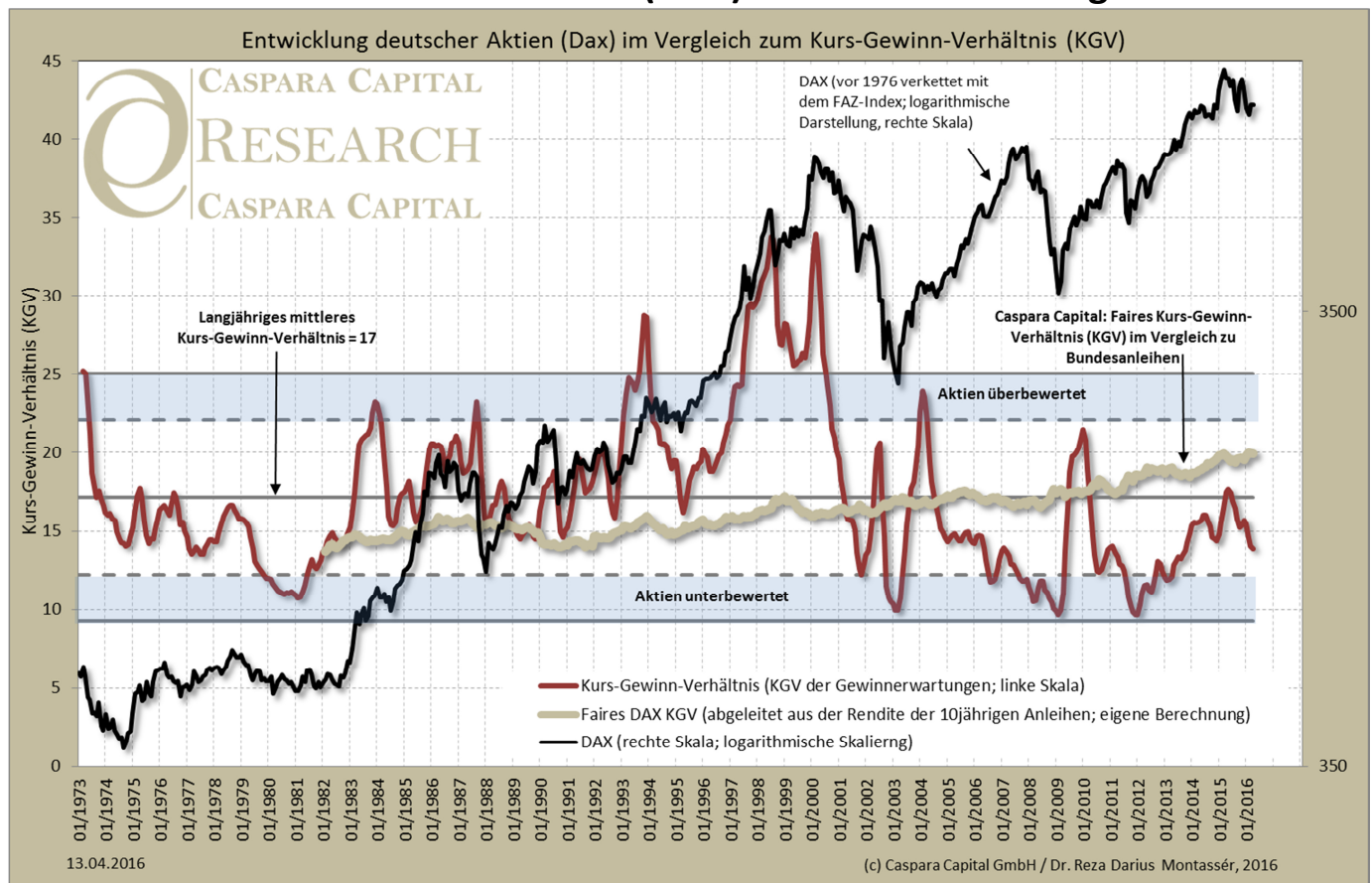




Deutscher Aktienmarkt (DAX): It takes two to tango!



Mitte Februar hatten wir an dieser Stelle empfohlen, an schwachen Tagen Positionen am Aktienmarkt aufzubauen. Denn wir gingen davon aus, dass der Dax sich unter Schwankungen weiter nach oben bewegen würde. Und tatsächlich ist der Dax, nach einem kurzen Schwächeanfall Ende Februar und einem entsprechenden Kursrutsch auf 9.125 Punkten, bis Ende März auf 10.112 Punkte angestiegen. Damit hat der Index vom Februar-Tief 10,8 Prozent zugelegt. Wer dieser Strategie gefolgt ist, konnte mehr als 8 Prozent am Dax verdienen.

Doch wie geht es nun weiter? Wir wollen diese Frage zunächst mit einem Blick auf die Bewertungsseite des Dax erörtern. Hierzu betrachten wir das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des Dax, also den Preis, den die Anleger bereit sind für einen Euro Ertrag, die ein Dax-Unternehmen erwirtschaftet, zu bezahlen. Diese simple Kennziffer ist für viele Anleger eine der Hauptkennzahlen, da sie verdeutlicht, wie

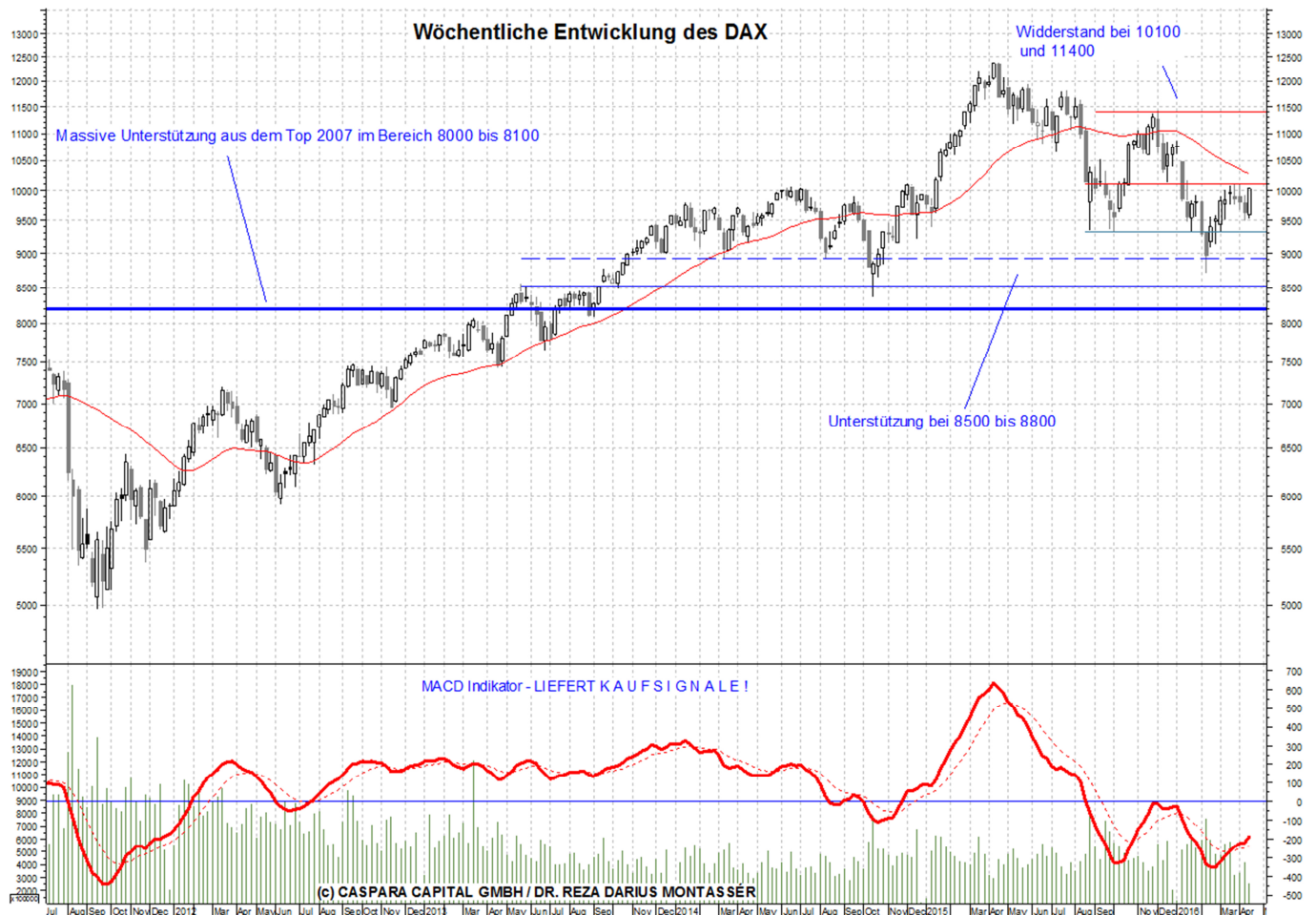
risikobereit Investoren in Relation zum Ertragswert der Dax-Unternehmen sind. Je mehr die Anleger bereit sind für einen Euro Ertrag der Unternehmen zu zahlen, desto optimistischer sind sie für die Zukunftsaussichten dieser Unternehmen. Je weniger sie auf der anderen Seite gewillt sind für die Gewinne der Unternehmen zu zahlen, desto pessimistischer ist der Ausblick der Anleger.

Wie die obere Grafik zeigt, liegt das historische Mittel seit 1973 bei einem KGV von 17. Die Anleger sind also bereit für jeden verdienten Euro, den ein Dax-Unternehmen erwirtschaftet, im Schnitt das Siebzehnfache zu bezahlen. Dieses durchschnittliche KGV von 17 ist wiederum auch das Ergebnis einer Arbitrage zwischen Aktien, Anleihen und der Risikoprämie, welche die Aktionäre für das Halten von Aktien in Form von höheren Renditen gegenüber risikoärmeren Staatsanleihen einfordern. So gesehen verdeutlicht das historisch durchschnittliche KGV von 17 auch das langfristige Gleichgewicht zwischen den Aktien- und Rentenmärkten.

Langfristig pendelt das KGV in extremen Bereichen um den Mittelwert 17. So erreichte das DAX-KGV um die Jahrtausendwende schwindelerregende Höhen im Bereich 35. Damals wurde das damit gerechtfertigt, dass mit der New Economy eine neue Zeit angebrochen sei und das Gewinnwachstum der Unternehmen sich entsprechend außergewöhnlich Dynamisch entwickeln würde. Das was danach geschah, ist bekannt: Im Jahr 2000 platzte die New Economy-Blase und die Terroranschläge vom 11. September 2001 taten ihren Rest um den Index von der Spitze um 69 Prozent einbrechen zu lassen. Im Frühjahr 2003 wurden DAX-Aktien nur noch mit knapp dem Zehnfachen ihrer Erträge bewertet. Ähnliches wiederfuhr dem Index in der Finanzkrise 2008 bis 2009. Auch hier fiel der Index sehr deutlich um 51 Prozent. Die KGV-Bewertung reduzierte sich von 21 auf wiederum knapp dem Zehnfachen der Erträge. Wenn man lange genug in die Vergangenheit schaut, kann man genügend solcher Phasen entdecken. Die entscheidende Kernaussage hierzu ist: Die Aktienmärkte tendieren vorübergehend zu Extremen, sowohl auf der pessimistischen wie auch auf der euphorischen Seite. Mittelfristig kehren die Kurse aber stets zu ihrem mittleren Gleichgewichtskurs (Mean-Reversion-Phänomen) zurück.

Unsere Untersuchungen zeigen aber, dass die mittlere faire KGV-Bewertung der DAX-Aktien nicht statisch bei 17 liegt, sondern abhängig von der Bewertung des Anleihemarktes zu sehen ist. Aktuell, so zeigen unsere Analysen, liegt das faire DAX-KGV bei höheren 19,9 (vgl. Grafik). Doch egal wie man es sieht, aus der Bewertungssicht sind deutsche Aktien als unterbewertet anzusehen. Denn zurzeit werden sie gerade mal mit den 14-Fachen Erträgen für das Jahr 2015 bewertet. Glaubt man den Analysten, dann werden die Unternehmenserträge 2016 nochmals um 14 Prozent ansteigen. Was einem geschätzten DAX-KGV von 12,3 gleichkommen würde. Um vorsichtig zu sein nehmen wir als Basis für 2016 einen um

50 Prozent niedrigeren Steigerungswert als der Analysten-Konsens für die Unternehmenserträge an. Bei Zugrundelegung dieser konservativen Annahme müsste der DAX auf Basis einer KGV-Bewertung nach unseren Modellen mindestens im Bereich 12.990 Punkten notieren um als fair bewertet gesehen zu werden. Davon ist der Index aktuell rund 30 Prozent entfernt.



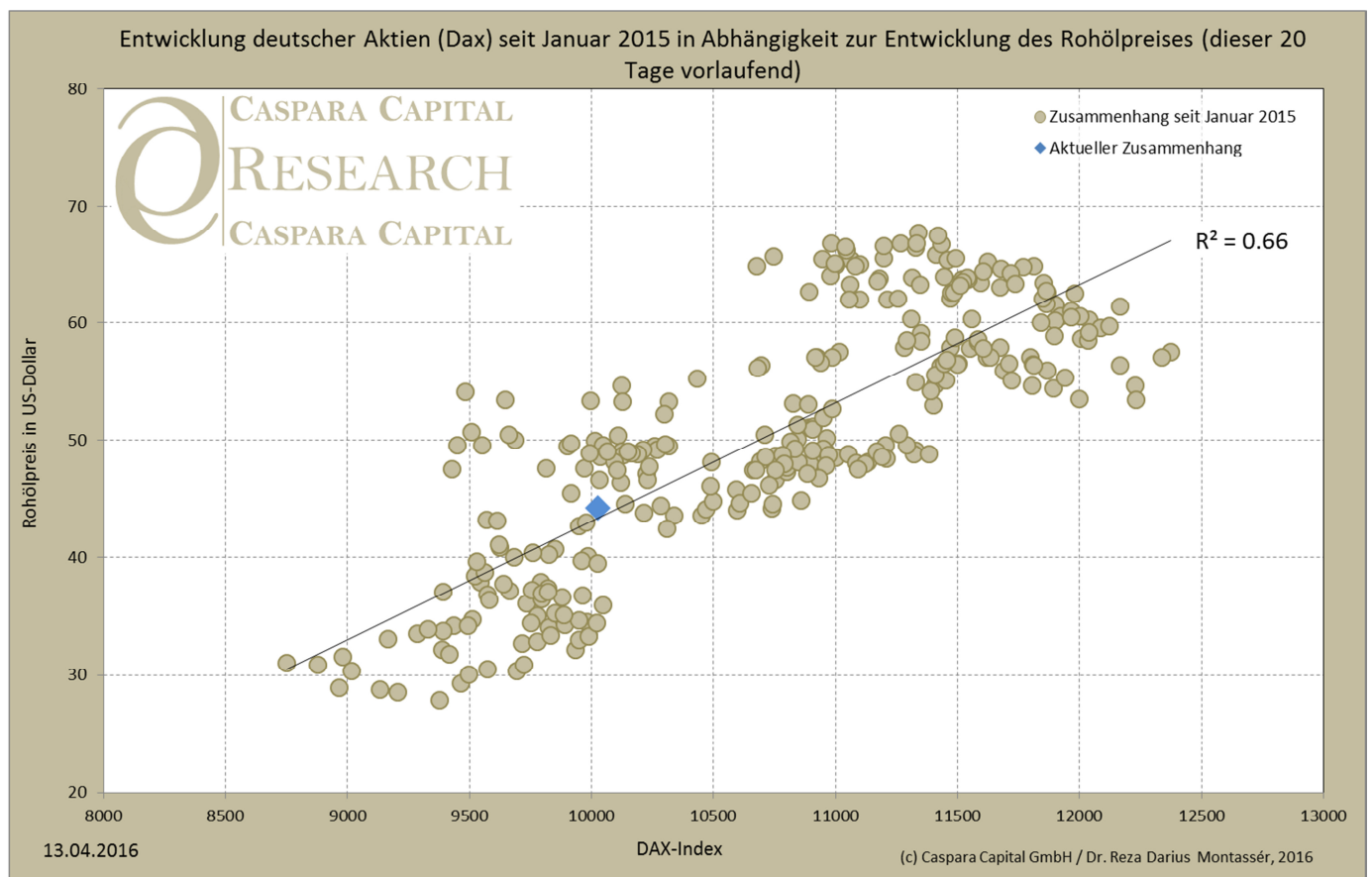
Und auch von der markttechnischen Seite hat sich die Lage seit unserem letzten Research deutlich verbessert. So ist es dem DAX gelungen, sich über der, in der letzten Aktienmarkt-Analyse vom 19. Februar 2016 genannten, wichtigen Unterstützungsmarke 9320 Punkte zu etablieren und dadurch die Basis für die jetzige Aufwärtsentwicklung zu bilden. Damit hat der Index aus technischer Sicht den ersten wichtigen Schritt in Richtung Beendigung der aktuellen sekundär-intermediären Korrekturbewegung vollzogen.

Damit der DAX aber wieder zum „alten“ primären Aufwärtstrendpfad zurückkehren und stabil ansteigen kann, müssen aus markttechnischer Sicht noch weitere Hürden genommen werden. Die erste Hürde ist der Bereich um 10.120 Punkte. Wenn dieser Widerstand nachhaltig genommen wird, ist davon auszugehen, dass der Index relativ unbeschwert bis in den Bereich 11.450 bis 11.520 Punkte ansteigen

kann. Um in den alten primären Aufwärtstrend zurückkehren zu können, muss dann schließlich auch diese massive Widerstandszone überwunden werden.

Niemand kann aus heutiger Sicht seriös und mit Gewissheit voraussagen, ob dies dem DAX gelingen wird. Aber zumindest lässt sich aus der technischen Indikatoren-Analyse abschätzen, wie hoch die Wahrscheinlichkeit dafür sein könnte. Betrachtet man z.B. Trendfolgeindikatoren, wie den oben abgebildeten MACD-Indikator, dann lässt sich feststellen, dass eine Vielzahl solcher Indikatoren die Bodenbildung des DAX bestätigt und durch ihre aktuellen Konstellationen einen weiteren mittelfristigen Anstieg unterstützen. Dies vor allem, weil sich die meisten dieser Indikatoren aus der mittelfristigen Betrachtungsweise noch in überverkauften Regionen aufhalten. Insgesamt lässt sich hieraus eine Wahrscheinlichkeit von über 80 Prozent für einen weiteren nachhaltigen Anstieg des DAX und eine Wahrscheinlichkeit von über 60 Prozent für einen Bruch des massiven Mittelfristigen Widerstands ableiten.

Etwas anders sieht die kurzfristige Betrachtungsweise aus. Hier überwiegen die Überhitzungsanzeichen der technischen Indikatoren, so dass es nicht verwundern sollte, wenn der DAX zunächst am Widerstand 10.120 Punkte abprallt um durch eine kurze Konsolidierungsphase Kraft für einen weiteren Anstieg zu tanken.



Zu guter Letzt darf man aber noch eine sehr wichtige Einflussgröße bei der Prognose der Entwicklung des DAX nicht verschweigen: Der Rohölpreis. Denn spielte dieser bis Anfang 2015 noch eine untergeordnete Rolle, hat sich die Bedeutung dieses Rohstoffs seitdem in erheblichem Umfang gesteigert. Ließ sich die Entwicklung des DAX bis dahin durchschnittlich zu 20 Prozent mit der Entwicklung des Rohöls erklären (ausgenommen sind hier natürlich Stressphasen, die z.B. durch Ölkrisen ausgelöst wurden), dann liegt dieser Erklärungsanteil – gemessen an der statistischen Größe R^2 – bei signifikanten 66 Prozent. Das bedeutet, dass aus rein statistischer Sicht, 66 Prozent der Entwicklung des DAX abhängig von der Entwicklung des Rohölpreises ist. Allerdings gilt dieser sehr starke Zusammenhang „nur“, wenn man dem Rohölpreis einen Vorlauf von 20 Tagen gewährt. Tut man dies nicht, dann liegt die Abhängigkeit des DAX vom Rohölpreis bei niedrigeren 51 Prozent. Das bedeutet, dass der DAX, mit einer Verspätung von zwanzig Tagen, die Entwicklung des Rohölpreises teilweise nachvollzieht.

Da wir davon ausgehen, dass der Rohölpreis sich in den nächsten Wochen per Saldo weiter positiv entwickeln sollte, erwarten wir von dieser Seite ebenfalls Unterstützung. Damit der DAX sich also weiter nach oben entwickeln kann, braucht er dringend die Partnerschaft des Rohölpreises. In diesem Fall gilt für den DAX: **It takes two to tango!**

Fazit: Sowohl aus der Bewertungssicht, als auch aus der Perspektive der Markttechnik ist die Lage am deutschen Aktienmarkt als ermutigend einzuschätzen. Wir bleiben daher bei unserer zuletzt im Februar veröffentlichten positiven Grundstimmung und der Aussage, an schwachen Tagen Positionen aufzubauen. Mittelfristig haben sich mittlerweile die Chancen für einen Anstieg des DAX an die alten Höchststände im Bereich 12.500 Punkten erheblich verbessert.

Ihr Dr. Reza Darius Montassér

Haftungsausschluss und Disclaimer: Die bereitgestellten Informationen beruhen auf Quellen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich der allgemeinen Information und ersetzt auf keinen Fall die anleger- und produktbezogene Beratung. Jede – auch auszugsweise – Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urhebergesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung der Caspara Capital GmbH. Dies gilt insbesondere für die Vervielfältigung, Verbreitung, Bearbeitung, Übersetzung, (Mikro-)Verfilmung und die Einspeicherung in elektronische Geräte oder Systeme. Wir haben uns bemüht, alle Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu erarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Das gesamte Research stellt lediglich unsere Meinung dar, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden könnte. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Dieses Research fordert weder zum Kauf noch zum Verkauf irgendwelcher Finanzinstrumente oder Wertpapiere auf. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden. Herausgeber: Caspara Capital GmbH, Maximiliansplatz 19, 80333 München. Verantwortlich im Sinne des Presserechts: Dr. Reza Darius Montassér. Redaktionsschluss: 13.04.2016.