

INTERVIEW

# DIE AKTIE IST DIE LÖSUNG

*Wir haben erst die Hälfte der laufenden Aktienhause erlebt, sagt Vermögensverwalter Thomas Grüner. Womit er seine Zuversicht begründet, warum er Niedrigzinsen und große Schwankungen liebt und wie Anleger jetzt einsteigen, sagt er im Interview*

**Vermögensverwalter Thomas Grüner (l.), Ken Fisher:**  
„Der Dax kann schnell um 20 Prozent steigen“

## Die Partner und ihre Prognose

Vor acht Jahren hat Thomas Grüner mit seinem amerikanischen Partner Ken Fisher die Vermögensverwaltung Grüner Fisher Investments ([www.gruener-fisher.de](http://www.gruener-fisher.de)) ins Leben gerufen. Fisher ist seit über 30 Jahren „Forbes“-Kolumnist, inzwischen auch langjähriger FOCUS-MONEY-Kolumnist, und warnte rechtzeitig vor dem Platzen der New-Economy-Blase. Fisher zählt zu den 400 reichsten US-Amerikanern und belegt auf der „Forbes“-Rangliste Platz 225. Seine 1979 in San Francisco gegründete Fisher Investments (verwaltetes Kundenvermögen 56 Milliarden Dollar) beschäftigt heute mehr als 1500 Mitarbeiter. FOCUS-MONEY sprach mit Thomas Grüner exklusiv über die neue Jahresprognose der Partner.



**FOCUS-MONEY:** Der deutsche Aktienmarkt eilte zuletzt von Rekord zu Rekord. Aus Vorfreude auf die Wertpapieraufkäufe, die die Europäische Zentralbank vergangenen Donnerstag beschlossen hat?

**Thomas Grüner:** Von den Anleiheaufkäufen weiß der Markt ja schon länger, das wird sofort eingerechnet (diskontiert). Märkte antizipieren die Zukunft sofort – wie schnell das geht, hat man gesehen, als die Schweizer Zentralbank den Franken freigegeben und dieser in Sekunden um über 20 Prozent zum Euro zugelegt hat.

**MONEY:** Was treibt dann die Kurse?

**Grüner:** Die immense Liquidität – und zwar nicht die der Notenbanken, sondern die auf den Konten der Anleger und Unternehmen. Die Anleger unterschätzen immer noch, wie viel Geld im Markt ist. Ich sehe bei unseren Kunden, was durch Rückzahlungen früherer Anlagen frei wird – und jetzt nur zum Nullzins sicher wieder angelegt werden kann. Dazu kommen Dividenden, neue Ersparnisse – und das nicht nur in Deutschland. Eine Ersparnisflut gibt es auch in anderen florierenden europäischen Ländern, in den USA, im Nahen Osten und in Asien.

**MONEY:** Die deutschen Anleger gehen dennoch am liebsten ins Tagesgeld – sagt die Bundesbank.

**Grüner:** Der Löwenanteil fließt weltweit in festverzinsliche Wertpapiere, in Deutschland indirekt über die Lebensversicherer. Der Anleihenmarkt ist weitaus gigantischer als der Aktienmarkt und absorbiert unglaubliche Mengen von Geld. Auch am Anleihenmarkt gilt das Gesetz von Angebot und Nachfrage, das ist Anlegern meist nicht bewusst.

**MONEY:** Was meinen Sie damit?

**Grüner:** Anleihen werden genauso gehandelt wie Aktien. Das Angebot an Anleihen wird immer knapper, die Staaten senken ja weltweit die Neuverschuldung. Und zugleich gibt es einen Run auf sichere Papiere wie die deutschen. Die Bundesrepublik refinanziert nur noch die auslaufenden Schulden. Daneben balgen sich die Investoren um die letzten Papiere, die noch etwas Rendite bringen, zum Beispiel Staatsanleihen der Peripheriestaaten.

**MONEY:** Verzweifeln auch Ihre Kunden?

**Grüner:** Wir erhalten Anrufe von Stiftungen. Diese sagen: Wir können auf diesem Zinsniveau unseren Stiftungszweck nicht mehr erfüllen. Alle suchen Alternativen – vor allem auch institutionelle Investoren. Nicht ohne Grund investiert zum Beispiel die Allianz vermehrt in Infrastruktur, etwa in Windparks. Mit sehr lang laufenden Anleihen kaufen sich die Versicherer und Pensionskassen gefährliche Kursrisiken ein. Die 30-jährige Bundesanleihe wirft gerade noch gut ein Prozent ab. Steigt das Zinsniveau nur auf zwei oder drei Prozent, entsteht großer Abschreibungsbedarf.

**MONEY:** Sie kritisieren, dass die Banken seit zwei Jahrzehnten Jahr für Jahr aufs Neue steigende Zinsen prognostizieren. Haben Sie denn vor einem Jahr einen weiteren Zinsrutsch vorhergesagt?

**Grüner:** Zumindest haben wir prognostiziert, dass die Zinsen nicht steigen werden. Auch in diesem Jahr erwarten wir keine höheren Zinsen, bislang sind sie ja sogar noch einmal deutlich gesunken.

**MONEY:** Und was ist die Lösung für die Negativzins-Ära?

**Grüner:** Die Aktie. Durch den Zinskollaps verlieren die Anleihenmärkte mehr und mehr die Konkurrenzfähigkeit für

Anleger, die Vermögenserhalt als oberste Prämisse ausgeben. Auf Aktien wirkt der Zinsverfall mehrfach positiv.

**MONEY:** Wie sind die Wirkungskanäle?

**Grüner:** Die relative Bewertung hat sich nochmals dramatisch zu Gunsten der Aktienmärkte entwickelt. Ein Vergleich der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) zwischen Aktien (KGV von 16 im Dax) und Anleihen (KGV von über 200 bei zehnjährigen Bundesanleihen, Kurs 100 geteilt durch Zinskupon) trägt absurde Züge. Die Dividendenrenditen haben in diesem Umfeld nochmals an Attraktivität gewonnen. Außerdem: Die Minizinsen, die Sparer so sehr plagen, sind für die Unternehmen ein gigantischer Konjunkturimpuls. Firmen haben ihre Zinslasten dramatisch gesenkt und sich für lange Zeit extrem günstig finanziert. Das bedeutet eine bessere Bilanzqualität der Unternehmen sowie bessere Gewinnmargen. Ich fühle mich an die „Goldilocks Economy“-Phase der 90er-Jahre erinnert.

**MONEY:** Das müssen Sie erklären.

**Grüner:** So nennen die Amerikaner Zeiten, in denen die Wirtschaft weder „zu heiß noch zu kalt“ ist, also moderat und nachhaltig wächst und die Inflationsraten im Rahmen bleiben. So wie derzeit: Die Inflation ist niedrig, die Wachstumsraten sind mäßig, es gibt keine Euphorie, in Deutschland sogar Angst ...

**MONEY:** Angst gibt es auch bei der EZB. Angst vor einer Spirale aus sinkenden Preisen, Konsumzurückhaltung, die zu Jobverlusten und Investitionsrückgang führt, noch stärker fallenden Preisen – Deflation eben.

**Grüner:** Gerade in Deutschland haben die Leute Angst und Angst vor dem Gegenteil, vor Inflation und Deflation gleichermaßen. Ängste sind gut. Nur Euphorie schadet.

**MONEY:** Aber die Angst vor geopolitischen Risiken ist doch so berechtigt wie lange nicht mehr.

**Grüner:** Die geopolitischen Risiken waren in den 90er-Jahren weitaus größer als heute. Schauen Sie nur 1997 und 1998 an: Asien-Krise, Pleite des Hedge-Fonds LTCM, der von den Notenbanken gerettet werden musste, Russland-Pleite (s. Grafik S. 36 oben). Im Rückblick schwärmen alle vom Bullenmarkt der 90er. Wie in den Vorjahren werden die Ereignisse, die den Markt beeinflussen, kaum auf der Liste der vermuteten Risiken von heute zu finden sein. Die Ukraine-Krise hat das Börsenjahr 2014 mitgeprägt, war auf der Liste „Risiken für 2014“ zu Beginn des Jahres aber nicht zu finden. Auch 2015 werden uns unvorhersehbare Ereignisse begleiten – der Bullenmarkt ist jedoch robust genug, um auch mit zahlreichen neuen Störfeuern umzugehen. Die Menschen müssen Volatilität richtig begreifen.

**MONEY:** Wie meinen Sie das?

**Grüner:** Die Leute sehen Volatilität immer nur als Abwärtsrisiko, als drohende Kursverluste – dabei geht es um kräftige Ausschläge in beide Richtungen. 2014 hatte auch deshalb so wenig Schwungkraft, weil der Markt fast keine Schwankungen aufwies. Seit Anfang Dezember ist der VDax-New, der die erwarteten Kursschwankungen in den nächsten 30 Tagen spiegelt, von 16 auf 25 gestiegen – und der Dax klettert von Rekord zu Rekord. Der Dax hat Kraft getankt für einen stärkeren Anstieg, der ihn schnell um weitere 20 Prozent nach oben bringen kann.

**MONEY:** Nochmals 20 Prozent?

**Grüner:** Was ist ein typisches positives Jahr für den Dax? ►

## Unter großen Ausschlägen nach oben

Die Jahre 1997 und 1998 sind Teil der goldenen Aktienära der 90er-Jahre, von der heute alle schwärmen. Dabei gab es seinerzeit große Krisen (Asien-Krise, Russland-Pleite), riesige Schwankungen, aber unter dem Strich auf Kalenderjahressicht schöne Zuwächse.

Dax 1997 bis 1998



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Noch weit vom Allzeithoch

Alle Welt schaut auf den Dax-Performance-Index, in den Dividendenzahlungen eingerechnet werden. Der Kurs-Dax, ohne die Ausschüttungen berechnet, muss erst den Widerstand aus dem Jahr 2008 brechen, bevor der Rekord aus dem Jahr 2000 fallen kann.

Dax-Kurs-Index (ohne Dividenden)



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## Schöne Historie

Die Jahre 2014, 2015 und 2016 betrachtet Thomas Grüner als Gesamtpaket. Die Tabelle zeigt für die Aktienindizes Dax und S&P-500 (USA), wo in den 4er-Jahren vergangener Jahrzehnte die Tiefpunkte lagen und was bis zum Ende des nächsten 6er-Jahres drin war.

Index	Tief	Ende	Performance
Dax	06.11.74	31.12.76	+36,72%
S&P-500	03.10.74	31.12.76	+72,54%
Dax	23.07.84	31.12.86	+106,77%
S&P-500	24.07.84	31.12.86	+63,82%
Dax	07.10.94	31.12.96	+47,34%
S&P-500	04.04.94	31.12.96	+68,76%
Dax	13.08.04	31.12.06	+80,89%
S&P-500	12.08.04	31.12.06	+33,40%

Quelle: GrünerFisher

Seit 1989 hat er im Durchschnitt um elf Prozent jährlich zugelegt. Aber Jahre, in denen er gestiegen ist, brachten im Mittel ein Plus von 24,77 Prozent. In Verlustjahren betrug die durchschnittliche Einbuße 19,67 Prozent. Es gibt nur wenige Jahre mit einstelligen Veränderungen wie 2014 – das letzte Jahr zuvor war 2004. Volatilität ist ideal für den Markt. 1997, als die Schwankungen extrem waren, ist der Dax um 46 Prozent gestiegen. Der VDax gilt als „Angst-index“ – welch ein Unfug. Kräftige Korrekturen werden die Geduld der Anleger 2015 immer wieder auf die Probe stellen. Diese Korrekturen sind weiterhin ein wichtiger Bestandteil des laufenden Bullenmarkts, um neue Käuferschichten durch vergünstigte Einstiegsniveaus anzulocken. **MONEY:** Sie weisen zudem auf den US-Präsidentschaftszyklus hin. Warum?

**Grüner:** Das politische Patt in den bedeutenden Industrieländern wird sich mehrheitlich fortsetzen. Die Pattsituation in den USA schafft hervorragende Rahmenbedingungen für den US-Wahlzyklus im Jahr 2015: Der statistische Vorteil eines dritten Jahres im Präsidentschaftszyklus kann voll ausgespielt werden. Im Jahr 2011, das letztmalige „dritte Jahr“, mahnten uns noch das breite Interesse der Analysten und die gesteigerte Erwartungshaltung am US-Wahlzyklus in unserer Prognose zur Vorsicht: Das Jahr 2011 verlief dann auch enttäuschend. Im Jahr 2015 hat dagegen kaum ein Analyst den Wahlzyklus „auf dem Zettel“. Das positive Überraschungspotenzial ist zurück!

**MONEY:** Und der weitere Ausblick?

**Grüner:** Die Jahre 2014, 2015 und 2016 sollten als positives „Gesamtpaket“ betrachtet werden. Nachdem das Börsenjahr 2014 im Stil eines typischen „4er-Jahres“ tendenziell nur eine moderate Wertentwicklung gezeigt hat, ist der Spielraum für die beiden kommenden Jahre eher noch größer geworden (s. Tabelle links unten). Zahlreiche aufgestaute Effekte sprechen für eine steigende Dynamik im Rahmen eines intakten Bullenmarkts. Der Blickwinkel der Anleger sollte nicht auf einzelne Jahre begrenzt sein. **MONEY:** Sie schreiben im Jahresausblick, der Bullenmarkt habe erst seine Halbzeit erreicht – Hausse bis 2021?

**Grüner:** Die Marktstimmung bewegt sich weiterhin nur zögerlich Richtung Optimismus, und die Outperformance der Aktien mit sehr hohem Börsenwert (Megacap-Effekt) hat noch gar nicht richtig begonnen. Das stützt unsere These, dass der laufende Bullenmarkt erst ungefähr die Hälfte seiner gesamten Laufzeit absolviert hat. Der Vergleich mit der „Goldilocks Economy“ der 90er-Jahre ist nach wie vor zutreffend, auch wenn dieser Vergleich im allgemeinen Krisenmodus kaum Beachtung findet. Die Sorgen zahlreicher Anleger sind jedoch unbegründet: Bullenmärkte sterben in Euphorie oder werden durch ein unvorhersehbares Ereignis mit gewaltiger Schockwirkung aus der Bahn geworfen – nicht auf Grund zeitlicher Dauer oder Höhe der erreichten Zuwächse.

**MONEY:** Was ist mit der ersten Leitzinserhöhung in den USA, die der Markt im Sommer erwartet?

**Grüner:** Der Zinszyklus hat noch gar nicht begonnen. In der zweiten Hälfte des Bullenmarkts wird die Notenbank erst wieder restriktiver und dann bremst sie. Das haben wir in dieser Aktienhausse noch gar nicht gesehen. Ist eine Zinserhöhung ein Grund, sich zu fürchten? Nein, das



ist lediglich ein Zeichen von Normalisierung. Bullenmärkte laufen oft noch längere Zeit im Zinserhöhungszyklus ungestört weiter (s. Tabelle unten). Dies ist typisch in der reiferen Phase des Bullenmarkts. Es folgt traditionell die „wirtschaftlich untermauerte“ Phase.

**MONEY:** Wie sehen Sie die USA? Dort sind die Aktien anders als in Deutschland auch 2014 zweistellig gestiegen, die Dollar-Aufwertung brachte Zusatzerträge.

**Grüner:** Die Menschen sind ja immer gern beim Helden des Augenblicks und wollen jetzt sehr stark in den Vereinigten Staaten investiert sein. Die USA sind Europa im Wirtschaftszyklus weit voraus, die Wachstumsprognosen werden nach oben gesetzt. Die Vereinigten Staaten werden den Aufschwung sicher weiter anführen, aber wir hegen Zweifel, dass die Outperformance des Aktienmarkts etwa gegenüber Europa noch einmal so groß sein wird wie 2014.

**MONEY:** Und der US-Dollar?

**Grüner:** Es gibt eigentlich nur ein Argument gegen ihn. Die Stimmung pro Dollar ist etwas zu positiv, hat allerdings noch nicht die Phase der Euphorie erreicht. Wir haben schon vor Jahren gesagt, dass wir den Euro zum Dollar in Richtung der Kaufkraftparität fallen sehen, auf 1,10 bis 1,15 Dollar, und dort sind wir fast schon angelangt. Er könnte temporär unter 1,10 Dollar fallen, auch dank der Carry-Trades.

**MONEY:** Das heißt?

**Grüner:** Investoren verschulden sich zu Minizinsen in Euro-Land, investieren das geliehene Geld höher verzinst in den USA. Sie verkaufen dafür Euros und kaufen Dollars, was den Euro-Kurs zusätzlich unter Druck setzt. Wenn die Investoren ihre Dollar-Anlagen zurücktauschen, haben sie nicht nur mehr Zinsen vereinnahmt, sondern erhalten dafür auch mehr schwächer gewordene Euros.

**MONEY:** Wie geht der Anleger ein Aktieninvestment an?

**Grüner:** Ich würde immer vom Welt-Aktien-Index MSCI-AC ausgehen, AC steht hier für All Countries, also alle Länder – er umfasst auch Schwellenländer. Jede Abweichung davon muss gut begründet sein, bei Regionen, Branchen und vor allem auch Währungen. Die Währung ist für deutsche Anleger ein großes Problem: Glauben Sie an den weiter steigenden Dollar? Wie stark setzen Sie darauf?

**MONEY:** Ihre Antwort? Zu 80 Prozent auf Euro-Land setzen?

**Grüner:** Um die 40 Prozent im Euro können reichen, wenn der Anleger mit Währungsschwankungen umgehen kann.

**MONEY:** Wie stehen Sie zu den Schwellenländern?

**Grüner:** Wir erleben dort eine extrem heterogene Entwicklung. Denken Sie nur an die vier großen Emerging Markets im Jahr 2014. Brasilien und vor allem Russland litten unter dem Verfall der Rohstoffpreise, Indien und China standen ganz oben in der Rangliste. Wir haben die Schwellenländer noch untergewichtet, das dürfte sich im Jahresverlauf aber ändern. Ihre relative Schwäche im Vergleich zu den Industriestaaten erscheint uns allmählich ausgeglichen.

**MONEY:** Sie favorisieren Aktien mit extrem hohem Börsenwert. Was spricht für die schweren Aktien?

**Grüner:** Die Vorteile der Megacaps sind vielfältig: Die Liquidität ist groß, jeder Anleger findet ausreichend Informationen über sie. Das Geschäftsmodell ist bewährt. Die Positionierung über die ganze Welt hinweg gleicht unterschiedliche Wirtschaftszyklen aus. Die Dividenden sind vergleichsweise sicher, und die Dividende ist in der Nullzinswelt der neue Zins für alle, die laufende Einnahmen brauchen. Die Dividendenrendite der großen Werte ist derzeit höher als die der Small- und Midcaps. Zudem sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der Giganten niedriger als die der Unternehmen mit geringerem Börsenwert. Und wenn es einmal eine Marktkorrektur gibt, bewegen sich die großen Konzerne typischerweise mit dem Gesamtmarkt; ich hole mir damit ein vergleichsweise geringes Einzelaktienrisiko ins Depot. Schließlich: Wenn sich jetzt mehr Anleger schon aus der schieren Not heraus für Aktien erwärmen müssen, dann wählen sie zuerst Papiere von Unternehmen, die sie kennen und die ihnen vertrauenswürdig erscheinen.

**MONEY:** Wie positioniert sich ein konservativer Investor?

**Grüner:** Ich würde eine Aufteilung von 70 Prozent Aktien und 30 Prozent Anleihen empfehlen (s. Grafik unten).

**MONEY:** Wie sieht eigentlich Ihr Alternativszenario aus?

**Grüner:** Als Alternativszenario erscheinen uns schwach steigende oder leicht fallende Aktienmärkte am wahrscheinlichsten. Aber die Wahrscheinlichkeit, dass 2015 ein neuer Bärenmarkt beginnt, ist sehr gering. ■

FRANK MERTGEN

## Keine Angst vor der Fed

Im Sommer könnte die US-Notenbank Fed erstmals seit der Finanzkrise den Leitzins anheben. Einige Auguren erwarten dann harte Zeiten für Aktien, GrünerFisher nicht. Ihre Tabelle zeigt, welche Wertentwicklung der Welt-Aktien-Index MSCI-World ein Jahr und zwei Jahre nach der ersten Zinserhöhung der Fed aufwies. Verluste waren eindeutig die Ausnahme.

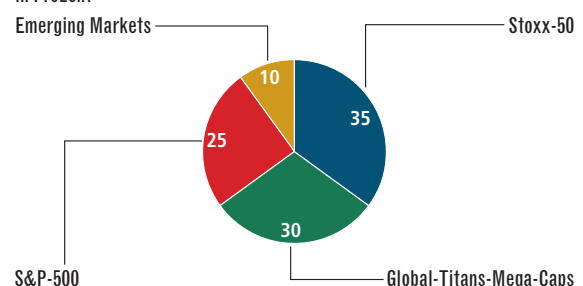
Tag des ersten Zinsanstiegs	Veränderung der vorherigen 12 Monate	Veränderung d. nachfolgenden 24 Monate
16.07.71	31%	19%
16.08.77	-2%	20%
21.10.80	18%	-8%
27.03.84	13%	65%
16.02.86	38%	55%
29.03.88	3%	9%
04.02.94	26%	19%
30.06.99	14%	-13%
30.06.04	22%	24%
Durchschn.	18%	21%

Quelle: GrünerFisher

## Industrieländer bevorzugt

30 Prozent Anleihen, 70 Prozent Aktien – dazu rät Thomas Grüner konservativen Anlegern. Den Aktienanteil dominieren Industriestaaten – und große Werte.

### Aufteilung des Aktienanteils im Depot in Prozent



Quelle: GrünerFisher