

September 2017

➤ **DAX weiterhin attraktiv bewertet**

Hausse seit 2009, wirklich?

Sind Aktien zu hoch bewertet?

Wall Street auch beim Kurs-Buchwert-Verhältnis 'Spitze'

Dividendenrenditen im Bereich der langfristigen Mediane

Die Luft an der Wall Street wird dünner

Team Postbank Research

Dr. Marco Bargel

Chefvolkswirt
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Dr. Lucas Kramer

lucas.kramer@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de

Redaktionsschluss: 23. August 2017

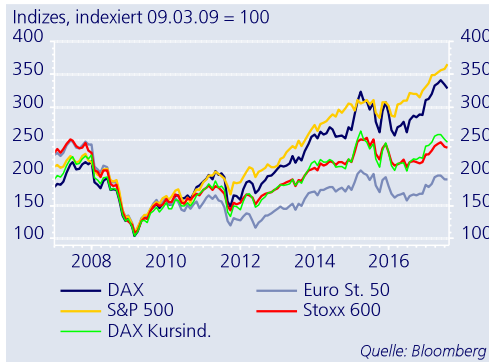
Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228)920-0

Disclaimer:

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; die Deutsche Postbank AG garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

DAX weiterhin attraktiv bewertet

Standard & Poor's 500 mit bester Performance seit März 2009



Hausse seit 2009, wirklich?

In den Tagen des März 2009 markierten die wichtigsten internationalen Leitindizes ihr Kurstief als Folge der Belastungen aus der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. In vielen Wirtschaftsgazetten und anderen Medien wird immer wieder angeführt, dass wir uns nun schon im neunten Jahr des Kursaufschwungs befinden. Aber stimmt das wirklich? Zumindest der Blick auf den Kursverlauf des Standard & Poor's 500 vermittelt diesen Eindruck. Seit März 2009 hat der US-Leitindex gut 260 Prozent an Wert gewonnen. Diesem Tempo konnten DAX, Euro Stoxx 50 und Stoxx 600 nicht folgen. Während der DAX mit einem Kursplus von gut 230 Prozent zumindest noch Sichtkontakt halten konnte, fallen Stoxx 600 und vor allem Euro Stoxx 50 mit Zuwachsraten von 137 bzw. 90 Prozent doch deutlich ab. Die starke Performance der US-Finanzinstitute im Vergleich zu ihren europäischen Pendanten sowie die deutlichen Kurszuwächse von Apple, Alphabet, Facebook oder Amazon in den letzten Jahren haben dem US-Leitindex zusätzlichen Schwung verliehen.

Wie erklärt sich allerdings die deutlich dynamischere Kursentwicklung des DAX im Gegensatz zu der von Euro Stoxx 50 bzw. Stoxx 600? Zumal 15 DAX-Mitglieder im Euro Stoxx 50 sowie alle im Stoxx 600 gelistet sind. Der Grund ist, dass dieser DAX zwar der in den Medien präsen-

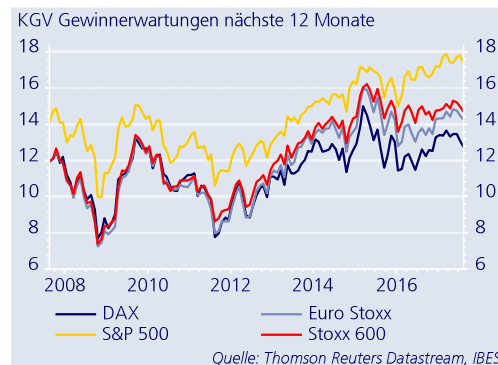
Index ist. Allerdings ist es für einen realistischen, fairen Performancevergleich dieser drei Indizes der falsche. Während der in den Medien gezeigte DAX ein Performance-Index ist, sind Euro Stoxx 50 und Stoxx 600 Kursindizes. Im Unterschied zum Kursindex werden beim Performance-Index alle Ausschüttungen der Indexmitglieder (Dividenden, Bezugsrechte, etc.) 'einbehalten' und zusätzlich zur Kursentwicklung in die Berechnung des Index einbezogen. Für den Euro-Gegenwert der Ausschüttungen werden per Zahltag Aktienanteile der entsprechenden Firma 'gekauft'. Bei der Indexberechnung nach einem entsprechenden Auszahltag werden folglich mehr Aktien der ausschüttenden Firma als vor dem Zahltag bei der Indexberechnung berücksichtigt. Dies macht sich selbst in der Kursentwicklung des DAX als Performance- bzw. Kursindex seit dem Jahreswechsel 2016/2017 bemerkbar. Während der Erstgenannte schon ein Kursplus von 6,0% aufweist, beträgt der Zuwachs beim Zweitgenannten bisher lediglich 3,3%. Dies erklärt die deutlich dynamischere Wertentwicklung des DAX im Vergleich zu Euro Stoxx 50 und Stoxx 600 seit März 2009. Als Kursindex gerechnet, schlägt der DAX den Stoxx 600 zwar ebenfalls. Allerdings mit einem Kurszuwachs von 150 Prozent nur noch knapp.

Der Chart der Kursentwicklungen der drei europäischen Indizes zeigt unserer Ansicht nach deutlich, dass sie sich nicht mehr in einem Haussetrend befinden, der im März 2009 startete. Im Frühjahr 2015 lief die Aufwärtsbewegung aus und alle drei haben seitdem charttechnisch eine Untertasse ausgebildet. Diese kann unter bestimmten weiteren Bedingungen auf eine sich anschließende Aufwärtsbewegung hinweisen. Lediglich der S&P 500 befindet sich noch in einem klaren eindeutigen Haussetrend beginnend in 2009. Denn auch der DAX Performance-Index verbuchte im Verlauf von 2015 teils deutliche Kursrückgänge.

Sind Aktien zu hoch bewertet?

Diese Frage wird in vielen Medien zunehmend mit Ja beantwortet. Auf den ersten Blick scheint dies auch nur die logische Konsequenz zu sein. Denn in den letzten fünf Jahren sind die Bewertungen von S&P 500, DAX, Euro Stoxx 50 sowie Stoxx 600, gemessen an den Kurs-Gewinn-Verhältnissen auf Basis der Konsensgewinnerwartungen auf aggregierter Basis für den jeweiligen Index für die kommenden zwölf Monate, deutlich gestiegen. Beim US-Leitindex beispielsweise erhöhte sich das KGV von 10,6 auf aktuell 17,9. Die übrigen drei Indizes verzeichneten Aufschläge in vergleichbaren Größenordnungen. Nun unisono auszurufen, dass Aktien nicht mehr attraktiv bewertet sind, ist unserer Einschätzung nach aber zu einfach und zu kurz gedacht. Denn der DAX weist aktuell ein KGV von 12,9 auf, welches deutlich weniger als einen Punkt über seinem Median seit 2003 liegt. Von einer Übertreibung ist der deutsche Leitindex Meilen entfernt. Anders stellt sich die Situation dagegen beim S&P 500 dar. Sein aktuelles KGV von 17,9 überschreitet den langfristigen Median um mehr als 20 Prozent. Außerdem hat sich der Abstand, in Punkten gerechnet, zwischen dem KGV des S&P 500 und den KGV der übrigen drei Indizes zuletzt ausgeweitet. Dies gilt vor allem im Vergleich zum DAX. Die Luft an der Wall Street droht dünner zu werden. Allerdings muss ebenfalls berücksichtigt werden, dass die Bewertungen der im Index enthaltenen großen Technologieunternehmen das Index-KGV nach oben verzerren. Genauso, wie ihre Kursentwicklung die Performance des US-Leitindex deutlich beeinflusst hat. Euro Stoxx 50 und Stoxx 600 weisen aktuell KGV auf, die jeweils rd. 15 Prozent über dem langfristigen Median liegen. Unserer Ansicht nach sind die KGV von aktuell 14,0 bzw. 15,0 mit Blick auf die gute konjunkturelle Lage und die mehrheitlich guten Bilanzzahlen der europäischen Firmen aber noch vertretbar. Ferner ist positiv zu vermerken, dass sich die Bewertungen beider Indizes schon wieder von den im Frühjahr 2015 erreichten Niveaus von mehr als 16 klar entfernt haben.

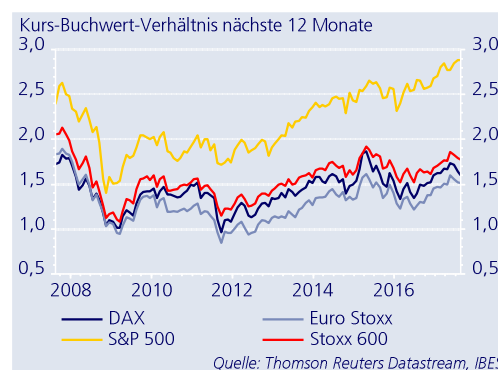
Seit August 2012 sind Kurs-Gewinn-Verhältnisse deutlich angestiegen



Wall Street auch beim Kurs-Buchwert-Verhältnis 'Spitze'

Neben dem Kurs-Gewinn-Verhältnis ist das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) eine weitere Bewertungsgröße, die einen Bilanzwert ins Verhältnis zum Aktienkurs bzw. auf aggregierter Basis zum Indexstand setzt. Sofort fällt ins Auge, dass die KBV der Leitindizes der Alten Welt eng zueinander zwischen 1,5 und 1,8 liegen. Diese Bewertungsniveaus sind im langfristigen historischen Vergleich nicht auffällig. Dies wird auch sofort beim Blick auf den Chart deutlich. Wie schon beim KGV sticht auch hier der S&P 500 mit einem KBV von knapp 3 deutlich hervor. Auch hier beläuft sich der Aufschlag im Vergleich zum langfristigen Median auf mehr als 20 Prozent. Unserer Ansicht nach haben die europäischen Leitindizes auch beim KBV-Vergleich ggü. dem US-Leitindex die Nase klar vorne.

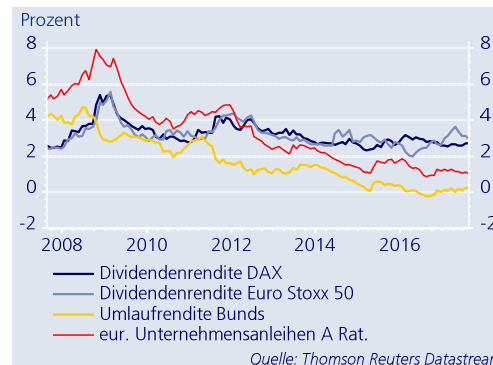
KBV – Deutlicher Bewertungsunterschied zw. Alter und Neuer Welt



Dividendenrenditen im Bereich der langfristigen Mediane

Beiderseits des Atlantiks haben die in den vier Indizes gelisteten Unternehmen ihre Ausschüttungen in den letzten Jahren deutlich erhöht. Denn während die KGV seit 2012 deutlich angestiegen sind, liegen die aktuellen Dividendenrenditen für alle vier Indizes fast punktgenau auf ihren jeweiligen langfristigen Medianwerten. Allerdings schütten die europäischen Unternehmen, gemessen an ihren Dividendenrenditen, mehr an ihre Aktionäre aus als ihre US-Pendants. DAX, Euro Stoxx 50 und Stoxx 600 weisen aktuell Renditen von 2,7% bis 3,0% auf. Der S&P 500 erreicht nur einen Wert von 2,0%. Mit dieser Rendite werfen US-Aktien weniger ab als 10-jährige US-Staatsanleihen, die aktuell mit 2,17% rentieren. Dies ist zwar ein Manko für US-Aktien, allerdings sind die US-Bürger deutlich aktienaffiner als beispielsweise die Deutschen. Sie setzen mehr auf die Karte Kurssteigerung als Gewinnquelle, wohingegen die Aktie in Europa und besonders in Deutschland unter Renditeaspekten punkten können muss. Dies schaffen die Dividendenpapiere sowohl im Vergleich zu 10-jährigen Bunds, die aktuell mit 0,38% rentieren, als auch zu mit A gerateten Unternehmensanleihen (1,03%). Allerdings wird der Gegenwind von der Zinsseite für europäische und speziell Aktien der Eurozone langsam stärker. Denn es ist nur eine Frage der Zeit, bis die Europäische Zentralbank sich langsam von ihrer ultralockeren Geldpolitik verabschieden wird. Aber nicht Leitzinsanhebungen an sich verunsichern Investoren. Denn diese signalisieren, dass die Wirtschaft rund läuft und somit die Unternehmen solide Geschäftszahlen liefern sollten. Ein Grund, Aktien ins Depot zu legen. Die Möglichkeit von Kurswechselln bzw. aktuell die Spekulation auf erste Zinsschritte durch eine Notenbank sorgen für Unsicherheit und trüben die Stimmung der Investoren. So geschehen Ende Juni, als EZB-Präsident Draghi einen ersten Testballon startete, indem er auf einer EZB-Konferenz im portugiesischen Sintra Spekulationen zum Zeitpunkt sowie zur Art des möglichen Ausstiegs die Tür öffnete. Viele Anleger reagierten zunächst mit Gewinnmitnahmen.

Anleiherenditen noch keine Konkurrenz für europäische Aktien



Die Luft an der Wall Street wird dünner

Bei allen drei Bewertungsvergleichen schneidet der US-Leitindex im Vergleich zu seinen europäischen Pendants am schwächsten ab. US-Treasuries werfen schon mehr Rendite ab als der S&P 500. Dennoch zeigt der Index im bisherigen Jahresverlauf die beste Performance der vier Indizes. Unserer Ansicht nach ist dies den Vorschusslorbeeren für die von Donald Trump im Wahlkampf vollmundig in Aussicht gestellten Unternehmenssteuererleichterungen und Infrastrukturinvestitionen geschuldet. Von seinen Plänen konnte er aber noch nichts in die Tat umsetzen. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis die Erkenntnis in den Köpfen der Investoren reift, dass sie auf die falsche Karte gesetzt haben und auch künftig allenfalls kleinere Programme vom Präsidenten auf den Weg gebracht werden können. Dann wird der Wind an der Wall Street drehen. Daher ist unser klares Fazit, dass europäischen Aktien im Allgemeinen und deutschen im Speziellen der Vorzug gegeben werden sollte. Auf Jahressicht dürften sie ihre US-Pendants outperformen, zumal die Konjunktur in Europa schwungvoll auf dem Weg ist und die Unternehmen mehrheitlich solide Gewinn- und/oder Umsatzsteigerungen ausweisen.

Heinz-Gerd Sonnenschein