



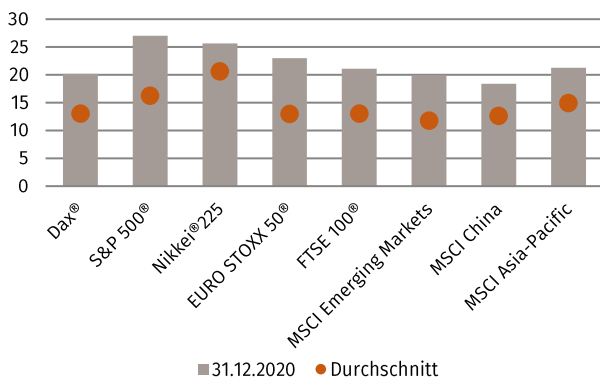
Thomas Romig
Head of Multi Asset
Portfolio Management

- Aktienmärkte verzeichnen immer wieder neue Höchststände. Die KGVs liegen in vielen Ländern teils deutlich über dem historischen Durchschnitt.
- Gründe für die hohen Bewertungen sind die positiven Konjunkturerwartungen und das Niedrigzinsumfeld.
- Ein Blick auf die Risikoprämie lässt Aktien aber nach wie vor attraktiv erscheinen.

Die Aktienkurse in zahlreichen Ländern verzeichneten in den letzten Wochen immer wieder neue Höchststände. Absolute Bewertungen der Aktien bewegen sich aufgrund der Kursrallye im historischen Vergleich am oberen Ende. So lag das Kurs-/Gewinn-Verhältnis (KGV), ein beliebter Maßstab zur Beurteilung der Märkte, beim deutschen Aktienindex DAX® Ende vergangenen Jahres bei 20 und damit deutlich über dem historischen Durchschnitt. Das "Shiller-KGV", eine Weiterentwicklung des Nobelpreisträgers Robert J. Shiller für den amerikanischen Markt, steht aktuell sogar bei 33. Nur in den Jahren 1929 und 2000 – also jeweils kurz vor heftigen Kurskorrekturen – lag es höher als heute. Das trübt die Freude der Anleger und weckt Ängste vor einer Überbewertung am Aktienmarkt. Doch sind diese Sorgen berechtigt?

Überdurchschnittliche KGVs

KGVs abgeleitet aus den erwarteten Unternehmensgewinnen, historische Durchschnitte für den Zeitraum 2005 bis 2020



Quelle: Bloomberg

Prinzipiell kann eine Beurteilung der Aktienbewertungen absolut, aber auch relativ zu anderen Anlageklassen wie beispielsweise Anleihen erfolgen. Die Betrachtung des KGVs zielt dabei auf die absolute Bewertung der Märkte im historischen Kontext ab. Aktuelle Aktienpreise werden bei dieser Kennzahl ins Verhältnis zu den erwarteten Unternehmensgewinnen gesetzt. Ein überdurchschnittlicher Wert ist dabei gleichbedeutend mit einer erhöhten Aktienbewertung. Momentan weisen sowohl entwickelte Märkte als auch Märkte der Schwellenländer KGVs auf, die teils deutlich über dem historischen Durchschnitt liegen (siehe Grafik oben). Die isolierte Betrachtung der absoluten KGVs lässt Aktien daher teuer erscheinen.

Positiver Konjunkturausblick

Für die hohen absoluten Bewertungen gibt es jedoch gute Gründe. Die Weltwirtschaft befindet sich in der Frühphase eines möglichen Konjunkturaufschwungs. Die zügige Erholung der Wirtschaft im dritten Quartal 2020 hat gezeigt, dass die Rettungsmaßnahmen der Fiskalpolitik ihren Zweck erfüllen und dass ein rasches Anspringen der Konjunktur auch nach dem Ende des zweiten Corona-bedingten Lockdowns möglich sein wird. Darüber hinaus haben die Entwicklung eines Corona-Impfstoffes, die Wahl Joe Bidens zum amerikanischen Präsidenten und das Ende des Brexit-Dramas zu einer erheblichen Reduktion der politischen und wirtschaftlichen Abwärtsrisiken beigetragen. Das sollte die Investitionstätigkeiten der Unternehmen sowie den Konsum der Haushalte anfeuern.

Der Nachholbedarf ist groß: Alleine die US-amerikanischen Haushalte haben – auch aufgrund der hohen staatlichen Transferzahlungen – im vergangenen Jahr zusätzliche Ersparnisse im Umfang von 1,4 Billionen US-Dollar angehäuft. All das dürfte zu einer deutlichen Erholung der Unternehmensgewinne beitragen und befeuert dementsprechend die Märkte.

»Aktien erscheinen heute zwar teuer, aber nicht überbewertet.«

Niedrige Zinsen unterstützen Aktien

Ein weiterer zentraler Faktor für die hohen Bewertungen von Aktien ist das nach wie vor niedrige Zinsniveau. Denn niedrige Zinsen können Aktien gleich über mehrere Kanäle positiv beeinflussen: Erstens ermöglichen sie Firmen, sehr einfach an günstiges Kapital zu kommen. Wachstumsprojekte können so leichter umgesetzt werden und die Refinanzierungskosten sinken. Beides hilft den Unternehmensgewinnen. Zweitens erhöhen niedrige Zinsen den Barwert aller zukünftigen Zahlungsströme wie Gewinne und Dividenden – und damit auch den Wert von Aktien. Drittens spielt das Zinsumfeld bei der relativen Bewertung von Aktienmärkten eine wichtige Rolle. So steigern niedrige Renditen am Anleihemarkt direkt die relative Attraktivität von Aktien gegenüber Anleihen. Der Zusammenhang zwischen Aktien und Anleihen wird über die Aktienrisikoprämie abgebildet. Sie erfasst den Aufschlag auf einen risikolosen Zinssatz, den Investoren zur Übernahme des Aktienrisikos erhalten.



Aktien nach wie vor attraktiv

Aktienrisikoprämie und historischer Durchschnitt

	Aktienrisikoprämie	Ø Aktienrisikoprämie	Daten seit
USA	5,1 %	4,0 %	1980
Deutschland	7,2 %	3,4 %	1980
Eurozone	6,1 %	4,2 %	1990
UK	6,3 %	5,6 %	1980
Japan	4,2 %	2,9 %	1980
Schwellenländer	4,8 %	5,3 %	2002
Asien	5,2 %	6,4 %	2002
China	5,2 %	9,3 %	1994

Quelle: Société Générale Research, 29. Januar 2021

Gemessen an der Risikoprämie sind die meisten Aktien verglichen mit der Historie nach wie vor attraktiv bewertet. Ende Januar betrug die Aktienrisikoprämie in Deutschland 7,2 Prozent und lag damit weit über dem durchschnittlichen Niveau von 3,4 Prozent. Für andere Industrieländer zeigt sich ein ähnliches Bild. In den USA betrug die Risikoprämie 5,1 Prozent (Ø 4,0 Prozent), in Japan 4,2 Prozent (Ø 2,9 Prozent) und im Vereinigten Königreich 6,3 Prozent (Ø 5,6 Prozent). Der Hauptgrund sind die von den Notenbanken gemachten Niedrigzinsen, die im Zuge der Corona-Krise durch die Ausweitung der Anleihekäufe nochmals stark zurückgingen.

In den Schwellenländern ist die Situation hingegen eine andere. Hier lagen die Risikoprämien unter dem historischen Durchschnitt, auch weil festverzinsliche Anlagen höhere Renditen als in den Industrieländern versprochen. Insbesondere chinesische

Aktien wirken auch bei relativer Betrachtung teuer. Die Risikoprämie betrug zum Monatsende 5,2 Prozent und war damit weit vom historischen Durchschnitt von 9,3 Prozent entfernt. Historische und aktuelle Daten sind in China allerdings nur bedingt vergleichbar, da der Kapitalmarkt für ausländische Investoren erst in den letzten Jahren geöffnet wurde. Seitdem ist ein konstanter Rückgang der Risikoprämie in Richtung der Niveaus der Industrieländer zu beobachten.

Flexibilität bleibt wichtig

Die Aktienmärkte haben die Corona-Krise hinter sich gelassen. Dafür gibt es gute Gründe: Einerseits dürfte sich die Wirtschaft nach dem aktuellen Lockdown rasch erholen, andererseits werden vor allem kurzfristige Zinsen bis auf Weiteres niedrig bleiben. Um den konjunkturellen Aufschwung und die Tragfähigkeit der Staatsschulden nicht zu gefährden, werden die Zentralbanken ihre ultra-expansive Geldpolitik auch in diesem Jahr beibehalten und die Zinsen durch Anleihekäufe drücken. Sollten sich keine weiteren Risiken wie eine Unwirksamkeit der Impfstoffe oder eine mangelnde Impfbereitschaft materialisieren, fehlt die fundamentale Basis, die eine nachhaltige Korrektur der Kurse auslösen könnte. Vor diesem Hintergrund scheinen Aktien heute zwar teuer, aber nicht überbewertet. Das bedeutet aber nicht, dass es keine Kursschwankungen geben kann oder dass einzelne Sektoren eine zu hohe Bewertung aufweisen. Denn die Corona-Pandemie hat nach wie vor das Potenzial, zu starken Marktbewegungen zu führen. Anleger sollten daher weiterhin auf eine flexible und global diversifizierte Anlagestrategie Wert legen, um die sich bietenden Chancen effizient und risikokontrolliert wahrnehmen zu können.

Thomas Romig

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: thomas.romig@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Verwaltungsgesellschaft: Assenagon Asset Management S.A., Aerogolf Center, 1B Heienhaff, 1736 Senningerberg, Luxemburg, www.assenagon.com

Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für einen Erfolg in der Zukunft. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlung der auflegenden Verwaltungsgesellschaft Assenagon Asset Management S.A. dar. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit der Angaben kann keine Garantie übernommen werden. Eine Haftung wegen Fehlerhaftigkeit der Angaben ist ausgeschlossen. Verbindlich sind allein der Verkaufsprospekt, der aktuelle Jahres- und Halbjahresbericht sowie für OGAW-Fonds die Wesentlichen Anlegerinformationen, die Sie unter www.assenagon.com, bei der Verwaltungsgesellschaft oder bei den Vertriebs-, Zahl- und Informationsstellen kostenlos anfordern können. Der Nettoinventarwert des Fonds kann Schwankungen unterworfen sein. Der Verkaufsprospekt enthält dazu umfangreiche Risikohinweise. Alle Angaben können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Ausführungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Hinweise zum Datenschutz entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt.