

# Tiefer geht's kaum mehr

Die Magerrendite bei Bundesanleihen zwingt Vermögensverwalter, sich nach Alternativen umzusehen. Doch die sind rar

VON BERND MIKOSCH

Sicherheit hat ihren Preis, auch an der Börse. Derzeit sind Anleger bereit, besonders viel dafür zu zahlen. Sie fürchten eine neue Rezession und flüchten sich vom Aktienmarkt in Bundesanleihen. Die Kurse zehnjähriger Papiere steigen immer höher, als Konsequenz sinkt ihre Rendite. Inzwischen bieten sie nur noch 2,1 Prozent, so wenig wie nie zuvor. „Sicherheit ist zu teuer geworden“, sagt Stefan Klomfass, Leiter des institutionellen Wertpapiergeschäfts beim Fondsanbieter SEB Asset Management. „Dass die Rendite von Bundesanleihen steigt, ist nur eine Frage der Zeit.“ Andere Vermögensverwalter schließen sich dieser Meinung an: Woanders ist das Geld der Anleger besser aufgehoben – zumindest auf lange Sicht.

„Der Rentenmarkt ist völlig aus dem Ruder gelaufen“, sagt Laurenz Czempel, Vorstand der Privatbank Donner & Reuschel. „Die niedrige Staatsanleihenrendite ist nur gerechtfertigt, wenn es zu einer Deflation kommt. Dieses Szenario mag für die USA möglich erscheinen, für Deutschland aber nicht.“ Czempel spricht von einer Spekulationsblase. „Für zehnjährige Bundesanleihen wäre eine Rendite von drei bis vier Prozent angemessen, nicht von zwei Prozent. Je länger die Spekulation in eine Richtung läuft, umso größer wird die Wahrscheinlichkeit, dass die Blase platzt.“ In Total-Return-Mandaten, die auf eine bestimmte Rendite über dem Geldmarktsatz abzielen, haben die Strategen von Donner & Reuschel langjährige Staatsanleihen darum verkauft und eine Gegenposition bezogen: Inzwischen wetten sie sogar mit Terminkontrakten auf fallende Kurse der Bundesanleihen.

Viele Anleger dürften die niedrige Rendite der Staatspapiere indes gelassen sehen – schließlich haben sie an der Rally am Rentenmarkt in diesem Jahr viel Geld verdient. „Frisches Geld anzulegen lohnt sich aber nicht“, sagt Thomas Steinemann, Chefstrategie der Schweizer Privatbank Vontobel. „Dafür sind die Zinsen zu niedrig. Nach Abzug der Inflation bleibt praktisch kein Ertrag mehr übrig.“ Allenfalls Spekulanten könnten darauf wetten, dass die Rendite noch tiefer sinkt, so Steinemann.

Zumindest denkbar ist das, zeigt das Beispiel Japan, wo eine hartnäckige Deflation herrscht. Zehnjährige Staatsanleihen werfen dort nur noch rund ein Prozent ab. Würde die Rendite der Bundesanleihen auf dieses Niveau fallen, wäre noch ein Kursgewinn von rund zehn Prozent möglich, rechnet Steinemann vor.



Wohin nur mit dem Geld? Die unsichere Konjunktur spricht für sichere Staatsanleihen – doch die werfen kaum noch Rendite ab

„Für Deutschland erwarte ich allerdings keinesfalls japanische Verhältnisse, darum ist das ein rein theoretisches Szenario.“

Auch wenn jetzt ein guter Zeitpunkt zu sein scheint, Bundesanleihen aus dem Depot zu verbannen: Schnelles Handeln ist nicht nötig, meint Steinemann. Er rechnet damit, dass sich die Zinsen in den nächsten sechs Monaten kaum ändern werden. Außerdem fällt ihm die Suche nach Alternativen schwer. Chancen sieht er noch bei Unternehmensanleihen: „Viele Titel bieten nach wie vor eine attraktive Rendite.“ Aktien seien zwar attraktiver bewertet als Staatsanleihen, momentan ist ihm die Lage an der Börse aber zu unsicher. „Die Finanzmärkte preisen derzeit eine Konjunkturabschwächung für das Jahr 2011 ein“, sagt Steinemann. Frühestens um den Jahreswechsel entscheide sich dann, ob eine Zins-

wende in Sicht sei oder nicht. „Dann ist vielleicht der Zeitpunkt gekommen, den Anteil der Staatsanleihen im Depot zu senken.“

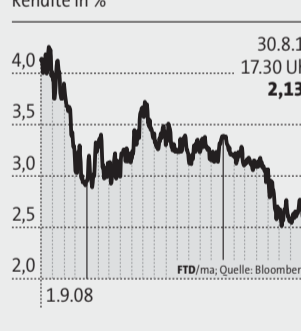
SEB-Manager Klomfass ist optimistischer gestimmt als Steinemann. Anleger, die nicht mit einer neuen Rezession rechnen, sollten sich seiner Meinung nach durchaus auf dem Aktienmarkt umschauen: „Die DAX-Konzerne bieten eine Dividendenrendite von 3,3 Prozent, während die Rendite europäischer Unternehmensanleihen guter Bonität nur bei 3,1 Prozent liegt. Das zeigt, dass Aktien keinesfalls zu hoch bewertet sind.“

Skeptisch stimmt Klomfass, dass immer mehr Anleger auf der Suche nach höheren Kupons auf Schwellenländeranleihen ausweichen. „Der Risikoaufschlag für diese Papiere ist sehr klein geworden“, sagt er. Ein besseres Rendite-Risiko-Profil bieten seiner Meinung nach

## Im Keller

**Blase** Zehnjährige Bundesanleihen werfen so wenig ab wie nie zuvor. Portfoliomanager sprechen bereits von einer Spekulationsblase am Rentenmarkt und wetten mit Terminkontrakten auf fallende Kurse.

## 10-jährige Bundesanleihen



Anleihen aus Italien, Portugal oder Spanien: „Wir trauen diesen Ländern zu, ihre Schuldenprobleme in den Griff zu bekommen. Ihre Anleihen sind gerade nicht in Mode und bieten genau deshalb attraktive Renditen.“ Diese Chance sehen auch einige Klienten der Kölner Vermögensverwaltung Meridio. „Manche unserer Kunden nehmen das Länderrisiko Spaniens oder Portugals gerne in Kauf, um höhere Erträge zu erzielen“, sagt Meridio-Vorstand Uwe Zimmer.

Wer die Südeuropäer scheut, wird vielleicht bei den Nachbarn im Norden fündig: Klomfass zufolge taugen dänische Pfandbriefe durchaus als Alternative zu Bundesanleihen: „Diese Wertpapiere sind sehr sicher und bieten immerhin einen Renditeaufschlag von etwa 0,7 Prozent.“ Traumrenditen sehen zwar anders aus. Aber Sicherheit hat eben ihren Preis.

## Gemächliches Umschichten steigert den Börsenerfolg

Zwei bis vier Anpassungen binnen fünf Jahren optimal

VON BERND MIKOSCH

Wer sein Depot hin und wieder anpasst, erzielt höhere Erträge als ein Investor, der stur am einst gewählten Portfolio festhält. Zu viele Kauf- und Verkaufsaufträge sollten Anleger allerdings nicht aufgeben, sonst fressen die Transaktionskosten den Gewinn auf. Zu diesem Ergebnis kommt eine kürzlich veröffentlichte Studie des Schweizer Analysehauses Fundexplorer.

Fundexplorer-Chef Jakob Baur ging der Frage nach, wann es sich lohnt, sein Depot wegen Kursänderungen am Aktien- und Rentenmarkt zu „rebalancieren“, also das einmal gewählte Gewicht der Anlageklassen wiederherzustellen. Die Bankgebühren veranschlagte er mit einem Prozent des Vermögens pro Jahr, dazu kommen 0,15 Prozent pro Umschichtung und 0,35 Prozent Fondsgebühren – Baur plante mit billigen Indexfonds (ETFs).

Ein Anleger mit einem am Starttag ausgewogenen Depot (je 40 Prozent Aktien und Anleihen, je zehn Prozent Immobilien und Rohstoffe) kam auf Sicht von fünf Jahren demnach auf eine jährliche Rendite von 2,2 Prozent, wenn er sein Portfolio

überhaupt nicht angepasst hat. Vier Anpassungen an die einst gewählte Gewichtung hätten gereicht, um die Jahresrendite auf vier Prozent fast zu verdoppeln. Optimal wäre es Baur zufolge gewesen, das „Rebalancing“ dann zu starten, sobald sich die Aktien- oder Renditequote um neun Prozentpunkte von der Ursprungsgewichtung entfernt hat – egal in welche Richtung.

Bei einem konservativen Depot mit nur 20 Prozent Aktien hätten sogar zwei Umschichtungen gereicht, um die optimale Jahresrendite von 3,7 Prozent zu erreichen. Ohne Neuausrichtung hätte das Ergebnis nur bei 1,7 Prozent gelegen. Baur zufolge schichten viele Vermögensverwalter das Depot ihrer Kunden schon bei fünf Prozent Abweichung um – viel zu früh. Im Fall des konservativen Anlegers wäre ein Eingreifen erst bei 12,5 Prozent Abweichung nötig gewesen.

„Zu häufiges Umschichten des Depots und zu frühzeitiges Anpassen der Abweichung der effektiven von der strategischen Vermögensallokation verringert die Portfoliorendite“, schreibt Baur. Damit bestärkt er eine alte Börsenweisheit: Hin und Her macht Taschen leer.

## Pessimisten trotzen Optimisten

Analysten empfehlen immer weniger Aktien zum Kauf · Gewinnprognosen aber erhöht

Erstmals seit 1997 sind weniger als 29 Prozent der von Brokern eingestufteten Aktien weltweit als „Kauf“ bewertet, wie Bloomberg-Daten von rund 160 000 Analysteneinstufungen belegen. Gleichzeitig erhöhen Analysten die Prognosen für das Gewinnwachstum der im S&P-500-Index enthaltenen Aktien beispielsweise um 36 Prozent – der höchste Aufschlag seit 1988.

„Die Leute sind unschlüssig. Wenn ich mit unseren Aktienanalysten spreche, schauen sie auf die Unternehmen und sagen: Junge, die Unternehmen stehen ziemlich gut da. Die Gewinne sind okay. Was aber, wenn es eine doppelte Rezession gibt?“, sagte Paul Zemsky, Leiter Asset Allocation bei ING Investment Management in New York.

Mehr als 54 Prozent der Anlageurteile für Aktien von Unternehmen in den USA, Japan, Großbritannien und Brasilien lauten „Halten“. Das ist der höchste Wert, seit Bloomberg 1997 mit der Datenerfassung begann. Der Anteil der „Verkaufen“-Empfehlungen für US-Aktien ist auf 5,1 Prozent gefallen. Das ist halb so viel wie 2003. Der Anteil der „Verkaufen“- und „Halten“-Urteile zusammengerechnet beläuft sich auf 71 Prozent – ein Rekordwert. „Eine Einstufung ‚Neutral‘ bedeutet

im historischen Vergleich ‚Verkaufen‘. Die Ratings folgen den Aktienkursen. Wenn die Risikoaversion zunimmt, wollen sie ihren Hals nicht zum Fenster rausstrecken“, sagte Kevin Rendino, Fondsmanager bei Blackrock in New York.

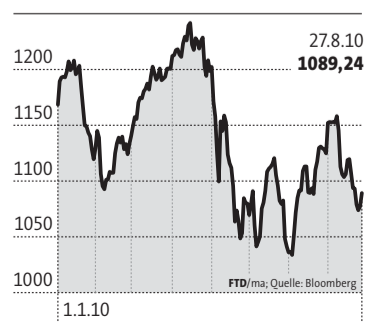
Während der Pessimismus zunimmt, erwarten Analysten für die im MSCI-World-Index enthaltenen 1656 Unternehmen aus 24 Industriestaaten ein Gewinnwachstum 2011 in Höhe von 28 Prozent. Der Index wird danach mit einem erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 11,5 bewertet, zeigen Bloomberg-Daten. Mit Ausnahme des Sechsmonatszeitraums von Oktober 2008 bis März 2009 ist der Index nie mit ei-

nem KGV von weniger als 12,5 gehandelt worden.

Schärfster Pfeil im Köcher der Pessimisten ist die hohe Arbeitslosigkeit in den USA, wo 70 Prozent der Wirtschaftsleistung auf den privaten Konsum entfallen. Im Juli lag die Arbeitslosenquote zum zweiten Mal bei 9,5 Prozent. Wie Daten des US-Arbeitsministeriums zeigen, ist die Quote seit dem Hoch von 10,1 Prozent im Vorjahr um weniger als einen Prozent gesunken.

Höhere Firmengewinne machen Aktien nicht immer attraktiv für Anleger. Beim Finanzdienstleister American Express etwa sind die steigenden Gewinne eher Spiegelbild des Abbaus von zuvor verbuchten notleidenden Rücklagen denn Anzeichen für eine Belebung der Verbraucherausgaben, sagt Jason Arnold, Analyst bei RBC Capital Markets in San Francisco. Arnold hob die Gewinnprognose 2010 für Amex am 1. August von 2,54 auf 2,89 Dollar je Aktie an. „Die Anhebung der Gewinnprognose ist kein Indiz dafür, dass wir den Ausblick bei den Fundamentaldaten anheben.“ Die Gewinne legten zu, „nicht weil sie im Kerngeschäft einen schwunghaften Anstieg verzeichnen. Sie lösen Kreditreserven auf und senken die Kosten“, so Arnold weiter. BLOOMBERG

## MSCI World



## US-Konzerne übertreffen Erwartungen deutlich

Die im US-Leitindex S&P 500 vertretenen Unternehmen haben sehr gute Geschäftszahlen für das zweite Quartal vorgelegt. Einer Analyse des Datenanbieters Thomson Reuters zufolge schlugen 75 Prozent der Firmen die Gewinnerwartungen der Analysten – deutlich mehr als im Schnitt der Quartale seit 1994. Typischerweise liegen bloß 62 Prozent der Konzerne über den Schätzungen, und 20 Prozent enttäuschen die Erwartungen. Im zweiten Quartal 2010 dagegen lagen nur 16 Prozent der Firmen unter dem Analystenkonsens. Bislang gewährten 490 der insgesamt 500 Indexunternehmen Einblick in ihre Zahlen für das zweite Quartal. Besonders gut schnitten dabei die Vertreter aus der Gesundheitsbranche ab – 82 Prozent der Firmen schlugen die Erwartungen, nur vier Prozent lagen darunter. Die meisten Enttäuschungen (29 Prozent) gab es bei den Versorgern. Im Schnitt übertraf der Gewinn je Aktie im zweiten Quartal die Analystenschätzung um zehn Prozent. Im langjährigen Mittel waren es nur zwei Prozent. FTD

## Deka Immobilien kauft Bürohaus in Barcelona

Die Anlagegesellschaft Deka Immobilien hat das Bürogebäude „Avenida Diagonal 640“ in Barcelona gekauft. Der Preis für das Objekt, das in den offenen Immobilienfonds Deka Immobilien Europa eingebracht wird, beträgt 145 Mio. Euro. Das Gebäude befindet sich im zentralen Geschäftsbezirk der zweitgrößten Stadt Spaniens und ist nach Angaben der Fondsgesellschaft nahezu vollständig vermietet. Verkäufer ist der spanische Immobilienmanager Realia Patrimonio. Die Mietfläche beträgt rund 28 400 Quadratmeter. Hauptmieter sind die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers und die größte spanische Sparkasse Caja Madrid. Insgesamt gibt es in dem Bürogebäude 40 Mietparteien. FTD

## Ombudsleute erhalten Beschwerden wie nie

Die Ombudsleute der privaten Banken haben im vergangenen Jahr so viele Beschwerden von Kunden bekommen wie noch nie seit Gründung der Schlichterstelle im Jahr 1992. Insgesamt gingen bei den Ombudsleuten 6500 Reklamationen ein, das sind 35 Prozent mehr als 2008, wie aus dem aktuellen Tätigkeitsbericht des Ombudsmannes der privaten Banken hervorgeht. Demnach setzte sich 2009 der Trend aus dem Jahr 2008 fort, als die Zahl der Beschwerden nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers deutlich angestiegen waren, vor allem wegen Reklamationen bei Wertpapiergeschäften. Mit rund 48 Prozent aller Eingaben entfiel auch 2009 der Großteil der Beschwerden auf diesen Bereich. Den Zahlungsverkehr betrafen 23,3 Prozent der Reklamationen, das Kreditgeschäft rund 16,5 Prozent. FTD

## C-Quadrat Kapitalanlage steigt in ETF-Geschäft ein

Die österreichische Vermögensverwaltung C-Quadrat Kapitalanlage hat ihren ersten börsennotierten Indexfonds (Exchange-Traded Funds, ETF) auf den Markt gebracht. Nach Auskuff des Emittenten sei das Produkt bislang nur in Luxemburg und Österreich zum Vertrieb zugelassen und könne nur außerbörslich gehandelt werden. Die deutsche Vertriebszulassung sei beantragt. Sobald sie vorliegt, will der Anbieter den ETF an den Börsen Frankfurt und Stuttgart listen lassen. Die Commerzbank in Frankfurt stellt Handelspreise und berechnet den Nettoinventarwert. Der Fonds bezieht sich auf einen hauseigenen, aktiv gemanagten Index, der auf dem Euro Stoxx 50 basiert. Ein von C-Quadrat entwickeltes Computermodell bestimmt anhand volkswirtschaftlicher Indikatoren, technischer Indexanalysen und Anlegerindikatoren die Strategie des Fonds. So zeigt das Modell beispielsweise an, ob der Fonds auf einen steigenden oder einen fallenden Euro Stoxx 50 setzen soll, ob der Kapitaleinsatz durch die Nutzung von Hebelprodukten erhöht wird oder ob das Geld in den sicheren Geldmarkt umschichtet werden soll. C-Quadrat hatte Ende März angekündigt, in das Geschäft mit Indexfonds einzusteigen. Bislang hatte die Vermögensverwaltung ausschließlich aktiv gemanagte Produkte auf dem Markt. REUTERS