

WER HAT ANGST VOR NEUEN ALLZEITHOCHS?

Neue Allzeithochs an vielen wichtigen Handelsplätzen sind markiert worden. Einige Anleger bekommen angesichts immer neuer Höchststände nun Höhenangst. Dabei sagt der reine Indexstand nicht viel aus, solange er nicht ins Verhältnis zur fundamentalen Situation der Unternehmen gesetzt wird. Denn ein Indexstand ist keine Bewertungskennziffer. Momentan wird der Markt nach den gängigen Bewertungskennziffern wie beispielsweise dem KGV trotz Rekordstand sogar günstiger als zu Jahresbeginn bewertet, da die Unternehmen ihre Gewinne im Verhältnis zu den Kursanstiegen stärker ausweiten konnten. Auch als Timing-Indikator im Sinne eines Warnsignals ist ein neues Allzeithoch nicht zu gebrauchen.

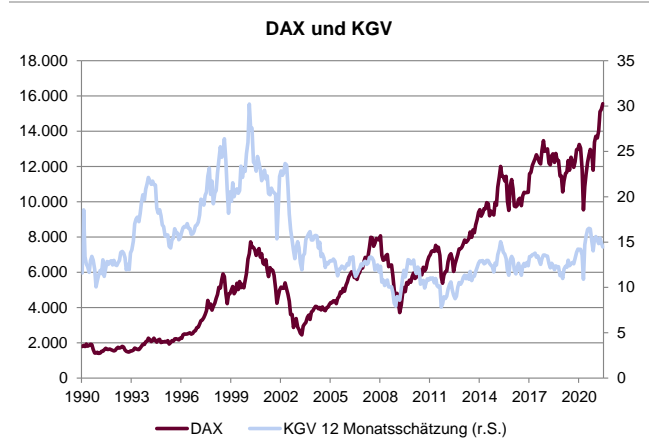
Die Rekordjagd an den Börsen setzt sich fort. Neue **Allzeithochs** an vielen wichtigen Handelsplätzen sind markiert worden. Einige Anleger bekommen nun aber Höhenangst. Angesichts immer neuer Höchststände wird gelegentlich argumentiert, dass nun eine Korrektur folgen müsste. Demnach sei das meiste doch eh **schon gelaufen** und auf den aktuellen Niveaus wären die **Bewertungen zu hoch**.

Dabei spielt die **Intuition den Anlegern einen Streich**. Denn was oft vergessen wird: Ein Indexstand ist keine Bewertungskennzahl und sagt nichts darüber aus, ob ein Markt nun besonders teuer oder besonders günstig ist. Eine **Bewertungskennzahl** setzt dagegen etwas wie die Dividende oder die Gewinne eines Unternehmens in ein Verhältnis zu den Kursen. Alleine auf dieser Basis kann eine **hohe oder niedrige Bewertung identifiziert werden**. Auf Indexebene erfolgt diese Betrachtung in aggregierter Weise. Anleger sollten einen Indexstand jedenfalls nicht mit dem Preis für ein Konsumprodukt verwechseln, das in der Tat teuer oder günstig sein kann.

Denn steigende Indexstände können auch mit sinkenden Bewertungen einhergehen, wenn zum Beispiel bezogen auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) die Gewinne (der Nenner) stärker als die Kurse (der Zähler) steigen. Entgegen der Intuition wird der Aktienmarkt **trotz Rekordstand dann für Value-orientierte Anleger sogar attraktiver**. Die Luft wird nicht dünner, sondern dicker. Dieses Phänomen können wir aktuell beobachten. So lag die 12-Monatsschätzung der Aktien-Analysten für das DAX-KGV zu Jahresbeginn noch bei 15,6 und ist nun auf 14,4 gesunken. Der DAX konnte im selben Zeitraum aber um etwas mehr als **14 Prozent** steigen. Ein ähnlicher Effekt ist auch für den S&P 500 und andere Indizes festzustellen.

Insbesondere in Phase einer starken konjunkturellen Dynamik, wie wir sie derzeit sehen, können steigende

Indexstände und sinkende Bewertungen zusammentreffen. Die steigenden Zinsen, die typisch sind für die aktuelle Konjunkturphase, drücken die Bewertungen, während die Gewinne der Unternehmen stark wachsen und **den negativen Bewertungseffekt überkompensieren**. Dass die neuen Höchststände auf steigende Gewinne zurück gehen, wird gerne übersehen, und ist **das Gegenteil einer Blase**.



Anleger sollten dabei beachten, dass neue Allzeithochs eine **ganz normale Erscheinung** an den Aktienmärkten sind, die allerdings ziemlich ungleichmäßig auftreten. Die Unternehmen erzielen in aller Regel Gewinne, die steigen und die verwendet werden, um den **Unternehmenswert über Investitionen oder Übernahmen zu mehr**en oder die Schulden abzubauen. Auch Aktienrückkäufe wirken kurstreibend, während Dividendenzahlungen bei einigen Indizes wie dem DAX ebenfalls in die Index-Berechnung eingehen und in jedem Fall einen wichtigen Renditebaustein darstellen.

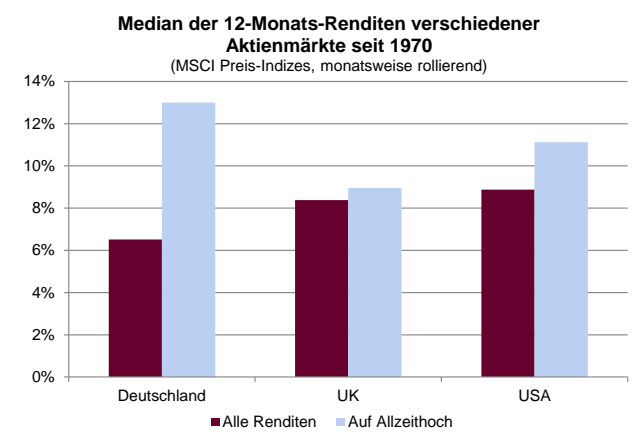
Aber sind Höchststände an den Börsen als Timing-Indikator dennoch zu gebrauchen? Dies haben wir für verschiedene Länder untersucht und dafür Indizes des Datenanbieters MSCI verwendet. Alle Zeitreihen sind in der jeweiligen Landeswährung gerechnet und beinhalten

keine Dividenden, um nur die Kursentwicklung auszuwerten. Die Zeitreihen reichen über 50 Jahre zurück und beginnen 1970. Bei der Berechnung haben wir alle 12-, 24- und 36-Monatsrenditen monatsweise rollierend ausgewertet und dabei unterschieden, ob zum Investitionszeitpunkt ein Allzeithoch vorlag oder nicht. Die Ergebnisse sind eindeutig. Selbst wenn man immer am Allzeithoch investiert hätte, wäre man **im Durchschnitt** in den dann folgenden Jahren **nicht schlechter** als im Durchschnitt aller Jahre gefahren. Dies gilt für alle untersuchten 12-, 24- und 36-Monats-Zeiträume. Selbst wenn man die Renditen nicht per arithmetischem Mittel vergleicht, sondern wie in der Grafik den Median benutzt, um die extremen Datenpunkte zu beseitigen, ändert sich das Ergebnis nicht.

Aus Anlegersicht lässt sich schlussfolgern, dass **die Angst, auf dem Allzeithoch zu investieren, in der Regel unbegründet ist**. Dass sich diese Angst trotzdem hartnäckig hält, mag daran liegen, dass die meisten größeren Aktienmarkteinbrüche nach dem Erreichen eines Allzeithochs einsetzen. Oft waren dann aber auch die Bewertungen besonders hoch, was momentan nur in Teilbereichen des Aktienmarktes zu beobachten ist. Auch ist der reine Indexstand natürlich ein sehr einfach zu verstehendes Konstrukt, was es als Referenz beliebt macht. Es ist jedoch nutzlos, ohne es in ein Verhältnis zu der **fundamentalen Situation der Unternehmen** zu stellen.

Möglicherweise kann ein neues Allzeithoch sogar ein guter Indikator sein, der einen auch in der Zukunft

anhaltenden positiven Trend anzeigt. Der Momentum-Faktor zielt genau darauf ab und ist **wissenschaftlich gut belegt**. Aktien, die besonders stark gestiegen sind, steigen oft in den nächsten sechs bis zwölf Monaten weiter, weil die Analysten vergangene Informationen mit Verzögerung in ihre Prognosen einfließen lassen. Insbesondere die Daten für den deutschen Aktienmarkt könnten auf das Vorliegen des Momentum-Effekts hinweisen. Hierzulande war insbesondere in den 80er- und 90er-Jahren, als die Börsen haussierten, ein neues Allzeithoch eher ein Kaufsignal.



Ob sich ähnliches wiederholt, bleibt offen. Klar ist aber, dass die reine Fokussierung auf die Höhe des Indexstands Anleger **in die Irre** führt. Stattdessen sollten Allokationsentscheidungen stets über **aussagekräftige Bewertungskennziffern** und unter Berücksichtigung des **konjunkturellen Umfelds** erfolgen.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2021

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.