

Strategie

# Rückstand ist noch aufholbar



Quelle: GrünerFisher Investments

## Nach dem heftigen Jahresauftakt bleibt 2014 turbulent. Aber die Chancen des Aktienmarkts sind intakt – wie der Blick auf Risiken und Bewertungen zeigt

**W**issen Sie noch, wann der Deutsche Aktienindex (Dax) die Marke von 9000 Punkten erstmals überschritt? Am 25. Oktober 2013. Vergangene Woche kam das Aktienbarometer dieser Marke wieder nahe – von oben, nachdem es zuvor schon fast 9800 Punkte erreicht hatte. Wie geht es nun weiter? Hält die Rally? Wie sind angesichts der Krise der Schwellenländer die Perspektiven der Aktienmärkte in den Industriestaaten? FOCUS-MONEY analysiert die Lage mit GrünerFisher Investments, der deutschen Vermögensverwaltung von FOCUS-MONEY-Kolumnist Ken Fisher und seinem deutschen Partner Thomas Grüner, der soeben seine Kapitalmarktprognose für 2014 vorgelegt hat. Vorweg: Die Analyse ist Balsam für die Nerven verunsicherter Anleger, die nach der Lektüre wieder Lust haben dürften, alles über die besten Unternehmen der Welt zu erfahren (s. S. 39 bis 43).

**Leichte Zuversicht.** Trotz des turbulenten Starts hält Thomas Grüner an seiner Kernaussage fest – dass 2014 eher positiv verlaufen dürfte und die Aktienmärkte der Industriestaaten die Konsensprognosen deutlich übertreffen sollten. Die Banken und die von Grüner eigens befragten Privatanleger trauen dem Dax fünf, sechs Prozent Plus zu (s. Grafik S. 36) – das war Anfang 2013 ähnlich, und am Jahresende hatte der Dax 26 Prozent zugelegt. Extreme Jahre seien wesentlich häufiger anzutreffen als statistisch durchschnittliche Jahre, betont Grüner – und so billigt er Dax, Euro-Stoxx-50 und S&P-500 grundsätzlich erneut zweistellige Zuwächse zu. „Wir fangen jetzt mit einem Rückstand an, aber das positive Szenario kann sich noch realisieren.“

**Übergangsjahr möglich.** Allerdings ist in den Augen der Experten das Alternativszenario bereits wahrscheinlicher geworden, bei dem Anleger eine Art „Übergangsjahr“ als negative Variante einkalkulieren sollten: „Nach den starken Anstiegen in den ‚3er-Jahren‘ 1993 und 2003 kam es in den Folgejahren 1994 und 2004 (‚4er-Jahre‘) zu einem durch-

wachsenen und volatilen Börsenjahr, in dem die hohen Zuwächse des jeweiligen Vorjahrs verdaut wurden. Dies könnte 2014 – nach dem starken Jahr 2013 – wieder der Fall sein.“ Verdauen heißt – per saldo eine Seitwärtsbewegung.

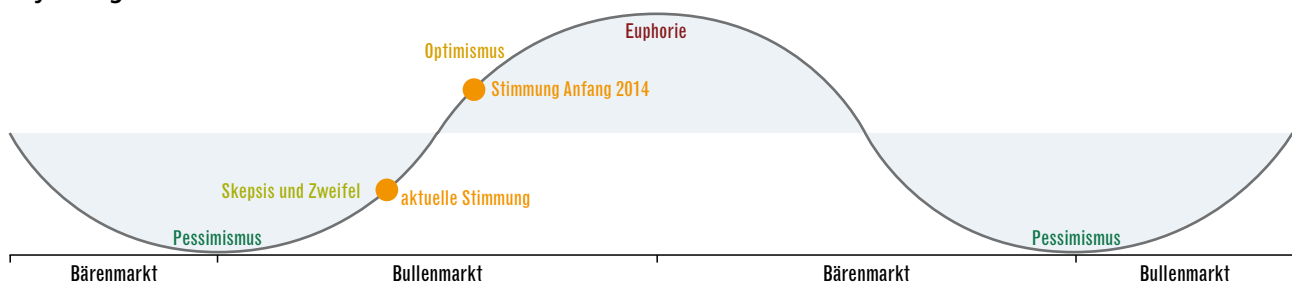
Während Thomas Grüner eigentlich nie erwartet, was in den Konsensprognosen steht, stimmt er diesen in einem Punkt zu: „Die Volatilität wird 2014 spürbar zulegen. Mit größeren Korrekturen ist zu rechnen, die aber den übergeordneten Bullenmarkt nicht aufhalten werden.“ Er erinnert daran, dass Anleger selbst in der goldenen Aktiendekade der 90er heftige Ausschläge erlebten: In der Asien-Krise 1997, der Russland-Krise 1998, bei der Fastpleite des Hedge-Fonds LTCM 1998 tauchten die Märkte um 20, 30 Prozent ab, beendeten diese Börsenjahre aber mit rund 20 Prozent Plus. Grüner: „Ich nenne das heute die Asien- und die Russland-Chance.“ Aktuell sei die gefühlte Volatilität dagegen wesentlich höher als die tatsächliche. Die beiden letzten Jahre, beim US-Leitindex S&P-500 ohne nennenswerten Rückschlag, hätten die Investoren zuletzt eingelullt.

**2014, 2015, 2016 – das Gesamtpaket.** Für ihn wäre ein Jahr der stark schwankenden und per saldo stagnierenden Aktienmärkte kein Beinbruch. „Anleger sollten die Jahre 2014, 2015 und 2016 als ‚Gesamtpaket‘ betrachten. Auch wenn 2014 ein Übergangsjahr werden sollte, wird der Bullenmarkt in den Folgejahren wieder Fahrt aufnehmen.“ Grüner und sein Partner Ken Fisher, der in den USA über 50 Milliarden Dollar für seine Kunden verwaltet, halten es für sehr wahrscheinlich, „dass sich in den nächsten drei Jahren die gewaltige Schere zwischen den Bewertungen der Aktien- und Anleihenmärkte sukzessive schließen wird“. Geduld werde sich auszahlen, eine Entwicklung analog zur zweiten Hälfte der 90er-Jahre (s. Grafik links) sei wahrscheinlich. Die Bewertungen der Aktienmärkte, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (kurz KGV), würden, wie in der zweiten Hälfte eines Bullenmarkts üblich, steigen. ►

### Spürbare Abkühlung

Zum Jahresauftakt begann sich bei den Anlegern mehr und mehr Zuversicht durchzusetzen, manche Stimmungsindikatoren zeigten schon eine eindeutige Überhitzung – ein Warnsignal. Die Korrektur um 700 Dax-Punkte hat bereits ausgereicht, um das Pendel zurück in Richtung Skepsis und Zweifel schwingen zu lassen – der Nährboden für einen späteren neuen Anlauf zurück zu den alten, bereits erreichten Höhen.

### Psychologie von Aktienmärkten



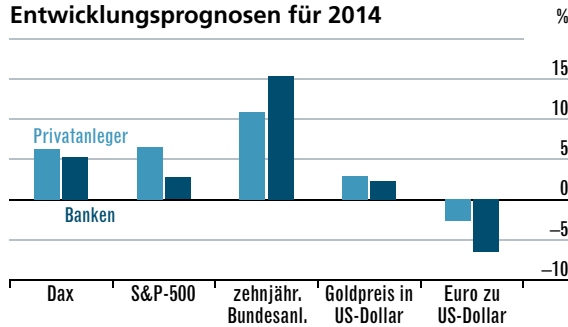


**Vermögensverwalter Fisher, Grüner:** Fisher zeigt kein Victory – aber nach 2014 sieht er noch zwei gute Jahre

## Zaghafte Prognosen

Anleger und Banken trauten dem Dax zu Jahresbeginn um die fünf Prozent Plus zu. Das war Anfang 2013 ähnlich, doch der Dax gewann 26 Prozent. An der Börse sind Durchschnittsjahre rar.

### Entwicklungsprognosen für 2014

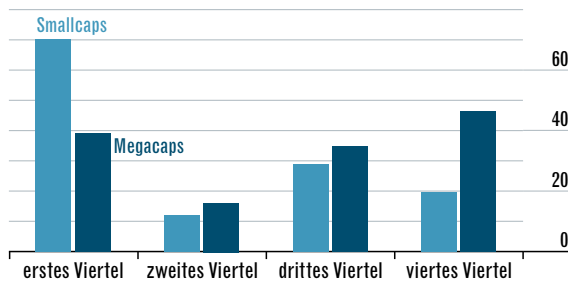


Quelle: GrünerFisher Investments

## Riesen bevorzugt

Im ersten Viertel einer Börsenhausse hängen Aktien mit geringem Börsenwert (Smallcaps) die Giganten mit hoher Marktkapitalisierung leicht ab. In den anderen Phasen haben, historisch gesehen, die Riesen stets die Nase vorn.

### Performance in den Phasen von Bullenmärkten



Quelle: GrünerFisher Investments

## Verkehrte Welt

Bundesanleihen weisen heute ein astronomisches Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf – im Jahr 2000 war es umgekehrt. Wenn das Missverhältnis auch nur halbwegs korrigiert wird, haben Aktien noch reichlich Luft nach oben.

	März 2000	Jan. 2005	Jan. 2009	Jan. 2011	Jan. 2012	Jan. 2013	Jan. 2014
KGV zehnjährige Bundesanleihen	15,38	26,81	31,15	33,56	54,64	76,92	51,02
Rendite zehnjährige Bundesanleihen	6,50%	3,73%	3,21%	2,98%	1,83%	1,30%	1,96%
KGV Dax	30,00	13,00	11,00	15,00	10,00	12,00	16,00
„Rendite“ Dax	3,33%	7,69%	9,09%	6,67%	10,00%	8,33%	6,25%
<b>Differenz Aktien vs. Anleihen</b>	<b>-3,17 %<sup>1)</sup></b>	<b>3,96 %<sup>1)</sup></b>	<b>5,88 %<sup>1)</sup></b>	<b>3,69 %<sup>1)</sup></b>	<b>8,17 %<sup>1)</sup></b>	<b>7,03 %<sup>1)</sup></b>	<b>4,29 %<sup>1)</sup></b>
Dax-Stand	8136	4256	4810	6914	6404	7715	9552

<sup>1)</sup>Prozentpunkte

Quelle: GrünerFisher Investments



markt treffen. Grüner aber beruhigt: „Das Zinsniveau ist immer noch historisch niedrig. Die Nachfrage nach Immobilien ist gesund, in Deutschland bildet sich in einigen Bereichen sogar eine Preisblase.“

**3) Schwellenländer.** Er wundert sich über die „angebliche Eskalation“ in den Emerging Markets. Die Aktienindizes großer Schwellenländer erlebten schon ab 2011 einen Crash und machen bis heute einen veritablen Bärenmarkt durch – während die Aktienmärkte der Industriestaaten Mitte 2012 abhoben und die Kluft noch tiefer werden ließen. GrünerFisher zweifeln überdies an, dass die Geldschwemme der Fed die Schwellenländer aufgepöppelt habe: „Es gibt kaum einen Nachweis, dass auf Grund von QE tatsächlich das Kapital in Richtung der Schwellenländer geflossen ist.“

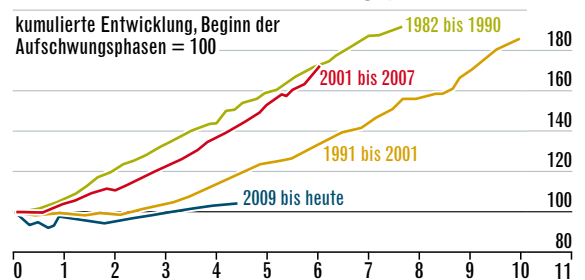
**4) Chinas Bankenprobleme.** Steigende Finanzierungskosten im Geldmarkthandel unter chinesischen Banken schürten im Dezember und erneut im Januar die Angst vor einer Kreditklemme. Der Liquiditätsdruck sei jedoch ein politisches Problem, kein wirtschaftliches, urteilen GrünerFisher. „Die Offiziellen versuchen, die Kreditvergabe an lokale Regierungen zu zügeln, deren Schulden kürzlich die Grenze von drei Billionen US-Dollar überschritten haben.“ Chinas Finanzbranche werde durch den Staat gesteuert und sei vom Rest der Welt isoliert. „Die Zentralbank ist mit dem nötigen Werkzeug ausgerüstet, um jederzeit Liquidität hinzuzufügen – und wird dies auch tun, wenn die Regierung solche Anweisungen erteilen sollte.“

**5) Schwaches US-Wachstum.** Viele Investoren sehen in der langsamen Expansion der US-Wirtschaft einen Risikofaktor, erst recht, seit der Einkaufsmanager-Index ISM vergangene Woche regelrecht implodiert ist. Aber: „Zum einen ist das moderate Wachstum teilweise den sinkenden Staatsausgaben geschuldet“, so die Einordnung von Ken Fisher. „Zum anderen wächst der private Sektor der USA sehr ordentlich und ist der Haupttreiber des Aufschwungs.“ Aber: Steht nicht am 17. Februar eine neue Entscheidung ►

## Kaum Kredite

Banken horten Reserven, reichen aber kaum Darlehen aus – anders als in früheren Aufschwüngen. GrünerFisher sagen: Steigen die langfristigen Zinsen, lohnen Kredite für Banken, dann geben sie mehr Kredite.

### Kreditwachstum in Aufschwungsphasen

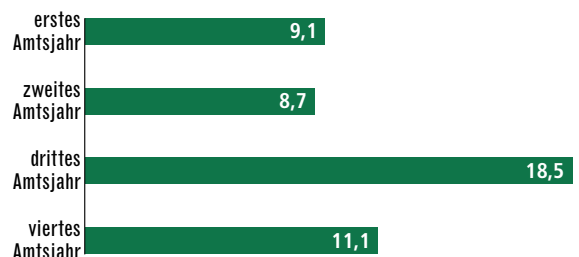


Quelle: GrünerFisher Investments

## Das magerste Jahr

Das zweite Jahr im vierjährigen Turnus eines US-Präsidenten bringt im statistischen Durchschnitt die geringsten Zuwächse. 2014 ist ein solches Jahr, in dem auch Zwischenwahlen für den Kongress stattfinden – im Herbst.

### Entwicklung des S&P-500 in Amtsjahren der US-Präsidenten in Prozent, Durchschnitt 1925 bis 2013



Quelle: GrünerFisher Investments



## Stabilität. Immer.

Nordea 1 – Stable Return Fund  
(ISIN: LU0227384020, BP-EUR)

Der Allwetter-Mischfonds mit Schwerpunkt auf Kapitalerhalt und geringer Volatilität.

**Nordea**

Making it possible



Investment Funds

[nordea.de](http://nordea.de) – [nordeafunds@nordea.lu](mailto:nordeafunds@nordea.lu)

Die genannten Teilfonds sind Teil von Nordea 1, SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts, welcher der EG-Richtlinie 2009/65/EWG vom 13. Juli 2009 entspricht. Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um Werbematerial, es enthält daher nicht alle relevanten Informationen zu den erwähnten Teilfonds. Jede Entscheidung, in Nordea-Fonds anzulegen, sollte auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts, der Wesentlichen Anlegerinformationen sowie des aktuellen Jahres- und Halbjahresberichts getroffen werden. Die genannten Dokumente sind in elektronischer Form auf Englisch und in der jeweiligen Sprache der zum Vertrieb zugelassenen Länder auf Anfrage unentgeltlich bei Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxemburg oder bei der Zahl- und Informationsstelle in Deutschland (auch in Papierform), Nordea Bank Finland Plc, Niederlassung Deutschland, Bockenheimer Landstraße 33, D-60325 Frankfurt am Main erhältlich. Anlagen in Derivaten und Fremdwährungsanlagen können erheblichen Schwankungen unterliegen, die die Wertentwicklung der Anlage beeinträchtigen können. Anlagen in Schwellenländern sind mit einem erhöhten Risiko verbunden. Der Wert von Anteilen kann je nach Anlagepolitik des Fonds stark schwanken und kann nicht gewährleistet werden. Angaben zu weiteren Risiken in Verbindung mit den genannten Teilfonds entnehmen Sie bitte den Wesentlichen Anlegerinformationen, die wie oben beschrieben erhältlich sind. Nordea Investment Funds S.A. veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen und erteilt keine Anlageempfehlungen. Herausgegeben von Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxemburg, einer von der Commission de Surveillance du Secteur Financier in Luxemburg genehmigten Verwaltungsgesellschaft. Weitere Informationen bei Ihrem Anlageberater – er berät Sie als ein von Nordea Investment Funds S.A. unabhängiger Berater. Alle geäußerten Meinungen sind, falls keine anderen Quellen genannt werden, die von Nordea Investment Funds S.A. Dieses Dokument darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch veröffentlicht werden. In diesem Dokument genannte Unternehmen werden zu rein illustrativen Zwecken angeführt und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der jeweiligen Werte dar. Der Grad der individuellen Steuerbelastung ist unterschiedlich und kann sich in der Zukunft ändern.

über die Schuldenobergrenze an? Schon. Doch wie im Oktober 2013 und die 107 Male zuvor auch wird der US-Kongress einer Erhöhung zustimmen, da ist sich Fisher sicher.

**6) Deflation.** Wird die schrittweise Rückführung der expansiven Geldpolitik nicht die Inflation weiter sinken lassen und am Ende Deflationsgefahren heraufbeschwören? Hier kommt wieder GrünerFisher gegen den Konsens gerichtete Einschätzung der Fed-Anleihenkäufe ins Spiel – diese hätten die Inflation gemindert. „Die flachere Zinsstrukturkurve hat für ein schwaches Geldmengenwachstum gesorgt. Geld zirkuliert langsamer als jemals zuvor – seit die Fed die Zahlen in den 1950er-Jahren zu messen begann.“

**7) Fragiles Euro-Land.** Wird der zarte Aufschwung der Euro-Zone scheitern? Die neuesten Wirtschaftsdaten sprechen nicht dafür. „Das Wachstum der 18 Mitgliedsstaaten wird moderat und holprig bleiben, doch muss auch nicht spektakulär gut sein, um die niedrigen Erwartungen zu erfüllen bzw. zu übertreffen“, notieren GrünerFisher.

**8) Europa radikal.** Aktuell halten Euro-Skeptiker zwölf Prozent der Sitze im Europäischen Parlament. Euro-Feinde aus vielen Mitgliedstaaten werden bei der Europawahl im Mai die großen Sieger sein; ein Wiederaufflammen der Euro-Krise gilt dann als möglich. Thomas Grüner: „In der Euro-Zone sind nach wie vor Reformen und neue Gesetze notwendig. Wenn der Anteil der Euro-Skeptiker nun im Parlament weiter ansteigt, können diese gezielt Gesetzesvorschläge behindern bzw. die Durchsetzung verhindern. Hier steckt also ein negatives Überraschungspotenzial.“

**9) Geopolitik.** Hier sind die meisten unbegründeten Ängste zu finden, meinen GrünerFisher. Ukraine? Nordkorea? Syrien? Säbelrasseln zwischen China und Japan wegen einer Inselgruppe? „Wir wissen nicht, was welche Gruppe wann und wo veranstalten wird. Abgesehen von der kurzfristig auftretenden Volatilität, hat keine dieser Problemstellungen das Potenzial, die wirtschaftlichen Verhältnisse durcheinanderzubringen oder den Bullenmarkt letztendlich aus der Bahn zu werfen.“

**10) Gold.** Die Gefahr eines weiter abstürzenden Goldpreises werde unterschätzt, so Thomas Grüner. Noch immer gebe es viele Goldbullen, die trotz der Kursverluste im Jahr 2013 an ihren hohen Goldquoten festhalten. „Wird das Tief des letzten Jahres im Bereich von 1180 US-Dollar unterschritten, könnte der schnelle Abbau dieser Übergewichtungen eine erneute Verkaufspanik auslösen.“

Fazit: „Ausdiskutierten Risiken fehlt das nötige Überraschungspotenzial, um einen Bärenmarkt einleiten zu können.“

**Rückschlag als Chance.** Kann der jüngste Rückschlag sogar hilfreich sein? Allerdings, meint Thomas Grüner. „Es kommt selten vor, und es ist schwierig für zweifelnde Anleger, ihre Skepsis nur auf Grund der Erkenntnis abzulegen, dass die Welt besser ist, als sie vorher geglaubt haben. Eine kräftige Korrektur über Wochen oder Monate dagegen lässt Pessimisten glauben, dass ihre Einschätzung richtig war! Sie fühlen sich bestätigt, wechseln anschließend zu Frieden in das Lager der Bullen und werden damit zu den Käufern und Treibern des nächsten Aufschwungs!“

**Aktien unterbewertet.** Für diesen Aufschwung spricht der Anlagenotstand. Laufende Erträge sind mit Staatsanleihen erstklassiger Bonität kaum zu erzielen – nur mit Dividenden von Qualitätsaktien. Verglichen mit dem Früh-

jahr 2000, steht die Welt heute auf dem Kopf. Ken Fisher rechnet vor: Eine zehnjährige deutsche Staatsanleihe rentierte Anfang 2000 mit 6,5 Prozent, das KGV betrug 15,4 (100 geteilt durch 6,5). Der Dax wies jedoch ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 30 auf (s. Tabelle S. 36). Was kauften Anleger? Teure Aktien. Derzeit rentieren die zehnjährigen Bundesanleihen mit 1,6 Prozent, dies entspricht einem KGV von 62,5 (Dax: ca. 16). Thomas Grüner: „Dabei ist es aus heutiger Sicht extrem unwahrscheinlich, dass die Renditen der Anleihen auf Sicht von fünf bzw. zehn Jahren die Aktienmärkte werden schlagen können.“ Dieser Spread zwischen Aktien und Anleihen habe sich 2013 zwar verringert, Aktien seien heute im Vergleich jedoch noch immer stärker unterbewertet, als sie Anfang 2000 überbewertet waren. Und doch: „Aus Furcht vor Kursschwankungen verzichteten viele Anleger auf diese historische Investmentchance.“

**Gewinne steigen weiter.** Aber wie steht es um die Gewinne als Nenner im Kurs-Gewinn-Verhältnis? Die Unternehmen profitierten noch immer von den Umstrukturierungen der Finanzkrise 2008/2009, so Grüner. Kosteneinsparungen und die damit verbundene höhere Produktivität stellten auch bei schwächeren Umsatzanstiegen überproportional zunehmende Gewinne sicher. „2014 finden wir erneut ein nahezu ideales wirtschaftliches Umfeld vor: moderates Wirtschaftswachstum und geringe Inflation. In nahezu den kompletten 90ern war diese Situation anzutreffen. Die zweite Hälfte dieses Bullenmarkts sollte nachhaltig von der Konstellation profitieren.“

**Große Werte bevorzugen.** GrünerFisher raten zu Aktien von Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung oberhalb von etwa 64 Milliarden Euro (Megacaps). Sie seien typischerweise führend ab der beginnenden mittleren Phase eines Bullenmarkts (s. Grafik S. 36). Dieser Effekt entstehe durch Käufe der Nachzügler. „Investoren, die in der Frühphase des Bullenmarkts noch zu den Pessimisten oder Zweiflern gezählt haben, kaufen zuerst vor allem Qualitätswerte.“ Ein weiterer Vorteil der Schwergewichte: Kommt es doch zu einem neuen Bärenmarkt, schlagen sie sich anfangs noch am besten.

**Dax 10500.** Die Dividenden der Riesen werden auch 2014 höher als die vergleichbaren Anleihenrenditen. Die 50 Konzerne aus dem Euro-Stoxx-50 glänzen mit einer durchschnittlichen Dividendenrendite von vier Prozent. Ein Anstieg bis über 3500 Punkte oder um über 12,5 Prozent scheint Grüner beim Euro-Land-Leitindex vorstellbar – im Szenario, in dem 2014 erneut ein gutes Aktienjahr wird. Dem Dax und dem S&P-500 trauen GrünerFisher in diesem Fall mehr als 10500 respektive 1950 Punkte zu.

Und Aktien aus Schwellenländern? Da schließt Thomas Grüner nicht aus, dass es noch einmal einen Ausverkauf (Sell-off) geben könnte. Aber inzwischen ist er, jahrelang Kritiker der Emerging Markets, kurz davor, seine Meinung zu ändern. Die Schwellenländer wolle niemand mehr mit spitzen Fingern anfassen, „eine Einstiegschance deutet sich an“.

Fazit am Ende einer langen Argumentationskette: „Korrekturen im Jahresverlauf sollten immer wieder Gelegenheiten bieten, Aktien erstklassiger Unternehmen nochmals günstiger einzusammeln und an der zweiten Hälfte des laufenden Bullenmarkts zu partizipieren.“ ■

FRANK MERTGEN