

## Kommentar zur Vermögensanlage – August 2014

### Aktien – nicht mehr preiswert und trotzdem ein „relatives Sonderangebot“?

Schon seit etlichen Monaten zeigen sich die internationalen Aktienmärkte von ihrer freundlichen Seite und erreichten teilweise historische Höchststände, auch wenn sie zuletzt wieder etwas nachgegeben haben. Wie üblich beim Überschreiten von neuen Rekordmarken meldeten sich umgehend sowohl die Optimisten als auch die Pessimisten lautstark zu Wort. Die Optimisten verwiesen dabei auf die mangelnden Anlagealternativen und sprachen von einem Startschuss für neue Gipfelstürme. Demgegenüber stellten die Skeptiker die zweifelsohne vorhandenen geopolitischen sowie konjunkturellen Risiken in den Vordergrund und sahen eher einen gefährlichen Höhenrausch in Verbindung mit einer Spekulationsblase. Dass die Börse von unterschiedlichen Meinungen lebt, ist allseits bekannt. Doch welches dieser beiden Lager hat im Moment die besseren Argumente? Betrachten wir am Beispiel des DAX die harten Fakten, welche über das kurzfristige Tagesgeschehen hinausgehen.

An zwei prognosefreien Hauptbewertungskriterien des Aktienmarktes lässt sich gut ablesen, ob Aktien momentan im historischen Kontext eher teuer oder billig sind. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), welches die Aktienkurse in Relation zu ihrem Substanzwert betrachtet und das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), welches die jährlichen Unternehmensgewinne in Relation zu den Kursen setzt. Aktuell liegt das KBV des DAX bei rund 1,9 und damit zwar spürbar oberhalb seines Minimalniveaus von rund 1,1 (Finanzkrise 2008), aber auch noch erheblich unter seinem Höchststand von rund 4,0 im Jahr 2000. Gleichzeitig liegt auch das deutsche Gesamtmarkt-KGV aktuell mit rund 15 recht genau in seinem mittleren historischen Bereich. Dieser lag in der Vergangenheit für den DAX regelmäßig zwischen 10 und 20.

Nun sind ein KBV von knapp 2 und ein KGV von rund 15 natürlich nicht mehr preiswert oder billig, sondern „nur“ langfristiges Mittel-

maß. Diese Bewertung kann man angesichts der geopolitischen und weltwirtschaftlichen Unsicherheiten natürlich auch als durchaus ambitioniert betrachten und demzufolge die kurzfristige Kursentwicklung eher skeptisch sehen. Doch in der Summe sehen wir derzeit eine im historischen Kontext faire Aktienbewertung und eines sind Aktien momentan definitiv nicht: spekulativ überhitzt. Für sich alleine betrachtet, sind Aktien momentan weder billig noch teuer, sondern „ganz normal“ bewertet.

Ob man sich in einer Spekulationsblase befindet, wird aber nicht nur vom historischen Bewertungsvergleich, sondern primär dadurch bestimmt, wie die Erwartungen über die zukünftige Entwicklung zustande kommen. Treibt blinde Gier bzw. Anlagenotstand die Kurse, oder überwiegt ein begründbares Ertragskalkül? Auch hier ist an den Aktienmärkten keine Euphorie zu spüren. Im Gegenteil. Es überwiegt vielmehr die Sorge um die künftige Gewinn- und Konjunktorentwicklung.

Nun existieren an den Kapitalmärkten neben dem Aktiensegment aber auch noch die Anleihen- und Immobilienmärkte. Und wenn Spekulationsblasen in der Vergangenheit regelmäßig dadurch gekennzeichnet waren, dass die Bewertungen nach herkömmlichen Kriterien absurd hoch waren, gibt es hier wesentlich mehr Grund zur Sorge. Aktuell liegt die Rendite langfristiger Bundesanleihen bei rund 1,25%, was zu einem impliziten KGV von 80 führt und wenn am Immobilienmarkt in Spitzenlagen derzeit käuferseitig Bruttomietrenditen von unter 2% akzeptiert werden (KGV > 50), sind das wesentlich stärkere Indizien für eine spekulative Überhitzung als am Aktienmarkt. Vergleicht man Aktien mit alternativen Kapitalanlagen, lässt sich feststellen, dass Aktien gegenwärtig anscheinend die einzigen Investments sind, welche noch einigermaßen „normal“ bewertet sind. Und Spekulationsblasen sind auch nie ein Monopol der Aktienmärkte gewesen, ganz im Gegenteil.

### Ihre Asset Concepts