

BÖRSENANALYSE

Aktuelle Berichte und Analysen

Januar 2015

Kapitalmarkt 2015 - Kurzfassung

„Mehr als die schwarze Null“

Trotz der herausfordernden Rahmenbedingungen sind wir zuversichtlich, die Nullzinsphase in Teilen auszu-bremsen, so dass im Ergebnis für den Sparer und Anleger **mehr als die schwarze Null** steht. Allerdings ist dies weder mit einem Patentrezept noch mit „einfachen“ Zinsanlagen möglich. Grundsätzlich bieten sich zwei Strategien, die sich auch kombinieren lassen: Durch eine Erhöhung der Risikobereitschaft, insbesondere zu Gunsten von Aktien, dürfte es möglich sein, auch zukünftig als Aktionär von den Ausschüttungen zu profitieren und entsprechende Einnahmen zu generieren. Dies geht aber mit der Bereitschaft einher, auch entsprechende Schwankungen zu tolerieren. Darüber hinaus ergibt sich neben der klassischen Streuung über die unterschiedlichen Anlageklassen die Möglichkeit, durch die Nutzung von mathematischen Sicherungsmethoden Risiken kalkulierbar zu machen. Letzteres ist in der Regel recht komplex, hilft aber in dieser speziellen Welt die nach unserer Meinung zumindest längere Phase ohne Zinsen, teilweise zu umschiffen.

Konjunktur: Der ursprünglich schon für 2014 erwartete globale Aufschwung dürfte nunmehr im laufenden Jahr realisiert werden. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der gesamten Weltwirtschaft sollte um 3,8 Prozent auf rund 80 Billionen US-Dollar zulegen (2014e: +3,3 %). Die stärksten relativen Veränderungen beim BIP erwarten wir bei den Industrieländern (+2,3 % nach +1,8 %) unter Führung der USA. In den Schwellenländern dürfte die Wachstumsrate lediglich von 4,4 auf 5,0 Prozent steigen, da der Wirtschaftsriese China weiter an Schwung verliert und die anderen großen Emerging Markets nur begrenzt zulegen können.

Deutschland wird nach unserer Einschätzung seine Wachstumsmöglichkeiten nicht ausschöpfen. Dabei sind alle Zutaten für einen kräftigen Aufschwung vorhanden: Die Zahl der Beschäftigten dürfte auf Rekordniveau steigen, die Reallöhne bleiben angesichts niedriger Inflationsraten relativ hoch, die fast verschwundenen Sparzinsen dämpfen die Sparbereitschaft und stärken die Konsumneigung. Zudem werden Ausfuhren und Einfuhren voraussichtlich deutlich steigen. Auch das Umfeld für Investitionen ist angesichts niedriger

Kreditzinsen grundsätzlich positiv. Gleichwohl ist davon auszugehen, dass die sich in der zweiten Jahreshälfte 2014 stark eintrübende Stimmung ein konjunkturell eher schwaches Winterhalbjahr bewirkt. Ein nennenswerter konsum- und investitionsgetragener Aufschwung sollte sich erst im Laufe des Jahres durchsetzen. In der Annahme eines verhaltenen Jahresauftakts rechnen wir daher für 2015 lediglich mit einer Wachstumsrate von 0,9 Prozent (2014e: +1,4 %).

Die Euro-Zone hat zwar den Weg aus der Rezession gefunden, wird nach unserer Einschätzung aber auch 2015 konjunkturell nur langsam vorankommen. Das Tempo bestimmen die vier großen Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien, die rund 77 Prozent des BIP des Währungsraums repräsentieren. Wachstumsfördernde Strukturreformen in Frankreich und Italien kommen nur schleppend voran. Lediglich Spanien hat auf den Erfolgspfad zurückgefunden. Für die Euro-Zone rechnen wir mit einem Zuwachs des BIP von 0,8 Prozent (2014e: +0,8 %).

Völlig anders sind die Perspektiven in den USA. Der Aufschwung am Arbeitsmarkt und deutlich gestiegene Immobilienpreise haben den Boden für eine weitere kräftige Zunahme des privaten Verbrauchs bereitet. Das niedrige Zinsniveau und stabile Energiepreise stärken die Investitionsbereitschaft und fördern die Re-Industrialisierung der USA. Die positiven Rahmenbedingungen spiegeln sich in den Frühindikatoren (Einkaufsmanagerindizes, Verbrauchervertrauensindizes) wider und bilden die Grundlage für eine Fortsetzung des konsum- und investitionsgetriebenen Aufschwungs im Jahr 2015. Die Wachstumsrate des US-BIP sollte etwa 3 Prozent erreichen (2014e: +2,5 %).

China setzt den strukturellen Umbau seiner Volkswirtschaft fort. Die Abhängigkeit vom Außenhandel soll zugunsten einer Stärkung der Binnennachfrage, insbesondere des privaten Verbrauchs, verringert werden. Dies geht zu Lasten der konjunkturellen Dynamik. Wir gehen davon aus, dass die chinesische Staatsführung das Wachstumsziel für das BIP 2015 auf 7 Prozent reduzieren wird (2014e: 7,4 %).

Erstellt von: Hamburger Sparkasse AG, Analyse

Grafiken: Hamburger Sparkasse AG / Thomson Reuters

Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbständigen Anlageentscheidung.

Alle Angaben sind nicht als Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG zu verstehen.

Haspa⁵
Hamburger Sparkasse

Preisentwicklung: Die aktuellen Inflationsraten liegen weit unter dem Zielwert der Europäischen Zentralbank (EZB) von „nahe, aber unter zwei Prozent“. Sehr stark preisdämpfend ist insbesondere der Einbruch der Rohölnotierungen. In der Annahme, dass die Energiepreise im Laufe des Jahres wieder anziehen, sollte die Talfahrt der Verbraucherpreise beendet werden. Die Abwertung des Euro wird über höhere Importpreise zudem zumindest begrenzte Inflationsimpulse auslösen. Wir gehen daher davon aus, dass die Inflationsraten im Winterhalbjahr die Talsohle durchschreiten. Der Trend sollte danach wieder leicht nach oben zeigen. Der jahresdurchschnittliche Anstieg der Verbraucherpreise dürfte sich 2015 in Deutschland und der Euro-Zone etwas unter der Marke von einem Prozent bewegen. Ein Abgleiten in eine nachhaltige deflationäre Phase halten wir weiterhin für wenig wahrscheinlich.

Geldpolitik: Die Leitzinsen werden in der Euro-Zone voraussichtlich noch mehrere Jahre nahe Null bleiben, während sie in den USA in den Sommermonaten wieder anziehen sollte. Das Hauptziel der Europäischen Zentralbank (EZB) besteht derzeit darin, höhere Inflationsraten zu generieren. Dies kann durch eine wachsende gesamtwirtschaftliche Nachfrage, aber auch über steigende Importpreise geschehen. Eine schwächere Währung verspricht beides. Vor diesem Hintergrund hat die EZB den Wechselkurs des Euro unter Abwertungsdruck gesetzt. Sie praktiziert dies über die Ausweitung der Geldmenge, indem Wertpapiere am Markt angekauft werden. Bisher erwirbt sie lediglich forderungsbesicherte Schuldverschreibungen (Covered Bonds, u. a. Pfandbriefe) sowie verbrieft Kreditforderungen (ABS, Asset Backed Securities). Wir gehen allerdings davon aus, dass sie ihre Käufe im Frühjahr auf europäische Staatsanleihen ausdehnen wird.

Währungen: Auch 2015 sollte ein Jahr des US-Dollar werden. Für eine weitere Aufwertung sprechen die hohen Wachstumsraten der US-Wirtschaft sowie der beachtliche Renditevorsprung von US-Bonds gegenüber Bundesanleihen. Zudem dürfte die US-Notenbank bereits in diesem Jahr die Zinszügel straffen. Vor diesem Hintergrund hat der Euro bereits zu Jahresbeginn die Marke von 1,20 USD unterschritten. Einen weiteren Rückgang bis etwa 1,15 USD halten wir für realistisch.

Rohstoffe: Der dramatische Preisverfall beim Ölpreis sollte in der ersten Jahreshälfte auslaufen und in eine spürbare Erholung übergehen. Nach einem Jahresauftakt auf extrem niedrigem Niveau dürfte der Preis im Sommer auf etwa 80 US-Dollar je Barrel und zum Jahresende hin auf 90 US-Dollar je Barrel ansteigen. Mittelfristig erwarten wir wieder deutlich höhere Goldnotierungen. Für 2015 rechnen wir jedoch aufgrund der

expansiven Notenbankpolitik mit einer Seitwärtsbewegung um 1.200 US-Dollar pro Feinunze.

Anleihenmarkt: Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe kann in der ersten Jahreshälfte neue historische Tiefstände ausloten, wenn die EZB wie erwartet zum großflächigen Ankauf von Staatsanleihen übergeht. Zum Jahresende hin sollte sie sich jedoch wieder in Richtung der Marke von 1 Prozent bewegen. Bundesanleihen mit Laufzeiten bis zu vier Jahren dürften weiterhin negative Renditen aufweisen. Um in diesem extrem herausfordernden Umfeld eine auskömmliche Rendite zu erzielen, ist es unumgänglich, Wertpapiere mit einer höheren Schwankungsbreite zu erwerben sowie alternative Renditequellen zu erschließen. Hierzu zählen Risikoaufschläge (Credit Spreads) sowie Bonitätsanleihen (Credit Linked Notes), bei denen die Rückzahlung an die Entwicklung eines oder mehrerer Referenzschuldner gekoppelt ist. Unverändert interessant bleiben auch Fremdwährungsanleihen solider Emittenten wie USA, China, Australien und Norwegen.

Aktienmarkt: Die von uns angewandten Bewertungsmodelle signalisieren für den Deutschen Aktienindex (DAX) und den Euro Stoxx 50 Index (ES50) „Sichtkontakt“ zu ihren „fairen“ Bewertungsniveaus. Ein Erreichen sowie ein temporäres Überschießen dieser Levels halten wir für 2015 aufgrund der immensen Liquidität weiterhin für sehr wahrscheinlich. Die Alternativlosigkeit von Aktien gegenüber Anleihen („relative Schönheit“) liefert damit das bedeutendste Argument für die Fortsetzung des Kursaufschwungs. Unser 12-Monats-Kursziel für den DAX beträgt 10.500 bis 11.000 Punkte, das für den ES50 liegt bei 3.400 bis 3.500 Punkten.

Anlagestrategie und Startaufstellung 2015

Trotz des Niedrigzinsumfeldes bleiben **festverzinsliche Wertpapiere** ein wichtiger Bestandteil der Vermögensallokation. Ihre vornehmliche Aufgabe besteht aufgrund der niedrigen Volatilität in der Depotstabilisierung. Die Generierung von Einkommen in Form von Renditeaufschlägen ist nur noch in einem begrenzten Rahmen möglich. Aufgrund der Unvorhersagbarkeit bestimmter Ereignisse - im Bereich der Notenbanken oder aber auch der Geopolitik - und der daraus resultierenden wechselnden Risikobereitschaften der Anleger erfordert das Anleihemanagement grundsätzlich einen dynamischen und flexiblen Ansatz. Darüber hinaus ist Diversifikation das Gebot der Stunde. Es gilt, sämtliche Performancequellen wie die Positionierung entlang der Renditekurve, die Duration, die Länderallokation sowie Bonitäten zu prüfen und ggf. zu allokalieren. Attraktive Zinsaufschläge im Vergleich zu Bundesan-

leihen bieten aktuell aus unserer Sicht nach wie vor europäische Staatsanleihen, die durch die von der EZB beflügelte Phantasie eines Staatsanleihen-Ankaufprogramms gut unterstützt bleiben dürften. Im Segment der Unternehmensanleihen hat sich das Chance-/Risikoprofil nach den kräftigen Kursanstiegen eingetrübt. Eine Opportunität bieten sogenannte Bonitätsanleihen (Credit-Linked-Notes). Hierbei handelt es sich um Investmentzertifikate, denen sogenannte Credit-Default-Swaps zugrunde liegen. Der Käufer des Papiers übernimmt gegen Erhalt einer Prämienzahlung das Risiko eines Kreditereignisses. Eine deutlich höhere Beachtung als in den Vorjahren schenken wir dem Thema „Fremdwährungsanleihen“, da die Währungsdiversifikation (in einer bestimmten Dosierung) auf Ebene der Anleihen nachweislich das Portfoliorisiko senkt. Als besonders aussichtsreich erachten wir Engagements in US-amerikanischen, australischen, chinesischen sowie norwegischen Fremdwährungsanleihen. Die Ausführungen zeigen, dass die Komplexität im Bereich der festverzinslichen Wertpapieranlage deutlich zugenommen hat. Vor diesem Hintergrund kann die Expertise eines Fondsmanagers, der ohne Einschränkung denkt und aktiv handelt, Anlegern durchaus einen Mehrwert liefern.

Unser Favorit im Rahmen der Vermögensallokation bleibt die Anlageklasse **Aktien**. Im Umfeld historisch niedriger Zinsen wird kaum eine Allokation ohne sie auskommen. Ihre Vorteile sind bekannt: Eine Aktie verbrieft Eigentum an Produktivkapital und stellt deshalb einen Substanzwert dar. Der Markt offeriert nach wie vor zahlreiche Beteiligungsmöglichkeiten an Unternehmen mit einem überzeugenden Geschäftsmodell, die ihren Anteilseignern aus einem hohen Free Cash-flow attraktive Dividenden zahlen können. Unternehmensausschüttungen in derartiger Form stellen eine stabile Einkommensquelle dar - eine Funktion, die bis zuletzt vor allem die Anleihen im Portfolio erfüllten. Alles in allem werden die Bäume am Aktienmarkt 2015 nicht in den Himmel wachsen, aber ein Ende des seit sechs Jahren währenden „Bullenmarktes“ ist dennoch nicht in Sicht. Somit könnte 2015 ein im besten Sinne normales Aktienmarktjahr werden mit einem Wertbeitrag im hohen einstelligen Prozentbereich. Ein anhaltender globaler Konjunkturaufschwung gepaart mit einer unter dem Strich expansiven Notenbankpolitik, die im Falle der EZB sehr wahrscheinlich sogar Staatsanleihekäufe beinhalten wird, dürften den Börsen dann weiteren Schub verleihen, der die Indizes über das angemessene Bewertungsniveau hinaustragen könnte. Vor diesem Hintergrund bleiben nicht nur deutsche, sondern auch multinationale Unternehmen

mit einem attraktiven Produktportfolio, hoher Preissetzungsmacht und vor allem einer auskömmlichen und kontinuierlichen Ausschüttung erste Wahl. Im Hinblick auf die regionale Allokation gilt: Geschäftsmodell vor Region! Vor diesem Hintergrund schließen wir US-Titel nicht grundsätzlich aus, wohl wissentlich, dass der US-Aktienmarkt eine hohe Bewertung aufweist. Aber die Bewertung allein sagt noch nichts über den Zeitpunkt einer möglichen Korrektur aus - so wird ein „Bullenmarkt“ in der Regel von einem „Bärenmarkt“ abgelöst, wenn die Konjunktur in die Rezession dreht und genau dies zeichnet sich für die USA derzeit nicht ab. Abgeleitet aus der Aktienmarktbeurteilung geben wir dem DAX - anders als im Vorjahr - gegenüber Euro-Werten grundsätzlich den Vorzug. Im Rahmen der Branchenallokation favorisieren wir die dividendenstarken Sektoren Energie/Öl, Telekommunikation sowie Versicherungen, während wir aufgrund anhaltend struktureller Probleme den Banken- und Versorgersektor untergewichten bzw. kein Gewicht zuschreiben.

Einen weiteren wichtigen Pfeiler unserer Anlagestrategie stellt die Anlageklasse **„Ergänzungsanlagen“** dar. Darunter subsumieren wir Anlageinstrumente, die weder einen reinen Aktien- noch einen reinen Anleihecharakter haben. Hervorzuheben ist hier die Position der europäischen Wandelanleihen, die wir trotz der unterdurchschnittlichen Wertentwicklung in 2014 im neuen Jahr weiterführen werden. Sie passen weiterhin in das aktuelle Kapitalmarktumfeld, da sie Anlegern eine risikoreduzierte Partizipation am Aktienmarkt bieten. Des Weiteren allokatieren wir Investmentzertifikate, die in Seitwärtsmärkten eine aktienähnliche Rendite erwarten lassen (Seitwärtsstrukturen).

In der Gesamtbetrachtung einer Vermögenssituation gehören auch wenig liquide Vermögensgegenstände berücksichtigt. Hier liegt unser Schwergewicht derzeit auf der Anlageklasse **Immobilien**, die zwar im Vergleich zu den Vorjahren eine niedrigere, aber angesichts des Niedrigzinsumfeldes immer noch attraktive Renditeperspektive bietet.

In welchem Anteilsverhältnis die zuvor beschriebenen Anlageklassen im Rahmen der Vermögensallokation gemischt werden, hängt von der jeweiligen Risikobereitschaft sowie der Risikotragfähigkeit eines jeden Anlegers ab.