

# Aktien: relativ attraktiv, aber hoch bewertet

Urs Rempfler, *Partner, invalue ag*

Jeannette Leuch, *Partnerin, invalue ag*



**In den vergangenen zehn Jahren ist die Weltwirtschaft nur noch moderat gewachsen. Dennoch waren Aktien unter den Anlageklassen wiederum einer der wichtigsten Renditetreiber. Aber wird dies auch so bleiben? Werden Fundamentaltreiber wie tiefe Zinsen die Aktienperformance unterstützen können wie bisher? Gibt es Nischen, die auch ohne diese Treiber überdurchschnittliche Renditen versprechen?**

Im Licht der aktuellen Entwicklung werden die durch Covid-19 bedingten gesamtwirtschaftlichen Einbußen in nächster Zeit wohl kaum wieder aufgeholt werden können. Damit werden die Geldschleusen noch auf absehbare Zeit hin so weit offen stehen wie bis anhin. Die ultra-expansive Geld- und Fiskalpolitik der vergangenen Jahre hat das Zinsniveau auf früher unvorstellbar tiefe Sphären gedrückt. Und dennoch ist in dieser Periode die Konsumentenpreis-inflation kaum einmal wesentlich über die 2-Prozent-Schwelle gestiegen, weder im Euroraum noch in den anderen wichtigen Wirtschaftsräumen. Deutlicher sichtbar wurde die Geldschwemme hingegen in der Entwicklung der Vermögenspreise, der Asset Price Inflation.

## **Lange Duration = hohe Kursgewinne**

Die Preise vieler Vermögensanlagen sind in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Dies gilt insbesondere auch für Realwerte wie Aktien oder Immobilien. Für den beobachteten Anstieg der Vermögenspreise sind verschiedene Faktoren verantwortlich. Aktienrenditen werden unter anderem getrieben von der Aktienbewertung, vom Umsatzwachstum der Unternehmen oder von deren Profitabilität. In den vergangenen Jahren leisteten expandierende Bewertungen einen hohen Beitrag zu den Aktienrenditen.

Im Fall einer „inflationsgeschützten“ Anlage wie einer Aktie ist dabei vor allem das vorherrschende Realzinsniveau für die

Bewertung ausschlaggebend. Die Realzinsen auch länger laufender Staatsanleihen waren aber in den vergangenen 20 Jahren weltweit stark rückläufig und seit einigen Jahren im Euroraum sowie jüngst auch im US-Dollar negativ. Aktien mit ihrem langfristigen Charakter und ihrer entsprechend langen Duration haben folglich in besonderem Maße von den sinkenden (Real-)Zinsen profitiert. Hinzu kommt, dass die Feinsteuerung der Notenbanken die Verstärkung der makroökonomischen Entwicklung unterstützte, was den Zinsverfall weiter beschleunigt hat.

Geht das so weiter? Wohl eher nicht. Die Inflation ist vielerorts bereits sehr tief, das Potenzial für einen weiteren Rückgang demnach eingeschränkt. Damit ist auch bei den Realzinsen der Boden zum Greifen nah. Für weitere Kursgewinne müssten die Wachstumstreiber (Umsätze, Gewinne) sorgen. Doch hier sind die Aussichten, zumindest momentan, getrübt. Dennoch, relativ zu festverzinslichen Anlagen ist ein attraktiver Renditeaufschlag für Aktien nach wie vor vorhanden.

## **Smart Beta als Alternative?**

Grundsätzlich haben Investoren zwei Ansatzpunkte, die Attraktivität von Aktien auch absolut zu steigern: Erstens, indem innerhalb des Aktienuniversums zusätzliche Risikoprämien und Marktanomalien ausgeschöpft werden, und zweitens indem das

Aktien-Exposure etwa mittels Overlay taktisch gesteuert wird.

Letzteres hat bei einigen Investoren in diesem Jahr für Ernüchterung gesorgt. Der kurzfristige (zu geringe) Einbruch gefolgt von einer schnellen Erholung führte zu „sägezahnbedingten“ Opportunitätskosten. Investoren erhoffen sich nun mit dem Einsatz von Bewirtschaftungsansätzen, die im Vergleich zu einer kapitalgewichteten Indexierung zusätzliche Risikoprämien und Marktanomalien ausschöpfen, einen planbareren Erfolg. Die jahrelange Outperformance von US-Aktien oder von Growth-Aktien beispielsweise hat dazu geführt, dass gewisse Segmente, so etwa Value-Titel oder Small Caps, relativ gesehen noch moderat bewertet sind. Auch empirisch ist belegt, dass dank höherer Renditen und moderatem (Zusatz-)Risiko das Rendite-/Risiko-Profil solcher Segmente langfristig vorteilhafter ausfallen kann.

Resultiert die Mehrrendite aber aus dem Ausschöpfen einer Risikoprämie, ist zu beachten, dass in einer Aktienmarktkorrektur mit höheren Verlusten zu rechnen ist. Je nach Zielsetzung des Investors sind Sicherungskonzepte, trotz ernüchternder Ergebnisse in diesem Jahr, damit auch weiterhin gefragt. In beiden Fällen muss ein Investor jedoch mit dem Risiko länger anhaltenden, deutlichen Abweichungen zu gängigen Marktindizes leben können. Wichtig für eine erfolgreiche Umsetzung ist zudem die Kosteneffizienz. Nicht optimale Umsetzungen mit hohen Transaktions- und Bewirtschaftungskosten können einen erheblichen Teil der Outperformance wieder zunichte machen.