

## Themendienst

11. April 2013

## Die Party an den Finanzmärkten geht in die letzte Runde

Fünf Fragen an Dr. Harald Preissler, Chefökonom und  
Leiter Anlagemanagement des Anleihemanagers BANTLEON

Die bisherige Bilanz der Finanzmärkte im laufenden Jahr kann sich durchaus sehen lassen: Fast alle Assetklassen und Sektoren liegen im Plus. Dies gilt vor allem für die Aktienmärkte und dort insbesondere für die US-Indices, die kein Halten zu kennen scheinen. Zugleich blieb die Rallye risikobehafteter Assetklassen für die »sicheren Häfen« weitgehend folgenlos. In den nächsten Monaten dürften freundliche Konjunkturdaten zumindest risikobehaftete Assets weiter beflügeln. SMI und DAX dürften im Sommer bis auf 8500 Punkte steigen, der Eurostoxx50 bis auf 3000 Punkte. Damit naht jedoch zugleich das Ende der ultralockeren Geldpolitik – die Party an den Finanzmärkten geht in die letzte Runde, meint Dr. Harald Preissler, Chefökonom und Leiter Anlagemanagement des Anleihemanagers BANTLEON.

*Herr Dr. Preissler, wie lange hält der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten noch an?*

**Dr. Harald Preissler:** Aus Sicht der Aktienmärkte sind die fundamentalen Rahmenbedingungen weiterhin klar positiv – trotz der hohen Kursstände vieler Barometer. So handeln die meisten Indices deutlich unter bewertungstechnischen Extremwerten. Beispielhaft sei auf das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) verwiesen, das sowohl beim DAX mit 1,5 als auch beim SMI mit 2,5 und beim S&P500 mit 2,3 nahe der historischen Durchschnitts rangiert. Der Eurostoxx50 wird gar mit einem Abschlag von 30 Prozent gegenüber seinem mittleren KBV gehandelt. Auch die Investorenstimmung zeigt keine Anzeichen für übertriebenen Optimismus. Die State-Street-Investor-Confidence-Indikatoren etwa, die anhand realer Transaktionen die Ausrichtung institutioneller Investoren messen, notieren für die USA und Europa deutlich unter der neutralen 100-Punkte-Marke. Damit spiegeln sie eine extrem niedrige Investitionsquote der Investoren. Die gleiche Botschaft geht von der wöchentlich verfügbaren Umfrage der American Association of Individual Investors aus. Dort sind die Bullen zwar in der Überzahl, der Saldo aus Bullen und Bären liegt indes exakt auf seinem langfristigen Mittelwert. Von einer aggressiven Ausrichtung kann also keine Rede sein. Im Gegenteil, Defensive ist Trumpf. Viele Investoren haben die Rallye offenkundig verpasst und warten auf die Gelegenheit zum Einstieg. Wir gehen vor diesem Hintergrund und in Anbetracht unserer positiven Konjunktur- und damit auch Gewinnerwartungen von weiter steigenden Aktienkursen aus und bekräftigen unsere Prognose, wonach der DAX und der SMI im Sommer bis auf 8500 Punkte steigen werden. Beim Eurostoxx50 sehen wir Potential bis auf 3000 Punkte.

*Wie geht es danach weiter?*

**Preissler:** Wie sich der Trend im 2. Halbjahr 2013 beziehungsweise Anfang 2014 weiterentwickelt, hängt in entscheidendem Mass vom Konjunkturprofil ab, das sich wegen des frühen Stadiums des Aufschwungs jetzt naturgemäss nur grob umreissen lässt. Sofern das Durchschreiten des zyklischen Hochpunktes im Herbst/Winter 2013 nicht den Auftakt für einen neuen Rückfall in die Rezession markiert, dürften die Aktienmärkte in eine volatile Seitwärtsphase übergehen, aber einen Absturz vermeiden können. Sollte die Währungsunion hingegen erneut in die Rezession abgleiten, wäre im Winterhalbjahr 2013/14 eine Korrektur in der Grössenordnung von 25 bis 35 Prozent realistisch, aber das ist nur unser Risikoszenario.

*Wie sind angesichts dieses Szenarios die Aussichten für hochqualitative Staatsanleihen?*

**Preissler:** Während die Marktstimmung für Aktien im Allgemeinen neutral zu bewerten ist, sind die Investoren für Anleihen aus den sicheren Häfen beinahe schon chronisch negativ eingestellt – wahrscheinlich ist gerade das eines der Geheimnisse für die relative Stärke deutscher Bundesanleihen. Diese Unbeliebtheit ist natürlich eng mit den extrem hohen Bewertungen verknüpft. Zwischen der aktuellen

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und ihrem Modellwert klafft nach wie vor eine enorme Lücke. Auf Basis unserer ökonometrischen Schätzung müssten die Renditen eigentlich bei etwa 2,10 Prozent liegen, mehr als 80 Basispunkte über ihrem aktuellen Niveau. Auch aus technischer Sicht sind Bundesanleihen markant überkauft. Dennoch versanden seit einer gefühlten Ewigkeit sämtliche Anläufe für einen Renditeanstieg. Mehr noch, bereits beim kleinsten Nachrichtenwackler – ob politisch oder makroökonomisch – flüchten die Investoren aufs Neue in den bewährten sicheren Hafen. Der mittelfristig entscheidende Faktor für das Renditeprofil sind die Konjunkturdaten, die massgeblich für die Entwicklung der Realzinsen sind. Sollte mit Blick auf die Datenlage ein Trend zum Besseren einsetzen – mit dem wir rechnen –, ist mit einem Anstieg der Realzinsen zu rechnen. Wir erwarten den Gipfel 10-jähriger Laufzeiten nach wie vor im 3. Quartal bei etwa 2,20 Prozent. Wir liegen mit dieser Prognose über dem Konsensus, der die Langläufer Ende des Jahres auf 1,90 Prozent taxiert. Den Beginn eines längeren Bärenmarktes befürchten wir indes nicht, im Gegenteil. Sollten bis zum Jahresende die ersten konjunkturellen Frühindikatoren schon wieder ihre zyklischen Hochpunkte erreicht oder durchschritten haben, wie dies unsere vorausschauenden Indikatoren nahelegen, eröffnet sich von dieser Seite Raum für wieder tiefere Renditen.

*Pfandbriefe und Unternehmensanleihen sind im vergangenen Jahr bereits gut gelaufen. Sehen Sie in diesen Anleihensegmenten weiterhin gute Chancen für Anleger?*

**Preissler:** Unternehmensanleihen haben sich im bisherigen Jahresverlauf zwar besser entwickelt als EUR-Staatsanleihen, der Ertragsvorsprung hat sich jedoch spürbar verringert. Das liegt zum einen an den niedrigen Renditen, zum anderen wirken aber auch die weiter gesunkenen Risikoprämien allmählich als Performancebremse. Wegen der niedrigen Kupons besteht bei steigenden Zinsen derzeit kaum noch ein wirksamer Ertragspuffer. Deshalb betrachten wir Unternehmensanleihen derzeit aus Absolute-Return-Sicht nicht mehr als attraktiv – wohl aber aus Relative-Return-Sicht. Denn die Risikoprämien sind in der Regel zyklisch und sollten mit fortschreitender konjunktureller Belebung weiter sinken. Damit dürften die Bewertungen von Unternehmensanleihen im zweiten Halbjahr ambitionierte Niveaus erreichen. Sollte der konjunkturelle Hochpunkt am Jahresende in Sichtweite geraten, dürfte auch der Outperformancetrend von Unternehmensanleihen kippen. An den Pfandbriefmärkten hat der jüngste Anstieg der Risikoprämien um rund 30 Basispunkte bei mittleren und längeren Laufzeiten wieder zu attraktiven Investitionschancen geführt.

*Und wie dürften EUR-Staatsanleihen der Eurozonen-Peripherie sich entwickeln?*

**Preissler:** Für die Anleihenmärkte der Peripherie bleibt unsere Einschätzung auch in den kommenden Monaten positiv. Dort sind die Renditen gemessen an ihren fairen Niveaus nach wie vor viel zu hoch, insbesondere in Italien und Spanien. Sofern neue Schocknachrichten ausbleiben, dürfte das Interesse an den attraktiven Renditen dieser Länder weiter zunehmen – auch wegen des segensreichen OMT-Programms der EZB. Wir gehen davon aus, dass die Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen in den nächsten zwölf Monaten von aktuell rund 4,50 auf 3,50 Prozent sinken können. Im Verbund mit dem Renditeanstieg deutscher Bundesanleihen würde sich die Risikoprämie von 325 auf 125 Basispunkte verringern.

**Kontakt:**

Dominik Runkel

Telefon +41.41.728 77-58

dominik.runkel@bantleon.com