

Norbert Keimling, Leiter Kapitalmarktforschung, zur Aussagekraft zyklisch adjustierter Kurs-Gewinn-Verhältnisse

Lassen sich Börsenkurse vorausberechnen?

Anleger konnten in den letzten 100 Jahren mit Aktien im Durchschnitt reale Wertsteigerungen von jährlich ca. 7 Prozent erzielen. Keine andere Anlageform - weder Anleihen, Kasse, Gold oder Immobilien – bot ein vergleichbares Renditepotential. Doch lohnt sich jetzt noch der Einstieg und welche Renditen können Anleger langfristig erwarten?



Der deutsche Aktienindex hat sich in den letzten fünf Jahren seit seinem Tiefstand im März 2009 mehr als verdoppelt. Allein 2013 hat der DAX einen Wertzuwachs von über 25 Prozent erzielt. Bedauerlich ist nur, dass kaum ein Anleger hiervon profitiert hat. Die jüngste BVI-Statistik dokumentiert, dass deutsche Anleger auch 2013 Nettoverkäufer von Aktienfonds waren - mehr als 6 Mrd. EUR wurden abgezogen.

Dass Investoren häufig zum falschen Zeitpunkt ein- und aussteigen, ist nachweislich keine Seltenheit. Doch lassen sich lukrative Kaufgelegenheiten und Gefahren an den Aktienmärkten überhaupt im Vorfeld identifizieren? Die Prognosequalität der Kapitalmarktexperten lässt hieran Zweifel aufkommen. So besteht kaum ein Zusammenhang zwischen den regelmäßig zum Jahresende veröffentlichten Marktprognosen für das kommende Jahr und der tatsächlich folgenden Wertentwicklung. Bereits die Frage ob im folgenden Jahr Aktienkurse eher steigen oder fallen, ist scheinbar kaum zu beantworten. So wurden für die Krisenjahre 2001, 2002 und 2008 von den renommiertesten Kreditinstituten im Mittel jeweils Kurszuwächse im DAX von +20%, +12% und +5% prognostiziert, tatsächlich ver-

buchte der deutsche Aktienindex in diesen Jahren extreme Wertverluste von -20%, -44% und -40%.

Nicht nur Anhänger der Theorie effizienter Kapitalmärkte zweifeln an der Aussagekraft kurzfristiger Aktienmarktprognosen. So basieren traditionell volkswirtschaftliche Ansätze zur Bewertung zukünftiger Aktienmarktpotentiale häufig auf fragwürdigen Annahmen. Das übliche Vorgehen, aus der Konjunktorentwicklung eines Marktes auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen zu schließen und aus der sich ergebenden Aktienmarktbewertung das Aktienmarktpotential abzuleiten, muss scheitern: Die Konjunkturentwicklung lässt sich allenfalls grob prognostizieren, die Gewinnentwicklung globaler Unternehmen koppelt sich zunehmend von der Konjunktur des Heimatlandes ab und das Gewinnwachstum korreliert kurz- bis mittelfristig nur sehr schwach mit der Aktienmarktentwicklung.

Die Aktienkurse werden darüber hinaus kurz- bis mittelfristig von unvorhersehbaren Ereignissen bestimmt. Terroranschläge, Kriegausbrüche, Ölpreisschocks, Notenbankäußerungen, Währungskrisen sowie Behavioral Finance- und Herden-Effekte beeinflussen das kurzfristige Börsengeschehen stärker als berechenbare Fundamentaldaten. Bereits Newton musste vor 300 Jahren schmerzlich eingestehen, dass er die „Bahnen der Himmelskörper bis auf die Sekunde genau berechnen kann, nicht jedoch die Irrationalität der Anleger“.

Welche Aussagekraft hat das klassische Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)?

Bewertungskennzahlen wie das gebräuchliche Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), welches die Unternehmensgewinne



StarCapital
Aktiengesellschaft
Kronberger Str. 45
61440 Oberursel
Deutschland

StarCapital Swiss
Aktiengesellschaft
Schloss Römerburg
Burgstrasse 8
8280 Kreuzlingen
Schweiz

StarCapital
Société anonyme
2, rue Gabriel Lippmann
5365 Munsbach
Luxembourg

eines Marktes ins Verhältnis zum aktuellen Marktpreis setzt, stünden deshalb noch nicht einmal dann in einem verwertbaren Zusammenhang mit zukünftigen Aktienmarkttrenditen, wenn sich die Unternehmensgewinne des Folgejahres exakt prognostizieren ließen. Eine weitere Ursache ist, dass klassische KGVs in Rezessionsjahren wie 2009 unattraktiv scheinen, da das durch Unternehmensverluste hohe oder negative Kurs-Gewinn-Verhältnis das Ertragssteigerungspotential der Unternehmen nach der Krise nicht berücksichtigt.

Zyklisch adjustiertes Kurs-Gewinn-Verhältnis

Doch viele Schwächen klassischer KGVs können ausgeräumt werden. Der Wirtschaftsnobelpreisträger Robert J. Shiller konnte nachweisen, dass die inflationsbereinigten Unternehmensgewinne im amerikanischen Aktienmarkt seit 1871 relativ stabil um 1,6% p.a. wuchsen¹. Da überdurchschnittliche Unternehmensgewinne wirtschaftlich starker Jahre langfristig genauso wenig Bestand haben, wie hohe Unternehmensverluste in Rezessionsphasen, entwickelte er ein zyklisch adjustiertes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV10), welches den aktuellen Marktpreis ins Verhältnis zu den mittleren inflationsbereinigten Gewinnen der vorausgehenden zehn Jahre setzt. Dieses KGV10 misst, ob ein Aktienmarkt im Vergleich zu seinem Gewinnniveau

- zu dem er mit hoher Wahrscheinlichkeit zurückfindet - hoch oder niedrig bewertet ist.

Das KGV10 notierte im amerikanischen Aktienmarkt von 1881-2013 bis auf wenige Ausnahmen in einer Spanne zwischen 10 und 24 und kehrte dabei regelmäßig zu seinem historischen Durchschnittswert von 16,5 zurück (Abb. 1). Lediglich viermal brach es deutlich aus dieser Bandbreite nach oben aus: 1901, 1928, 1966 und 1996. Zu all diesen Jahren wurden plausible Argumente angeführt, weshalb alte Bewertungsmaßstäbe nicht mehr gelten sollten, bspw. die Einführung der Massenproduktion, das Telefon, die Abkehr vom Goldstandard, das Computerzeitalter oder die Globalisierung². Doch die Investoren irrten stets: Jedes dieser Jahre markiert bedeutende Höchststände des S&P 500. Investoren, welche in diesen Überbewertungen investierten, verbuchten in der Regel über 15-20 Jahre reale Kursverluste.

Während hohe KGV10s Gefahren ankündigten, folgten auf attraktive KGV10s und pessimistische Marktstimmungen langfristig überdurchschnittliche Wertsteigerungen. Im S&P 500 unterschritt das KGV10 nur dreimal den Wert von 8: 1917, 1932 und 1980. Jedes dieser Jahre markiert historische Tiefstände des S&P 500 – hohe Renditen von durchschnittlich 10,5 Prozent p.a. folgten über die jeweils folgenden 15 Jahre.

Überbewertungsphasen in der Vergangenheit

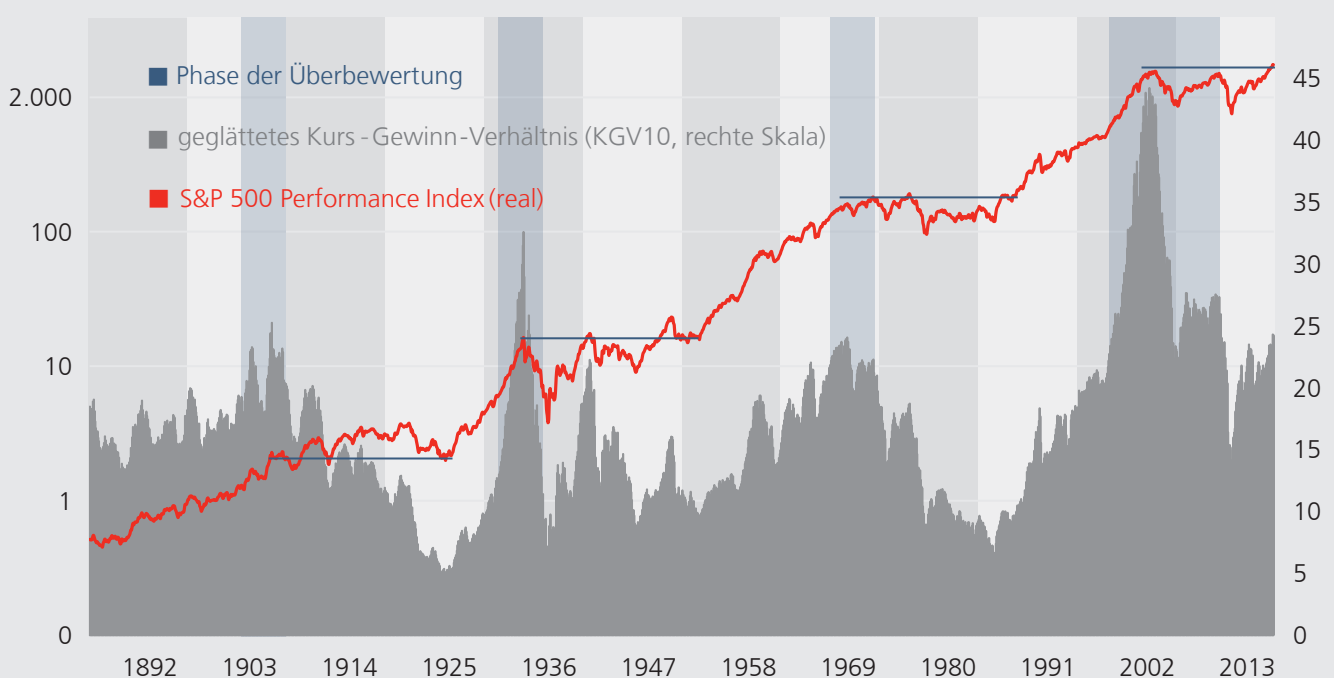


Abbildung 1: Zusammenhang zwischen dem KGV10 und dem inflationsbereinigten S&P 500 Performanceindex in USD im Zeitraum 1881-2013. Die blauen Balken markieren alle Überbewertungsphasen in denen das KGV10 24 überstieg. **Quellen:** Robert J. Shiller, StarCapital.

Internationale Anwendbarkeit

Auch wenn das KGV10 keine brauchbaren kurz- bis mittelfristigen Aktienmarktprognosen erlaubt, so lassen sich realistische Renditeerwartungen für die folgenden 10-15 Jahre ableiten, und dies nicht nur für die USA: Wir konnten diesen Zusammenhang in 14 weiteren Aktienmärkten im Zeitraum von 1979-2013 bestätigen.

In allen untersuchten Ländern konnte ein Zusammenhang zwischen dem KGV10 und den langfristig folgenden Aktienmarktrenditen nachgewiesen werden (Tab. 1). Auf attraktive KGV10-Niveaus von unter 8 folgten im Durchschnitt hohe reale Wertzuwächse von jährlich 13,1% über die folgenden 15 Jahre. Im ungünstigsten Fall von allen 4.083 Beobachtungsperioden wurden noch immer jährliche Folgerenditen von real 5,7% über die folgenden 15 Jahre gemessen, die Mehrzahl der Folgerenditen lag zwischen 10,9% und 14,9%.

Dagegen führten KGV10-Niveaus über 32 zu geringen Wertsteigerungen von durchschnittlich 0,0%. Die Folgerenditen lagen überwiegend zwischen -2,8% und 2,0%.

Während der US-Markt auf Basis der Daten von Robert J. Shiller von 1881-2013 mit einem durchschnittlichen KGV10 von 16,5 bewertet wurde, beträgt das mittlere weltweite KGV10 aller 4.083 Beobachtungsmonate 17,5. Alle Untersuchungswerte ohne den US-Markt, welcher 34,6% aller Beobachtungswerte stellt, führen zu einem mittleren KGV10 von 18,7. Ob die unterschiedlichen mittleren Bewertungsniveaus sowie die z.T. abweichenden Intervall-Folgerenditen auf länderspezifische faire Bewertungsniveaus hindeuten, lässt sich bei den nicht-US-Daten auf Grund der kurzen Untersuchungszeiträume von 34 Jahren, d.h. bei lediglich zwei unabhängigen 15 Jahresperioden, nicht zweifelsfrei feststellen.

Da sich über alle Märkte jedoch insgesamt ein vergleichbarer Zusammenhang zeigt, d.h. die mittleren Bewertungsniveaus, trotz abweichendem Untersuchungszeitraum, unterschiedlichen Märkten und unterschiedlicher Bilanzierungsstandards lediglich um 13% voneinander abweichen, das mittlere KGV10 auch im US-Markt von 1979-2013 höher als über den Gesamtzeitraum ausfällt (21,2) und das KGV10 ohnehin nur grobe Prognosen zulässt, soll im Folgenden von einem international vergleichbaren Zusammenhang ausgegangen werden. Hierfür spricht auch, dass selbst ge-

Zusammenhang KGV10 vs. realer Rendite der 15 Folgejahre (p.a.)

	KGV10			0 - 8			8 - 12			12 - 16			16 - 20			20 - 24			24 - 28			28 - 32			>32		
	Ø	#	Start	min 25%	Med	max 75%	min 25%	Med	max 75%	min 25%	Med	max 75%	min 25%	Med	max 75%	min 25%	Med	max 75%	min 25%	Med	max 75%	min 25%	Med	max 75%	min 25%	Med	max 75%
Australia	16,5	225	1979	11% 12%	11,9%	12% 12%	8% 10%	10,1%	12% 11%	6% 7%	8,2%	12% 9%	4% 5%	5,7%	8% 6%	4% 5%	5,4%	6% 5%	3% 3%	3,2%	3% 3%						
Belgium	14,7	225	1979	15% 16%	16,9%	18% 17%	13% 14%	17,1%	18% 18%	0% 3%	9,4%	17% 11%	0% 2%	7,9%	13% 10%	0% 1%	5,5%	9% 6%	0% 0%	0,0%	0% -1%	-1% -1%	-1,0%	-1% -1%			
Canada	19,6	225	1979	9% 9%	9,4%	11% 10%	5% 7%	8,0%	11% 9%	2% 6%	7,0%	11% 9%	4% 7%	8,9%	11% 11%	6% 8%	8,1%	9% 8%	6% 6%	6,4%	8% 7%	4% 5%	5,1%	6% 5%	4% 4%	4,3%	4% 4%
France	19,9	204	1981	13% 13%	14,0%	16% 15%	13% 14%	14,1%	16% 15%	6% 14%	15,2%	16% 16%	3% 6%	7,3%	15% 9%	2% 5%	6,3%	13% 7%	2% 3%	6,6%	11% 9%	2% 3%	6,1%	9% 8%	1% 1%	1,6%	2% 2%
Germany	18,2	225	1979	13% 13%	13,1%	14% 14%	6% 9%	11,2%	13% 12%	4% 6%	8,6%	14% 12%	2% 5%	5,9%	11% 7%	3% 4%	5,6%	10% 6%	3% 4%	3,7%	7% 4%	2% 3%	3,1%	3% 3%	1% 2%	2,2%	3% 3%
Hong Kong	18,6	95	1990					9,9%	11% 10%	7% 8%	9,1%	10% 10%	4% 6%	7,0%	10% 9%	3% 5%	5,9%	10% 7%	1% 2%	2,0%	4% 4%	1% 1%	0,7%	1% 1%	0% 0%	0,4%	0% 0%
Italy	23,0	53	1994									1% 3%	3,1%	4% 7%	0% 5%	0,0%	1,0%	3% 2%	-1% -1%	-0,5%	0% 0%	-1% -1%	-1,1%	-1% -1%	-4% -3%	-2,9%	-1% -2%
Japan	39,2	225	1979						7% 7%	6,8%	7% 7%	6% 7%	7,2%	8% 8%	5% 5%	5,7%	7% 6%	3% 3%	3,6%	5% 4%	-2% 2%	2,9%	4% 4%	-6% -4%	-2,2%	4% 0%	
Netherlands	12,4	225	1979	14% 15%	16,4%	21% 18%	7% 8%	10,0%	16% 15%	2% 5%	5,6%	10% 7%	2% 3%	4,2%	5% 5%	2% 2%	1,7%	2% 2%	0% 1%	0,8%	1% 1%	0% 0%	0,4%	1% 1%	-1% 0%	-0,3%	0% 0%
Norway	14,4	225	1979	12% 13%	13,4%	14% 14%	3% 6%	9,4%	14% 11%	3% 6%	6,8%	12% 8%	1% 4%	5,4%	8% 7%	2% 6%	6,3%	7% 7%	4% 5%	5,0%	6% 5%	4% 4%	4,4%	4% 4%			
Singapore	22,4	189	1982					7,7%	9% 8%	6% 7%	7,4%	8% 8%	3% 5%	5,2%	9% 8%	2% 3%	4,1%	8% 7%	2% 3%	4,5%	8% 6%	-1% 2%	2,7%	4% 3%	-1% 0%	1,9%	3% 3%
Spain	16,9	104	1990					12,5%	15% 14%	8% 10%	9,9%	13% 11%	4% 5%	7,6%	9% 9%	1% 2%	2,6%	3% 3%	2% 2%	2,1%	3% 2%	1% 1%	1,5%	2% 0%	0% 0%	0,1%	0% 0%
Switzerland	18,8	225	1979	8% 11%	12,2%	16% 14%	8% 10%	14,3%	16% 15%	9% 10%	11,9%	14% 13%	7% 9%	9,6%	13% 11%	4% 6%	6,7%	8% 7%	4% 5%	5,1%	6% 6%	4% 4%	4,0%	4% 4%	2% 2%	2,5%	4% 3%
UK	15,3	225	1979	11% 12%	12,3%	14% 13%	11% 12%	12,6%	14% 13%	4% 6%	7,2%	11% 8%	2% 3%	4,2%	7% 5%	2% 2%	2,3%	3% 2%	2% 2%	1,8%	2% 2%	2% 2%					
S&P 500	16,5	1.413	1881	6% 8%	10,1%	15% 13%	1% 8%	10,2%	16% 13%	1% 4%	6,8%	13% 9%	-2% 3%	5,4%	11% 7%	-2% 0%	2,0%	8% 4%	0% 1%	3,0%	4% 4%	0% 0%	2,3%	3% 3%	-1% 2%	2,0%	3% 2%
Alle Länder	17,5	4.083	1881	6% 11%	13,1%	21% 15%	1% 8%	10,6%	18% 13%	0% 6%	7,5%	17% 10%	-2% -4%	5,9%	15% 8%	-2% 2%	4,2%	13% 6%	-1% 3%	4,2%	11% 6%	-2% 1%	2,8%	9% 4%	-6% -3%	0,0%	4% 2%

Tabelle 1: Alle Rendite-Angaben inflationsbereinigt, in lokaler Währung, inkl. Dividendenerträgen sowie annualisiert. Das „Start“-Datum entspricht dem Jahr an dem erstmals ein KGV10 berechnet werden konnte. Die letzte berücksichtigte 15-Jahresperiode umfasst den Zeitraum 09/1998-09/2013, insgesamt wurden 4083 Monate in 15 Ländern ausgewertet (#). Das durchschnittliche KGV10 entspricht dem arithmetischen Mittelwert über den berücksichtigten Untersuchungszeitraum, z.B. von 1881-2013 im US-Markt. Die Min- und Max-Spalten stellen das im jeweiligen Land beobachtete Minimum und Maximum bzw. die 25%/75%-Quantile der realen 15-Jahresrenditen dar (Med entspricht Median). **Quelle:** S&P 500: Robert J. Shiller, übrige Länder: Woldscope, Thomson Reuters sowie eigene Berechnungen.

ring korrelierte Märkte wie Japan mit KGV10-Niveaus von über 50 im Einklang mit dem unterstellten Zusammenhang stehen und den im US-Markt nachgewiesenen Zusammenhang tendenziell ergänzen (Abb. 2).

Mit einer Korrelation von -0,7 besteht zwischen dem KGV10 und den langfristigen Folgerenditen am Aktienmarkt ein stärkerer statistischer Zusammenhang als zwischen den jährlichen Renditen des DAX und des S&P 500 im Zeitraum von 1973-2013 (Korrelation 0,6). Ein weiterer Vergleich: Die Gewinnentwicklung der Unternehmen und die Renditen der jeweils folgenden 15 Jahre wiesen im US-Markt von 1881-2013 nur eine halb so hohe Korrelation auf (Korrelation 0,4). Das KGV10 erlaubt damit zuverlässigere Langfristprognosen als korrekt geschätzte langfristige Gewinnwachstumsraten.

Welche Aktienmarktrenditen können Anleger aktuell erwarten?

Der deutsche Aktienmarkt wird derzeit mit einem KGV10 von 17,3 bewertet. In den letzten 140 Jahren folgten auf Perioden mit vergleichbaren Bewertungen im Mittel Wertsteigerungen von jährlich 6,4% über die folgenden 15 Jahre (real), die Mehrzahl der 15-Jahresperioden wies eine Wert-

steigerung von 4,3% bis 7,6% auf (Tab. 2). Unterstellt man eine (konservative) Inflationsrate von einem Prozent³, ist damit ein DAX-Stand von ca. 27.000 Punkten im Jahr 2029, in einer wahrscheinlichen Bandbreite von 20.100-32.000 Punkten realistisch.

Noch deutlich mehr Potential bieten andere europäische Aktienmärkte, wie bspw. Italien. Auf das aktuelle KGV10 von 8,8 folgten historisch in der Regel reale Wertzuwächse von 9,3% bis 13,9% p.a., niemals folgten auf derart attraktive Bewertungen langfristig Wertverluste. Ähnlich attraktive Renditeaussichten ergeben sich in Märkten wie Spanien oder Belgien.

Enttäuschend fällt hingegen das Renditepotential des US-Marktes aus. Mit einem KGV10 von 24,6 notiert der Aktienmarkt ca. 50% über seiner historischen Durchschnittsbewertung. In der Regel folgten langfristig auf diese Bewertungen lediglich Wertzuwächse von 2,2% bis 5,8% p.a., nahezu ausschließlich folgten unterdurchschnittliche Kurszuwächse. Anleger, die sich langfristig mit hohen Renditeerwartungen im US-Markt engagieren, sollten hierfür deshalb gute Gründe vorweisen können, denn eine solche Entwicklung würde 130 Jahren Börsenerfahrung widersprechen⁴.

Zusammenhang KGV10 vs. realer Rendite der 15 Folgejahre (p.a.)

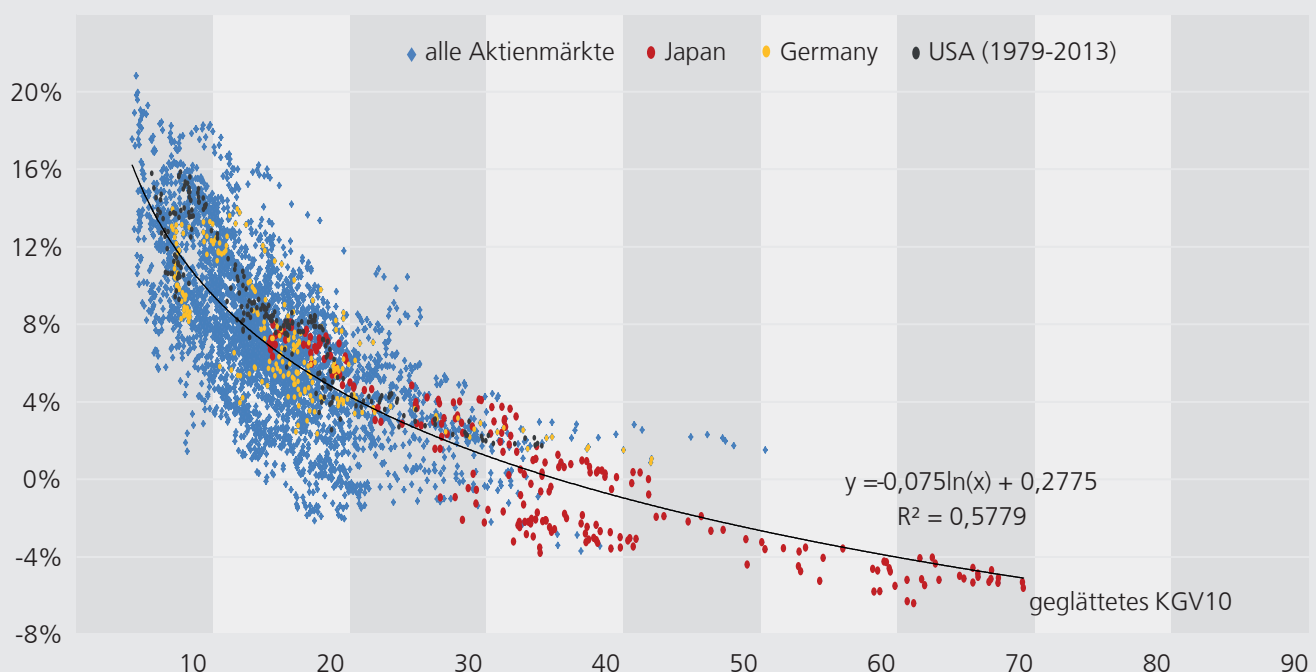


Abbildung 2: Zusammenhang zwischen dem KGV10 und den Renditen der 15 Folgejahre im Zeitraum 1881-2013 (US) sowie 1979-2013 (sonstige Märkte). Die USA, Japan und Deutschland sind im einheitlichen Zeitraum 1979-2013 exemplarisch hervorgehoben. Alle Rendite-Angaben inflationsbereinigt, in lokaler Währung, inkl. Dividendenrenditen sowie annualisiert. Quelle: S&P 500: Robert J. Shiller, übrige Länder: Woldscope, Thomson Reuters sowie eigene Berechnungen.

Die vorausgehende Untersuchung unterstellt, dass sich Überbewertungen stets in einem ähnlichen Verlauf über 15 Jahre abbauen. Die „Mean Reversion“ verläuft in der Praxis jedoch unterschiedlich. So folgte auf die US-Überbewertung von 1929 (KGV10 32,6) ein Aktienmarkttrückgang von über 75% in nur drei Jahren. Die außergewöhnliche Kursreaktion führte im Jahr 1932 nicht nur zu einem attraktiven KGV10 von 5,6, sondern auch zu einer der stärksten Aufwärtsbewegungen im US-Markt. Im Gegensatz hierzu mündete die Überbewertung von 1966 (KGV10 24,1) in eine knapp 20 Jahre währende Seitwärtsbewegung mit hoher Volatilität.

Szenario-Analyse für den deutschen Aktienmarkt am Beispiel des DAX

Je nach Marktumfeld folgen auf ähnliche Bewertungen stark unterschiedliche Aktienmarktverläufe. Diese unterschiedlichen Formen der „Mean Reversion“ können anhand von Szenario-Analysen beschrieben werden. In Abbildung 3 wird exemplarisch am deutschen Markt dargestellt, welchen Verlauf Aktienmärkte in den letzten 140 Jahren bei vergleichbaren Bewertungen über die folgenden 1 bis 15 Jahre nahmen.

Das aktuelle deutsche KGV10 von 17,3 liegt im KGV10-Untersuchungsintervall von 16-20. Weltweit wurde seit 1881 in 964 Monaten ein KGV10 von 16-20 gemessen. Wie bereits ausgeführt, wurden im Mittel über die folgenden 15 Jahre reale Wertzuwächse von jährlich 6,4% erzielt, was bei einer konservativ unterstellten Inflationsrate von 1% einem DAX-Stand von 27.000 Punkten im Jahr 2028 entsprechen würde.

Der abgebildete Szenario-Korridor gibt jedoch auch über mittelfristige Chancen und Risiken Auskunft. Entfernt man Ausreißer (20% der Beobachtungsperioden) wird deutlich, dass der DAX auf Sicht von drei Jahren jederzeit auf 7.900 Punkte zurückfallen (-15% vom aktuellen Kursniveau), aber auch auf 17.600 Punkte (+89%) steigen kann. Historisch entspräche ein DAX-Verlauf in dem in Abbildung 3 grau markierten Bereich der wahrscheinlichsten Entwicklung. Nur in 10% aller Untersuchungsperioden wurden niedrigere Renditen beobachtet⁵.

Szenario-Analyse für den US-Aktienmarkt

In den letzten 132 Jahren wurden weltweit 287 Beobachtungsperioden mit einem KGV10 von 22-26 gemessen. Die-

Welche Aktienrenditen können Anleger langfristig erwarten (p.a., real)

Land	KGV10	Max	0,75%	Prognose	US-Daten	0,25-Quantil	Min
Australia	16,2	16,2%	8,3%	6,9%	5,6%	5,2%	-0,5%
Belgium	12,2	18,3%	11,9%	9,0%	7,7%	7,1%	1,2%
Canada	18,6	15,2%	7,6%	5,8%	4,5%	4,3%	-2,1%
France	13,8	16,8%	9,7%	8,1%	6,8%	5,9%	-0,1%
Germany	17,3	15,2%	7,6%	6,4%	5,1%	4,3%	-2,1%
Hong Kong	18,2	15,2%	7,6%	6,0%	4,7%	4,3%	-2,1%
Italy	8,8	18,4%	13,9%	11,4%	10,3%	9,3%	1,4%
Japan	23,9	10,9%	5,8%	3,9%	2,5%	2,2%	-2,0%
Netherlands	14,5	16,8%	9,7%	7,7%	6,4%	5,9%	-0,1%
Norway	12,3	18,3%	11,9%	8,9%	7,7%	7,1%	1,2%
Singapore	12,9	18,3%	11,9%	8,6%	7,3%	7,1%	1,2%
Spain	10,3	18,3%	13,3%	10,3%	9,1%	8,4%	1,4%
Switzerland	21,6	13,4%	6,2%	4,7%	3,3%	2,1%	-2,0%
United Kingdom	12,6	18,3%	11,9%	8,8%	7,5%	7,1%	1,2%
United States	24,6	10,9%	5,8%	3,7%	2,3%	2,2%	-2,0%
World AC	18,2	15,2%	7,6%	6,0%	4,6%	4,3%	-2,1%
Developed Markets	18,5	15,2%	7,6%	5,9%	4,5%	4,3%	-2,1%
Emerging Markets	14,6	16,8%	9,7%	7,6%	6,3%	5,9%	-0,1%
Europe	13,6	16,8%	9,7%	8,1%	6,9%	5,9%	-0,1%

Tabelle 2: Die Renditeschätzung basiert auf dem Zusammenhang zwischen KGV10 und zukünftigen Folgerenditen von 1881-2013 (US) sowie 1979-2013 (international), wobei die Renditeprognose auf Basis einer Regressionsfunktion ermittelt wurde und die Intervalle den 25%- und 75%-Quantilen vergleichbarer Bewertungsphasen entsprechen. Die Prognose der Spalte „US-Daten“ basiert ausschließlich auf aus dem US-Markt abgeleiteten Daten. Alle Angaben real, in lokaler Währung und inkl. Dividendenerträgen per 31.01.2014. Weitere Informationen unter www.starcapital.de. **Datenquellen:** Thomson Reuters, StarCapital.

ses Intervall entspricht grob der aktuellen US-Bewertung von 24,6. Im Mittel folgten auf vergleichbare Bewertungen über die folgenden 15 Jahre reale Wertzuwächse von 3,7% p.a. bei einer wahrscheinlichen Bandbreite von 2,2% bis 5,8%. Unterstellt man eine Inflation von 1% sowie eine Wiederanlage der Ausschüttungen, sollte der S&P 500 2028 mit hoher Wahrscheinlichkeit zwischen 2.800 und 4.800 Punkten notieren⁶.

Auf die höhere fundamentale Bewertung folgten im Vergleich zum deutschen Aktienmarkt nicht nur langfristig deutlich geringere Wertzuwächse, auch der Aktienmarkverlauf wies in der Regel eine deutlich höhere Volatilität auf. Auf Sicht von drei Jahren erscheint bei einer Ausreißerbereinigung von 20% ein S&P 500 Stand von 1.400 (-21%) bis 3.800 (+113%) Punkten realistisch⁷. Die Wahrscheinlichkeit einer volatilen Seitwärtsbewegung fällt jedoch ungleich höher aus als im attraktiver bewerteten deutschen Aktienmarkt. So ist ein Kursniveau von 1.400 Punkten selbst bis 2019 noch durchaus wahrscheinlich (Abb. 4).

Fazit

Die Aktienanlage ist langfristig nicht nur die lukrativste, sondern über lange Zeiträume und unter Berücksichtigung

von Inflation und Liquidität auch eine der sichersten Anlageformen überhaupt. Gleichwohl unterliegt die Aktienanlage kurz- bis mittelfristig hohen Schwankungen und das strategische Renditepotential wird maßgeblich vom Einstiegszeitpunkt bestimmt. Es ist Ziel dieser Untersuchung, zu beantworten, wie erfolgreich sich der Einstiegszeitpunkt anhand des zyklisch adjustierten KGV10 auswählen lässt und ob der Indikator Aussagen zu den langfristig zu erwartenden Aktienmarktrenditen zulässt.

Die vorliegende Untersuchung kommt zu dem Ergebnis, dass sich die langfristigen Aktienmarktrenditen von 15 Aktienmärkten relativ zuverlässig auf Basis eines zyklisch adjustierten KGV10 prognostizieren lassen. Das Konzept hat sich über die letzten 130 Jahre im US-Markt sowie in 14 weiteren Aktienmärkten im Zeitraum von 1979-2013 bewährt. Es ist zu vermuten, dass dieser Zusammenhang auch in anderen Märkten auftritt, wenngleich wir diese Theorie auf Grund der Datenverfügbarkeit nicht empirisch überprüfen können. Auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse lassen sich langfristige Aktienmarktprognosen für verschiedene Märkte für die kommenden 15 Jahre erstellen.

Wir kommen insgesamt zu dem Ergebnis, dass Investoren, die sich nicht im Gleichklang mit der Masse der Anleger

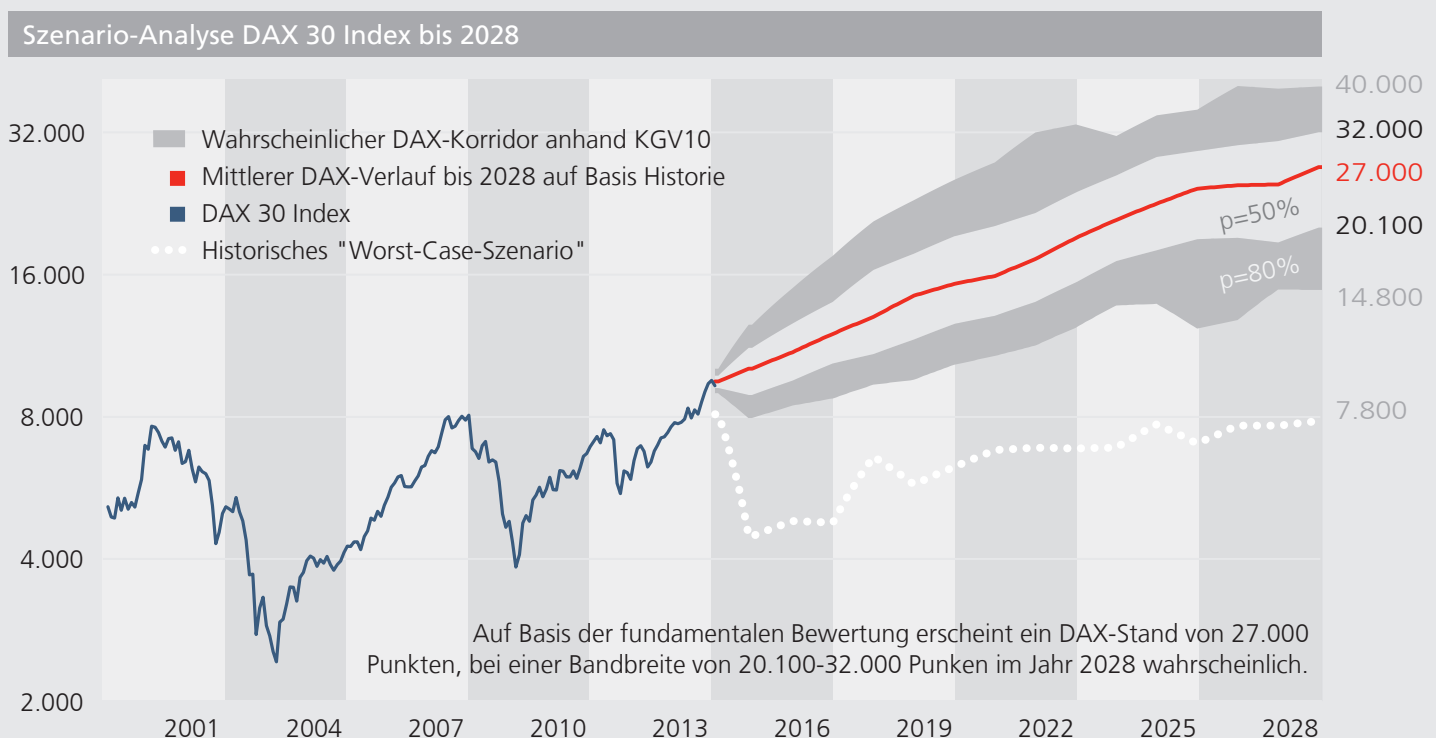


Abbildung 3: Der deutsche Aktienmarkt wird zum 31.01.2014 mit einem KGV10 von 17,3 bewertet. Abgebildet sind die durchschnittlichen Folgerenditen über 1 bis 15 Jahre, welche weltweit auf vergleichbare KGV10-Bewertungen folgten (KGV10-Intervall 16-20). Es wurde eine Inflation von 1% sowie eine Wiederanlage von Dividenden unterstellt. Das „Worst-Case“-Szenario entspricht der jeweils niedrigsten Folgerendite, die jemals auf eine vergleichbare Bewertung folgte.

benchmarknah mit hohem USA-Gewicht positionieren, langfristig mit jährlichen Wertsteigerungen von ca. 6% noch über die Inflationsrate hinaus rechnen können. Insbesondere einige europäische Aktienmärkte, aber auch ausgewählte Emerging Markets zeichnen sich derzeit durch signifikante Unterbewertungen aus und bieten strategischen Investoren interessante Einstiegschancen. Keine andere Anlageklasse bietet derzeit ein ähnliches Potential.

Fußnoten und Quellenangaben

¹ Shiller, Robert J., Irrational Exuberance, Princeton 2000 sowie Stock Market Data Used in „Irrational Exuberance“, http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls.

² Malkiel, Burton G., Börsenerfolg ist (k)ein Zufall, Finanzbuch Verlag 2000.

³ Die Untersuchung unterstellt, dass die Aktienmärkte auf Grund ihres Sachwert-Charakters langfristig einen Inflationsschutz bieten. Die Inflationsrate von 1% p.a. wurde bewusst konservativ geschätzt, damit die Untersuchungsergebnisse nur eine geringe Abhängigkeit von dieser Annahme aufweisen.

⁴ Einige Autoren führen an, dass die geglätteten 10 Jahres-Gewinne auf Grund von zwei Finanzkrisen mit extremen Gewinnrückgängen die tatsächliche Ertragskraft unterschätzen. Auch wenn dies nicht ausgeschlossen werden kann, ist anzumerken, dass selbst das aktuelle KGV von über 19 klar über historischen Durchschnittswerten liegt (85%-Quantil) und die mittleren 10-Jahresgewinne trotz Rezessionen noch immer oberhalb des langfristigen Gewinnwachstums notieren (vgl. Asness, Clifford, An Old Friend: The Stock Markets Shiller P/E, AQR, 2012.). Obwohl Autoren wie Siegel (Siegel, Jeremy J., The Shiller CAPE Ratio: A New Look, 2013) den KGV10-Ansatz nicht in Frage stellen, werfen sie doch die Frage auf, ob das aktuelle KGV10 das Marktpotential auf Grund geänderter Bilanzierungsstandards (insbes. Goodwill-

Bilanzierung) und dauerhaft höherer Margen als Folge gestiegener internationaler Erträge unterschätzt. Siegel empfiehlt bspw. eine Nutzung von um Abschreibungen bereinigten NIPA- statt „Standard and Poor's“-Earnings, was zu attraktiveren KGV10-Bewertungen führt. Wenngleich das US-KGV10 in den letzten Jahrzehnten signifikant über den historischen Erfahrungswerten liegt und ein Systembruch deshalb nicht auszuschließen ist, ist anzumerken, dass die Nutzung der NIPA-Earnings die gesamte US-Wirtschaft und nicht den unterschiedlich zusammengesetzten S&P 500 abbildet, die NIPA-Zeitreihen über keine vergleichbar lange Historie verfügen um die Theorie empirisch zu bestätigen und dass das KGV10-Konzept einer zyklischen Gewinnadjustierung erst durch die Glättung außergewöhnlicher Ertragsjahre seinen Mehrwert erhält. Hinzu kommt, dass die Prognosen für die letzte 15-Jahresperiode (1998-2013) keine signifikant höheren Abweichungen zu den historischen Erfahrungswerten aufweisen – im Gegenteil, die geringen 15-Jahresrenditen nach Platzen der New-Economy-Blase wurden treffender prognostiziert als zahlreiche vorausgegangene Krisen.

⁵ Das abgebildete „Worst-Case-Szenario“ entspricht der jeweils geringsten auf eine vergleichbare Bewertung folgenden Rendite. Obwohl der Eintritt dieses - auf negativen Ausreißern - basierenden Szenarios unwahrscheinlich ist, gibt diese Betrachtung eine gute Indikation, welchen Einfluss Extremereignisse wie Weltkriege, Depressionen oder Finanzkrisen in der Vergangenheit hatten. In einem derartigen Worst-Case-Fall wäre auf Basis der Historie auch ein DAX-Stand von 4.500 Punkten auf Sicht von 3 Jahren denkbar. Genauso wahrscheinlich wäre allerdings auch ein DAX-Stand von 28.400 Punkten (im Chart auf Grund des Ausreißer-Charakters nicht abgebildet). Hierbei ist jedoch anzumerken, dass das aktuelle KGV10 von 17,3 am unteren Rand des KGV10-Intervalls von 16-20 notiert und die Szenario-Analyse deshalb tendenziell konservativ ausfällt.

⁶ Der als Preisindex konzeptionierte S&P 500 Index berücksichtigt keine Dividendenzahlungen. Da die Dividendenzahlungen jedoch ein elementarer Bestandteil der Renditeerwartung sind und um die Vergleichbarkeit zwischen der DAX- und S&P500-Untersuchung herzustellen, beziehen sich alle Angaben auf den S&P 500-Performance-Index (Quelle: Thomson Reuters), indexiert auf den S&P 500 Preisindex per 31.01.2013.

⁷ Im Worst-Case fielen die Kurse des S&P 500 bei ähnlichen Bewertungen auf 603, was einem Kursverlust von -66% entsprechen würde (siehe auch Fußnote 5).

Szenario-Analyse S&P 500 Index bis 2028

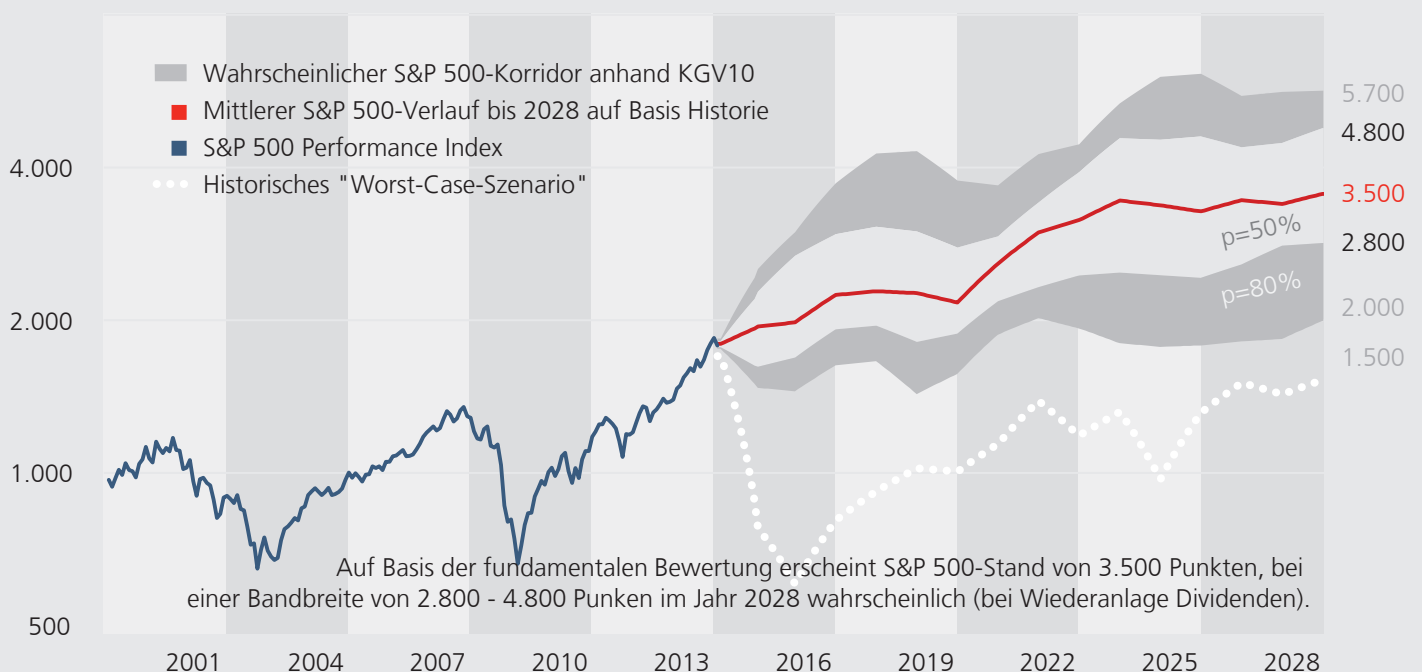
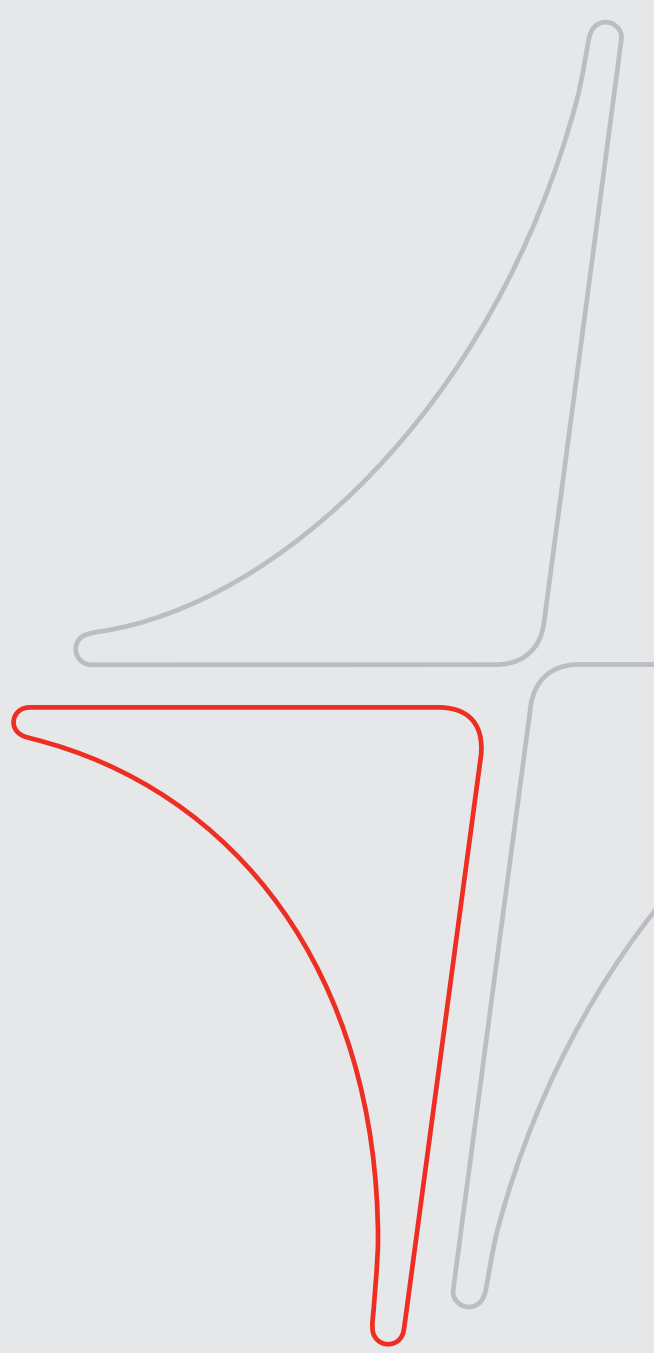


Abbildung 4: Der amerikanische Aktienmarkt wird aktuell mit einem KGV10 von 24,6 bewertet. Abgebildet sind die durchschnittlichen Folgerenditen über 1 bis 15 Jahre, welche weltweit auf KGV10-Bewertungen von 22 bis 26 folgten. Es wurde eine Inflation von 1% sowie eine Wiederanlage von Dividenden unterstellt⁶. Das „Worst-Case“-Szenario entspricht der jeweils niedrigsten Folgerendite, die jemals auf eine vergleichbare Bewertung folgte.



Das Ganze sehen, die Chancen nutzen.

Impressum

Herausgeber: StarCapital AG, Kronberger Str. 45, D-61440 Oberursel
Tel: +49 6171 6 94 19-0, Fax: +49 6171 6 94 19-49
Vertriebsstelle StarCapital AG, Kronberger Str. 45, D-61440 Oberursel
Deutschland: Tel: +49 6171 6 94 19-0, Fax: +49 +49 6171 6 94 19-49
Vertriebsstelle StarCapital Swiss AG, Burgstrasse 8, CH-8280 Kreuzlingen
Schweiz: Tel: +41 71 68685-85, Fax: +41 71 68685-89
Redaktion: Dipl.-Wirt. Inf. Norbert Keimling,
Dipl. MSD Jan-André Huber

E-Mail Redaktion: info@starcapital.de
Erscheinungsort: Luxemburg, Oberursel
Quellenhinweis: Soweit nicht anders gekennzeichnet, wurden Tabellen
und Charts auf Basis von Thomson Reuters Datastream
und Bloomberg erstellt.

Besonderer Hinweis: Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Informationen, Meinungen und Prognosen stützen sich auf Analyseberichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationen muss dennoch ausgeschlossen werden. Eine Haftung für mittelbare und unmittelbare Folgen der veröffentlichten Inhalte ist somit ausgeschlossen. Insbesondere gilt dies für Leser, die unsere Investmentanalysen und Interviewinhalte in eigene Anlagedispositionen umsetzen. So stellen weder unsere Musterdepots noch unsere Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren einen Aufruf zur individuellen oder allgemeinen Nachbildung, auch nicht stillschweigend, dar. Handelsanregungen oder Empfehlungen stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten dar. Diese Publikation darf keinesfalls als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die Zukunft. In Fällen, in denen sich das Management zu bestimmten Wertpapieren äußert, sind wir als Firma, als Privatpersonen, für unsere Kunden oder als Berater oder Manager der von uns betreuten Fonds in der Regel unmittelbar oder mittelbar in diesen Wertpapieren investiert. Ein auf unsere Äußerungen folgender positiver Kursverlauf kann also den Wert des Vermögens unserer Mitarbeiter oder unserer Kunden steigern. Im Regelfall ist das Management der Firma StarCapital AG in den eigenen Fonds investiert. Sie können auf unserer Website in den Rechenschaftsberichten und Halbjahresberichten lückenlos feststellen, welche Wertpapiere unsere Fonds zu bestimmten Stichtagen hielten. Aktuelle Daten sind im Regelfall für alle Fonds und für die größten Fondspositionen auf den Factsheets zu unseren Fonds auf unserer Website zu finden. Die Aktien, die die StarCapital AG in Ihren Fonds und in dem von ihr betreuten Portfolios und Sondervermögen hält, können Sie unseren Geschäfts- und Rechenschaftsberichten entnehmen. Alle Rechte vorbehalten. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Anteilserwerb dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung, sie geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind: der ausführliche und vereinfachte Verkaufsprospekt, das Verwaltungsverglement sowie die Berichte. Diese sind kostenlos bei StarCapital AG, Ihrem Berater oder Vermittler, den Zahlstellen, der zuständigen Depotbank oder bei der Verwaltungsgesellschaft (StarCapital S.A. 2, rue Gabriel Lippmann, 5365 Munsbach, Luxembourg) erhältlich. Hinweise zu Chancen und Risiken sowie steuerliche Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt. Stand 24.02.2014. © 2014