

Veröffentlicht in

€uro am Sonntag

19.08.2007

„Gute Lage – Schlechte Perspektive?“

S. 13

Mit freundlicher Genehmigung der
€uro am Sonntag-Redaktion,
Axel Springer Finanzen Verlag, München

(www.eurams.de)

ESSAY | ANLAGESTRATEGIE

Gute Lage – schlechte Perspektive?

Ungeachtet des Kursrückschlags an den Börsen, ist die aktuelle konjunkturelle Lage weiterhin gut. Doch gerade wegen der anhaltend guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sollten Anleger jetzt keine überzogenen Erwartungen an **Aktienrenditen** hegen, meint Gastautor Werner Gleißner.

Trotz des Kursrückschlags an den internationalen Aktienbörsen sind die meisten Anleger mit Blick auf die günstigen fundamentalen Rahmendaten grundsätzlich weiterhin eher optimistisch. Die Wirtschaft boomt weltweit, Gewinne steigen, Zins und Inflation sind historisch niedrig. Auch das Bewertungsniveau, gemessen am Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) ist niedrig. Was spricht in einer derartigen Situation gegen weiter deutlich steigende Kurse – wenn man von wenig kalkulierbaren weltpolitischen „Unfällen“ absieht? Und auch die Probleme auf dem amerikanischen Immobilienmarkt und der Renditeanstieg im Subprime-Markt erscheinen so lediglich als kurzfristige Störung.

Eine genauere Betrachtung zeigt jedoch, dass diese scheinbar so idealen Rahmenbedingungen für den Aktienmarkt keinesfalls ideal sind – im Gegenteil. Hohe Kursgewinne an den Börsen sind zu erwarten, wenn die Gewinne der Unternehmen von einem sehr niedrigen Level (Rezession) anfangen, über einen längeren Zeitraum deutlich zu steigen, und Kapitalmarktzins und Inflation hoch sind und beginnen, deutlich zu sinken.

Warum schlechte Zeiten bessere Kaufgelegenheiten bieten

Ökonomisch „schlechte Zeiten“ bieten die günstigen Kaufgelegenheiten – was für antizyklische Investoren jedoch nichts Neues darstellt. Ein Blick auf die DAX-Entwicklung von 1959 bis 2005 verdeutlicht dies. In den Jahren mit den Spitzen des Wirtschaftswachstums hat auch der DAX Spitzenwerte erreicht – und ist anschließend oft signifikant gesunken. Jahre mit einem Spitzenwachstum waren 1960, 1964, 1969, 1976, 1990 und 2000 – und vielleicht 2007 oder 2008? Umgekehrt waren die wenigen Jahre mit einem negativen Wirtschaftswachstum ideale Kaufzeitpunkte. Zu nennen sind die Rezessionsjahre 1967, 1975, 1981/82, 1993 und gerade erst 2003.

Schlechte Jahre sind günstige Kaufgelegenheiten. Ursächlich hierfür sind vor allem zwei Faktoren. Erstens: In der Rezession liegt das Gewinnniveau deutlich unterhalb des langfristigen Trends also einer Schwankung um ein langfristiges Niveau der Umsatzrentabilität, so-

mit ist in den Folgejahren ein deutlicher Gewinnanstieg zu erwarten. In den Boom-Jahren ist die Situation genau umgekehrt. Zweitens: Rezessionsjahre sind geprägt von Pessimismus und Risikoaversion, sodass die Risikoprämie am Aktienmarkt relativ hoch wird und damit die zukünftig zu erwartenden Renditen ansteigen. Bedingt durch diese Risikoaversion und die konjunkturbedingt erhöhte Insolvenzwahrscheinlichkeit, sind auch die Risikoprämien für schlechtere Schuldner am Anleihemarkt hoch.

Zinssatz und Risikoprämien – was die Aktienkurse bestimmt

Eng verbunden mit dem Wirtschaftswachstum ist die Zinsentwicklung, speziell die Geldpolitik der Zentralbank. In einer Rezession beginnen Zentralbanken tendenziell, die Zinsen zu senken, während sie bei einer boomenden Wirtschaft Zinsen anhebt, was den Wert der Aktien beeinflusst. Der Wert ist nämlich abhängig von den zukünftig erwarteten Cashflows, den Risiken und eben dem Zins risikoloser Anlagen.

Außer dem Zinssatz für risikolose Anlagen unterliegt auch die Risikoprämie für ausfallbedrohtes Fremdkapital (mit schlechterem Rating) zyklischen Schwankungen. Die Risikoprämie einer Anlage ist dabei abhängig von erstens dem wahrgenommenen Risiko dieser Anlage (Ausfallwahrscheinlichkeit, Debt-Beta) und zweitens der Risikolust (Risk Appetite) des Markts, die sich in Marktpreis für Risiko zeigt. Risikolust oder Risikoneigung sind dabei abhängig von volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, aber auch durch rational kaum erklärbare Schwankungen zwischen Optimismus und Pessimismus beeinflusst. Die Risikoprämie ist damit unter anderem beeinflusst durch die Volatilität der Renditen am Kapitalmarkt, der prognostizierten Insolvenzwahrscheinlichkeit von Unternehmen



Werner Gleißner
Vorstand
FutureValue
Group AG

Der promovierte Volkswirt Werner Gleißner (Jahrgang 1966) ist Unternehmensberater und Autor zahlreicher Fachbücher und Artikel. Seine Tätigkeitsschwerpunkte liegen im Bereich Risikomanagement, Rating und Strategieentwicklung.

Gleißner hat seit 1993 verschiedene Lehraufträge u. a. an der TU Dresden, insbesondere zu Ökonometrie (1993) und Risikomanagement (ab 1995), der European Business School und weiteren Fachhochschulen. Seit 2006 hat er zudem einen Lehrauftrag an der Universität Stuttgart zum Thema Corporate Risk Management.

und den Wachstumserwartungen. Ähnlich wie das Zinsniveau und die Umsatzrentabilität gibt es hier eine Tendenz zu einem langfristigen Mittel – der scharfe Anstieg der Risikoprämien in letzter Zeit ist nicht mehr als ein Schritt zu einer Normalisierung, ausgehend von einem extrem günstigen Niveau. Auch die Geschwindigkeit der Anpassung überrascht nur, wenn man im traditionellen Bild von Random Walk und Normalverteilungshypothese denkt und in der Realität vergleichsweise häufig auftretende Sprünge (Crashes) ignoriert.

Bisher waren also Rendite, Kapitalmarktzins und Risikoprämie günstig – also ist eher eine Verschlechterung zu erwarten. In Anbetracht der momentan noch immer historisch gesehen niedrigen Kapitalmarktzinsen und des hohen Ertragsniveaus kommt man zu einer vorsichtigen Einschätzung bezüglich der zukünftigen Aktienrenditen. Für die nächsten Jahre ist tendenziell davon auszugehen, dass die Aktienrenditen unterhalb des langfristigen Gleichgewichtsniveaus bleiben werden.

Die langfristige, das heißt, über die nächsten Jahrzehnte zu erwartende Rendite am Aktienmarkt kann man abschätzen als Summe von durchschnittlichem realem Wirtschaftswachstum, erwarteter Inflation und Dividendenrendite. Diese drei Faktoren beschreiben nämlich zusammen sowohl die jährlichen Ausschüttungen, die einem Aktionär zugute kommen, wie auch das trendmäßige Kurswachstum, das (bei gleichbleibendem Bewertungsniveau) der langfristigen Gewinnwachstumsrate entspricht. Langfristig können zudem die Unternehmensgewinne nicht schneller steigen als das Volkseinkommen, wobei empirische Untersuchungen über sehr lange Zeiträume sogar zeigen, dass aufgrund von Neugründungen von Unternehmen das Gewinnwachstum der börsennotierten Unterneh-

men sogar hinter dem Wachstum des Volkseinkommens zurückbleibt. Eine grobe Abschätzung der oben genannten Faktoren führt zu einer Prognose des langfristig erwarteten Niveaus der Renditen am Aktienmarkt von etwa acht Prozent. Als Gegenargument einer Aktienmarktrendite unter acht Prozent in den nächsten fünf Jahren wird oft genannt, dass das Bewertungsniveau am Aktienmarkt vergleichsweise niedrig sei – also steigen könnte. Dieser Einschätzung ist jedoch mit Vorsicht zu begegnen. Seit dem Jahr 2003 sind die Gewinne der Unternehmen wesentlich schneller gestiegen als die an sich bewertungsrelevanten Cashflows (Zahlungsströme), was zu einem erheblichen Teil auch auf Veränderungen im Bereich der Rechnungslegung (zum Beispiel IFRS-Umstellung) zurückzuführen ist.

Was folgt für Investoren aus diesen Überlegungen?

Gerade wegen der momentan günstigen makroökonomischen Rahmenbedingungen ist davon auszugehen, dass es in den nächsten Jahren eher schwieriger sein wird, eine akzeptable Rendite an den Aktienmärkten zu erzielen. Ein Umschwung an den Börsen ist spätestens dann zu erwarten, wenn der Blick einer großen Anzahl von Investoren auf die gemessen am Cashflow bereits hohen Bewertungsniveaus gelenkt wird. Wann dies genau geschieht, ist sicherlich schwer zu prognostizieren. Beim Kapitalmarktzinsniveau, der Volatilität und den Risikoprämien hat eine Normalisierung gerade begonnen, beim Wirtschaftswachstum und der Rentabilität der Unternehmen ist eine Rückkehr zum normalen Niveau auf Sicht zu erwarten.

Ein vorsichtigerer Umgang mit Aktien oder eine Portfolioabsicherung ist allerdings sicherlich schon jetzt zu bedenken. Um einen temporär möglichen weiteren Kursaufschwung nicht zu verpassen (20 Prozent zufallsbedingte Schwankung sind völlig normal), kann man eine Absicherung mit Put-Optionsscheinen oder ähnlichen Zertifikaten in Erwägung ziehen, da eine klassische Diversifikation in Anbetracht der zunehmenden Korrelationen aller Asset-Klassen im Abschwung allein nicht ausreichen wird. Langfristig gilt: gute Lage – schlechte Perspektiven.

Zyklus und Erwartung

Die Börsen laufen den Änderungen in den Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts in der Regel voraus. Jahre mit schlechter Konjunktur sind deshalb in der Regel für Anleger günstige Kaufgelegenheiten. 2003 begannen die Börsianer bereits, auf den Aufschwung zu setzen.

