

Wo ist denn die Blase?



Liebe Mandanten und Geschäftsfreunde,
im ersten Quartal 2015 war es den Medien regelmäßig vergönnt, ihren Börsenbericht mit der Schlagzeile „Rekordhoch für den DAX“ zu umschreiben. Das deutsche Aktienbarometer legte zum Jahresauftakt eine beeindruckende Rallye hin und stürmte mit einem Zuwachs von 22 Prozent auf die Gipfelmarke von 11.966 Punkten zum Monatsende.

Um einen vergleichbaren Quartalsgewinn zu finden, müssen wir weit in die Historie zurück. Wir landen schließlich an der Jahrtausendwende. Der DAX schoss damals von 5.000 Punkten im Sommer 1999 bis zum März 2000 auf den vorübergehenden Gipfel bei 8.064 Punkten. Mit dieser Zeitreise werden sicher bei vielen von Ihnen auch bittere Erinnerungen wach, zumal der damalige Aktienrausch anschließend in eine tiefe Katerstimmung umschlug. Im Rückspiegel wird diese Ära vielfach als geplatzte Internet- oder Dotcom-Blase umschrieben.

Befinden wir uns mit dem aktuellen Kursfeuerwerk nun in einer vergleichbaren Aktienblase, die in naher Zukunft zu platzen droht?

Analysieren wir zuerst die Gründe für die jüngste Entwicklung und ziehen dann die Vergleiche: EZB-Chef Mario Draghi leistete mit der weiteren Öffnung der Geldschleusen kräftig Rückenwind. Bereits die bloße Ankündigung des Erwerbs von Staatsanleihen und sonstigen Wertpapieren im Volumen von insgesamt 1,14 Billionen Euro bis September 2016 hat die ohnehin kaum sichtbaren Zinsen noch weiter gedrückt. Die Geldmarktzinsen sind genauso im negativen Terrain wie die Renditen für sämtliche Bundesanleihen im kurzen bis mittleren Bereich. Wenn die Notenbanker vordergründig die schwache Eurokonjunktur und die Kreditvergabe der Banken ankurbeln wollen, so fließt in der weiteren Auswirkung aber auch frisches Geld an die Aktienmärkte. Ist die positive Aktienentwicklung also allein auf den Anlagenotstand bei Zinspapieren zurückzuführen? Der Effekt darf sicher nicht unberücksichtigt bleiben, aber es war wohl, wie so oft in der Historie, verstärkt ausländisches Kapital, das im ersten Quartal in deutsche und europäische Dividentitel strömte und die Kurse antrieb. Die Deutschen werden leider weiterhin ihrem Image als „Aktienmuffel“ gerecht. Das Deutsche Aktieninstitut ermittelte, dass im vergangenen Jahr nur noch 8,4 Millionen Deutsche Geld in Aktien oder Aktienfonds investierten, was trotz Mini-Zinsen etwa ein ganzes Drittel weniger ist als im Jahr 2001. Die deutschen Lebensversicherer hatten nach einer aktuellen Erhebung ihres Verbandes GDV zuletzt durchschnittlich gerade einmal 3,4 Prozent ihrer Gelder in Aktien investiert. Jetzt könnte man bereits spöttisch resümieren: Geraten diese Zahlen in Bewegung, so ist die Blase nicht mehr weit entfernt. So war es zumindest um die Jahrtausendwende, als diese Anlegergruppen im späten Stadium auf den rollenden Börsenzug aufsprangen. – Aber Gott sei Dank sind wir davon noch weit entfernt.

Wieso stehen nun gerade europäische Aktien in der Gunst ganz vorne?

Im vergangenen Jahr bildeten europäische Aktien das Schlusslicht unter den Weltbörsen. Das schwache Wachstum der Eurozone und die Sorge über eine weitere Eskalation in der Ukraine lasteten auf dem Markt, obgleich viele Unternehmen Rekordergebnisse erzielten. In den letzten Wochen hat sich die Stimmung in der Eurozone spürbar aufgehellt. Insbesondere Spanien und Portugal ernten die Erfolge ihrer Reformschritte, während am unteren Ende die Erholung in Frankreich mühsamer voranschreitet. Griechenland hat trotz der Fortsetzung der tragischen Komödie offensichtlich seinen Schrecken bei den Anlegern verloren. Die aufgehellten Aussichten werden im Jahresverlauf von weiteren Faktoren unterstützt: Der schwache Euro verhilft den europäischen Unternehmen zur Konkurrenzfähigkeit auf ihren Märkten und wirkt in den Unternehmensbilanzen der exportorientierten Unternehmen wie ein zusätzlicher Gewinn-Turbo. Darüber hinaus entlasten die günstigen Energiepreise spürbar die Kostenseite und ermöglichen Ausgaben für wichtige Investitionen oder auch Konsumzwecke. Deutschland wird in 2015 mit einer geschätzten Wachstumsrate von 2 – 2,5 Prozent seiner Funktion als Konjunktur-Lokomotive Europas wieder gerecht, während das zarte Pflänzchen der wirtschaftlichen Erholung in Südeuropa hoffentlich weiter wächst und gedeiht. Die fundamentalen Vorzeichen für die Aktienmärkte sind damit weiterhin positiv. Haben die Märkte dies mit ihrer Entwicklung längst vorweggenommen oder, wie eingangs erwähnt, bereits übertrieben?

Werfen wir einen Blick auf die wichtigsten Bewertungskennziffern:

- **Bewertungsniveau**
Deutsche Aktien notieren -gemessen an den 30 Unternehmen des DAX- durchschnittlich mit dem 15-Fachen ihres erwarteten Gewinnes. Die Bewertung liegt damit auch im Umfeld des derzeitigen Zinstiefs weiterhin im Bereich des langfristigen Mittelwertes. In der Euphorie der Jahrtausendwende lag die Bewertung mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von über 30 mehr als doppelt so hoch. Umgekehrt: Legt man die damalige Bewertung stur als Maßstab für eine Blase an, so hätten wir noch viel Luft bis zu einem DAX-Niveau jenseits der 20.000 Punkte-Marke.
- **Dividendenrendite**
Für die 30 DAX-Unternehmen wird in 2015 eine Rekord-Dividendensumme von insgesamt etwa 30 Milliarden Euro erwartet. Selbst auf der Basis der inzwischen gestiegenen Kurse liegt die durchschnittliche Dividendenrendite der DAX-Titel bei etwa 2,2 Prozent.

● Aktien- vs. Rentenrendite

Vergleicht man die Attraktivität von Zinspapieren mit Aktien, so kann man zum Schluss kommen, dass eher bei Anleihen als am Aktienmarkt eine Blase gegeben ist. Beispiel: Während die Dividendenrendite für die deutschen Autobauer weiterhin bei über 2 Prozent liegt, rentieren die fünfjährigen Zinstitel dieser Unternehmen gerade einmal bei einem halben Prozent. Traditionell liegen die Anleiherenditen über den Aktienrenditen.

Fazit: Der Vergleich der Bewertungskennzahlen zeigt keine Anzeichen einer Blase an den Aktienmärkten – die Merkmale treffen vielmehr auf die Anleihemärkte zu, die durch die Notenbanken künstlich verzerrt sind.

Unsere Strategie für den weiteren Jahresverlauf: Offensiv, aber dennoch mit Absicherung

Wir werden die Aktienquoten auch nach den jüngsten Kursavancen weiterhin auf hohem Niveau halten, auch wenn vorübergehend eine Verschnaufpause fällig wäre. Der konjunkturelle Ausblick und die Aussicht auf weitere Zuwächse bei den Unternehmensgewinnen sind unsere fundamentalen Argumente. Gerade aufgrund der günstigeren Bewertung und des Währungseffektes bevorzugen wir derzeit europäische Titel. Um unsere offensive Ausrichtung abzusichern, haben wir uns erstmals in der Historie dafür entschieden, mit einer teilweisen Absicherung der offensiven Ausrichtung zu agieren. Dieser Airbag findet in der Vermögensverwaltung über unseren FVM-Classik UI Anwendung. Wir haben dort ein Drittel des Aktienanteils (15 Prozent) mit DAX-Optionen gegen kräftigere Rückschläge abgesichert (Details: siehe Monatsbericht FVM-Classik UI).

Warum ist uns die Absicherung trotz eines optimistischen Ausblicks eine Prämie wert?

Die Absicherung soll insbesondere unsere „offensive Fahrweise“ für den Fall absichern, dass unkalkulierbare Schlaglöcher auf dem Weg lauern. Auf den ersten Blick erscheint dies vielleicht widersprüchlich, doch die Chancen und Risiken liegen oftmals eng beisammen. Die möglichen Unwägbarkeiten sehen wir derzeit insbesondere in geopolitischen Risiken in Form einer Eskalation der Konflikte in der Ukraine oder im Nahen Osten. Von Seiten der Kapitalmärkte wäre ein möglicher Schock durch eine rasche Zinswende anzuführen. Zusammenfassend lässt sich unsere Strategie wie folgt umschreiben: Wir halten Aktien gegenüber Zinsanlagen weiterhin für deutlich attraktiver.

Die hohe Investitionsquote für Aktien realisiert weiterhin die Chancen, aber im Notfall hätten wir einen Puffer, der ab dem jeweiligen Absicherungsniveau Teile der Aktienverluste neutralisiert. - Hoffen wir, dass der Versicherungsfall nicht eintritt.

Was die Blasenbildung angeht, heißt es wachsam zu sein, auch wenn wir am Aktienmarkt noch weit davon entfernt sind. Die rotierenden Geldpressen der Notenbanken können aber weiterhin ganze Arbeit verrichten und in der Folge die Immobilien- wie Aktienmärkte mit künstlicher Liquidität aufblasen. Aktuell müssen wir uns aber eher Gedanken über die Folgen der Rentenmarkt-Blase machen, denn negative Zinsen sind dauerhaft für unser Finanzsystem nicht tragbar.

Herzliche Grüße und einen sonnenreichen Frühling wünscht



Claus Walter

IMPRESSUM:

Freiburger Vermögensmanagement GmbH (Herausgeber)
V.i.S.d.P.: Claus Walter, Geschäftsführer
Bertoldstraße 53