



**Dipl.-Wirtsch.-Inf. Norbert Keimling, Kapitalmarktforschung der StarCapital AG**

## Lassen sich Börsenkurse vorausberechnen?

Der deutsche Aktienindex hat sich in den letzten vier Jahren seit seinem Tiefstand im März 2003 mehr als verdreifacht! Allein im Jahr 2006 wurden 22% Wertzuwachs erzielt! Bedauerlich nur, dass kaum ein Anleger davon profitiert hat. Die jüngste BVI-Statistik dokumentiert, dass die deutschen Anleger 2006 Nettoverkäufer von Aktienfonds waren. Mehr als 5 Mrd. Euro wurden abgezogen.



Dass viele Investoren häufig zum falschen Zeitpunkt ein- und aussteigen oder in den falschen Bereichen investieren, ist dabei keine Seltenheit. Noch immer leiden zahlreiche Anleger

an den schmerzhaften Kursverlusten der Jahre 2000 - 2003. Prozyklische Kaufempfehlungen und völlig überzogene Prognosen haben die Depotwerte vieler Investoren dramatisch reduziert. So notieren deutsche Aktien noch immer unter ihren alten Höchstständen – viele der damals favorisierten New-Economy-Unternehmen sind völlig wertlos. Ganz anders die Situation in ehemals weniger beachteten Aktienmärkten wie Österreich, Australien oder Südafrika: Engagierte Anleger überstanden die Kursrückschläge hier nahezu unbeschadet und erfreuten sich an überdurchschnittlichen Wertzuwächsen. Auch brasilianische und russische Aktien haben alte Tiefststände zum Teil schon vor Jahren hinter sich gelassen.

Diese extrem großen Unterschiede in punkto Wertentwicklung werfen die Frage auf, ob sich Aktienmärkte nicht verlässlicher prognostizieren lassen. Zuverlässige Aktienmarktprognosen würden nicht nur lukrative Gelegenheiten aufdecken und vor schmerzlichen Verlusten schützen: Es ist allgemein bekannt, dass nicht die Auswahl einzelner Aktien sondern vielmehr die Gewichtung unterschiedlicher Asset-Klassen und Regionen den größten Teil einer Portfolio-Rendite ausmachen.

Doch wie lassen sich die aussichtsreichsten Märkte aufspüren? Auf Unternehmensebene ist sich die akademische Welt mittlerweile einig: Niedrig bewertete Value-Aktien erzielen langfristig die höheren Wertzuwächse. Bedeutender ist jedoch

die Frage, ob sich diese Effekte auch auf Gesamtmarktebene nutzen lassen - also ob sich eine Investition in niedrig bewertete Aktienmärkte ebenso auszahlt.

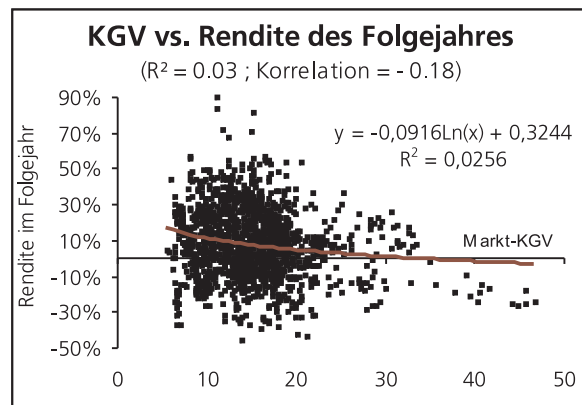


Abb. 1: Zusammenhang zwischen aktuellen Markt-KGV und den realen Renditen des Folgejahres im S&P500 von 1881-2004 (Quelle: Shiller, eigene Untersuchungen, inkl. Dividendenrenditen).

Um dies herauszufinden, untersuchten wir den Zusammenhang zwischen dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P500 und zukünftigen S&P500-Renditen im Zeitraum von 1881-2004. Wie Abbildung 1 verdeutlicht, besteht entgegen der geläufigen Meinung kaum ein Zusammenhang zwischen dem aktuellen Markt-KGV und der Kursentwicklung des Folgejahres. Auf Jahre hoher Bewertungen folgten genauso oft steigende wie auch fallende Renditen. Als Prognoseinstrument ist das KGV auf Basis aktueller Gewinne deshalb völlig ungeeignet - insofern kann es kaum überraschen, dass unzählige derart begründete Prognosen nichts taugen.

Selbst KGVs auf Basis korrekt geschätzter zukünftiger Unternehmensgewinne – eine in der Praxis kaum zu prognostizierende Größe - stehen in keinem verwertbaren Zusammenhang mit zukünftigen Renditen. Grund hierfür ist, dass die jährlichen Index-Gewinne sehr starken Schwankungen unterliegen. So wurden im S&P500 2003 nahezu doppelt so hohe Gewinne wie 2002 ausgewiesen. Aktuelle Gewinnniveaus und Gewinnwachstumsraten sind deshalb nur selten reprä-



sentativ für zukünftige Entwicklungen. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass die gebräuchlichen Markt-KGVs keine verlässlichen Börsenprognosen erlauben.

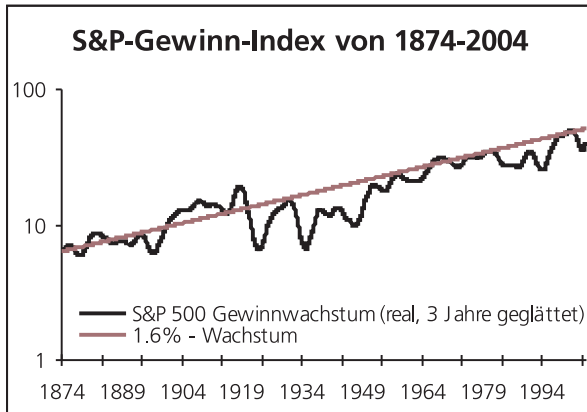


Abb. 2: Inflationsbereinigter S&P500-Gewinnindex von 1874-2004 (Quelle: Shiller, eigene Untersuchungen).

Doch die prognoseschädlichen Gewinnschwankungen lassen sich reduzieren: Betrachtet man sich die reale Gewinnentwicklung des S&P500 von 1874-2004, so zeigt sich, dass die Gewinne langfristig relativ stabil um jährlich 1,6 Prozent wuchsen. Zwar traten immer wieder Phasen über- bzw. unterdurchschnittlicher Wachstumsraten auf - nachhaltig waren diese Abweichungen vom Durchschnitt jedoch nie! Selbst produktivitätssteigernde Innovationen wie die Eisenbahn, die Elektrizität oder das Computer- und Internetzeitalter hatten bislang keinerlei Auswirkungen auf das langfristige Gewinnwachstum.

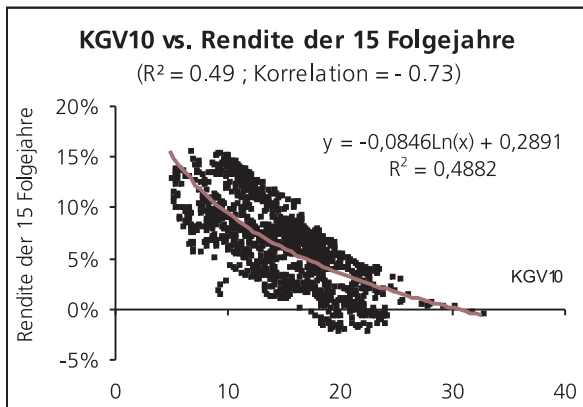


Abb. 3: Zusammenhang zwischen geglättetem KGV10 und den realen Renditen der 15 Folgejahre im S&P500 von 1881-2004 (Quelle: Shiller, eigene Untersuchungen).

Schon Graham hatte deshalb die Theorie, dass man nicht aktuelle sondern einen mehrjährigen Durchschnitt historischer Gewinne zur Berechnung des KGVs heranziehen sollte. In dessen Anlehnung berechnen wir deshalb das Aktienmarkt-KGV, indem wir den aktuellen Marktpreis durch die mittleren (realen) Unternehmensgewinne der vorausgehenden zehn Jahre dividieren (KGV10). Obwohl dieses geglättete KGV10 nach unseren Untersuchungen auch keine kurzfristigen Aktienmarktprognosen erlaubt, so lassen sich damit jedoch relativ zuverlässige Renditeprognosen für die folgenden 10-15 Jahre erstellen.

Wie Abbildung 3 verdeutlicht, folgten hohe Renditen ausschließlich auf Jahre niedriger Bewertungen, während hohe Bewertungsniveaus stets niedrige oder gar negative Renditen zur Folge hatten. Mit einer Korrelation von -0,73 besteht ein stärkerer Zusammenhang als zwischen den jährlichen Renditen des DAX und S&P500 im Zeitraum von 1973-2004.

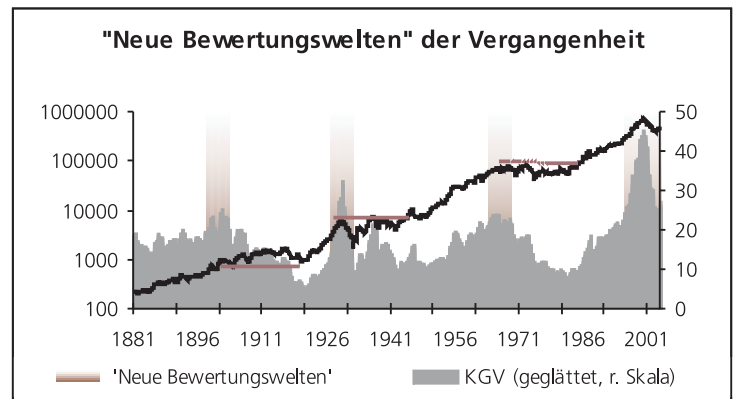


Abb. 4: "Neue Bewertungswelten" wurden nicht erstmals in den letzten Jahren sondern bereits 1900, 1929 und 1960 ausgerufen. Hohe Bewertungsniveaus und geringe oder gar negative Renditen in den Folgejahren kennzeichneten jede dieser Perioden (Quelle: Shiller, eigene Untersuchungen).

Damit lassen sich insbesondere im Falle extremer Bewertungsniveaus zuverlässige Renditeprognosen erstellen. Die folgende Grafik verdeutlicht dies am Beispiel des S&P500. Das geglättete KGV10 bewegte sich im Beobachtungszeitraum von 1881-2004 bis auf wenige Ausnahmen relativ konstant in einer Spanne zwischen 10 und 20 und kehrte dabei regelmäßig zu seinem historischen Durchschnittswert von 16 zurück. Lediglich viermal brach es deutlich aus dieser Bandbreite nach oben aus: 1901, 1929, 1966 und 2000. Jedes dieser Jahre markiert bedeutende Höchst-



stände des S&P500. Auf 1901 folgte eine Dekade der Kursstagnation, bevor ein Börsencrash den S&P500 um weitere 70 Prozent einbrechen lies. Auf 1929 folgte der Crash des Jahrhunderts – real erreichte der S&P500 erst 1958 wieder das 1929er Kursniveau. Auch auf 1966 folgten niedrige Renditen: der S&P500 verlor in den folgenden 16 Jahren über 60 Prozent seines Wertes.

Zu all diesen Höchstständen glaubte man, dass alte Bewertungsmaßstäbe nicht mehr gelten würden. Vor rund 100 Jahren wurden Hochgeschwindigkeitszüge, die kostengünstigere Massenproduktion und die Verbreitung des Telefons angeführt. 1929 schienen Monopole und zahlreiche technologischen Neuerungen alte Bewertungsmaßstäbe außer Kraft zu setzen. Auch in den 60er Jahren klangen höhere Bewertungen in Folge eines verbesserten Wirtschaftsverständnisses, der Abkehr vom Goldstandard oder den produktivitätssteigernden Auswirkungen der ersten Computer nachvollziehbar. Doch die Mehrzahl der Investoren irrte: sowohl Bewertungsniveaus als auch Gewinn- und Produktivitätswachstumsraten kehrten letztendlich immer wieder zu ihren historischen Durchschnittswerten zurück.

Während hohe KGV10s und „neue Bewertungswelten“ stets niedrige Renditen ankündigten, folgten auf niedrige KGV10s und pessimistische Marktstimmungen langfristig überdurchschnittliche Wertsteigerungen. Im S&P500 unterschritt das KGV10 nur dreimal den Wert von 10: 1917, 1932 und 1980. Jedes dieser Jahre markiert historische Tiefsstände des S&P500 – hohe Renditen von durchschnittlich 10 Prozent p.a. folgten über die folgenden 15 Jahre!

Der Zusammenhang zwischen KGV10 und langfristigen Aktienmarktrenditen ist dabei kein US-spezifisches Phänomen. Wir konnten ähnliche Zusammenhänge in zahlreichen weiteren internationalen Aktienmärkten feststellen. Tabelle 1 verdeutlicht dies in einer etwas anderen Form.

Es wird ersichtlich, dass auf niedrige KGV10-Niveaus von unter 8 stets beeindruckend hohe Realrenditen von durchschnittlich 12 Prozent über die nächsten 15 Jahre folgten! Selbst im ungünstigsten Fall wurden auf ein KGV10-Niveau von unter 8 noch immer Realrenditen von über 6 Prozent über die folgenden 15 Jahre gemessen.

Gesamtrendite (15 Folgejahre, p.a., real)	KGV10<8	8-20	20-32	>32
Australien	13 %	10 %	5 %	-
Belgien	16 %	12 %	5 %	-
Deutschland	-	11 %	7 %	-
Japan	-	-	4 %	-2 %
Kanada	-	9 %	-	-
Norwegen	-	10 %	-	-
Schweiz	-	13 %	-	-
Südafrika	10 %	8 %	-	-
UK	-	11 %	5 %	-
USA (1881-2004)	10 %	7 %	1 %	-1 %
<b>Durchschnitt</b>	<b>12 %</b>	<b>10 %</b>	<b>4 %</b>	<b>-2 %</b>

Tabelle 1: Zusammenhang zwischen aktuellen Markt-KGV und den realen Renditen des Folgejahres im S&P500 von 1881-2004 (Quelle: eigene Untersuchungen).

Dem gegenüber stagnierten hoch bewertete Märkte zukünftig. Im Mittel folgten auf KGV10-Niveaus von über 32 lediglich Renditen von -2 Prozent über die folgenden 15 Jahre. Japanische Aktien verdeutlichen diesen Zusammenhang besonders anschaulich: Das KGV10 des japanischen Aktienmarktes kletterte 1989 über 80 - reale Wertverluste von jährlich -4 Prozent waren für engagierte Investoren die Folge.

Auf Basis dieser Erkenntnisse lassen sich zwei eindeutige Empfehlungen ableiten: **Einerseits empfiehlt es sich, auf Aktienmärkte mit niedrigen KGV10 zu setzen. Andererseits sollte man Aktienmärkte mit hohen Bewertungsniveaus meiden.**

Land	KGV10	Gesamtrendite p.a. (prognostiziert, real)
Germany	19,8	3,6%
Belgium	20,2	3,5%
Canada	27,9	0,7%
France	22,2	2,7%
Italy	24,5	1,8%
Japan	55,7	-5,1%
Korea	20,6	3,3%
Netherlands	19,4	3,8%
Norway	27,5	0,9%
Austria	34,8	-1,1%
South Africa	25,8	1,4%
Switzerland	27,0	1,0%
Thailand	13,1	7,2%
Taiwan	20,8	3,2%
UK	19,8	3,7%
US	25,9	1,4%

Tabelle 2: Reale Gesamtrendite-Prognosen auf Basis des KGV10 für die folgenden 15 Jahre (eigene Untersuchungen).



Tabelle 2 stellt die geglätteten KGV10 und die entsprechenden Renditeprognosen für eine Auswahl internationaler Aktienmärkte dar. Die Aktienmärkte haben sich in den letzten Jahren durch die Aufwärtsbewegung verteuert. Fundamental gesehen, sind wir derzeit global ca. 10-15 Prozent überbewertet. Dies lässt zwar keinen Crash erwarten, aber die traumhaften Renditen von 2003 bis heute neigen sich mit hoher Wahrscheinlichkeit dem Ende entgegen. Die Herausforderung der Zukunft sehen wir deshalb darin, die noch verbliebenen attraktiven Regionen aufzuspüren. Neben **Thailand** erscheinen noch einige europäische Märkte wie **Deutschland, die Niederlande oder Großbritannien relativ günstig**. Dem gegenüber empfiehlt sich eine **Untergewichtung von Kanada, Japan, Norwegen, Schweiz und den USA**. In jedem dieser Märkte liegt das geglättete KGV10 weit über seinem historischen Durchschnittswert. Hohe Wertsteigerungen sind in diesen Märkten daher kaum zu erwarten. Unter einer drohenden Kursstagnation werden zukünftig insbesondere benchmarknahe Strategien leiden, da sie ihre Schwerpunkte in den größten und aktuell auch teuersten Regionen setzen.

Quellen zu diesem Beitrag:

Soweit nicht anders angegeben: Thomson Financial Datastream sowie eigene Berechnungen.

Campbell, John Y. / Shiller, Robert J., Valuation Ratios And The Long-Run Stock Market Outlook, The Journal of Portfolio Management, Winter 1998, S. 11 - 26.

Gordon, Robert J., Does the 'New Economy' Measure up to the Great Inventions of the Past?, NBER Working Paper W7833, August 2000.

Gordon, Robert J Has the "New Economy" Rendered the Productivity Slowdown Obsolete?, Revised Version, <http://faculty-web.at.nwu.edu/economics/gordon/indexmsie.html>, June 1999.

Graham, Benjamin / Dodd, David L., Security Analysis, McGraw Hill 1934.

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

Shiller, Robert J., Irrational Exuberance, Princeton University Press, Princeton New Jersey 2000.

## IMPRESSUM UND DISCLAIMER

**Herausgeber:** StarCapital AG, Kronberger Str. 45, 61440 Oberursel; Tel: 06171/887 66-0, Fax: 06171/887 66-49  
**Redaktion:** Dipl.-Wirtsch.-Inf. Norbert Keimling  
**E-Mail Redaktion:** [info@starcapital.de](mailto:info@starcapital.de)  
**Erscheinungsort:** Oberursel  
**Redaktionsschluss:** 21.02.2007

**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 in diesem Fondsjournal stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten dar. Dieses Fondsjournal 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.  
© 2007