

MEINE SICHT

AUSGABE 3
MAI / 2014

ARGUMENTE FÜR EINE HÖHERE BEWERTUNG DES AKTIENMARKTES

„All bull markets are born in pessimism,
grow in scepticism and die in euphoria“ – Wall Street Leitsatz



Dipl. Volkswirt
Volker Dosch

Um es gleich vorweg zu nehmen: Dieser Artikel soll nicht leugnen, dass es auch im sechsten Jahr nach dem Ausbruch der Finanzkrise in der globalen Wirtschaft enorme Probleme gibt. Hohe Staatsschulden in vielen Industrieländern, niedrige Wachstumsraten gepaart mit hoher Arbeitslosigkeit in Europa, eine immer noch schwelende Bankenkrise und politische Konflikte in der Ukraine, dem Nahen Osten und Nordafrika sind nur einige der langfristigen Herausforderungen, mit denen sich Finanzmärkte und Investoren auseinandersetzen müssen. Kann es angesichts solch enormer Verwerfungen möglich sein, dass sich die Bewertung von Aktien weiter verteuert?

Wir wollen in dem folgenden Beitrag versuchen darzulegen, dass es trotz der hohen Kursgewinne des letzten Jahres nicht völlig abwegig ist, auch für die nächsten Quartale weitere Kursavancen der globalen Aktienmärkte zu erwarten.

Aktienkurse ergeben sich bekanntlich aus zwei wesentlichen Einflussgrößen. Den Gewinnen – bzw. den in Zukunft erwarteten Gewinnsteigerungen – der Unternehmen und der Bewertung dieser Gewinne durch die Marktteilnehmer. Angesichts des sich verbessernden konjunkturellen Umfelds ist es plausibel zu erwarten, dass die Gewinne der Unternehmen in den kommenden Quartalen weiter steigen werden. Um von steigenden Gewinnen auf weiter steigende

Aktienkurse schließen zu können, muss jedoch unterstellt werden, dass die Bewertung der Unternehmensgewinne am Markt nicht sinkt. Umgekehrt würde eine höhere Bewertung der Unternehmensgewinne zusätzliche Kurssteigerungen für Investoren bedeuten.

Wesentliches Problem bei der Festlegung der „richtigen“ Aktienbewertung ist der Umstand, dass diese in hohem Maße von der Investorenpsychologie beeinflusst wird.

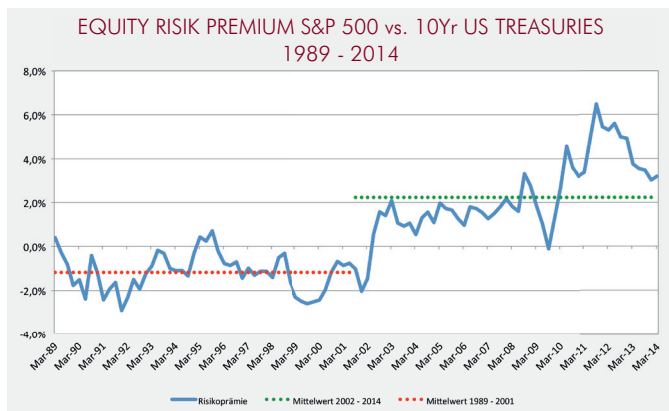
S&P 500 HISTORISCHE UND AKTUELLE BEWERTUNG					
	March 2000	March 2009	Current	20-Yr Avg	Current Rel Avg
Trailing P/E	29.6	13.7	17.5	19.1	0.92
Forward Consensus P/E	25.5	10.3	15.6	16.0	0.98
Trailing Normalized P/E	46.5	11.0	23.9	26.0	0.92
Shiller P/E	43.2	13.3	24.9	26.6	0.93
Price/Book Value	5.1	2.0	2.7	2.9	0.92
EV/EBITDA	15.7	10.1	10.5	12.1	0.87

Quelle: Strategas Research - März 2014

Gerade dieser Umstand gibt jedoch Anlass zur Hoffnung. Während in der Börseneuphorie der 1990er-Jahre ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von weit über 20x als angemessen galt, sind die Investoren heute deutlich vorsichtiger. (siehe vorige Abbildung)

Auch wenn die Aktienbewertung sich von den Tiefstständen des Marktes im März 2009 deutlich erholt hat, liegt sie immer noch unter den Durchschnittswerten der letzten Jahrzehnte. Bei einer weiteren Verbesserung der Investorenpsychologie wäre eine höhere Bewertung des Aktienmarktes folglich durchaus realistisch!

Dass Aktien gerade im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren immer noch eine sehr attraktive Anlagealternative sind, zeigt die folgende Grafik.



Quelle: Standard & Poors, eigene Darstellung

Dargestellt ist die Risikoprämie, die Anleger in den letzten fünfundzwanzig Jahren forderten, um von festverzinslichen Wertpapieren in Aktien zu wechseln. Zur Berechnung der Risikoprämie wird von der Gewinnrendite des Aktienmarktes - (Kehrwert des KGVs) - die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen abgezogen. Die Abbildung zeigt eindrucksvoll, dass sich die Risikoprämie des Aktienmarktes in der letzten Dekade deutlich erhöht hat. Trotz der starken Kursgewinne des letzten Jahres liegt die Risikoprämie mit aktuell 3,20 % über dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre von rund 2 %. Auch aus dem Blickwinkel der Risikoprämie erscheint folglich eine höhere Bewertung von Aktien realistisch.

Welche Situation könnte die Psychologie der Investoren soweit verbessern, dass sie verstärkt von festverzinslichen Anlagen in Aktien umschichten?

Zunächst ist anzumerken, dass Krisen nicht per se zu einer niedrigen Bewertung des Aktienmarktes führen. Auch in den 90er-Jahren gab es eine Vielzahl von Problemen zu bewältigen: die mexikanische „Tequilla-Krise“ in 1994, die Asienkrise in 1997, der Zahlungsausfall russischer Bonds und das LTM C-Debakel in 1998, die Brasilienkrise in 1999 usw. Trotz all dieser Herausforderungen konnten die Aktienmärkte neue Höchststände erzielen und eine immer höhere Bewertung erfahren. Denn die Investoren hatten Zutrauen in die Aktienmärkte!

Kann dieses Zutrauen der Anleger zurück gewonnen werden? Wir glauben, dass sich sechs Jahre nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise, die Zeichen mehren, dass Anleger wieder verstärkt in die Aktienmärkte investieren werden.

1 Es gibt kein überzeugenderes Argument als steigende Aktienkurse. Die Tatsache, dass die 10-Jahresrendite des Aktienmarktes wieder über der 10-Jahresrendite des Rentenmarktes liegt, zeigt, dass Aktien langfristig eine attraktive Anlageklasse sind. Trotz kurzfristig hoher Volatilität.

2 Die Rendite risikoarmer Anlageklassen befindet sich in weiten Bereichen auf den niedrigsten Ständen der letzten Jahrhunderte. Folglich stehen Anleger zunehmend vor einer schwierigen Wahl. Entweder sie akzeptieren eine „Nullrendite“ oder sie müssen bereit sein, gewisse Risiken einzugehen, um eine „vernünftige“ Rendite zu erzielen. Hier sind insbesondere für Rentenanleger Wandelanleihen erste Wahl.

3 Nach dem starken Rückgang der Konjunktur in der Phase 2008 - 2013 beginnt sich das wirtschaftliche Umfeld wieder langsam zu erholen. Noch wäre es verfrüht zu argumentieren, dass die Finanzkrise überstanden ist, doch konnten in den letzten Jahren viele Probleme angegangen werden, so dass die Weltwirtschaft heute auf einem soliden Fundament steht als vor sechs Jahren. Je länger diese Phase der Stabilität anhält, desto mehr Anleger werden wieder Vertrauen in die Aktienmärkte bekommen.

4 Angesichts der reichlich vorhandenen Produktions- und Arbeitsmarktkapazitäten besteht trotz der starken Ausweitung der Zentralbankbilanzen kein Inflationsdruck. Die Notenbanken haben daher unverändert die Möglichkeit, durch niedrige Zinsen Staaten, Unternehmen und Konsumenten zu stützen.

Dies hat auch deutliche Implikationen für die Attraktivität von Aktien.

Das folgende Schaubild zeigt die Kursgewinne des Aktienmarktes in Abhängigkeit vom Zinszyklus der FED.

Insbesondere in Phasen, in denen sich das Zinsniveau unter dem Gleichgewichtszins befindet (Phase 1 und 4), erzielte der Aktienmarkt in der Vergangenheit deutliche Kursgewinne. Aktuell befindet sich der Markt in Phase 4, hier wurden stets die höchsten Gewinne erzielt. Dieser Umstand liegt in der Tatsache begründet, dass in der Phase 4 nicht nur die Gewinnerwartungen der Investoren steigen, sondern aufgrund des niedrigen Zinsumfelds auch eine höhere Bewertung des Aktienmarktes erreicht wurde. Erst in Phase 1, wenn die Zinsen der Notenbank langsam wieder steigen, begann in der Vergangenheit die Bewertung des Aktienmarktes zu sinken - allerdings gebremst von deutlich steigenden Gewinnen.

Interessanterweise wurde die höchste Bewertung von Aktien stets unmittelbar vor dem Ende von Phase 4 erzielt, wenn die zu erwartenden Zinserhöhungen der Notenbank die relative Attraktivität von Aktien sinken lässt.

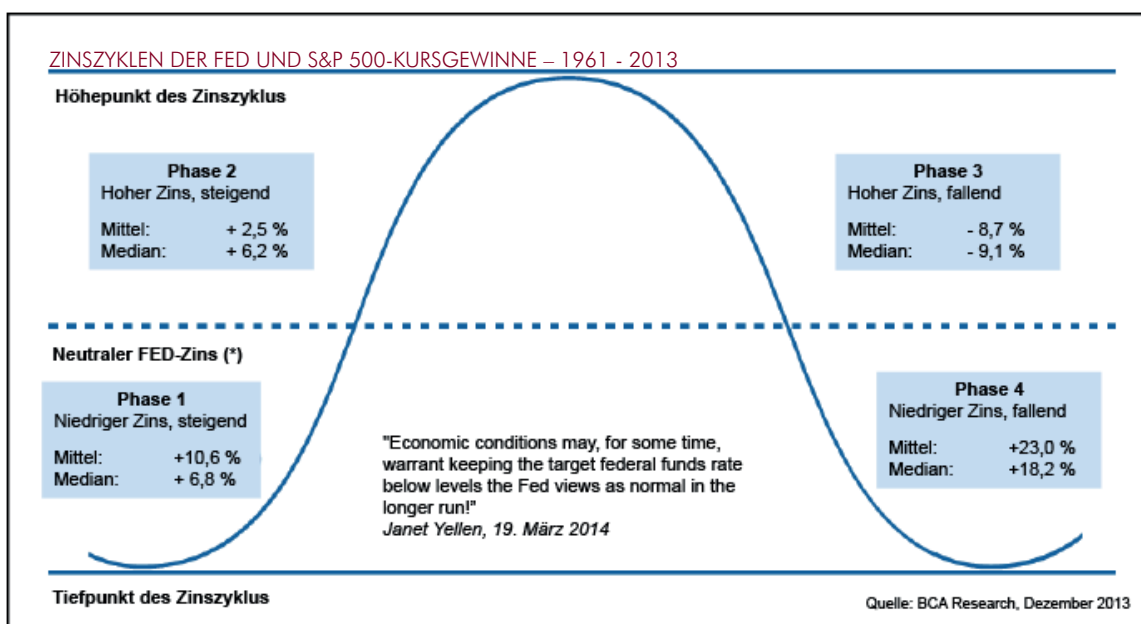
Da die US-Notenbank die Zinsschraube frühestens in der ersten Jahreshälfte 2015 anziehen wird, befindet sich der Aktienmarkt noch mindestens ein weiteres Jahr in seiner vielversprechendsten Phase. Eine höhere Bewertung von Aktien ist folglich angesichts des Zinszyklus der Notenbank für die nächsten Quartale durchaus wahrscheinlich.

Die Psychologie von Investoren ist notorisch volatil und kaum vorherzusagen. Klar ist jedoch, dass sich der Aktienmarkt momentan nicht in einer Phase der Euphorie befindet. Die Anzahl der mahnenden Stimmen ist hoch und viele Investoren haben den starken Kursaufschwung der letzten Jahre verpasst. Wir glauben, dass angesichts des Niedrigzinsumfelds und der sich stabilisierenden Konjunktur Aktien und Wandelanleihen unverändert eine sehr attraktive Anlageklasse sind. Kursrückgänge sollten zum Aufbau von Positionen genutzt werden.

Das Ende des „Bullmarktes“ wird voraussichtlich erst erreicht werden, wenn:

1. Die Notenbanken anfangen die Zinsen spürbar anzuheben,
2. Aktien deutlich teurer bewertet sind und die
3. Aktienquote bei institutionellen und privaten Anlegern signifikant gestiegen ist.

Dann wird sicherlich auch die Investorenpsychologie deutlich besser sein ...



(*) = entspricht ca. Produktivitäts- (2%) plus Bevölkerungswachstum (1%) = 3%

Quelle: BCA – Dezember 2013, eigene Kommentare

DISCLAIMER

MARKETINGMITTEILUNG NUR FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

RECHTLICHE HINWEISE:

Alle Daten beruhen auf dem jeweils angegebenen Stichtag; sofern nicht gesondert angegeben, gilt der Stichtag auf der Titelseite. CONVERTINVEST ist gem. § 3 Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG) als Wertpapierfirma klassifiziert und unterliegt der Zuständigkeit und Aufsicht der Finanzmarktaufsicht (FMA).

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Dieser Bericht ist ausschließlich zur Verteilung an institutionelle Investoren zulässig und unter keinen Umständen gültig für Privatkunden. Bei den Daten handelt es sich um Bruttoperformance. Sollte von institutionellen Performancezahlen die Rede sein, handelt es sich dabei um die Nettofondspersormance zuzüglich einer angenommenen Retrozession von 50BP (Berechnungsmethode auf Anfrage). Die individuellen Retrozessionsvereinbarungen können davon abweichen, daher ist eine angeführte institutionelle Performance nur als Beispiel und nicht als individueller Performanceausweis zu sehen. Wertpapierdienstleistungen sind in der Regel mit zusätzlichen Kosten verbunden, die die Performance negativ beeinflussen. Der einmalige Ausgabeaufschlag von bis zu 5% je nach Fonds und individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte von Dritten sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Dieses Dokument stellt keine Anlageanalyse, kein Angebot und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Fondsanteilen des CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund oder des CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund oder des CONVERTINVEST Global Convertible Properties oder sonst eines Wertpapiers dar. Weder dieses Dokument noch die darin enthaltenen Informationen können die Grundlage eines (Anlageberatungs-)Vertrages oder das Auslösen eines Dauerschuldverhältnisses bilden. Dieses Dokument wurde von CONVERTINVEST erstellt und basiert auf Daten und Informationen, die öffentlich erhältlich sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen von Quellen (insbesondere Tipas, Semper Constantia Invest GmbH/Semper Constantia Privatbank AG,

Carl Spängler KAG/State Street Bank GmbH, Raiffeisen Kapitalanlage GmbH/Raiffeisen Bank International AG, 3Banken-Generali Investment-GmbH/BKS Bank AG, EXANE, UBS, Bloomberg und Deutsche Bank), die nach Ansicht von CONVERTINVEST verlässlich sind, jedoch kann CONVERTINVEST keine Gewähr für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen übernehmen.

Der Prospekt und das KIID (sowie allfällige Änderungen) wurden entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 in der jeweils geltenden Fassung im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht und stehen in deutscher Sprache am Sitz der KAG Semper Constantia Invest GmbH/Raiffeisen Kapitalanlage GmbH/3Banken-Generali Investment-GmbH und am Sitz der Depotbank Semper Constantia Privatbank AG/Raiffeisen Bank International AG/BKS Bank AG, als Datei im pdf-Format auf der Homepage der KAG (www.semperconstantia.at / www.rcm.at / www.3bg.at) zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung sowie allfällige weitere Abholstellen sind auf der Homepage der KAG ersichtlich. Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für ausschließlich institutionelle Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Die Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse der institutionellen Anleger hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Alle Daten und Informationen wurden mit größter Sorgfalt nach den zum Stichtag aktuellsten vorhandenen Daten zusammengestellt und überprüft. Eine Haftung oder Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen kann nicht übernommen werden.

Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten dieser Unterlage ist nicht ohne vorherige Genehmigung durch CONVERTINVEST gestattet.

Unsere Publikumsfonds, zum Vertrieb zugelassen in Deutschland, Österreich, Schweiz, Frankreich:

CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (T)	AT000674999 (nicht zugelassen in Frankreich)
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (A)	AT000674981
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (VT)	AT0000A0LVR7

Unsere Publikumsfonds, zum Vertrieb zugelassen in Deutschland und Österreich:

CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund (T)	AT0000A09008
CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund (A)	AT0000A08Y62
CONVERTINVEST All-Cap Convertibles Fund (VT)	AT0000A09016
CONVERTINVEST European Convertible & Bond Fund (VT)	AT0000A0LVR7
CONVERTINVEST Global Convertible Properties (T)	AT0000A14J55
CONVERTINVEST Global Convertible Properties (A)	AT0000A14J48

CONVERTINVEST Financial Services GmbH

Liebermannstraße F03/401, A-2345 Brunn am Gebirge

Internet: <http://www.convertinvest.com/>

E-Mail: office@convertinvest.com

Compliance: n.biegler@convertinvest.com

Tel. +43 2252 25 99 79 – 0, Fax – 29

Firmenbuch: FN 214338 d, Firmenbuchgericht: LG Wr. Neustadt

Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht, A-1090 Wien, Otto-Wagner-Platz 5, Tel. +43 (0)1 249 59 - 3202, www.fma.gv.at