

INTERVIEW

„Wir sind immer
noch bullish“

Manfred Hübner, Geschäftsführer der auf Anlegerverhalten-Analyse spezialisierten Sentix GmbH, über Europas unterschätzte Konjunktur, die Fortsetzung der Hausse – und warum ihn ein Euro-Austritt Griechenlands kaltlässt



FOCUS-MONEY: Sie haben schon Mitte Dezember ein Dax-Ziel von 13000 Punkten für 2015 ausgegeben. Wie haben Sie diese starke Entwicklung so gut voraussehen können?

Manfred Hübner: Wir haben uns in unserer Jahresprognose mit der Notenbankpolitik befasst. Es war absehbar, dass es zu Wertpapierkäufen durch die Europäische Zentralbank (EZB) kommen würde. Wir haben versucht, zu Ende zu denken, was passiert, wenn die Zinsen dauerhaft so niedrig bleiben.

MONEY: War das der entscheidende Faktor?

Hübner: Nicht allein. Wir hatten seit Anfang November bereits registriert, dass die Konjunkturerwartungen nach oben drehen. Die Liquidität würde zudem noch einmal massiv ausgeweitet werden. Und das in einem Umfeld, das wir die „schöne neue Welt“ der Anleger nennen.

MONEY: Was skizzieren Sie damit?

Hübner: Die Anleger erleben einen Zwiespalt. Schlimme Entwicklungen, etwa die Ukraine-Krise, die sich auch nicht wirklich bessern. Und gleichzeitig ein Kapitalmarktumfeld, das nach allen Regeln nur zu einer Aktienhausse führen konnte. Wir wussten: Das kommt, das wirkt, die Anleger unterschätzen das. Wir hatten noch nie in den letzten 20 Jahren eine positivere Kombination von Haussefaktoren: Öl billig, Euro fallend, drehende Konjunkturerwartungen, Liquidität im Übermaß, Zinsen tief – was wollen Sie noch mehr?

MONEY: Müssen Sie jetzt wie viele andere Ihr Dax-Ziel erhöhen?

Hübner: Nein, wir passen es im Moment nicht an. Vielleicht korrigiert jetzt der Markt mal zwei, drei Wochen. Wir sind aber immer noch bullish. Denn das, was diese Hausse ausmacht, wird von den meisten Anlegern immer noch nicht akzeptiert.

MONEY: Wie meinen Sie das?

Hübner: Die Banken hoben ihre Prognosen zuletzt zwar an, blieben aber meist unter dem aktuellen Niveau von circa 12000 Punkten im Dax. Immer jedoch verbunden mit dem Hinweis: Wir heben zwar an, aber eigentlich ist der Markt zu teuer. Der Blick bleibt damit weiter auf eine Korrektur gerichtet. Das ist ein positives Zeichen. Denn am Ende einer Hausse werden die Prognosen über das aktuelle Niveau genommen, verbunden mit der Botschaft, dass der Dax jetzt noch besonders viel Potenzial hat. Das ist dann gefährlich ...

MONEY: ... aber noch weit weg?

Hübner: Wir haben nach unseren Analysen wenige bis fast gar keine Anzeichen dafür, dass wir schon eine Top-Bildung sehen könnten.

MONEY: Die Banken konstatieren in ihren neuen Prognosen meist einen „Squeeze“. Die EZB feuert die Hausse an, dadurch werden Anleger, die noch nicht investiert haben, in den Markt hineingedrängt.

Hübner: Hier muss man unterscheiden. Es gibt wenige Anleger, die auf eine Baisse des Dax spekuliert haben und aus diesen Positionen herausgedrängt werden. Das zeigt uns unser eigener Positionierungsindex. Der Squeeze findet nicht auf der taktischen, sondern auf der strategischen Ebene statt.

MONEY: Das heißt?

Hübner: Nehmen Sie zum Beispiel die Versicherer, die nur geringe Aktienquoten fahren und sich jetzt mit einem Zinsniveau konfrontiert sehen, das sie vor massive Probleme stellt, weil sie Garantiezinsen von drei bis vier Prozent erwirtschaften müssen. Viele der Gesellschaften müssen sich jetzt fragen, wie sie auf eine Aktienquote von zehn oder 15 Prozent kommen können. Oder schauen Sie sich die Privatanleger an, die sich in den letzten Jahren mehrheitlich den Luxus erlaubt haben, den Aufschwung an der Börse zu ignorieren – getreu dem Motto: Ich bekomme bei meiner Bank doch immer noch Zinsen. Die alle sind, wenn man so will, „short Aktien“. Der Leidensdruck steigt.

MONEY: Gegenargument: Die Versicherer würden gern mehr in Aktien investieren, das wird aber von Kapitalvorschriften wie Solvency II verhindert. Und gibt es nicht zu wenig private Aktieninteressierte, als dass die dem Markt noch einen Schub geben könnten? Es sind doch die Ausländer, die den Markt machen, sie halten immer größere Anteile an Dax- und MDax-Unternehmen.

Hübner: Sicher, so eine Euphorie wie im Jahr 2000 wird unsere Generation nicht noch einmal erleben. Der folgende Absturz hat sich ins kollektive Gedächtnis eingebrannt. Aber dennoch können private Anleger eine spürbare Zusatznachfrage erzeugen. Die sehen doch jeden Tag vor der „Tagesschau“: Der Dax ist wieder gestiegen, wieder gestiegen ... Irgendwann

fragen sie sich: Bin ich denn eigentlich blöd, warum verdiene ich nicht mit?

MONEY: Und die Versicherer?

Hübner: Da fällt mir ein Bonmot von André Kostolany ein, der gesagt hat: Wer viel Geld hat, der darf spekulieren. Die Versicherer hatten bis zum Jahr 2000 hohe Reserven, durften spekulieren und hielten große Aktienanteile in ihren Portfolios. Sie haben dann in der folgenden Baisse viel Lehrgeld gezahlt und Reserven verloren. Und wie Kostolany weiter sagt: Wer wenig Geld hat, darf nicht spekulieren. Sie haben sich daran gehalten und nicht mehr spekuliert. Doch jetzt ist das Problem: Die bis zu vier Prozent Garantiezinsen für alte Verträge können Sie konservativ nicht mehr erwirtschaften und damit schmelzen die Reserven weiter. Und hier sagt Kostolany: Wer kein Geld hat, muss spekulieren! Genau das wird passieren. Ob die Versicherer Aktien direkt kaufen oder etwa Mischfonds auflegen, weil sie Aktien direkt nicht erwerben können, ist zweitrangig. Sie dürften viel mehr in die Offensive gehen. Wie die Privatanleger übrigens auch.

MONEY: Die haben sich bisher kaum überzeugen lassen.

Hübner: Wenn bekannte Galionsfiguren wie Dirk Müller nun Fonds auflegen und die zumindest am Anfang – mit dem Markt – gut laufen, könnte sich das durchaus ändern.

MONEY: Ist das nicht schon der Beginn der gefährlichen Phase?

Hübner: Das sehe ich nicht so. All die Anfragen, die derzeit auf uns einprasseln, von den Teilnehmern unserer Umfragen etwa, haben den Tenor: Herr Hübner, ist das nicht schon zu heiß? Das ist eher ein Indiz dafür, dass wir noch nicht am Ende der Hausse sind. Viele Anleger haben den Aufschwung völlig verpasst.

MONEY: Sprechen wir über mögliche Gegenargumente für die Hausse. In Europa haben die Analysten die Gewinnschätzungen zuletzt per saldo immer noch nach unten korrigiert, und der Markt steigt rasch mit zweistelligen Prozentsätzen.

Hübner: Einspruch. Die Hausse ist fundamental sehr gut unterstützt. Was ist fundamentaler als ein Zins von fast null Prozent? Vor zehn Jahren haben Sie für Bundesanleihen noch fünf Prozent Zinsen bekommen, heute nur noch 0,2 Prozent! Dies muss auch in den Aktienbewertungen seinen Niederschlag finden.

MONEY: Gilt es nicht als brandgefährlich, wenn man sagt: Dieses Mal ist alles anders?

Hübner: Prinzipiell ja. Es wird dann gefährlich, wenn Sie die Dinge anders bewerten als üblich. Wenn Sie zum Beispiel sagen: Ich weiß eigentlich, dass steigende Zinsen schlecht für Aktien sind. Und dann steigt der Zins um zwei Prozentpunkte, und Sie sagen: Diesmal sind steigende Zinsen aber gut. Dann wird es gefährlich. Zurzeit aber ist es umgekehrt: Die Zinsen

sind atemberaubend niedrig. Die ökonomische Theorie sagt: Wenn der Zinssatz fällt, mit dem künftige Erträge eines Unternehmens auf die Gegenwart abgezinst werden, dann steigt der Gegenwartswert des Unternehmens, und die Aktie müsste wertvoller sein.

MONEY: Das ist doch unstrittig.

Hübner: Aber diesmal sagt der Konsens der Analysten: Das ignoriere ich. Wer macht jetzt was falsch? Die Leute, die auf der Standardtheorie beharren und sagen: Sinkende Zinsen sind gut. Oder die, die sagen: Den Zinsverfall ignoriere ich, ich möchte ihn nicht bewerten. Unseres Erachtens ist Letzteres falsch! Erst recht, wenn die Zinsen längere Zeit unten bleiben. Denn das hat gewaltige Folgen weit über die Börse hinaus.

MONEY: Nämlich?

Hübner: Wenn die Zinsen bei uns mehrere Jahre so tief bleiben, verändert sich das Umfeld grundlegend. Das hat immense realwirtschaftliche Auswirkungen! Ein Beispiel: Nehmen Sie die Häuslebauer, die ihr Eigenheim schneller abbezahlen können und dann Geld zur Verfügung haben, mit dem sie gar nicht gerechnet haben. Das Geld können sie ausgeben oder sparen – es ist real da. Das wird noch viel zu wenig thematisiert. Wir glauben, dass wir in Deutschland, aber auch in der Euro-Zone, überrascht sein werden, wie stark die Konjunktur noch anziehen wird. Wir halten selbst in der Euro-Zone Wachstumsraten von 2,0 Prozent und darüber für erreichbar.

MONEY: Also nirgends Crashgefahr weit und breit?

Hübner: Ich werde immer noch einem Crash bei Aktien gefragt. Kaum einer fragt nach einem möglichen Crash bei Anleihen. Wir sagen: Habt Angst vor dem Rentenmarkt und seid bei Aktien entspannter.

MONEY: Wie können angesichts der hohen Anleihenkäufe der EZB die Zinsen steigen?

Hübner: Wenn die Konjunktur auch nur halb so stark anspringt, wie das unser Konjunkturindikator anzeigt, dürfte die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen noch 2015 auf über ein Prozent steigen. Das trifft Rentenanleger hart.

MONEY: Gegenargument: Die Europäische Zentralbank kauft mit ihren 60 Milliarden Euro Anleihenkäufen pro Monat nicht nur die Nettoneuverschuldung Euro-Lands auf, sondern zieht auch Papiere aus dem Bestand ab.

Hübner: Wir haben – je nach Abgrenzung – bis zu 7000 Milliarden Dollar negativ verzinsten Anleihen in der Welt. In Deutschland liegt die Rendite eines Viertels aller Bundesanleihen sogar unter minus 0,2 Prozent. Wenn die Anleger das Gefühl bekommen, dass Mario Draghi Erfolg hat, dass Konjunktur und Inflationserwartungen drehen – was unsere Indika- ►

Kurzfristig Vorsicht angezeigt

Ab Oktober 2014 war die Stimmung der Anleger pro Dax angestiegen. Zuletzt, als der Dax abhob, blieb sie unverändert – eine zur Vorsicht mahnende Divergenz.



Quellen: Sentix (Auswahl der Monatsendwerte); Thomson Reuters Datastream

Starker Impuls

Die von Sentix gemessenen Konjunkturerwartungen steigen seit Ende 2014 – inzwischen zeigen auch die realen Daten, dass die Konjunktur kräftig anzieht.



Quelle: Sentix

