

Veröffentlicht in  
Euro am Sonntag  
Nr. 50 vom 14.12.2008

„Schlechte Stimmung – gute Perspektiven?“

Essay Anlagestrategie

S. 11

Mit freundlicher Genehmigung  
der Euro am Sonntag-Redaktion,  
Axel Springer Finanzen Verlag, München

([www.eurams.de](http://www.eurams.de))

ESSAY | ANLAGESTRATEGIE

# Schlechte Stimmung – gute Perspektiven?

Vor anderthalb Jahren wies Gastautor Werner Gleißner an dieser Stelle darauf hin, dass die scheinbar günstigen Rahmenbedingungen an den Börsen eher auf eine sehr ungünstige Kursentwicklung hindeuten. Inzwischen hat sich die Situation komplett gewandelt. Die schweren Kursverluste und die zeitweise beginnende Panik eröffnen nun interessante Zukunftsperspektiven für die **Aktienanlagen**.

Is zum Sommer letzten Jahres erschienen die Rahmenbedingungen an den Börsen optimal. Private und institutionelle Anleger waren im Wesentlichen optimistisch, und ein weiterer Kursanstieg ausgehend vom DAX-Kursniveau von 8000 Punkten, schien nur eine Frage der Zeit. Genau diese scheinbar günstigen Rahmenbedingungen und das nur scheinbar so günstige Bewertungsniveau sowie die noch geringen Verbesserungspotenziale waren im Sommer letzten Jahres Anlass, um an dieser Stelle im Essay „Gute Lage – schlechte Perspektive“ auf die erheblichen Gefahren für die Kursentwicklung an den Börsen hinzuweisen und eine Absicherung durch Puts zu empfehlen.

In der Zwischenzeit ist alles anders. Die scharfe Kurskorrektur ist inzwischen eingetreten, die Portfoliodiversifikation hat erwartungsgemäß kaum zur Risikoreduzierung beigetragen, und die Stimmung ist so schlecht, dass ein Zusammenbruch des Finanzsystems in Erwägung gezogen wird.

## Was kann der Anleger aus den Eindrücken seit 2007 lernen?

1. Scheinbar günstige ökonomische Rahmenbedingungen und viel Optimismus sind ein Indiz für eine zukünftig ungünstige Kursentwicklung. Umgekehrt sind schlechte Bedingungen meist günstige Kaufzeitpunkte, weil dann ausreichend Potenziale für eine Verbesserung bestehen.
2. Die traditionelle Portfoliooptimierung mit dem Markowitz-Ansatz ist kein adäquates Instrument der Risikobegrenzung, da gerade in Krisenzeiten – wenn Diversifikation notwendig ist – die Korrelationen (fast) aller risikobehafteten Anlagen gegen 1 gehen. Risikoabsicherung erfordert andere Instrumente, wie Put-Optionen. Risiken im Aktienmarkt sind wesentlich größer als dies die „Random-Walk“-Hypothese vermuten lässt, und Crashes „gehören dazu“.
3. Die Prognosen von Kreditinstituten helfen den Anlegern wenig – wie die einheitlich viel zu optimistischen Prognosen vom vergangenen Jahr wieder einmal verdeutlicht haben.
4. Die Stimmung an den Börsen neigt zu extremen Schwankungen, was es erforderlich macht, gerade die langfristige Kapitalanlageplanung auf ein rationales Fundament zu stellen.

Beim jetzigen Bewertungsniveau an den Aktienbörsen von rund 4000 Punkten im DAX und circa 7500 im Dow Jones erscheint der Wiedereinstieg in Aktien sinnvoll – und eine (hoffentlich seit dem letzten Jahr bestehende) Put-Absicherung kann aufgelöst werden.

## Ist der Hauptteil der Kurskorrektur an den Börsen absolviert?

1. Im Sommer letzten Jahres war das Bewertungsniveau bezogen auf die Gewinnprognosen der Aktien scheinbar relativ günstig – nicht jedoch bezogen auf das Kurs/Cashflow-Verhältnis oder bezogen auf die nachhaltigen Gewinne, weil die Umsatzrendite der Unternehmen sehr hoch war. Das „nachhaltige Bewertungsniveau“ drückt beispielsweise der Shiller-Indikator aus (siehe Grafik). Der Rückgang der Kurse um rund 50 Prozent hat diesen Indikator jetzt wieder auf ein günstiges Bewertungsniveau zurückgeführt.

Zudem sind auch die durchschnittliche Dividendenrendite und das durchschnittliche Kurs/Buchwert-Verhältnis in einem sehr günstigen Bereich angelangt, und Aktien sind in Relation zu Anleihen nun selbst dann günstig, wenn man einen 30- bis 50-prozentigen Gewinnrückgang annimmt, der in früheren Rezessionsphasen aufgetreten ist.

2. Das aktuelle Bewertungsniveau entspricht schon fast den zyklischen Tiefstständen, die bei früheren Crashes erreicht worden sind. So entspricht z. B. das Crash-Niveau von 1987 mit etwa 1000 DAX-Punkten circa 5000 DAX-Punkten per Anfang 2009, wenn man (nur) eine nachhaltige Rendite der Aktien von acht Prozent unterstellt. Der Level



**Werner Gleißner**  
Vorstand der Future Value Group AG und Leiter der Risikoforschung der Marsh GmbH

Werner Gleißner ist Diplom-Wirtschaftsingenieur und hat an der Universität Karlsruhe in Volkswirtschaftslehre promoviert. Seine Beratungsschwerpunkte liegen u. a. im Bereich Risikomanagement, Rating und Strategieentwicklung.

Er nimmt u. a. Lehraufträge an der TU Dresden, den Universitäten Stuttgart und Hohenheim sowie an der European Business School wahr.

Zudem ist er Vorstand des Bundesverbands der Ratinganalysten und Ratingadvisor e.V. (BdRA) und im Beirat der Risk Management Association (RMA e.V.).

von 2500 Punkten im Jahr 2003 entspricht circa 3700 Punkten. Bei Fortschreibung der langfristigen Entwicklung des DAX (oder Dow Jones) befinden wir uns heute bereits in der Nähe früherer Tiefstände. Dies schließt nicht aus, dass in einer Panik die bisherigen Tiefstände um zehn bis 20 Prozent unterschritten werden könnten – aber diese Rückschläge sollten dann auch kurzfristig wieder aufgeholt werden.

3. Die Möglichkeit eines weltweiten Zusammenbruchs des Finanzsystems erscheint sehr unwahrscheinlich. Die Regierungen und Zentralbanken haben das notwendige Instrumentarium, um das Weltfinanzsystem zu stabilisieren, und die wissenschaftliche Kompetenz, um dieses Instrumentarium „im Notfall“ auch adäquat einsetzen zu können. Staatsgarantien für Einlagen oder Interbankengeschäfte können die Sicherheit wiederherstellen und mehr Liquidität verschaffen. Der Aufkauf von (zum Teil günstigen) Assets kann zur Stabilisierung der Märkte beitragen, und die hier eingesetzten Summen sind sicherlich nicht komplett verloren. Schließlich darf nicht vergessen werden, dass im Notfall die Zentralbanken über unbegrenzte Mittel verfügen, Liquidität zu schaffen, um durch Aufkäufe Assetpreise zu stabilisieren. Eine „Asset price inflation“ ist zumindest für die nächste Zeit nicht die drohende Gefahr. Und selbst bei einer solchen inflationären Entwicklung ist man in dem „Sachwert“ Aktie besser investiert als in Anleihen.

4. In der Vergangenheit waren meist gerade Rezessionsjahre die besten Kaufgelegenheiten für Aktien. Dies könnte man als Indiz auf-

fassen, erst 2009 in Aktien zu investieren. Aber durch den unsicheren Zeitraum des Vorlaufs der Aktienkursentwicklung vor der Realwirtschaft wird man das absolute Tief sowieso nicht treffen. Damit spricht viel dafür, zumindest einen wesentlichen Teil seiner Aktienkäufe noch 2008, also vor der Abgeltungsteuer, durchzuführen.

## Neun Thesen zur langfristig orientierten Portfoliooptimierung

Die aktuelle Entwicklung zeigt, dass sich Kapitalanleger mit einer langfristig orientierten, rationalen und strategischen Portfoliooptimierung befassen müssen. Ein derartiger Ansatz kann sich an folgenden Thesen orientieren:

1. Der Schwerpunkt im Portfoliomanagement ist die Entscheidung bezüglich der Allokation der Assetklassen. 2. Das Portfoliomanagement muss sich speziell mit extremen (negativen) Krisenszenarien befassen. 3. Das für die Optimierung eines Portfolios relevante Risikomaß beschreibt Wahrscheinlichkeit und Umfang von Verlusten (zum Beispiel Expected Shortfall). Restriktionen bezüglich des maximal akzeptierten Risikoumfangs (Risikotragfähigkeit) und der Fremdfinanzierungsmöglichkeit sind zu berücksichtigen.

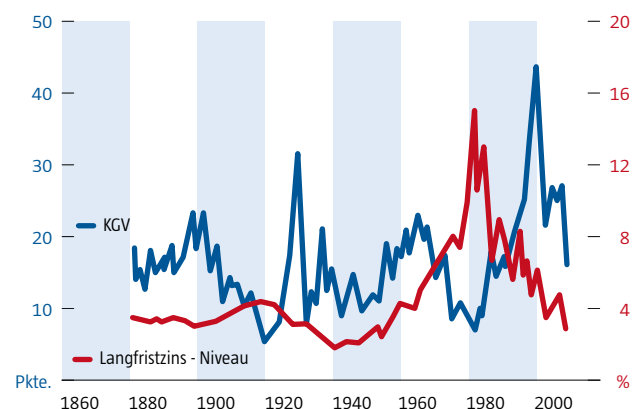
4. Volkswirtschaftliches Verständnis hilft, langfristig zu erwartende Renditen, Risiken und Korrelationen zu prognostizieren. 5. Unsicherheit bezüglich der Modellparameter wie „erwartete Rendite“ erfordert „robuste Portfolioplanungsmodelle“. 6. Eine langfristige strategische Kapitalanlageplanung lässt sich nicht erreichen, wenn lediglich aus Sicht eines Jahres effiziente Portfolios gebildet werden.

7. Die optimale Struktur eines Portfolios ist abhängig von Umfang und Charakteristika auch der illiquiden Assetklassen (z. B. der Risiken des eigenen nicht börsennotierten Unternehmens). 8. Portfolio-Insurance-Strategien können zur Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles von Portfolios genutzt werden. 9. Kapitalmarktanomalien, wie der kurzfristig positive Momentum-Effekt (Fortsetzung von Kurstrends) und die risikoadjustierten überdurchschnittlichen Renditen von Aktien mit geringem KGV, KBV und hoher Dividendenrendite, können im Rahmen der Aktienselektion zum „Feintuning“ Beachtung finden.

## Günstige Bewertung

Der Shiller-Indikator stellt ein Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) basierend auf realisierten Gewinnen dar. Das aktuelle Bewertungsniveau des S & P-Index wird dabei geteilt durch die durchschnittlichen Gewinne der letzten zehn Jahre. Schwankungen der Rentabilität von Unternehmen im Konjunkturzyklus werden so ausgeglichen. Der Rückgang der Kurse um rund 50 Prozent in den vergangenen Monaten hat den Shiller-Indikator jetzt auf ein im historischen Vergleich wieder günstiges Bewertungsniveau zurückgeführt.

Shiller-Indikator seit 1860 (Zehnjahres-KGV S & P)



Quelle: Future Value Group AG