

PK Assets

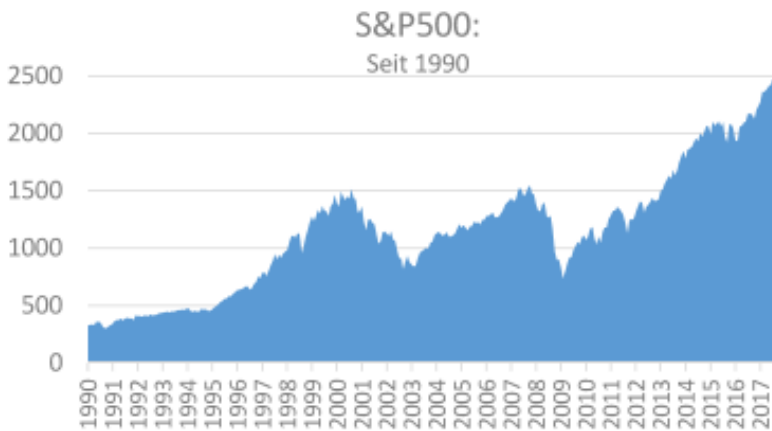
Aktien USA: 11/2017

Eine Blase ist eine Blase
ist eine Blase

www.pkassets.ch/marktanalysen

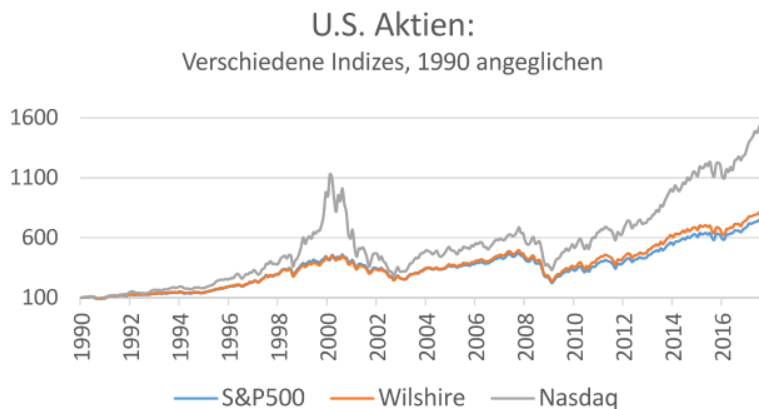
PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen
+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Neues All-Time-High!



Alle Zutaten eines reifen Bull-Zyklus:

- Beschleunigung auf hohem Level
- Das Bild enteilerender Tech-Aktien – typisch für überreife Bull-Märkte - ist auch in diesem Zyklus zu beobachten:
- In jedem Bullen-Zyklus konzentriert sich das Interesse der Investoren in einzelnen Tech-Aktien:
 - 1973: Polaroid, Kodak, IBM
 - 1990: Microsoft, Intel, Compaq
 - 2000: Sun, Cisco, EMC
 - 2007: Apple, Google, RIM, Amazon
 - 2015: Facebook, Amazon, Netflix, Google («FANG»)

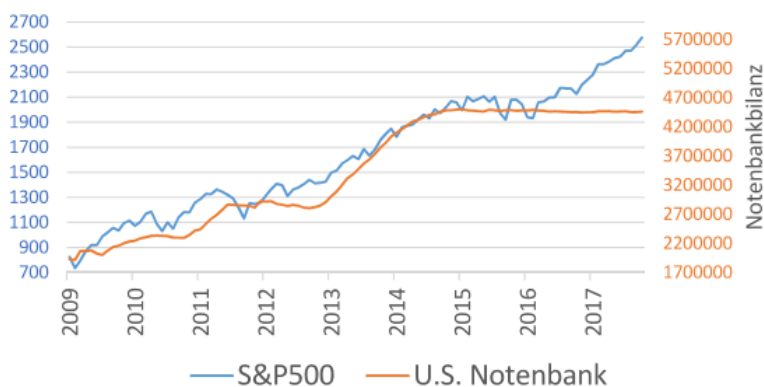


Wie immer im reifen Bull-Markt enteilen die Tech-Aktien den breiten Indizes

«Stimulus is fungible»

Jim Bianco

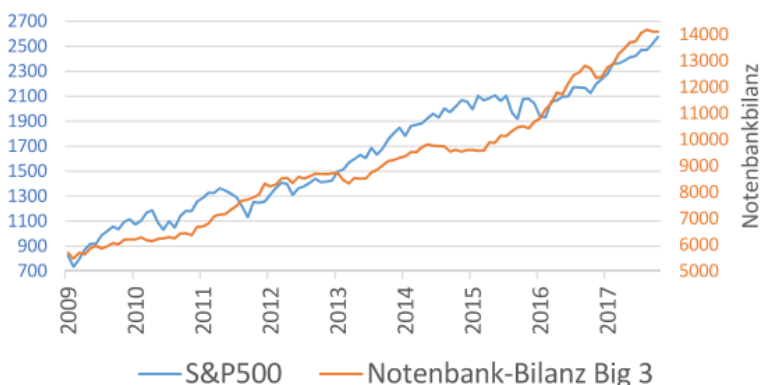
Aktien & Notenbank-Bilanz



Die Aktien laufen weiter, obwohl das Fed netto nicht mehr zukaft...

- Das Federal Reserve reinvestiert weniger in neue Treasuries und MBS als Cash Flows aus den Bilanzbeständen zurückfließen «Quantitative Tightening»
- Das Fed entzieht dadurch ceteris paribus dem Finanzmarkt Liquidität
- Das tönt auf den ersten Blick negativ für U.S.-Aktien

Aktien & Notenbank-Bilanz



...aber es sind die EZB und die BOJ, die den globalisierten Finanzmarkt weiter reichlich mit Liquidität versorgen, per Saldo mit den Big 3:

- Dem globalisierten Finanzmarkt ist es egal, woher der Stimulus kommt
- Interessant wird es, wenn auch die EZB und die BOJ die Neugeldzufuhr stoppen würden

Teuer oder günstig?

Price/Earnings S&P500
Seit 1990

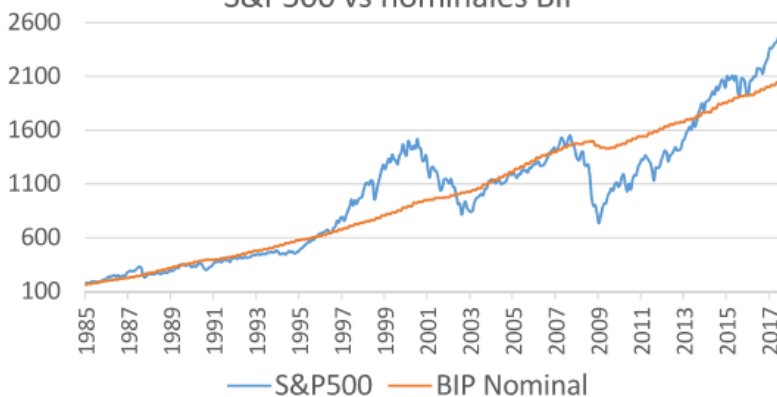


Günstig!

«Das P/E ist moderat...»

- Nimmt man die Nettogewinne als Basis, dann ist das P/E zwar über dem Durchschnitt seit 1990...
- ..aber noch weit entfernt von den Niveaus der Dot Com-Krise
- So gesehen bleibt noch einiges an Luft

S&P500 vs nominales BIP



Teuer!

«Der Markt hat seine Bodenhaftung verloren»

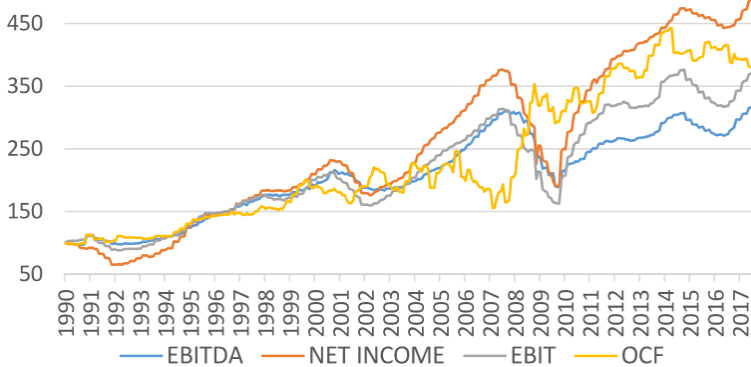
- Der Aktienmarkt entfernt sich wieder deutlich von der wirtschaftlichen Basis des Landes
- Man sieht deutlich ein Rückschlags-Potential von 500 Punkten im S&P500

Wie geht es den Unternehmen?

Gewinne

Die gute Nachricht: Gewinne steigen wieder!

Verschiedene Gewinnstufen



Eigenartig:

- Es sind vor allem die Nettogewinne, die im historischen Vergleich gut aussehen
- Wir haben die Zahlen im 1990 bei 100 angeglichen, es sind deshalb indizierte Werte, nicht absolute Werte
- Alle Gewinn-Stufen sind auf dem Höchst, abgesehen von den Operating Cash Flows

EBITDA/Aktie

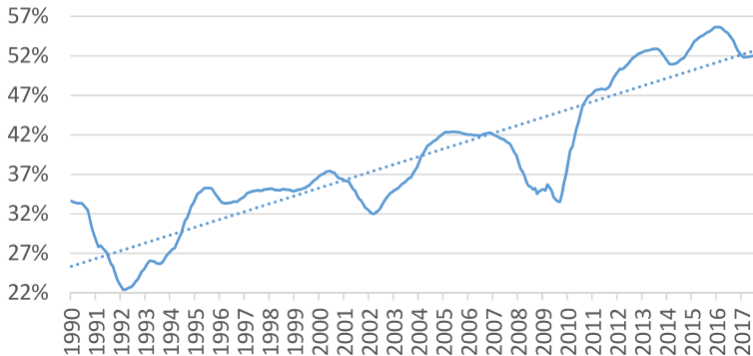


EBITDA sind erst in den letzten Monaten über das Zwischenhoch von 10/2007 gestiegen!

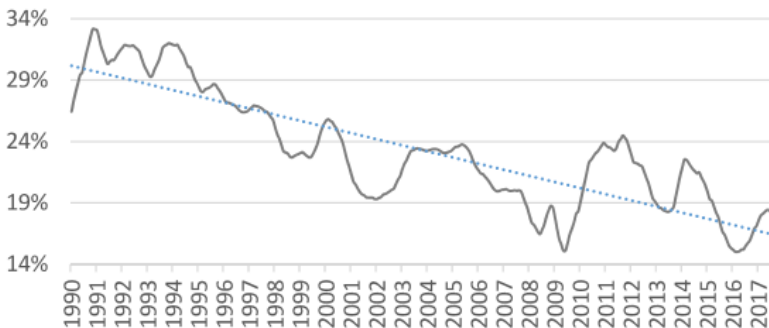
Der Aktienmarkt ist aber seither 66% gestiegen.....

Die Zitrone wurde ausgequetscht – Geht noch was?

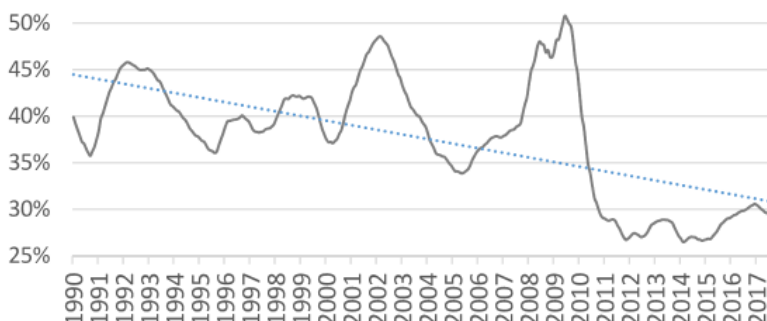
Net Income pro EBITDA



Zinsen & Steuern Pro EBITDA



Abschreibungen & Amortisationen Pro EBITDA



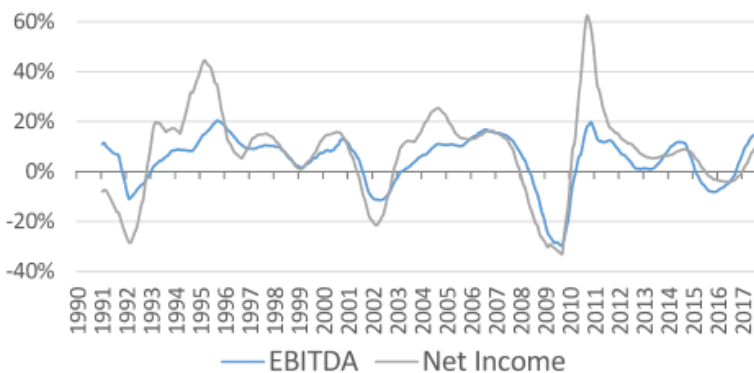
Die Firmen haben immer mehr Nettogewinn aus den Rohgewinnen gepresst

- Einerseits zahlen sie dramatisch **weniger Zinsen und Steuern** auf ihre Rohgewinne als noch vor 25 Jahren
- Andererseits kam es nach Lehman zu einem **Einbruch der Abschreibungen und Amortisationen**
- Abschreibungen und Amortisationen stammen von Investitionen
- Diese Investitionen sind wiederum die Basis von zukünftigen Gewinnen

Werden heutige Gewinne verbucht auf Kosten der Zukunft?

Gewinn- Wachstum und – Marge verbessert aber...

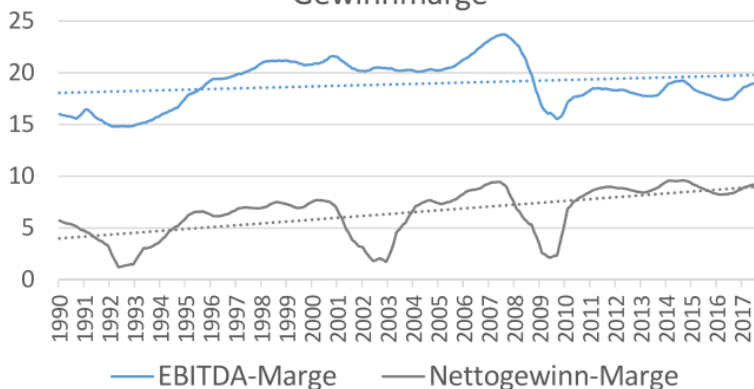
Gewinn-Wachstum



Die Gewinn-Rezession von 2016 ist Geschichte

- Der Markt kommt aus der Gewinn-Rezession, Roh- und Nettogewinn sind im 2016 geschrumpft!
- Das Wachstum der EBITDA ist wieder auf sehr hohem Niveau, das sich regelmässig als nicht nachhaltig erwies

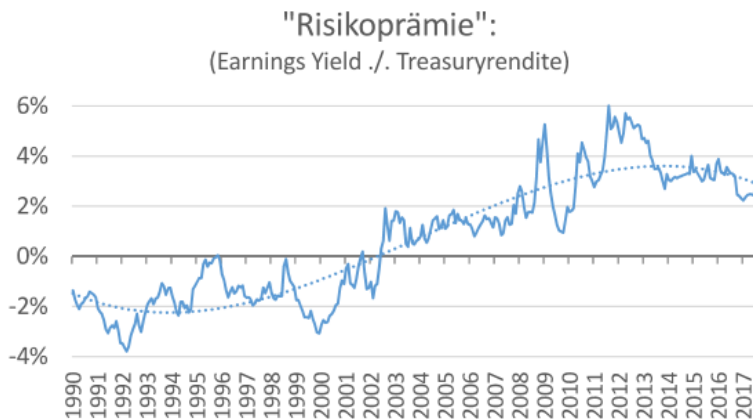
Gewinnmarge



Der Margen-Trend ist ok, aber die Rohgewinne sehen erbärmlich aus

- Die Nettogewinn-Marge ist hoch, wenn auch unter dem Niveau von 2014
- Die EBITDA-Marge ist tatsächlich unter dem Trend, und deutlich unter dem Niveau von vor der Krise

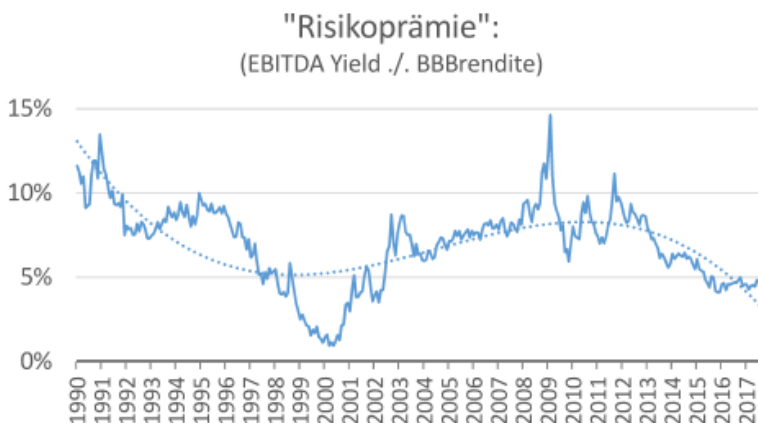
Aktien vs. Bonds: Glas halb voll oder leer?



«Immer noch gut»

- Wir vergleichen die Gewinn-Rendite des S&P500 mit der 10jährigen **U.S. Treasury Bondrendite**
- Die Differenz hat gelitten, ist aber historisch immer noch **interessant**

Jetzt schauen wir unter die Oberfläche:



«Unattraktiv!»

- Wir vertauschen Nettogewinn mit EBITDA
- Wir vertauschen Treasury- mit BBB-Zinsen, was Sinn macht, da man ein ähnlicheres Risikoprofil erhält

Auf den zweiten Blick sehen die Aktien auf einmal **teuer** aus gegen Bonds!

P/E mit Verwendg. v. Nettogewinnen



While the «p» in p/e ratio is high today, the «e» has probably been inflated by cost cutting, stock buybacks and M&A activity. Thus today's reported valuations, while high, may actually be understated relative to underlying profits

OAKTREE

P/E mit Verwendg. v. EBITDA



Müssen wir das moderate P/E relativieren?

«P/E ist moderat»

- Es macht einen grossen Unterschied, ob man EBITDA oder Net Income als die massgebende Gewinnzahl nimmt:
- Nimmt man Net Income als Basis, dann ist der Markt nicht sonderlich teuer

«Stimmt nicht, das P/E ist rekordhoch!»

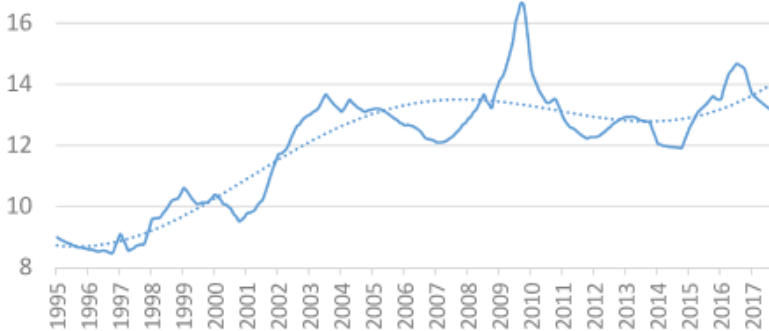
- Nimmt man **EBITDA** im P/E als Denominator, dann ist der Markt jetzt sogar deutlich **teurer als während der Dot-Com-Krise**
- Viele Marktteilnehmer interessieren sich nur für die Nettogewinne
- Sollten diese aber nicht nachhaltig sein, dann wäre ein Blick auf die Rohgewinne angezeigt

Wie geht es den Unternehmen?

- Gewinne
- Schulden

Operativer Leverage hoch, da billig

Schulden / EBITDA



$$\text{Operating Leverage} = \frac{\text{Schulden}}{\text{EBITDA}}$$

- Der operative Leverage ist hoch
- Dadurch, dass der Markt aus der Gewinnrezession gekommen ist, entschärft sich das Bild zuletzt leicht

Interest Coverage

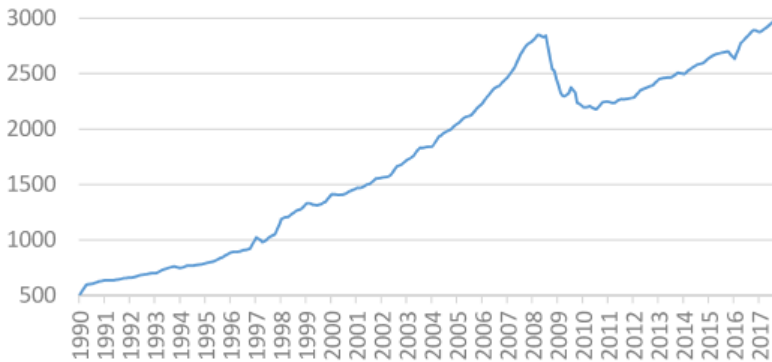


$$\text{Interest Coverage} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Schuldendienst}}$$

- Wir basteln einen Interest Coverage wie folgt:
- Wir addieren zu den 10-Jahres-Treasury die BBB-Spreads, die für die SPX-Unternehmen ziemlich repräsentativ sind und vergleichen sie mit den EBITDA
- Der Interest Cover ist nach wie vor sehr hoch, ein gutes Zeichen!

Schulden-Explosion...

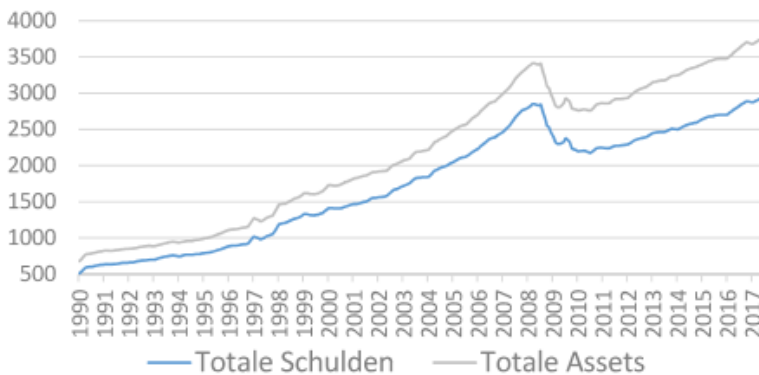
S&P500: Schulden pro Aktie



Schulden steigen rasant

- Die Schulden steigen wieder deutlich, und sind wieder nahe des All-Time-High...
- ...und die Schulden sind auch wieder über dem Stand vor der Finanzkrise

S&P500: Schulden und Vermögen pro Aktie



Die Vermögen sind aber auch gestiegen

- Auch die Vermögenswerte haben das Top vor der Krise geknackt
- Dadurch dass die Vermögen schneller gestiegen sind als die Schulden, ist der Leverage deutlich entschärft worden
- Der gleiche Sachverhalt beim Verhältnis Schulden zu Eigenkapital

S&P500 Schulden/Eigenkapital



...und gleichzeitig tieferer Bilanz-Leverage?

Wie geht es den Unternehmen?

- Gewinne
- Schulden
- Substanz

Capex: Auf den ersten Blick ansprechend...

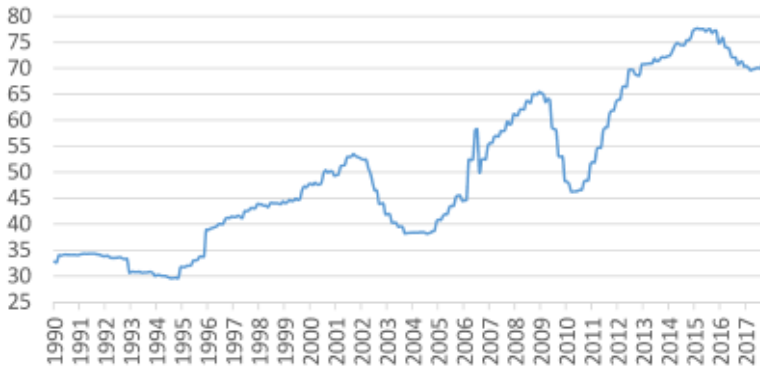
«Capex», die Investitionen in Sachanlagen und Infrastruktur von heute sind die Gewinne von morgen

- Der erste Blick ist positiv: Die Capex sind deutlich über das Niveau vor dem Lehman-Bankrott gewachsen

..auf den zweiten schwach

- Die Capex wachsen nicht mehr...
- ...und die Marge der Capex über den Abschreibungen ist fallend..
- ...und die Abschreibungen basierend auf den Gewinnen sind jetzt historisch tief
- Verglichen mit den luftigen Aktienpreisen sind die Capex geradezu penibel

Capital Expenditures



CAPEX / Abschreibungen



Capex / Nettogewinn



Forschung & Entwicklung: Dünn

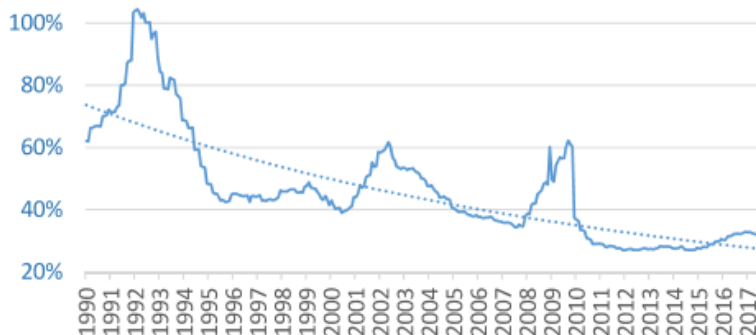
Forschung und Entwicklung in USD



Forschung & Entwicklung von heute sind die Gewinne von morgen:

- Man muss genauer hinschauen um zu sehen, dass F&E sträflich vernachlässigt werden
- Zwar sind die Ausgaben für Forschung & Entwicklung ist heute wieder deutlich über dem Stand von 2008
- Verglichen mit den Gewinnen sind die F&E-Aufwendungen aber geradezu erbärmlich
- Verglichen mit den luftigen Aktienpreisen sind die F&E penibel

Forschung & Entwicklung
in % des Gewinns

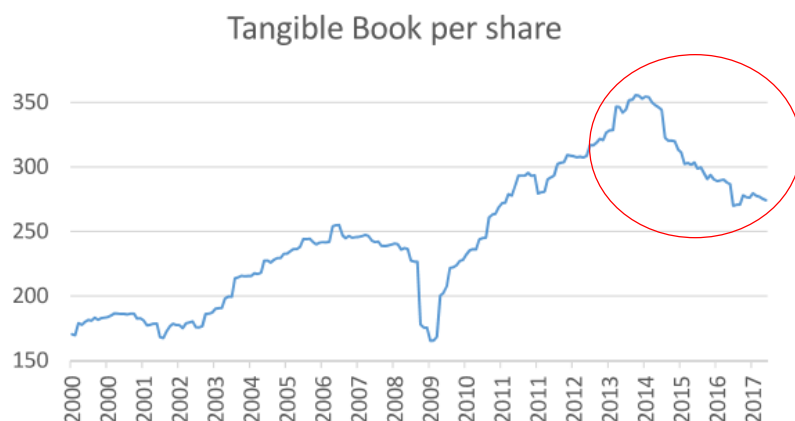


Etwas kann mit den offiziellen Buchwerten nicht stimmen



Die Buchwerte sind optisch hoch

- Und zwar deutlich über die Krisen-Niveaus



Zieht man das Fremdkapital vom Vermögen ab, bleiben immer weniger «fassbare» Vermögen übrig

- Tangible Book besteht v.a. aus Lager, Anlagen, Immobilien und Maschinen

Wie kann das sein?

Es geht ein Krebs-Geschwür um namens Goodwill

Was ist Goodwill?

*Goodwill entsteht bei Firmenübernahmen, wenn der Kaufpreis höher ist als der Buchwert der Firma. Ohne Akquisitionen entsteht auch kein Goodwill in der Bilanz, der auf französisch treffend als «perte de fusion» bezeichnet wird. Technisch gesehen entsteht dieser Fusionsverlust, wenn der Kaufpreis höher ist als die zu Marktpreisen bewerteten Vermögenswerte abzüglich der Schulden. Die Differenz stellt das höhere Potenzial dar, das der Käufer bei der übernommenen Firma sieht, wenn er sie unter seine Kontrolle nimmt. Der Goodwill bleibt in der Bilanz und kann nach internationaler Regelung nur dann reduziert werden, wenn sich die ursprüngliche Einschätzung des genannten Potenzials als zu hoch erweist.
NZZ 2013 «Luft aus der Bilanz ablassen»*

Wir reden nicht vom «guten Goodwill», der Know How und Fähigkeiten verkörpert; dieser darf gar nicht bilanziert werden, wir sprechen ausschliesslich von «schlechtem Goodwill», stammend aus zu teuer bezahlten Firmenübernahmen!

Wie ist es zu interpretieren?

- Goodwill ist im besten Fall heisse Luft
- Es ist absurd, dass das «höhere Potenzial (), das der Käufer bei der übernommenen Firma sieht, wenn er sie unter seine Kontrolle nimmt» bilanziert werden sollte, schliesslich wird generell das unternehmerische Knowhow einer Firma nicht bilanziert, denn es sollte sich in risikoadjustiert überlegenen Renditen manifestieren, und damit im P/E, nicht in immateriellen Vermögensteilen
- Im schlechten Fall ist Goodwill eine Manipulierung der Bilanz wenn das Ziel ist, höhere Eigenkapitalien zu zeigen als effektiv da sind
- Per Saldo ist es ein technischer Kniff, Übernahmen zu überhöhten Preisen zu begünstigen, ein lukratives Geschäft in Zeiten hoher Liquidität, tiefer Zinsen und wenig renditeträchtigen originärer Investitionen in saturierten Gesellschaften

Ist das ein Problem?

- In konjunkturell guten Zeiten bei Optimismus im Aktienmarkt kaum
- Wenn die Wirtschaft und die Märkte drehen, dann könnte das Problem fiktiver Eigenkapitalien allerdings vernichtend werden
- Speziell wenn diese fiktiven Eigenkapitalien substantiell sind
- Wir empfehlen dringend, bei der Analyse von Aktien und Bonds (1) Goodwill komplett vom Eigenkapital zu subtrahieren, (2) jeglichen Goodwill-Aufbau von den Gewinnen abzuziehen und (3) je nach der Höhe von Goodwill/EK komplett von einer Investition abzusehen

Das Goodwill-Problem artet aus

Der Goodwill wächst rasant

- **Wir reden hier nicht von «gutem Goodwill»** wie Patente etc. Diese dürfen gar nicht bilanziert werden
- Wir reden von Akquisitions-Goodwill, also zu teuer bezahlten Käufen, fiktives Eigenkapital
- Goodwill darf in den USA gem. GAAP nicht mehr planmässig, über die Zeit gestaffelt abgeschrieben werden, sondern muss jedes Jahr auf Werthaltigkeit überprüft werden
- Das gibt den Unternehmen viel Spielraum: Wer zu wenig Goodwill abschreibt, der bläst die Gewinne auf: Dem Moral Hazard ist damit Tür und Tor offen gemacht

Goodwill pro Aktie

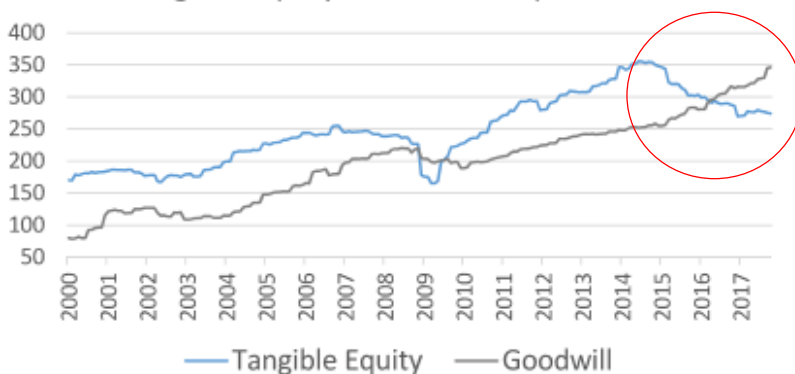


In jedem ETF-Anteil steckt jetzt mehr Goodwill als Tangible Equity!!!

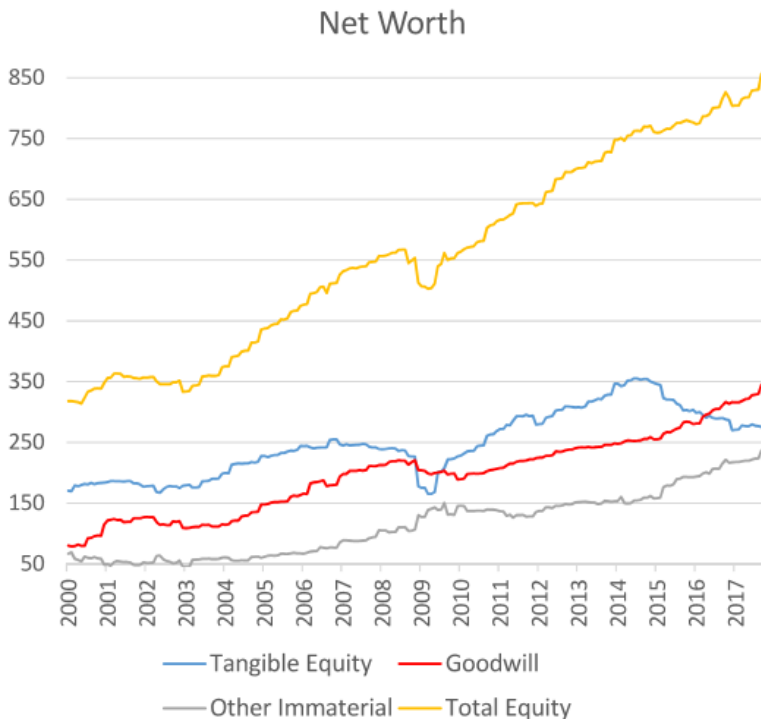
Zieht man die Schulden ab vom Vermögen, dann verbleibt mehr Goodwill als Tangibles

Damit wird aus einer «günstigen» Passivanlage eine undifferenzierte Bewertungsfall

Tangible Equity vs. Goodwill per share



Müssen wir generell umdenken?



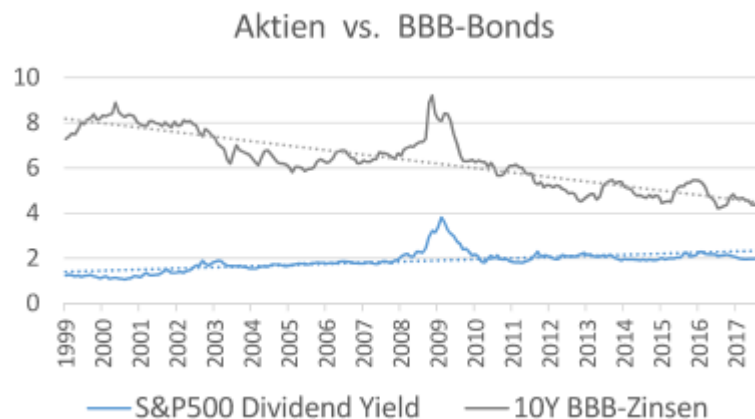
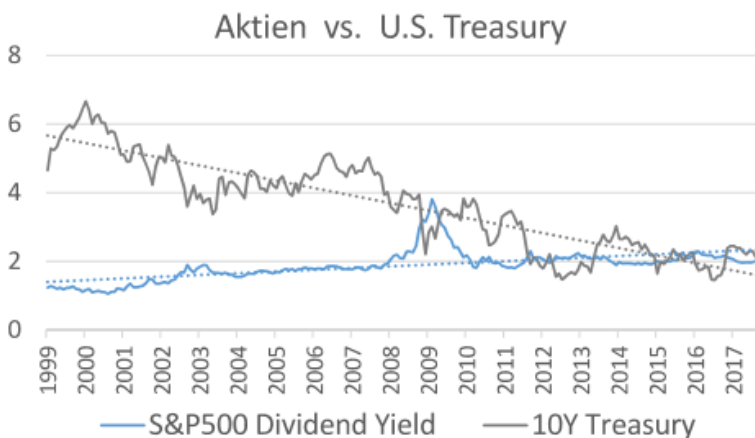
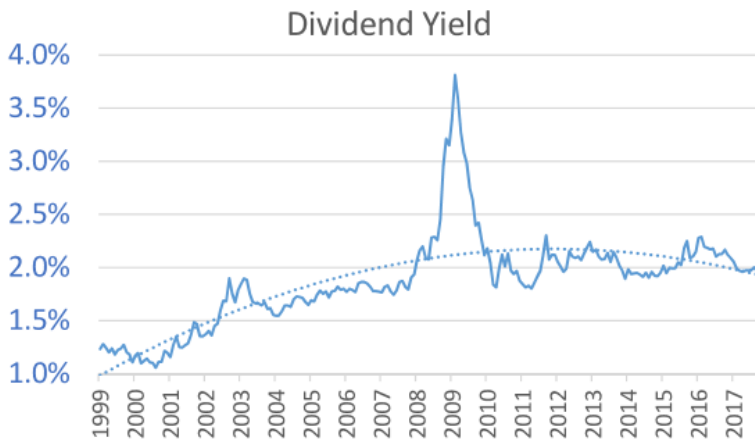
Was wenn Technology-Aktien immer wichtiger werden?

- Technologie-Aktien gelten als «Asset Lite», v.a. im Sinne von Vermögenswerten in Maschinen und Anlagen
- Konventionelle Industrie-Unternehmen im S&P500 haben eine Anlage/Maschinen-Intensität von 33% (Quelle DB), halb so viel wie vor 25 Jahren
- Man sieht bereits einen klaren Shift im Trend
- So wird Tangible Equity relativ gesehen immer unwichtiger, immaterielle Güter ex Goodwill immer wichtiger
- Es sind solche Firmen mit tiefem Capex, welche die Top-Positionen in den Ranglisten der ROE belegen
- Bei grossen Veränderungen wären Vergleiche, die zu tief in die Vergangenheit zurück schauen, nicht mehr zielführend
- Aber: Die Kumulation von Tech-Hypes rund um die letzten Crashes waren von einem Ähnlichen Narrativ begleitet
- **Was aber bleibt ist eine massive Goodwill-Zeitbombe**

Wie geht es den Unternehmen?

- Gewinne
- Schulden
- Substanz
- Dividenden

Stabile, hohe, attraktive Dividenden-Rendite!



- Die Dividenden-Renditen sind auf einem historisch immer noch attraktiven Niveau...
- ...umso mehr wenn man sie mit den Zinsen vergleicht:
- Die Dividenden-Renditen sehen weiterhin sehr attraktiv aus gegenüber Treasury Bond-Zinsen
- Seit dem Lehman-Debakel fluktuiert die Treasury-Rendite um die Dividendenrendite
- Die Dividenden sehen auch gegenüber BBB-Bonds attraktiv aus
- 10Y-BBB-Bonds «verzinsen» sich immer noch deutlich besser als Aktien, aber die Differenz in den Renditen hat sich nach und nach ermässigt
- Allerdings: in den letzten 5 Jahren war die Differenz zwischen BBB-Bonds und dem Dividend Yield des SPX stabil

Extrem hohe Ausschüttungsquote:
Schütten die Firmen Substanz aus?



Satte Dividenden...

- Die Dividenden steigen und sind wieder deutlich über dem Krisen-Niveau

...aber um mit den höheren Aktienpreisen mitzuhalten wächst die Ausschüttungsquote der Gewinne

- Das heisst, um das Dividendenwachstum beizubehalten, wird die Thesaurierung reduziert
- Abgesehen von 2008/09, als der Crash das Bild verzerrt hat, ist die Ausschüttungsquote ausserordentlich hoch

Und das Publikum wird mit Financial Engineering bei Laune gehalten

- Mit der hohen Dividenden-Ausschüttungsrate haben auch die Aktienrückkäufe wieder stark angezogen

Ausgangslage für unseren Blasenindikator

Zwischenfazit:



- Das klassische P/E ist moderat
- Die Gewinnrezession ist vorbei, die Nettogewinne wachsen rasant
- Starke Gewinnmargen
- Die klassische Risikoprämie sieht weiterhin attraktiv aus
- Der Interest Coverage ist sehr hoch
- Der Bilanz-Leverage ist ausserordentlich tief
- Rasantes Wachstum der Buchwerte
- Historisch attraktive Dividendenrendite
- Attraktive Dividendenrendite wenn verglichen mit Bondrendite



- Das P/E mit Rohgewinnen sieht astronomisch hoch aus
- Die Aktienpreise haben sich vom Nominal-BIP abgekoppelt
- Schwache Entwicklung der Bruttogewinne
- Schwache Bruttogewinn-Marge
- Einbruch bei Abschreibungen und Amortisationen
- Die Risikoprämie aus Rohgewinnen und BBB-Zinsen sieht sehr schlecht aus
- Die Schulden explodieren wieder
- Der operative Leverage ist hoch
- Goodwill macht wieder wie vor der Krise 40% des Eigenkapitals aus
- Die Capex sind unterdotiert
- Forschung & Entwicklung ist unterdotiert
- Tangible Equity pro Aktie ist am schrumpfen
- Erhöhte Ausschüttungsquote hält Dividendenrendite im Lot

Die 4 Aktien-Abstürze der letzten 30 Jahre:

Kann man Blasen identifizieren?

8/87

Der **Schwarze Montag** am 19. Oktober 1987 war der erste Börsenkrach nach dem Zweiten Weltkrieg. Der Dow Jones fiel innerhalb eines Tages um 22,6 % (508 Punkte), was den größten prozentualen Absturz innerhalb eines Tages in dessen Geschichte darstellt

-33% Totalkorrektur (S&P500)

7/98

Mit **Asienkrise** wird die Finanz-, Währungs- und Wirtschaftskrise Ostasiens der Jahre 1997 und 1998 bezeichnet. Sie begann im März 1997 in Thailand und griff auf mehrere asiatische Staaten über, insbesondere auf viele der so genannten Tiger- und Pantherstaaten.

-19% Totalkorrektur (S&P500)

8/00

Der Begriff **Dotcom-Blase** ist ein durch die Medien geprägter Kunstbegriff für eine im März 2000 geplatze Spekulationsblase, die insbesondere die sogenannten Dotcom-Unternehmen der New Economy betraf und vor allem in Industrieländern zu Vermögensverlusten für Kleinanleger führte.

-27% Totalkorrektur (S&P500)

10/07

Finanzkrise

-22% Totalkorrektur (S&P500)

Gibt es Gemeinsamkeiten?

Teil-Indikator auf Blasen-Niveau?

Kriterium	8/87	7/98	8/00	10/07
Brutto Sozial Produkt				
Aktienpreise / Wirtschaftswachstum	JA	JA	JA	JA
Verkäufe				
Aktienpreise / Verkäufe	n.a.	JA	JA	JA
Cashflows				
Aktienpreise / Net Income	JA	JA	JA	NEIN
Aktienpreise / EBITDA	n.a.	JA	JA	NEIN
Aktienpreise / Dividenden	JA	JA	JA	NEIN
Leverage				
Aktienpreise / (EBITDA/Gearing)-Verhältnis	n.a.	JA	JA	JA
Intrinsischer Wert				
Aktienpreise / Buchwert	n.a.	JA	JA	NEIN
Aktienpreise / Capex	n.a.	JA	JA	JA
Aktienpreise / Forschungsausgaben	n.a.	JA	JA	JA
Geldmengen				
Aktienpreise / M1	JA	JA	JA	JA
Aktienpreise / M2	JA	JA	JA	JA

Das Verdikt ist gleichzeitig ausserordentlich eindeutig, und auch nachvollziehbar:

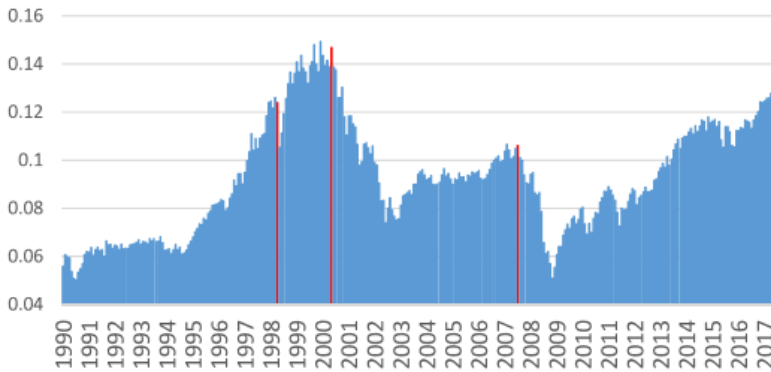
Sämtliche Krisen der letzten 30 Jahren waren charakterisiert von...

- Abkopplung der Aktienpreise von der Wirtschaftsleistung
- Unattraktiven Cash Flows
- Hohem Leverage
- Blase in der intrinsischen Bewertung
- Zu wenig Sauerstoff durch die Notenbanken

Unsere Modellbausteine für den Blasen-Indikator

Analyseperiode: Längste gemeinsame Datenbasis: April 1990-Aktuell

P/BIPnom



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

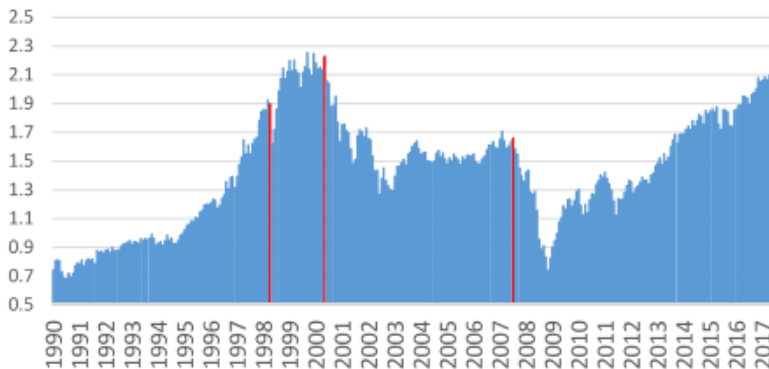
Preis / Nominales BIP

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

Blase

Teuer
Neutral
Billig

P/Sales



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

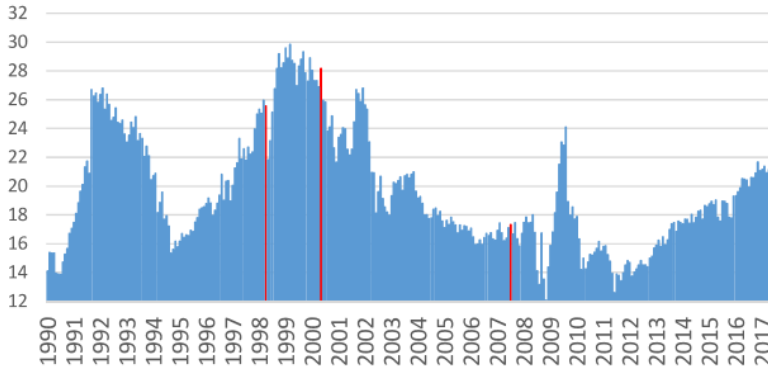
Preis / Verkäufe

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

Blase

Teuer
Neutral
Billig

P/EPS



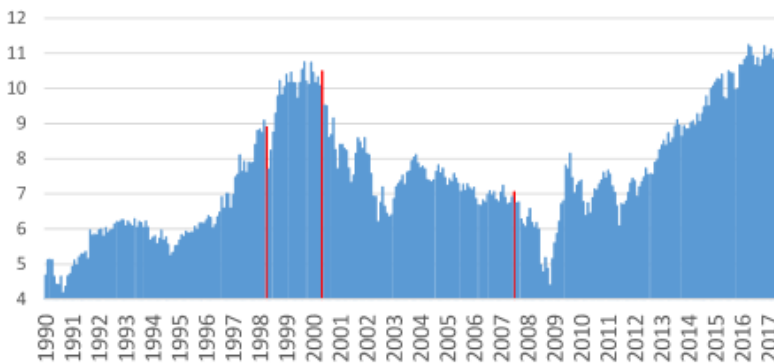
Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

Preis / Net Income

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase
 Teuer
 Neutral
 Billig

P/EBITDA



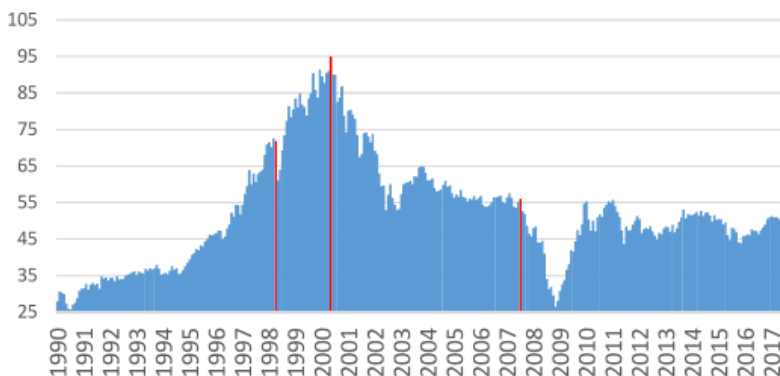
Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

Preis / EBITDA

- Über Niveau von 2007
- Über Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

Blase
 Teuer
 Neutral
 Billig

P/DIV



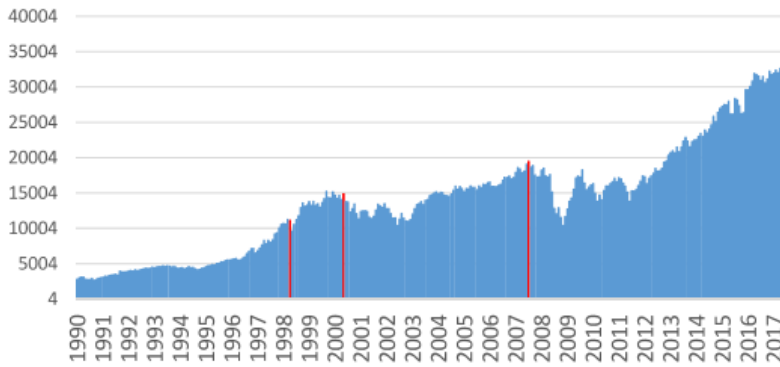
Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

Preis / Dividenden

- Unter Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase
 Teuer
 Neutral
 Billig

P/(EBITDA/DEBT)



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

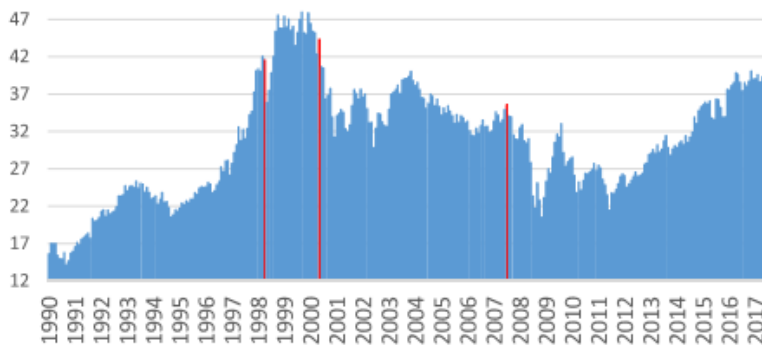
Preis / (EBITDA/Schulden)

- Über Niveau von 2007
- Über Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

Blase

Teuer
Neutral
Billig

P/(EBITDA/GEARING)



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

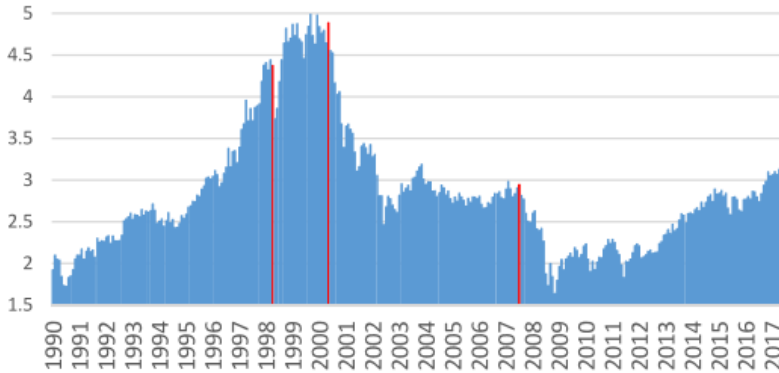
Preis / (EBITDA/Gearing)

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase

Teuer
Neutral
Billig

P/BOOK



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

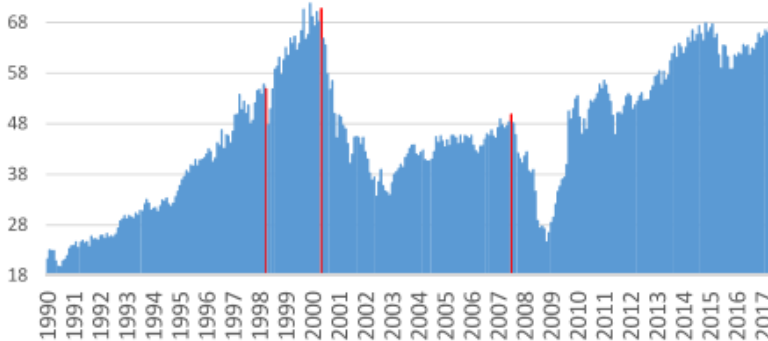
Preis / Buchwert

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase

Teuer
Neutral
Billig

P/R&D



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

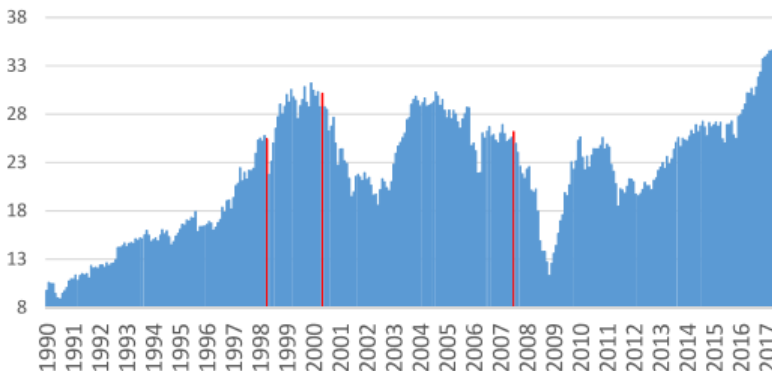
Preis / Forschung&Entwicklung

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

Blase

Teuer
Neutral
Billig

P/CAPEX



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

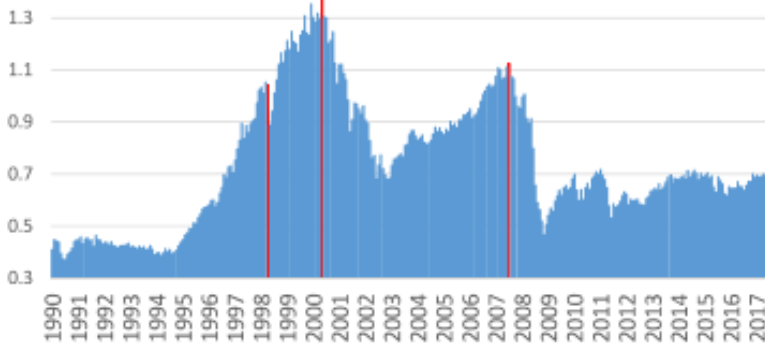
Preis / Capex

- Über Niveau von 2007
- Über Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

Blase

Teuer
Neutral
Billig

P/M1



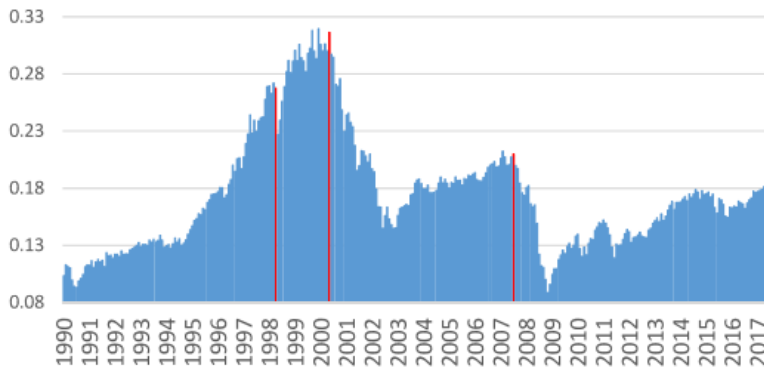
Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

Preis / M1

- Unter Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase
Teuer
Neutral
Billig

P/M2



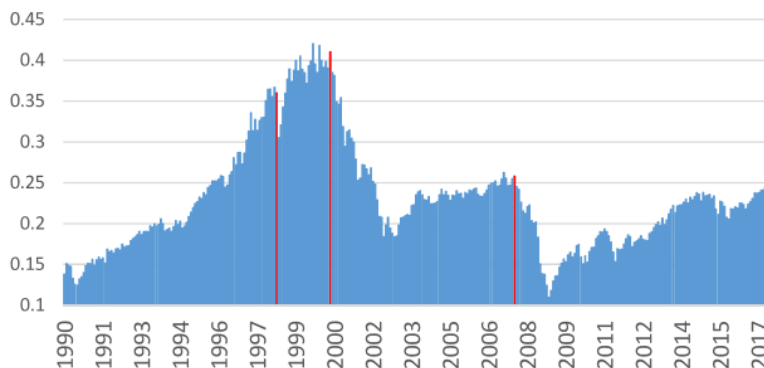
Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

Preis / M2

- Unter Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase
Teuer
Neutral
Billig

P/(M2-M1)



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

Preis / (M2-M1)

- Beim Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase
Teuer
Neutral
Billig

Teil-Indikator auf Blasen-Niveau?

Kriterium	8/87	7/98	8/00	10/07	Aktuell
Brutto Sozial Produkt					
Aktienpreise / BIP	JA	JA	JA	JA	JA
Verkäufe					
Aktienpreise / Verkäufe	n.a.	JA	JA	JA	JA
Cashflows					
Aktienpreise / Net Income	JA	JA	JA	NEIN	NEIN
Aktienpreise / EBITDA	n.a.	JA	JA	NEIN	JA
Aktienpreise / Dividenden	JA	JA	JA	NEIN	NEIN
Leverage					
Aktienpreise / (EBITDA/Gearing)	n.a.	JA	JA	JA	JA
Intrinsischer Wert					
Aktienpreise / Buchwert	n.a.	JA	JA	NEIN	JA
Aktienpreise / Capex	n.a.	JA	JA	JA	JA
Aktienpreise / F&E	n.a.	JA	JA	JA	JA
Geldmengen					
Aktienpreise / M1	JA	JA	JA	JA	NEIN
Aktienpreise / M2	JA	JA	JA	JA	NEIN

Ja!

1987 und 2000 waren unzweifelhaft Blasen

Heute glauben wir, dass –obwohl nicht alle Bereiche blasig sind – man eine Blase konstatieren kann:

- 7 von 11 Bereichen sind in der Blase
- Darunter der wichtige Bruttogewinn, Wirtschaftsleistung, Substanz und Umsatz
- Von den restlichen 4 sind 2 Teuer und 2 Neutral, kein Bereich ist Billig
- Zwei wichtige Aspekte halten die Bewertung hoch: Die Liquidität und die hohen Dividenden; die Dividenden werden durch eine Erhöhung der Ausschüttungsquote gestützt und sind deshalb zweifelhaft
- Verschiedene Bereiche sind sogar deutlich höher als in der Mutter aller Blasen 2000: Aktienpreis/EBITDA, Aktienpreis/risikoadjustierten EBITDA, Aktienpreis/ Capex, alle auf All Time High

Die Zusammensetzung unseres Blasenindikators

Gewichte:

Gewinne 30%

Nettogewinne:	12%
EBITDA:	12%
Dividenden:	6%

Wirtschaft 10%

Nominales BIP:	10%
----------------	-----

Aktivität 5%

Verkäufe:	5%
-----------	----

Verschuldung 25%

Leverage:	12.5%
Schulden:	12.5%

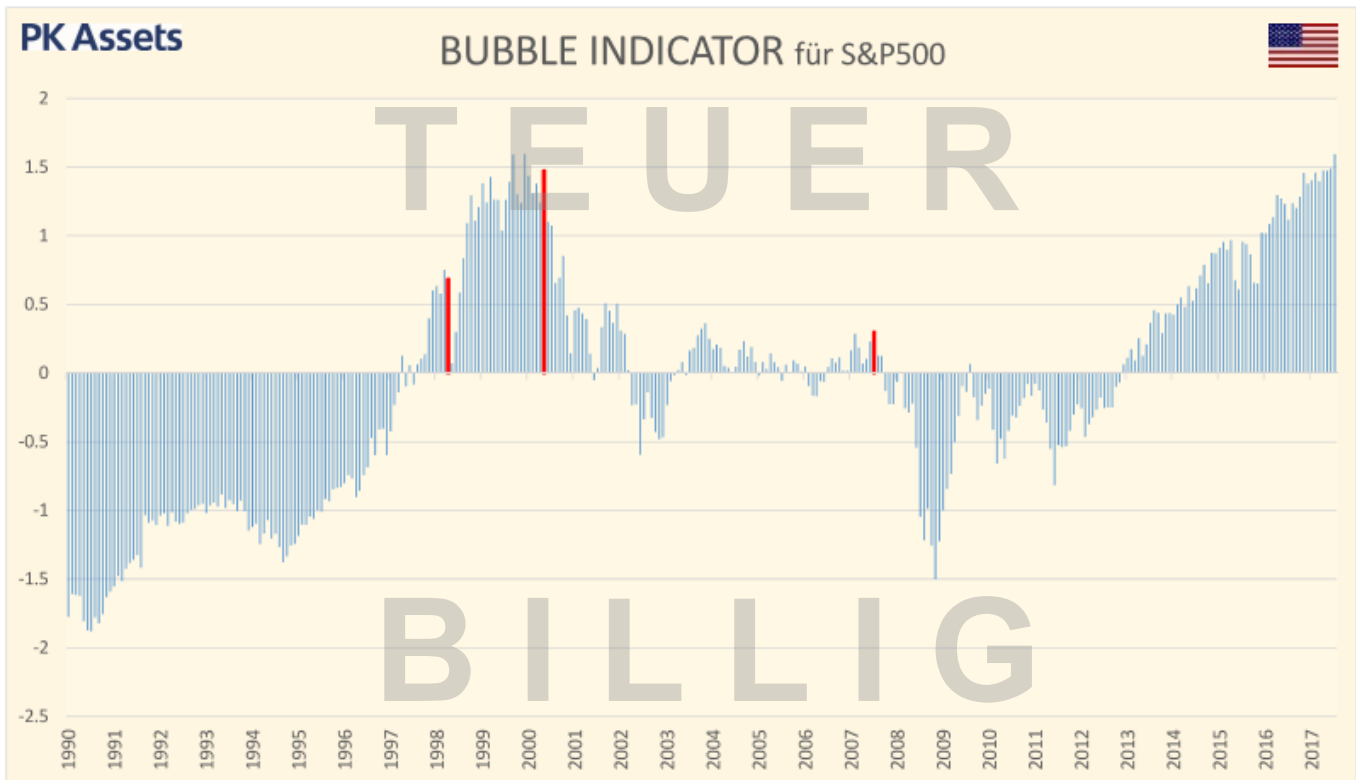
Substanz 25%

Buchwert:	12.5%
F&E:	6.25%
Capex:	6.25%

Geldmenge 5%

M1:	2.5%
M2:	2.5%

Blase!
Auf Niveau Dot Com



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

«Die tiefen Zinsen machen Aktien attraktiv»

«Bei diesen tiefen Zinsen müssen die Leute doch Aktien kaufen»

Es gibt Argumente, warum man die Zinslandschaft verstärkt ins Kalkül nehmen könnte:

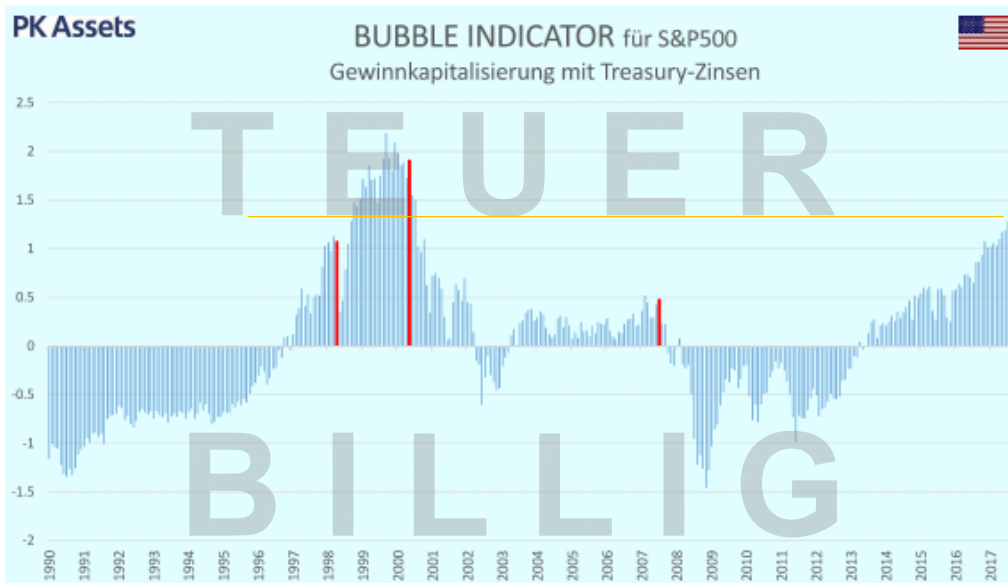
- Gewinn- und Dividendenrenditen von Aktien werden auch gegen die Zinsalternativen verglichen
- Schulden wiegen weniger schwer, wenn die Schuldzinsen tiefer sind
- Zinsen können vielerorts die NPVs der Verbindlichkeiten von Vorsorgewerken nicht mehr decken
- Zinsprodukte können die Renditeanforderungen von PK und Versicherungen kaum mehr decken und sind zunehmend risikobehaftet

Wir bauen die Zinslandschaft wie folgt in den Blasen-Indikator ein:

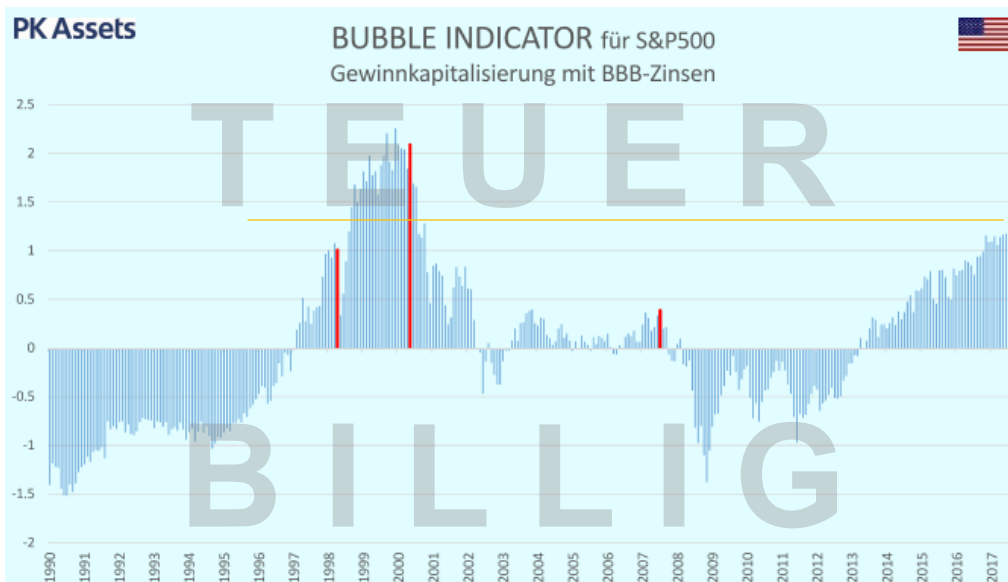
- Wir kapitalisieren die Gewinne und die Dividenden mit den U.S. Treasury-Zinsen bzw. mit den BBB-Zinsen
- Sonst belassen wir das Modell

Wird die aktuelle Bewertung neutraler?

Blasen-Indikator incl. Berücksichtigung Zinslandschaft: Fazit



Zwischen
«teuer»
und
«Blase»!



Nur in der Dot-
Com-Ära war der
Blasen-Indikator
höher

Der **Schwarze Montag** am 19. 10. 1987 war der erste Börsenkrach nach dem Zweiten Weltkrieg (...) Dem Crash gingen keine einschneidenden Ereignisse voraus. Bis heute ist umstritten, welche Faktoren zu diesem Börsencrash führten. Der Dow Jones hatte sich seit 1985 fast verdoppelt; im August 1987 mehrten sich aber Anzeichen für ein Ende der Hausse gelang es dem Kabinett Reagan nicht, die Inflation und das überbordende Handelsdefizit in den Griff zu bekommen. Die Unsicherheit nahm zu, als die US Notenbank zum ersten Mal seit drei Jahren den Leitzins für kurzfristige Kredite an hob. Hinzu kam eine zunehmende Unsicherheit auf den Währungsmärkten und ein Vertrauensverlust in den US Dollar. (...) Die Unsicherheit verstärkte sich noch durch einen Artikel in der darauf folgenden Sonntagsausgabe der New York Times, in der sich der damalige US-Finanzminister James Baker indirekt gegen eine weitere Stützung des Dollarkurses aussprach und damit drohte, den Dollar noch weiter sinken zu lassen, falls Deutschland sich im Zinsstreit nicht kompromissbereit zeige.

Wikipedia „Schwarzer Montag“

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch