

Interview mit Thomas Grüner von Grüner Fisher Investments

„Der DAX wird nur leicht zulegen“

Auch für das Börsenjahr 2011 stellt Anlagestrategie Thomas Grüner im AKTIONÄR wieder seine große Kapitalmarktprognose vor. Und er hat wieder einige ungewöhnliche Thesen.

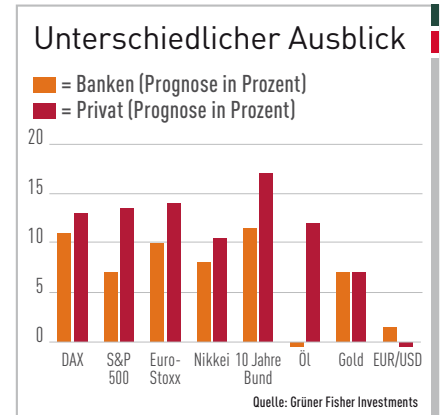
Anfang letzten Jahres hatte Thomas Grüner, Gründer und Geschäftsführer der Vermögensverwaltung Grüner Fisher Investments, im AKTIONÄR seine Prognosen für 2010 veröffentlicht. Neben einem guten Aktienjahr, das ähnlich wie 2004 verlaufen sollte, sagte der Anlagestrategie ein anhaltend niedriges Zinsniveau, einen stärkeren US-Dollar und eine geringere Volatilität als 2009 voraus. Das Wirtschaftswachstum in Deutschland sollte positiv überraschen. Im Interview mit dem AKTIONÄR spricht Grüner jetzt über seine Prognose 2011.

■ DER AKTIONÄR: Herr Grüner, als Anfang 2010 das Wort PIIGS noch nicht erfunden war, sprachen Sie bereits davon, dass die Probleme in Europa zunehmend in den Fokus geraten und Griechenland kein Einzelfall bleiben würde. Wie kamen Sie darauf?

Thomas Grüner: Im Herbst 2008 haben wir auf dem Höhepunkt der Finanzkrise – unmittelbar nach der Lehman-Pleite – eine Vortragsreihe für Kunden gestartet. Sie trug den Titel „Von der Banken- zur Staatskrise“. Aus unserer Sicht war schon damals absehbar, dass die massiven Hilfsmaßnahmen viele Staaten Europas überfordern würden. Vor allem die PIIGS – Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien – mussten in Finanznot geraten, da deren Bankensektor im Verhältnis zum Sozialprodukt des Landes viel zu groß war. Zudem sagten wir, dass der Euro dadurch unter Druck geraten sollte. Unser Kursziel für 2010 lag zwischen 1,15 und 1,20 Dollar und wurde im Juni punktgenau erreicht.

■ Was konnte man als Investor aus dem Jahr 2010 lernen?

Das Jahr 2010 war ein prima Beispiel für ein aus meiner Sicht offensichtliches Muster, das von der Mehrheit der Investoren hartnäckig ignoriert wurde. Bereits Anfang 2009 verglich ich den Verlauf der globalen Aktienmärkte mit der V-förmigen Erholung des Jahres 2003. Unsere Prognose lautete damals: „2009



wird sehr ähnlich wie 2003 verlaufen. Einer nochmaligen Schwäche bis ins Frühjahr hinein folgt eine rasante Erholung.“ Nachdem sich 2009 nahezu identisch mit dem Verlauf des Jahres 2003 präsentierte, verlief 2010 wie 2004. Nach einem starken ersten Quartal setzte in 2010 eine zähe Korrektur bis in den Spätsommer ein. Die anschließende Jahresendrallye – die viele Anleger überraschte – führte die globalen Indizes bis auf neue Jahreshochs. Wir haben diese Phase, die den Übergang zwischen der

Die Prognose 2011 von Grüner Fisher Investments

- Viele Anleger sind zwar ins Bullenlager gewechselt, die Bären halten jedoch weiter an ihrem hartnäckigen Pessimismus fest. Die Volatilität sollte daher 2011 wieder größer als 2010 werden.
- Die weltweiten Aktienmärkte werden nicht an die Kursgewinne des Jahres 2010 anknüpfen können. Per Saldo geringe Veränderungen der Indizes sind das wahrscheinlichste Szenario.
- Die langfristigen Zinssätze werden auch 2011 auf einem historisch tiefen Niveau verharren.
- Die Notenbanken wollen den Aufschwung nicht abwürgen und werden an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten. Leichte Zinserhöhungen sind jedoch im Jahresverlauf zu erwarten.
- Die Gewinnerwartungen für die Unternehmen sind auch 2011 zu skeptisch. Umstrukturierungen, Kosteneinsparungen und damit verbunden eine höhere Produktivität sorgen bei den weiter zu erwartenden Umsatzanstiegen für überproportional steigende Gewinne.
- Das Jahr 2011 wird deutlich selektiver als die beiden letzten Jahre 2009 und 2010 verlaufen. Der Auswahl der richtigen Branchen, Länder und Einzelwerte kommt eine große Bedeutung zu.
- Die große Outperformance des DAX und der Emerging Markets wird enden. Während sich die entsprechenden Volkswirtschaften zwar weiterhin stark entwickeln, hat die Börse dies bereits vorweggenommen.
- Alternativen zu den Aktienmärkten sind im festverzinslichen Bereich weiterhin kaum vorhanden. Das weltweit extrem niedrige Zinsniveau wird auch 2011 tendenziell zu Umschichtungen führen.



Anlagestrategie Thomas Grüner erwartet für das neue Börsenjahr unter anderem eine deutlich höhere Volatilität.

fundamentalen und sentimentgetriebenen Phase des neuen Bullenmarktes darstellt – als den typischen „Pessimismus der Zweifler“ beschrieben.

■ **Denken Sie, dass sich diese Parallele in 2011 fortsetzen wird?**

Während unsere Prognose dieser Parallele für 2010 letztes Jahr noch eher belächelt wurde, so hat sich dies heute grundlegend gewandelt. Viele Analysten haben unsere Parallele aufgegriffen und gehen heute konform mit unserer Einschätzung dieses Musters. Die Finanzmärkte lieben es aber, die Marktteilnehmer zu überraschen. Dies sorgt für einen großen Unsicherheitsfaktor im Jahr 2011. Die Stimmung unter den Anlegern hat sich – ausgelöst durch die Jahresendralie 2010 – deutlich verbessert. Vielleicht zu deutlich. Viele Zweifel, Skepsis und Angst wurden in den letzten Wochen über Bord geworfen. Ob das bereits ausreicht, um eine größere Korrektur auszulösen, muss aufmerksam beobachtet werden.

■ **Was hat Ihre Umfrage unter Privatanlegern ergeben? Und was sagen die Investmentbanken für 2011 voraus?**

Grundsätzlich sind die Privatanleger noch optimistischer als die Banken, die ihrerseits bereits optimistischer als 2010 ins Jahr 2011 gehen. Bei den Zinsen erwarten die Privatanleger einen deutlich größeren Anstieg als die Banken. Lediglich beim Gold und dem Euro/Dollar sind die Durchschnitte der Prognosen der Banken und Privatanleger nahezu identisch.

■ **Unsere Leser interessiert auch Ihre Meinung zum DAX.**

Wir gehen in unserem Primärszenario davon aus, dass der DAX per Saldo – wenn überhaupt – nur leicht zulegen wird. Selbst ein Anstieg von wenigen Prozent wäre bereits eine negative Überraschung. Um positiv zu überraschen, müsste der DAX um über 20 Prozent und damit auf weit über 8.000 Punkte zulegen können. Wir halten dies 2011 zwar für möglich, aber nicht für wahrscheinlich.

■ **Gold soll in diesen Krisenzeiten das Depot gegenüber Gefahren absichern. Was halten Sie davon?**

Für den Goldpreis waren vor allem die privaten Anleger 2010 viel zu pessimistisch. Der Anstieg bis auf über 1.400 Dollar hat fast alle Investoren überrascht und dabei sogar den avisierten Zielbereich von 1.350 bis 1.400 Dollar aus unserer Gold-Studie übertroffen. 2011 wird es Gold sehr schwer haben, weiter deutlich zuzulegen. Alle typischen Merkmale einer Blase sind bereits erfüllt. Es fehlt

aus unserer Sicht lediglich eine Initialzündung, um eine zumindest deutliche Korrektur auszulösen. Wir wären beim Gold sehr vorsichtig.

■ **Wie schätzen Sie das Verhalten der Notenbanken 2011 ein? Werden FED und EZB an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten?**

Die Kapazitätsauslastung wird im Jahresverlauf 2011 nicht so hoch werden, um inflationär zu wirken. Die Notenbanken wollen den Aufschwung nicht schon wieder abwürgen. Kleine Zinserhöhungen würden die Märkte bereits überraschen. 2012 wird ein neuer US-Präsident gewählt und die FED wird daher im Zweifel eher schon 2011 die Leitzinsen anheben, um sich aus dem Wahlkampf herauszuhalten. Das Zeitfenster für Zinsanhebungen ist daher 2011 geöffnet. Dies könnte in diesem Jahr zu einem zumindest temporär überraschenden Belastungsfaktor werden.

■ **Sie haben öfter auf den amerikanischen Präsidentschaftszyklus hingewiesen. Vor allem das dritte Jahr im Zyklus – das haben wir ja 2011 – ist meist sehr positiv.**

Vorwahljahre sind historisch außerordentlich ertragreich und fast immer positive Aktienjahre. 2011 hat einen signifikanten statistischen Vorteil. Aber: Während wir für diese – immer wieder von uns angeführte – Korrelation oft eher belächelt wurden, hat diese Statistik mittlerweile fast jeder Analyst und Kommentator für seinen Ausblick 2011 übernommen. Der grundsätzliche Effekt bleibt zwar als positiver Treiber bestehen, das positive Überraschungspotenzial ist jedoch durch die breite Diskussion stark eingeschränkt.

■ **Glaubt man den Prognosen vieler Banken, dann soll der DAX bereits in diesem Jahr ein neues Rekordhoch markieren. Wird die Luft dann nicht dünner und lohnt sich der Einstieg auf lange Sicht jetzt überhaupt noch?**

Der DAX soll schon wieder viel zu teuer sein. „Langfristig ist da kaum noch Potenzial“ und „bei 8.000 Punkten verkaufe ich diesmal, das habe ich 2000 und 2007 gelernt“ hören wir derzeit oft in unseren Gesprächen. Die berühmten 8.000er sind ja schon im Himalaya die Gipfel. Eine schöne Analogie. Aber Aktienmärkte sind keine Berge. Um 1980



Thomas Grüner arbeitet mit US-Starinvestor Ken Fisher (oben links) zusammen.

hätte die Mehrheit wohl kaum für möglich gehalten, dass sich der DAX in relativ kurzer Zeit verdoppelt. Damals war der Bereich um die 660 Punkte das Allzeithoch und der Gipfel, der anscheinend nie übertroffen werden sollte – mehr als ein Jahrzehnt lang prallte der DAX an dieser Marke ab. Ähnlich verhält es sich in diesem Jahrzehnt mit der Marke von rund 8.000 Punkten. Unterschätzen Sie nicht das langfristige Kurspotenzial!

■ **Der DAX und die Emerging Markets waren 2010 die Favoriten. Setzt sich das 2011 fort?**

Der Gleichlauf zwischen DAX und Euro-Stoxx-50 hat sich 2010 aufgelöst. Der langfristige Kursverlauf zeigt, dass eine große Schere entstanden ist. Die Aktien vieler europäischer Unternehmen, die von der PIIGS-Krise eigentlich gar nicht betroffen sind, wurden abgestraft. Reihenweise sehen wir daher bei europäischen Top-Unternehmen Dividenden über fünf Prozent. Das Nachholpotenzial gegenüber dem DAX ist gewaltig!

Die Kapitalmarktprognose 2011 von Grüner Fisher Investments können Sie kostenlos unter www.gruener-fisher.de oder unter Tel. 06374-9911-0 anfordern.

■ **Sie nennen 2011 auch „ein Jahr der Pause“. Was gilt es zu beachten?**

2011 ist das dritte Jahr des neuen Bullenmarktes – nicht zu verwechseln mit dem dritten Jahr des Präsidentschaftszyklus – und dritte Jahre sind oft leicht positiv oder geringfügig negativ, manchmal auch sehr stark – aber eigentlich nie richtig schlecht. Ähnliche Entwicklungen gab es 1960, 1977, 1994 und 2005 – gekennzeichnet durch Pausen, die dabei halfen, den zu großen Optimismus abzubauen, ehe der Bullenmarkt erneut seinen Weg nach oben einschlug. Und 2005 schaffte der DAX nach seiner Pause – einem schwachen ersten Halbjahr – noch sehr starke 27 Prozent.

■ **Was sollten Anleger noch wissen? Wie sollten sie sich im Jahr 2011 verhalten?**

Von 2007 bis 2010 war es am wichtigsten, richtig zu antizipieren, in welche Richtung sich der breite Markt bewegt – das spielte eine viel größere Rolle als die Wahl der passenden Einzelaktien. Enorme Zuwächse in den Jahren 2007, 2009 und 2010, extreme Verluste im Jahr 2008. Eine zutreffende Alpha-Wette – also eine Wette auf einzelne Sektoren oder Länder – kann jedoch gute Renditen liefern. Der stimmungs- und liquiditätsgetriebene Aufschwung des neuen Bullenmarkts wird kontinuierlich durch fundamentale Faktoren ersetzt. Aktien mit geringer Marktkapitalisierung und der Emerging Markets werden im Verlauf des Jahres durch vermeintlich langweiligere Wachstumswerte verdrängt, die sich aufgrund ihrer Qualität durchsetzen.

■ **Herr Grüner, haben Sie vielen Dank für das Gespräch.**

Wahlzyklus USA – und wie der S&P 500 reagiert

Partei	Regierung		1. Jahr	2. Jahr	3. Jahr	4. Jahr
Rep.	Coolidge	1925	n.a.	+11,6 %	+37,5 %	+43,6 %
Rep.	Hoover	1929	-8,4 %	-24,9 %	-43,3 %	-8,2 %
Dem.	Roosevelt I	1933	+54,0 %	-1,4 %	+47,7 %	+33,9 %
Dem.	Roosevelt II	1937	-35,0 %	+31,1 %	-0,4 %	-9,8 %
Dem.	Roosevelt II	1941	-11,6 %	+20,3 %	+25,9 %	+19,8 %
Dem.	Roosevelt/Truman	1945	+36,4 %	-8,1 %	+5,7 %	+5,5 %
Dem.	Truman	1949	+18,8 %	+31,7 %	+24,0 %	+18,4 %
Rep.	Eisenhower I	1953	-1,0 %	+52,6 %	+31,6 %	+6,6 %
Rep.	Eisenhower II	1957	-10,8 %	+43,4 %	+12,0 %	+0,5 %
Dem.	Kennedy/Johnson	1961	+26,9 %	-8,7 %	+22,8 %	+16,5 %
Dem.	Johnson	1965	+12,5 %	-10,1 %	+24,0 %	+11,1 %
Rep.	Nixon	1969	-8,5 %	+4,0 %	+14,3 %	+19,0 %
Rep.	Nixon/Ford	1973	-14,7 %	-26,5 %	+37,2 %	+23,8 %
Dem.	Carter	1977	-7,2 %	+6,6 %	+18,4 %	+32,4 %
Rep.	Reagan I	1981	-4,9 %	+21,4 %	+22,5 %	+6,3 %
Rep.	Reagan II	1985	+32,2 %	+18,5 %	+5,2 %	+16,8 %
Rep.	Bush	1989	+31,5 %	-3,2 %	+30,6 %	+7,6 %
Dem.	Clinton I	1993	+10,0 %	+1,3 %	+37,5 %	+22,9 %
Dem.	Clinton II	1997	+33,3 %	+28,6 %	+21,0 %	-9,1 %
Rep.	Bush, G.W. I	2001	-11,9 %	-22,1 %	+28,7 %	+10,9 %
Rep.	Bush, G.W. II	2005	+4,9 %	+13,6 %	+3,5 %	-38,5 %
Dem.	Obama	2009	+23,5 %	+12,8 %	?	?
Durchschnitt aller Jahre			+8,1 %	+8,7 %	+19,4 %	+11,0 %
Anzahl positive Jahre			11	14	19	17
Anzahl negative Jahre			10	8	2	4

Quelle: Grüner Fisher Investments