

## Themendienst

5. Februar 2015

### Trotz hoher Bewertungen – Risikoassets auf dem Weg zu neuen Höchstständen

Interview mit Dr. Harald Preißler, Chefvolkswirt und Leiter Anlagemanagement des Anleihemanagers BANTLEON

Das Jahr 2015 ist zwar gerade erst ein paar Wochen alt, dennoch sind viele Kapitalmarktprognosen bereits in die Defensive geraten – einige sind sogar gänzlich überholt. Eine rasante Rallye bei Aktien und Top-Staatsanleihen hat zahlreiche Finanzmarktexperten in den vergangenen Wochen überrascht. Ist jetzt die Luft raus? »Nein«, meint Dr. Harald Preißler, Chefvolkswirt und Leiter Anlagemanagement des Anleihemanagers BANTLEON. »Unser bereits im Juli 2014 verkündetes Kursziel beim DAX von 12.000 Punkten im Jahr 2015 könnte früher erreicht werden als gedacht. Der SMI sollte gleichzeitig bis Ende 2015 Richtung 9500 Punkte steigen.« Auch bei Peripherie-Staatsanleihen und Hochzinsanleihen sei mit weiteren Kurszuwächsen zu rechnen. »Deutsche Bundesanleihen, Schweizer Eidgenossen und US-Treasuries werden demgegenüber unter Druck stehen. Die Kursverluste sollten sich hier indes in Grenzen halten.«

*Herr Dr. Preißler, seit Jahresanfang haben vor allem die europäischen Aktienmärkte positiv überrascht. Welche Chancen sehen Sie hier für das Gesamtjahr 2015?*

**Dr. Harald Preißler:** Trotz der jüngsten Hausse sind gerade die europäischen Börsen mit Blick auf die Bewertungsniveaus alles andere als teuer. Gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis sind DAX und Eurostoxx50 von Spitzenniveaus früherer Jahre weit entfernt. Hinzu kommt, dass die Bewertungen zyklisch sind, also dem übergeordneten konjunkturellen Trend folgen. Weil die Frühindikatoren bereits markant nach oben gedreht haben, wäre es nur normal, wenn auch die korrespondierenden Bewertungsrelationen anziehen. Dies gilt umso mehr, wenn sich die verbesserten Konjunkturaussichten in positiven Datenüberraschungen niederschlagen. Hierdurch wächst die Bereitschaft der Investoren, auch bei vermeintlichen hohen Bewertungen zuzugreifen. Entsprechend hat der DAX bis zum Jahresende ein Potential von mindestens 12.000 Punkten, während wir den US-Aktienmärkten im Vergleich zu 2014 nur einen mittleren einstelligen Zuwachs zutrauen. Ebenfalls auf der Überholspur dürften die Aktienmärkte der Emerging Markets mit einem Anstieg von rund 10% bleiben.

*Und wie sind die Perspektiven für Schweizer Aktien?*

**Preißler:** Wohl und Wehe des Schweizer Aktienmarktes hängen in ganz besonderem Maße von der Entwicklung des Schweizer Frankens ab. Dass auch die Bluechips der Eidgenossenschaft im laufenden Jahr ordentlich zulegen, steht für uns außer Frage. An die Performance der Eurozone dürfte das Ergebnis des SMI wegen des hohen Margendrucks der Unternehmen jedoch nicht heranreichen. Sollte der Franken wenigstens gegenüber dem US-Dollar abwerten, wovon wir ausgehen, dürfte die Performance aber zumindest besser als die der breit gefassten US-Indices ausfallen. Unser Ziel für den SMI beläuft sich daher auf rund 9500 Punkte, was ausgehend vom Jahresbeginn einem Plus von etwa 6% entspricht – ausgehend vom aktuellen Niveau von rund 8500 Punkten sind es sogar 12%.

*Wie werden sich nach der Rallye im Jahr 2014 die Anleihenmärkte entwickeln?*

**Preißler:** Die Renditen sind historisch tief und stehen selbst in den Peripheriestaaten bei kurzen Laufzeiten in Sichtweite der Nulllinie – im Rest der Währungsunion sind sie bereits unter null. Allein deshalb scheinen dem Potential weiterer Kursgewinne Grenzen gesetzt zu sein. Hinzu kommt die Aussicht auf eine nachhaltige wirtschaftliche Belebung. Nicht zu vergessen die bevorstehende Zinswende in den USA, die ihre Schatten vorauswirft und auch an der Eurozone nicht völlig folgenlos vorüberziehen dürfte. Insofern könnte das Fahrwasser für die Anleihenmärkte deutlich rauer werden. Andererseits absorbiert die EZB künftig monatlich Anleihen im Wert von 60 Mrd. Euro, was eine namhafte Verknappung des Angebots nach sich zieht, gerade von deutschen Bundesanleihen. Außerdem zeichnet

Ein Unternehmen des Anleihemanagers BANTLEON BANK AG

sich nach wie vor kein Ende der Ölpreisbaisse ab, sodass die Inflationserwartungen noch weiter nach unten marschieren könnten. In Anbetracht dessen wäre es sogar denkbar, dass die Renditen ihren Tiefpunkt noch vor sich haben – selbst ein Abtauchen 10-jähriger Bundesanleihen unter die Nulllinie ist mittlerweile keine Utopie mehr.

*Was erwarten Sie konkret?*

**Preißler:** Wir gehen, wie immer, von einem Sieg der konjunkturellen Zyklik aus. Nach unserer Einschätzung werden die Anleihenkäufe der EZB dazu führen, dass Investoren Staatsanleihenbestände abbauen. Die frei werdende Liquidität fließt dann entweder in andere Segmente der Anleihenmärkte oder an die Aktien- beziehungsweise Immobilienmärkte. Insofern erwarten wir eine Art Rotation, die möglicherweise aber erst dann richtig in die Gänge kommt, wenn die EZB im März mit ihren physischen Käufen startet. Wie stark die Renditen steigen, hängt zum einen davon ab, ob und wie ausgeprägt die Inflationserwartungen anziehen. Zum anderen sollte aufgrund der positiven Konjunkturaussichten aber auch den Realzinsen ein Satz nach oben bevorstehen. Die Kombination aus anziehenden Inflationserwartungen und höheren Realzinsen impliziert bezogen auf 10-jährige Bundesanleihen einen Renditeanstieg auf leicht über 1,00%. Damit würde sich die enorme Kluft zum Fair-Value, den wir bei 1,60% sehen, zwar etwas verringern, sie bliebe aber dennoch außergewöhnlich groß.

*Welche Perspektiven bieten Peripherie-Staatsanleihen, Pfandbriefe und Unternehmensanleihen?*

**Preißler:** Lang laufende **Peripherie-Staatsanleihen** aus Italien und Spanien haben auch nach einer mittlerweile fast drei Jahre währenden Spreadrallye immer noch einen stattlichen Risikoaufschlag von etwa 100 Basispunkten gegenüber deutschen Bundesanleihen. Dieser Puffer dürfte im laufenden Jahr weiter abschmelzen, weil jene Euro-Investoren, die ihre Staatsanleihen der Kernländer an die EZB verkaufen, in die höher rentierlichen Anleihen der großen Peripherie-Staaten umschichten werden. Die Risikoprämien sollten deshalb in Richtung 50 Basispunkte sinken. Innerhalb des Investment-Grade-Bereichs, aber außerhalb der Eurozone, bieten sich ebenfalls interessante Opportunitäten. Vor allem EUR-Staatsanleihen aus Rumänien, Bulgarien und der Türkei sind in diesem Kontext erwähnenswert. Die Fundamentaldaten dieser Länder haben sich zuletzt erfreulich entwickelt, sodass die Aufschläge im Laufzeitenbereich zwischen 2 und 4 Jahren von 90 bis 120 Basispunkten gegenüber Bundesanleihen durchaus attraktiv sind. Auch bei **deutschen Pfandbriefen** sehen wir im Vergleich zu Bundesanleihen Performancevorteile, obwohl wegen der geringeren Zinsaufschläge ein negativer Gesamtertrag kaum zu vermeiden sein wird. Etwas besser sind auch hier die Aussichten für die Peripheriemärkte. Ähnlich verhält es sich mit **Unternehmensanleihen**. Die Finanzverfassung der meisten Unternehmen ist vorzüglich, fremdfinanzierte Übernahmen und Fusionen bleiben die Ausnahme. Im Investment-Grade-Bereich sind die Risikoprämien ausgesprochen zyklisch, wobei in Zeiten einer wirtschaftlichen Belebung schwächere Bonitäten besser abschneiden als stärkere. Deshalb sehen wir das größte Ertragspotential bei langen Laufzeiten in der Ratingkategorie »BBB«. Auch dort sind positive Gesamterträge zu erzielen.

*Wie werden sich Hochzinsanleihen entwickeln, die 2014 starke Kurszuwächse verzeichnet haben?*

**Preißler:** Traditionell haben Hochzinsanleihen eine hohe Korrelation zu den Aktienmärkten und sollten daher im Fall der von uns erwarteten Konjunkturbelebung ebenfalls gut abschneiden. Das attraktivste Chance-Risiko-Verhältnis sehen wir im Bereich der »B« Ratings, wo für das eingegangene Zusatzrisiko unseres Erachtens am besten entschädigt wird. Der Preis dafür ist jedoch ein erschreckendes Maß an Illiquidität, insbesondere in Stresssituationen an den Finanzmärkten.

*Was bedeutet die in den USA bevorstehende Leitzinserhöhung für US-Staatsanleihen?*

**Preißler:** Mit Blick auf US-Treasuries sind wir skeptisch. Dort sind die Renditen zwar höher als in der Eurozone und auch die Aussicht auf Währungsgewinne im Fall einer weiteren Abwertung des Euros mag verlockend sein. Der Schuss kann jedoch sehr schnell nach hinten losgehen, denn im Fall einer Zinswende dürften die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen um 70 bis 100 Basispunkte auf 2,50 bis

2,75% steigen. Gegen die entsprechenden Kursverluste bieten die mageren Kupons keinen wirksamen Schutz.

*Und wie sieht es nach der Aufhebung der Frankenuntergrenze durch die SNB bei Schweizer Eidgenossen aus?*

**Preißler:** Schweizer Eidgenossen stehen vor einer hoch volatilen Phase. Einerseits ist die Rendite bis einschließlich 10-jährigen Laufzeiten negativ, was beim Halten bis zur Endfälligkeit sichere Verluste für die Investoren bedeutet. Dennoch fließen nach wie vor enorme Mengen Liquidität in die Eidgenossenschaft, die als ultimativ sicherer Hafen gilt. Den heimischen Banken bieten sich jedoch keine Verwendungsmöglichkeiten und für das Parken bei der SNB wird ein satter Strafzins von 0,75% fällig. So gesehen wirken Anleihenrenditen von -0,50% für 5-jährige Laufzeiten bis -0,25% für 10 Jahre schon fast verlässlich. Davon abgesehen kommen viele institutionelle Investoren aus regulatorischen Gründen an Staatsanleihen nicht vorbei. Schließlich ist noch nicht abzusehen, welche Folgen der Aufwertungsschock für die Realwirtschaft hat. Gleitet die Schweiz in die Rezession, wäre ein weiter gehender Rückgang der Kapitalmarktrenditen wohl nicht zu verhindern. 10-jährige Laufzeiten könnten dann durchaus in die Region zwischen -0,50 und -0,75% vordringen. Wir halten es aber für realistisch, dass die Renditen für Fälligkeiten ab sieben Jahren bereits im 1. Halbjahr über die Nulllinie zurückkehren und die Renditen für 10-jährige Eidgenossen bis auf +0,25% steigen werden.

#### **Kontakt:**

Dominik Runkel

Telefon +49.511.288 798-33

dominik.runkel@bantleon.com

#### **Über BANTLEON:**

Der Anleihemanager BANTLEON, im Dezember 1991 von Jörg Bantleon in Hannover gegründet, ist ein Spezialist für sicherheitsorientierte Kapitalanlagen. Dazu gehören Investment-Grade-Anleihenfonds, Absolute-Return-Fonds und vermögensverwaltende Fonds für institutionelle und private Anleger sowie Spezialfonds und Outsourcing-Mandate für institutionelle Anleger. Insgesamt verwaltet BANTLEON mit 40 Mitarbeitern mehr als 10 Milliarden Euro für Kunden in Deutschland, Österreich, Spanien, Italien, Belgien, Luxemburg und der Schweiz. Zu den über 150 institutionellen Kunden gehören Banken und Sparkassen, Hypothekenbanken und Bausparkassen, Erst- und Rückversicherungen, Altersversorgungswerke, Pensionskassen, DAX-Industrieunternehmen, Vermögensverwalter und Dachfondsmanager. Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.bantleon.com](http://www.bantleon.com).

#### **Rechtlicher Hinweis:**

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.