



Dr. Martin W. Hüfner  
Chief Economist

- > Die Minuszinsen verzerren auch die Verhältnisse am Aktienmarkt. Wenn sie so niedrig bleiben, müssen die KGVs steigen.
- > Die Gewinnrenditen sind derzeit höher als die Bondrenditen. Investitionen in Aktien sind daher trotz hoher Bewertungen nach wie vor attraktiv.
- > Die asiatischen Schwellenländer sind eine Alternative für Anleger. Dort sind die Bewertungen am Kapitalmarkt noch nicht so "verrückt".

Alle klagen über die niedrigen Zinsen, vor allem die Minuszinsen. Sie stellen die Welt des Sparens auf den Kopf, machen sinnvolle Altersvorsorge unmöglich, verzerren die Investitionsrechnung der Unternehmen und führen am Ende zu Fehlinvestitionen. Jetzt setzt die EZB noch einen drauf und plant eine weitere Senkung der Minuszinsen. Viele fragen sich, wo das wohl enden wird.

Nur einer hat sich bisher gefreut. Das sind die Besitzer von Aktien und Immobilien. Ihr Vermögen hat sich durch die ultralockere Geldpolitik mächtig vergrößert. Seit die EZB in der großen Finanzkrise 2008 mit den Zinssenkungen begonnen hat, sind die Aktienkurse in Deutschland um 90 % gestiegen. Bei Immobilien war es in guten Lagen noch wesentlich mehr.

Aber so ganz ungetrübt ist die Freude auch hier nicht mehr. Die Bewertungen sind aus dem Ruder gelaufen. Die Angst vor einer Blase geht um. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) am deutschen Aktienmarkt bewegte sich lange in der Größenordnung von 12 oder 13. Jetzt liegt es bei 19. Das kann doch nicht mehr vernünftig sein. Sollte der Anleger sich da nicht auch von der Börse verabschieden? Ähnliches gilt natürlich für Immobilien.

Ich verstehe das ungute Gefühl, teile es aber nicht. Aus zwei Gründen. Zum einen, weil die hohen Bewertungen eine optische Täuschung sind. Sie beruhen nicht auf Übertreibungen an den Börsen. Sie sind vielmehr durch die Zentralbanken mit ihren Minuszinsen gemacht. Solange das so bleibt, müssen wir uns an neue Bewertungsmaßstäbe gewöhnen. Zum anderen, weil der Anleger durchaus Alternativen hat. Es gibt in der Welt immer noch Börsen, bei denen die Verhältnisse noch nicht so verrückt sind.

»Asien schlägt Europa ausgerechnet in Sachen Solidität.«

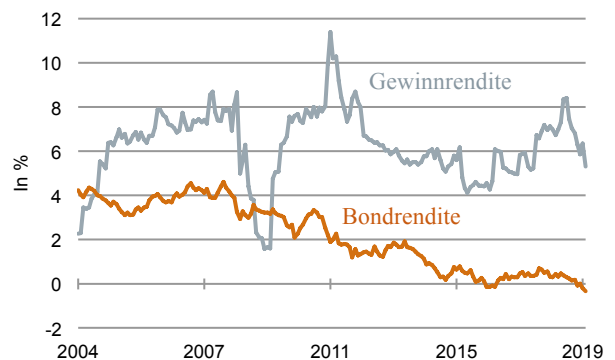
Schauen wir uns das etwas genauer an. Der Zusammenhang zwischen Bonds und Aktien ist nicht zufällig. Ein rationaler Anleger vergleicht immer die Renditen aller ihm zur Verfügung stehenden Anlagen. Er wählt dabei die Investition, die ihm den höchsten Ertrag bringt. Wenn das Aktien sind, entscheidet er sich für sie. Wenn es Bonds sind, dann

tut er sein Geld dorthin. Im theoretischen Gleichgewicht (das es in der Realität natürlich nie so gibt) unterscheiden sich die Renditen von Bonds und von Aktien nur um die verschiedenen Risiken.

Ein Problem ist dabei allerdings, wie man die Rendite misst. Bei Bonds ist das klar. Es ist der langfristige Zins. Bei Aktien ist das nicht so einfach. Hier muss man die Gewinnrendite aus dem KGV ableiten, also dem Verhältnis des Börsenkurses zu den Gewinnen. Nimmt man hiervon den Kehrwert, also das Verhältnis von Gewinnen zum Kurs, dann kommt man zu einer Größe, die mit der Bondrendite vergleichbar ist.

VORTEIL AKTIE

Gewinn- vs. Bondrendite, Deutschland



Quelle: Bloomberg

Die Grafik zeigt die Entwicklung der so ermittelten Gewinnrendite. Sie lag im Schnitt der letzten 15 Jahre in Deutschland trotz aller Kurseinbrüche bei respektablem 6,2 %. Die Bondrendite betrug demgegenüber 2,2 %. Die Gewinnrendite war also deutlich höher als die Bondrendite. Am aktuellen Rand mit dem sehr hohen KGV und den Minuszinsen ist die Differenz sogar noch höher (5,3 % vs. minus 0,3 %). Das ist weit mehr als die unterschiedlichen Risiken zwischen Aktien und Bonds. Wenn das kein Anreiz ist, Aktien zu kaufen.

Trotzdem ist manchen noch mulmig zumute. Sie sehen sich nach anderen Märkten um. Eine Möglichkeit sind die viel gepriesenen asiatischen Märkte. Die grundlegenden Zu-

sammenhänge zwischen Aktien und Bonds gelten zwar auch hier. Damit die Börsen laufen, muss die Gewinnrendite über der Bondrendite liegen. Sowohl in den USA als auch in Japan und China und den asiatischen Schwellenländern ist das aber der Fall.

Der Unterschied ist nur der: So "verrückt" wie die Märkte in Europa sind sie in Asien nicht. Es gibt zwar Verzerrungen, aber sie sind nicht so groß. Asien schlägt Europa ausgerechnet in Sachen Solidität.

Die Zinsen sind auch in Asien niedrig, aber nicht ganz so extrem wie in Deutschland. Selbst Japan hat inzwischen im 10-jährigen Bereich leicht höhere Sätze. Anders als hierzulande gibt es dort zudem keine Tendenzen, die Zinsen zur Ankurbelung der Konjunktur und zur Erhöhung der Inflation noch weiter zu senken. In China erscheinen die Zinsen mit 3 % auf einem relativ normalen Niveau. Hier ist aber zu bedenken, dass bei dem sehr viel größeren Wachstum die Zinsen durchaus höher sein könnten. Insgesamt sind die Verhältnisse in Asien jedenfalls auch verrückt, aber nicht ganz so wie in Europa.

Ähnlich bei Aktien. Die KGVs sind sowohl in Japan als auch bei den Schwellenländern niedriger als in Deutschland. Selbst beim Nikkei, wo die KGVs sich früher mal auf astronomischen Höhen bewegten, liegen sie heute mit 15 unter dem deutschen Wert. Hongkong hat ein KGV von 11, Korea von 12. Auch China liegt mit einem Wert von 14 auf einem vernünftigen Niveau.

Der Abstand von Gewinn- und Bondrenditen als Maß für die Attraktivität der Börsen ist überall sehr groß, in Japan, Hongkong und Korea sogar größer als in Deutschland. China fällt hier wegen der höheren Zinsen etwas zurück.

## Für den Anleger

Gewöhnen Sie sich an veränderte Bewertungsmaßstäbe an den Börsen. Wenn die Zinsen niedrig bleiben, wofür viel spricht, werden die KGVs in Zukunft höher sein. Das ist kein Zeichen einer Blase an den Börsen, sondern eine Anpassung an die verkehrten Verhältnisse bei Bonds. Schauen Sie sich im Übrigen die asiatischen Märkte an. Dort sind die Zinsen nicht so niedrig und die Gewinnrenditen höher.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. 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. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung 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- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige 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. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.