel von 133 sfr liegt deutlich über dem am Montag erreichten Schlussniveau von 99,38 sfr.

Bei Kering könnten Zahlen zum dritten Quartal indes neue Sorgen bezüglich des Moments der Marke Gucci auslösen und damit die Erwartungen für die Marge und das Umsatzwachstum belasten. Die UBS stuft die Aktie des französischen Konzerns, die zuletzt eine Underperformance gegenüber dem Sektor hingelegt hatte, daher mit „Neutral“ ein.

Generell hätten die jüngsten Kursrückgänge mehrerer Branchenvertreter das Investorenstimmung zwar verbessert, da nun mehr Aufwärtspotenzial vorhanden sei. Doch viele Marktteilnehmer betrachteten andere Sektoren als chancenreicher.

Dienstag	Devisenwoche
Mittwoch	Technische Analyse
Donnerstag	Kreditwürdig
Freitag	Geld oder Brief