06/2012

# finanzwelt

Das Fachmagazin der Finanzbranche

Einzelpreis 4,50 Euro – G48695 – www.finanzwelt.de

# Bewährtes und Neues

*„In Zeiten unverzinster Inflation führt für private und institutionelle Anleger kein Weg an Aktieninvestments vorbei", gab Dr. Flossbach, Vorstand und Mitgründer der Flossbach von Storch AG, einer der führenden unabhängigen Investmentmanager in Europa, die Losung aus. Schwierige Zeiten erfordern Einfallsreichtum. finanzwelt hakte nach und fragte führende Vermögensverwalter zu ihrer Ausrichtung und Markteinschätzung.*

Das anvertraute Geld der Kunden nach bestem Wissen und Gewissen anzulegen, ist keine leichte Übung. Dies zeigt sich wieder einmal in diesem Jahr. Die Mittelmeeranrainer sind in ärgsten finanziellen Nöten, eine Anlage in Papiere aus Griechenland, Portugal oder Spanien gleicht einem Vabanquespiel, frei nach dem Motto: „Alles oder nichts!". Sicher ist nur, dass 2013 extreme Herausforderungen für alle Marktteilnehmer bereithält.

finanzwelt: Der DAX hat im laufenden Jahr über 20 % hinzugewonnen, der MDAX steht so hoch wie noch nie. Wie stehen Sie zu deutschen Aktien (inklusive Nebenwerte)?

**Dr. Edler ❯** Wir befinden uns derzeit an einem Punkt, der möglicherweise einen attraktiven Einstiegszeitpunkt für Aktien generell darstellt. Hinter uns liegt eine relativ lange Phase großer politischer Unsicherheit, gepaart mit schwachen Wachstumszahlen und sinkenden Gewinnerwartungen. Der DAX hat in diesem Jahr massiv von der relativen und absoluten Stärke Deutschlands gegenüber anderen Ländern profitiert. Außerdem konnte sich der DAX aufgrund seiner Struktur sehr gut behaupten; insbesondere der geringe Anteil von Finanzwerten am Index half. Wir sehen deutsche Aktien weiterhin positiv, schätzen allerdings das Potenzial für europäische Werte außerhalb Deutschlands tendenziell höher ein.

**Keil ❯** Obwohl deutsche Aktien verdientermaßen dieses Jahr bereits deutlich zulegen konnten, sehe ich auch für die kommenden Jahre sehr gute Aussichten für deutsche Unternehmen: Sie profierten von der Euroschwäche, einem tiefen Zinsniveau und ihrer internationalen Präsenz und Wettbewerbsfähigkeit. Im Vergleich zu anderen Anlageklassen sind die deutschen Werte, speziell auch Dividendentitel, immer noch preiswert und verfügen über eine vielversprechende Zukunft.

**Konrad ❯** Prinzipiell ist der DAX im historischen Vergleich günstig bewertet – Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2013: von 10 – der MDAX ist mit einem KGV 2013 von 12,5 nicht mehr ganz so attraktiv. Deutsche Aktien haben in den letzten 2 Jahren in doppelter Hinsicht profitiert: zum einen von der relativen Stabilität Deutschlands im Rahmen der Eurokrise und zum anderen von der starken Ausrichtung deutscher Unternehmen auf die Schwellenländer, wo das Wachstum überproportional stark war. Der weltweiten konjunkturellen Abkühlung werden sich aber auch die deutschen Unternehmen nicht entziehen können (z. B. Automobil- oder Maschinenbau), so dass es kurzfristig zu Gewinnenttäuschungen kommen kann.

**Puybasset ❯** Wir denken, dass deutsche Aktien, von Large- bis Small-Caps, weiterhin gut performen werden, wobei sich vor allem exportstarke Unternehmen am besten entwickeln dürften. Aus unserer Sicht sind deutsche Small- und Mid-Caps besonders attraktiv, da hier viele in ihrer Nische marktführende und exportstarke Unternehmen sind.

**Schwalb ❯** Vor dem Hintergrund der anhaltenden Unsicherheiten an den Finanzmärkten stehen wir weiterhin Aktien als Sachwertanlagen positiv gegenüber. Vor allem deutsche Unternehmen haben sich in der Vergangenheit hervorragend in der Krise bewährt, so dass wir auch weiterhin auf ausgewählte deutsche Unternehmen als Aktieninvest setzen.

**Zindstein ❯** Deutsche Aktien sind für uns erste Wahl! Zum einen, weil diese sehr exportorientiert sind und somit vom Weltwirtschaftswachstum profitieren, das wir im nächsten Jahr weiterhin zwischen 3,5 und 4 % wachsen sehen. Zum anderen sind deutsche Aktien sowohl absolut wie relativ zu anderen Anlageklassen sehr günstig bewertet: KGV 10 (DAX), KGV 50 für A-Rating Unternehmensanleihen und KGV 66 (!) für 10-jährige Bundesanleihen. Darüber hinaus sind die Gewinne der Unternehmen in den letzten 10 Jahren viel stärker gestiegen als der DAX.

**Zipfel ❯** Deutsche Bluechips und Midcaps gehören nach wie vor zu den attraktivsten Aktien der Welt. Die in diesem Jahr deutlich gestiegenen Kurse werden von Gewinnzuwächsen in zweistelliger Höhe unterfüttert. Die Bewertungen bleiben daher moderat. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des deutschen Leitindex DAX 30 beläuft sich

**Dr. Lars Edler**
Leiter Asset Allocation bei Sal. Oppenheim

**Hannes Zipfel**
Vorstand und Chefökonom VSP Financial Services AG

**Christian Schwalb**
Geschäftsführender Gesellschafter BSC GmbH

bezogen auf die erwarteten Gewinne für die nächsten 12 Monate auf lediglich 10,25 und befindet sich damit am unteren Rand der KGV-Bewertung der letzten 25 Jahre. Die Dividendenrendite beträgt im Schnitt 3,6 % und liegt damit mehr als doppelt so hoch wie die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen. Deutsche Dividendentitel sind als klassischer Sachwert in Zeiten hoher Staatsverschuldung und negativer Realzinsen ein „Must Have".

finanzwelt: Wie schätzen Sie den Markt für Staatsanleihen derzeit ein?

**Dr. Edler ❯** Man muss klar differenzieren, über welche Staatsanleihen man spricht. Bundesanleihen sind derzeit aus unserer Sicht noch werthaltig, weil wir momentan eine relativ steile Zinsstrukturkurve sehen. Längerfristig sehen wir die Entwicklung von Bundesanleihen skeptischer. Sollte das Vertrauen in Europa wieder wachsen und somit die Eurokrise dem Fokus der Märkte entrücken, wird Deutschland seinen „Safe Haven"-Status verlieren und die Renditen werden dies entsprechend anzeigen. Darüber hinaus werden die Renditen der sog. PIIGS-Staaten wieder sinken. Absolut gesehen dürfte somit in der Euro-Peripherie mehr Potenzial zu finden sein, Performance zu generieren.

**Keil ❯** Der Markt für Staatsanleihen ist derzeit wenig lukrativ: Für Anleihen von Staaten mit guter Bonität ist die Rendite viel zu gering für das eingegangene Risiko wie einer Verschlechterung der Bonität, einer Zinssteigerung oder/und einer anziehenden Inflation. Derzeit sind die Realrenditen negativ, die Risiken überwiegen die Chancen. Wenn man auf Staatsanleihen geringerer Bonität ausweicht, steigt das Risiko eines Zahlungsausfalls entsprechend an, weshalb die höhere Rendite das erhöhte Risiko meist nicht lohnt – dies trifft vor allem auf die Staaten mit hohem Schuldenstand zu. Einziger Lichtblick sind Schwellenländeranleihen, deren meist gute Finanzlage und Wachstumsaussichten einen Blick der Investoren wert sind.

**Konrad ❯** Staatsanleihen aus Kerneuropa sind anfällig für Renditeanstiege, sobald sich die Situation in der Eurozone weiter beruhigt. Die Renditen von Staatsanleihen aus Südeuropa sind in letzter Zeit deutlich zurückgekommen; ein weiterer Rückgang wird sich unseres Erachtens nur einstellen, wenn die EZB ihre Ankündigung von unbegrenzten Anleihekäufen tatsächlich umsetzt.

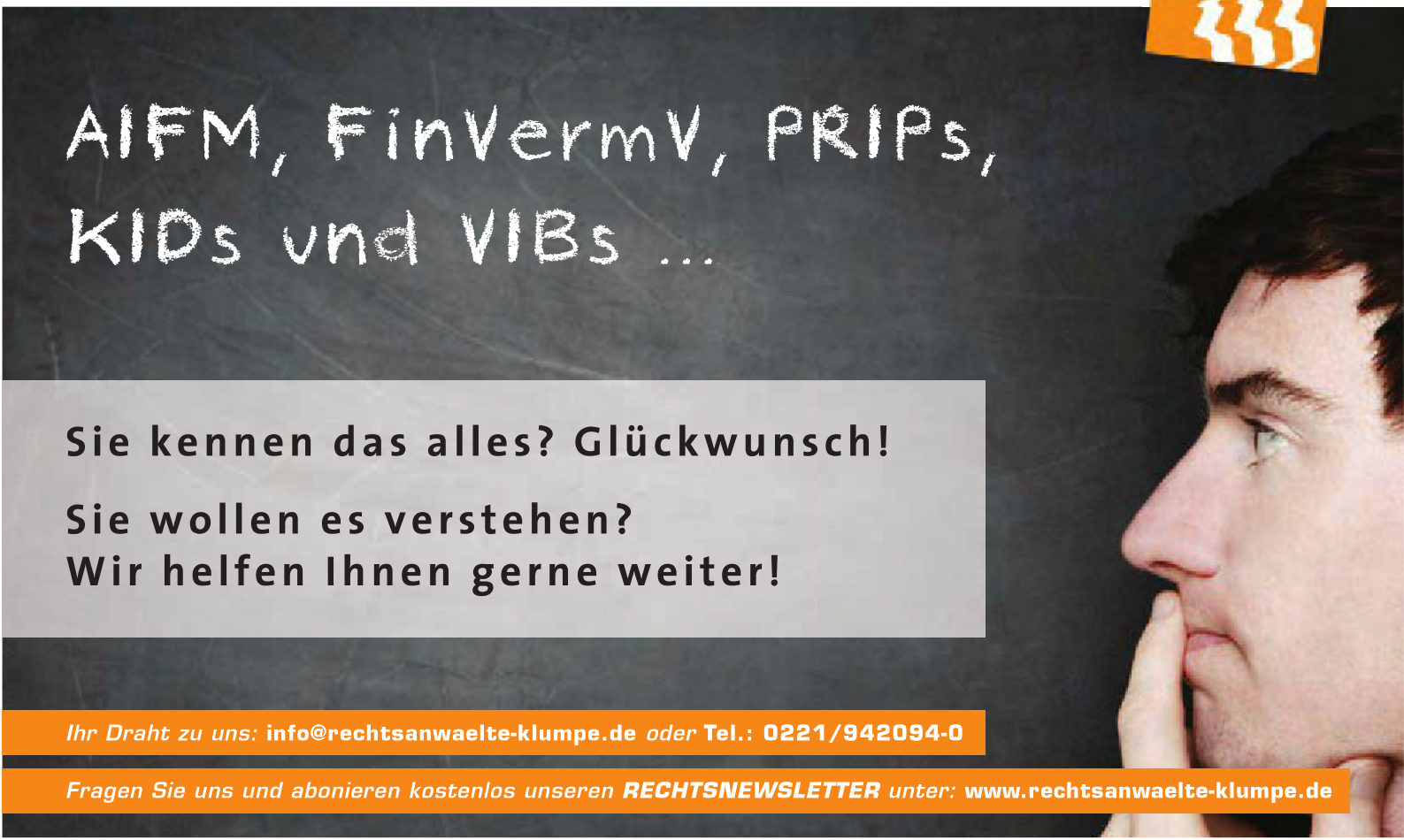
**Puybasset ❯** In der Eurozone sehen wir bei mittelfristigen (weniger als 5 Jahre) italienischen Staatsanleihen attraktive Anlagechancen. Wir denken, dass sich die Spreads hier in den kommenden Monaten verringern werden. Von Staatsanleihen aus dem Euro-Kern-Block wie z. B. Deutschland oder Frankreich raten wir hingegen ab, da sie real nur negative Zinsen einbringen.

**Schwalb ❯** Wir schätzen diesen Bereich als sehr spekulativ ein, mit starken Schwankungen. Für spekulative Anleger eignet er sich natürlich vor dem Hintergrund der umfassenden Garantiezusagen.

**Zindstein ❯** Nachdem ein klares politisches Statement für den Erhalt der Eurozone gegeben wurde, das von der EZB unterstützt wird, sehen wir für opportunistische Anleger Gelegenheiten in Staatsanleihen

– ANZEIGE –

**KLUMPE+SCHROEDER & PARTNER GbR**
RECHTSANWÄLTE
Luxemburger Str. 282e • 50937 Köln • Tel.: 0221/942094-0 • Fax: 0221/942094-25



**Daniel Zindstein**
Leiter Portfoliomanagement der GECAM AG

**Eckart Keil**
Fondsmanager der Vermögensverwaltung PREMIUM PEARLS Fund AG

**Pierre Puybasset**
Sprecher des Fondsmanagements bei Financière de l'Echiquier

von Italien, Spanien und Portugal. Viele Anleger haben diese jedoch mittlerweile aus ihren Anlagerichtlinien gestrichen. „Sichere" Staatsanleihen von Deutschland, USA, Schweiz etc. liefern nach Steuern und Inflation eine negative Rendite und sind daher zu meiden.

**Zipfel ❯** Durch die Interventionen der diversen Rettungsfonds sowie der Notenbanken via quantitativen Lockerungen (QE III), dem Anleihenkaufprogramm (OMT) und anderem ist das marktwirtschaftliche Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage am Markt für Staatsanleihen weltweit verzerrt. Bis auf wenige Ausnahmen ist der Markt völlig unattraktiv. Lediglich Länder mit niedriger Gesamtverschuldung und positiven Realzinsen bei gleichzeitiger politischer und wirtschaftlicher Stabilität bieten sich für Engagements an, z. B. China, Kanada, Norwegen oder Schweden.

finanzwelt: Institutionelle Investoren setzen gegenwärtig vermehrt auf Unternehmensanleihen. Wird dieser Trend noch anhalten oder sind die Kurse teilweise schon sehr nach oben geklettert?

**Dr. Edler ❯** Dieser Trend wird hauptsächlich durch zwei Faktoren getrieben. Zum einen treibt institutionelle Anleger die Notwendigkeit von Rendite, die die Liability-Seite von Versicherungen und Versorgungswerken abdeckt. Sichere Staatsanleihen bieten diese Renditen derzeit nicht mehr. Zum anderen erhoffen sich viele Anleger eine geringere Volatilität bei Unternehmensanleihen als bei Aktien. Natürlich steckt in Unternehmensanleihen auch ein guter Teil von Aktienmarktrisiko mit drin, weshalb es in diesem Segment ebenfalls zu starken Wertschwankungen kommen kann. Wir sehen im Unternehmensanleihebereich vor allem Potenzial im sog. Crossover-Segment, d. h. diejenigen Anleihen, die noch Investment-Grade aufweisen, aber an der Grenze zum High-Yield stehen.

**Keil ❯** Teilweise sind die Unternehmensanleihen bereits auch gut gelaufen, die Aussichten auf weiteren Zugewinn sind begrenzt. Bonitätsmäßig starke Unternehmen nutzen dies aus und emittieren verstärkt niedrigverzinsliche Anleihen und kaufen mit dem Erlös zum Teil eigene Aktien zurück; Aktien, die meist eine höhere Verzinsung aufweisen als die ausgegebenen Anleihen. Daran alleine kann man auch die Überbewertung der Unternehmensanleihen gut ausmachen. Wie bei Staatsanleihen lohnt das eingegangene Risiko nicht. Sachwerte sollten Geldwerte schlagen.

**Konrad ❯** Unternehmensanleihen aus dem Investment-Grade-Bereich sind absolut nicht mehr günstig bewertet, aber gegenüber Staatsanleihen immer noch attraktiv. Für High-Yield sehen wir in Europa weiterhin Potenzial.

**Puybasset ❯** Anleihen sind für viele institutionelle Investoren verpflichtend und sie werden hier weiterhin aktiv sein. „Investment Grade"-Anleihen waren im Jahr 2012 sehr lohnende Investitionen, aber jetzt werfen sie nur sehr wenig ab. Daher denken wir, dass viele Investoren ihr Engagement in High-Yield-Bonds und nicht geratete Anleihen und Aktien erhöhen werden.

**Schwalb ❯** Dieser Trend wird unserer Ansicht nach auch in den kommenden Monaten noch anhalten, da zum einen diese Assetklasse interessante Renditepotentiale bietet und andererseits natürlich auch eine hervorragende Finanzierungsplattform für die ausgebenden Unternehmen darstellt. Wir setzen deshalb auch weiterhin auf dieses Segment, mit ausgewählten Ratings.

**Zindstein ❯** Unternehmensanleihen sind die Anlageklasse der vergangenen Jahre gewesen. Aus unserer Sicht wird dieser Trend weiter anhalten, jedoch werden keine zweistelligen Renditen mehr zu erzielen sein, weil das Kurspotenzial begrenzt ist. Unternehmensanleihen mit einem Rating von A bringen rund 2 % Rendite. Das sind knapp 50 Basispunkte Aufschlag auf Bundesanleihen. Das Kurspotenzial ist dadurch natürlich begrenzt. Anleger, die jedoch nur Anleihen kaufen dürfen oder wollen, werden eben in der Bonität Abstriche machen und sich weiter Richtung High-Yield-Bonds bewegen. Hier ist der Kupen von 5-10 % zu verdienen und noch etwas Kurspotenzial vorhanden.

**Dr. Ernst Konrad**
Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH und Fondsmanager der Phaidros Funds

**Zipfel ❯** Infolge des Eingriffs der Zentralbanken an den Märkten für Staatsanleihen und den historisch niedrigen Leitzinsen floss das private Kapital in den letzten drei Jahren zunehmend in die höher rentierlichen Unternehmensanleihen (Corporate Bonds). Mittlerweile kann man nach der Analyse von Risiko und Zins auch hier bereits von einer Blase sprechen. Die Zinsspreads zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen sind in Europa auf ein Rekordtief gefallen und betragen nur noch wenige hundert Basispunkte gegenüber Benchmarkanleihen (Bunds). Mehr denn je ist es daher wichtig, eine selektive Auswahl und ein kompromissloses Risikomanagement vorzunehmen. Es wird jedoch immer schwerer, unter dieser Prämisse ein Anleiheportfolio mit attraktivem Chance-/Risiko-Profil zusammenzustellen.

**Fazit.** Trotz imposanter Rallye in diesem Jahr sind sich die Experten weitestgehend einig darüber, dass deutsche Aktien noch weiter Aufwärtspotenzial haben. Die Gründe liegen auf der Hand: In erster Linie sind die hiesigen Unternehmen gut aufgestellt und positioniert und profitieren von Absatzchancen in den Schwellenmärkten. Staatsanleihen sind und bleiben eine heikle Angelegenheit, Unternehmensanleihen auf der anderen Seite profitieren weiter von der derzeitigen Kapitalmarktlage. ■

*Alexander Heftrich*