



### **Sind Aktien inzwischen zu teuer?**

Am 09. März 2009, vor fast genau 5 Jahren, stand der Dax bei 3692 Punkten und der S&P 500 in den USA bei 676 Punkten. Seit diesem Tiefststand haben die Aktienmärkte, vor allem in den Industrienationen, eine beträchtliche Rally hingelegt. Die o.g. Indizes sind in den letzten 5 Jahren rund 150% bzw. 175% gestiegen und handeln in der Nähe ihrer absoluten Höchststände. Diese kräftigen Kursanstiege lassen die Vermutung aufkommen, dass Aktien inzwischen überbewertet sind.

Tatsächlich steht dem Kursanstieg des S&P 500 von ca. 30% im Jahr 2013 nur rund 8% Gewinnwachstum gegenüber. Die jüngsten Kursanstiege wurden nämlich zu einem großen Teil durch höhere Bewertungen und nicht durch Unternehmensgewinne getragen. Trotz der guten Konjunkturaussichten ist das Gewinnwachstum der amerikanischen Unternehmen moderat. Auch in Europa sind die Börsen in Erwartung besserer Unternehmensgewinne gestiegen. Die Entspannung der Eurokrise und positive konjunkturelle Vorzeichen konnten sich aber noch nicht wesentlich in den Unternehmensergebnissen widerspiegeln. Das Potential für eine Fortführung des Börsenaufschwunges ist zweifellos weiter vorhanden. Die expansive Notenbankpolitik und die damit verbundenen niedrigen Zinsen seit vielen Jahren haben diese höheren Bewertungen in den USA und Europa begünstigt. Wir gehen auch davon aus, dass die Geldpolitik weiter expansiv bleibt, trotz einer Verlangsamung bzw. einem möglichen Auslaufen der Anleihekäufe durch die Fed in diesem Jahr. Insbesondere halten auch die niedrigen Inflationsraten alle Spielräume für die Notenbanken offen.

Die gängigen Bewertungskennzahlen haben in den meisten entwickelten Ländern die langfristigen Durchschnittswerte noch nicht signifikant überschritten, selbst wenn die Jahre der Technologie-Blase aus der Berechnung herausgenommen werden. Beispielsweise kosten Unternehmen im US-amerikanischen S&P 500 derzeit etwa 15-mal so viel, wie sie in den nächsten 12 Monaten geschätzt verdienen werden. Ihr Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) beträgt damit 15. Auf diesem Niveau sind Aktien zwar nicht mehr günstig, entsprechen aber ihrem langfristigen Durchschnitt. Ähnlich sieht es bei der Betrachtung des Kurs-Buchwerts und dem Kurs-Cashflow aus. Lediglich das sog. „Shiller-KGV“ signalisiert in den USA eine eindeutige Überbewertung. Das „Shiller-KGV“ setzt den aktuellen Kurs ins Verhältnis zu den durchschnittlichen inflationsbereinigten Unternehmensgewinnen der vergangenen 10 Jahre. Bei der Interpretation des „Shiller-KGV“ ist jedoch zu beachten, dass die letzten 10 Jahre mehrere deutliche Gewinnrückgänge enthalten, sogar die schärfste Gewinnrezession in den USA (2008/2009 ca. minus 30%) und dadurch die durchschnittlichen Gewinne der letzten 10 Jahre sehr tief ausfallen.

Vergleicht man darüber hinaus noch die aktuellen Bewertungen mit denen, die bei den letzten Aktienmarkthöchstständen in den Jahren 2000 und 2007 zu beobachten waren, werden diese hohen Bewertungen noch lange nicht erreicht. Von einer bewertungstechnischen Übertreibungsphase kann aus unserer Sicht daher keine Rede sein, erst Recht nicht in diesem Niedrigzinsumfeld. Höhere Bewertungen können auch durchaus mehrere Jahre bestehen bleiben und müssen noch kein Signal für einen Wendepunkt (am Aktienmarkt) sein.

Abschließend lässt sich also festhalten, dass die Bewertung der Aktienmärkte, gemessen am langfristigen Durchschnitt und im Vergleich zu früheren Höchstständen noch nicht zu teuer ist. Darüber hinaus sind hauptsächlich defensivere Aktien (Branchen) von der höheren Bewertung betroffen (Flucht in Dividenden-Titel). Die Performance von zyklischen Sektoren wurde hingegen zu einem größeren Anteil von höheren Unternehmensgewinnen getragen.

Jörg Franzen



Franzen Gerber & Westphalen  
*Asset Management*

**Autor:**

Jörg Franzen  
Portfoliomanager bei  
Franzen Gerber & Westphalen Asset Management GmbH  
Minnholzweg 2b  
61476 Kronberg  
06173-800400  
joerg.franzen@fgw-asset.com

Franzen Gerber & Westphalen Asset Management GmbH  
Minnholzweg 2b, 61476 Kronberg, Telefon 06173 800-400, Fax 06173 800-444, info@fgw-asset.de, www.fgw-asset.de

Geschäftsführende Gesellschafter: Walter Franzen, Matthias Gerber, Matthias Graf von Westphalen, Jörg Franzen  
Registergericht: Amtsgericht Königstein i. Ts., HRB 5003, Sitz der GmbH: Kronberg i. Ts.  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Nr.: VII 1 (116394), Steuernr.: 00323363051