



AKTIENRENDITEN FÜR LANGFRISTANLEGER

Kurzfristige Börsenprognosen und klassische Kurs-Gewinn-Verhältnisse haben wenig Aussagekraft bei der Marktbewertung. Aktienanleger sollten auf Kennzahlen wie das Shiller-CAPE schauen: Der Wert zeigt jetzt interessante Perspektiven für Deutschland, Spanien, Italien, Osteuropa und China

Gastautor
Norbert Keimling

Ende Dezember war es wieder so weit: Wie jedes Jahr wurden auch 2018 die renommiertesten Finanzinstitute zu ihrer DAX-Einschätzung für das kommende Jahr befragt. Im Mittel erwarteten die Experten der Branche den DAX bei 12 053 Punkten zum Jahresende, was einem Anstieg von rund 14 Prozent für 2019 entsprechen würde. Doch welche praktische Relevanz haben diese Kursziele für Investoren?

Die Rückschau zeigt: Hohe Erwartungen sind nicht angebracht. Die Analysten lagen mit ihren DAX-Prognosen für das jeweils kommende Jahr seit der Jahrtausendwende im Durchschnitt um 18 Prozent daneben.

Kurzfristige Prognosen scheitern in aller Regel, da Märkte kurz- bis mittelfristig primär von unvorhersehbaren Ereignissen wie Wahlergebnissen, Terroranschlägen, Überraschungen der Notenbanken, Ölpreisschocks und Ähnlichem geprägt werden. Ohne Glaskugel lassen sich diese Ereignisse kaum vorhersagen. Und selbst wenn, ist die Marktreaktion oft schwieriger zu prognostizieren als man denkt. So erwartete kaum jemand einen Trump-Sieg 2016 und die wenigen, die seinen Wahlsieg für möglich hielten, fürchteten fast einstimmig Kursverluste für dieses Szenario. Heute im Nachhinein verknüpft jeder den Trump-Effekt an den Börsen ganz selbstverständlich mit Kursgewinnen.

Als antizyklischer Value Investor vermeidet StarCapital kurzfristige Aktienmarktprognosen und fokussiert sich auf langfristige Entwicklungen. Denn je länger der Anlagehorizont, desto weniger hängt die Aktienmarktentwicklung von unvorhersehbaren Ereignissen ab, sondern vielmehr von der fundamentalen Bewertung zum Kaufzeitpunkt.

KGVs zur Bewertung ungeeignet

Klassische Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind für die Marktbewertung indes ungeeignet. Zum einen sind die in der Praxis allenfalls grob prognostizierbaren Unternehmensgewinne extrem volatil. Das aktuelle Gewinnniveau ist deshalb selten repräsentativ.

VITA



Norbert Keimling

Leiter Kapitalmarktforschung,
StarCapital

Norbert Keimling leitet die Kapitalmarktforschung der StarCapital AG. Nach dem Studium der Wirtschaftsinformatik startete er seine berufliche Laufbahn im quantitativen Research der AMB Generali in Köln. Seit 2004 ist er für StarCapital tätig und verantwortet unter anderem den internationalen Aktienfonds StarCapital Priamos.

StarCapital Research

Die auf diesen Seiten getroffenen Aussagen basieren auf den Erkenntnissen aus der StarCapital-Research-Studie „Langfristige Aktienmarktprognose“ (2016). In dieser wurde die Aussagekraft verschiedener Bewertungsindikatoren im Zeitraum von 1881 bis 2015 (USA) sowie 1979 bis 2015 (16 MSCI-Länderindizes) untersucht.

Im Wesentlichen basieren die Analysen auf dem Shiller-CAPE und dem Kurs-Buchwert-Verhältnis in lokaler Währung (inklusive Dividenden), woraus sich inflationsbereinigte Renditeschätzungen ableiten lassen. Die Erkenntnisse bestimmen die Länderallokation des internationalen Aktienfonds StarCapital Priamos (ISIN: LU 0137341359) und fließen damit unmittelbar in die Portfolioentscheidungen mit ein.

Die Studie ist abrufbar unter: www.starcapital.de/research

tativ für die zukünftige Entwicklung. Zum anderen erscheint das KGV gerade in Krisenjahren, also zum Zeitpunkt der lukrativsten Einstiegsgelegenheiten wie 2003 oder 2009, aufgrund niedriger Unternehmensgewinne unattraktiv.

Viel aussagekräftiger ist ein über den Konjunkturzyklus geglättetes Kurs-Gewinn-Verhältnis, das Shiller-CAPE. Es setzt den aktuellen Marktpreis ins Verhältnis zu den mittleren, inflationsbereinigten Unternehmensgewinnen der vorhergehenden zehn Jahre. Die Kennzahl misst folglich, ob ein Aktienmarkt im Vergleich zu einem Gewinnniveau, zu dem er mit hoher Wahrscheinlichkeit zurückfindet, hoch oder niedrig bewertet ist.

Die weltweiten Aktienmärkte wurden in den letzten Jahrzehnten im Mittel mit einem Shiller-CAPE von 18 bewertet. Langfristige Kaufgelegenheiten wurden in der Regel von attraktiven Bewertungen angekündigt. Hätte man etwa im deutschen Aktienmarkt seit 1979 immer dann investiert, wenn das Shiller-CAPE den Wert von 10 unterschritt, hätte man sich in den Folgejahren an durchschnittlich zehn Prozent Wertzuwachs pro Jahr erfreut. Investoren, die dagegen in Phasen hoher Bewertung mit Shiller-CAPEs über 30 investierten, verdienten über die folgenden zehn bis 15 Jahre gerade einmal 0,7 Prozent.

Aus der aktuellen Bewertung lässt sich damit das langfristige Kurspotenzial an den Aktienmärkten grob abschätzen. Dieser Zusammenhang zeigte sich in eigenen Studien global und in ähnlicher Form beim Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV).

Wo stehen die Märkte aktuell?

Nach den Rückschlägen im Jahr 2018 zeigt sich weltweit ein heterogenes Bild. So liegt der US-Markt mit einem Shiller-CAPE von 29,0 und einem KBV von 3,2 circa 70 Prozent über seinen historischen Mittelwerten. In der Vergangenheit folgten auf vergleichbar hohe Bewertungen im Mittel unterdurchschnittliche Wertzuwächse von real 3,3 Prozent über die folgenden zehn bis 15 Jahre, bei hohem Rückschlagrisiko.

Investoren in deutsche Aktien können in eine deutlich optimistischere Zukunft blicken: Mit einem Shiller-CAPE von 17,4 und einem KBV von 1,6 notieren die Aktien hierzulande mehr als zehn Prozent unter ihrem fairen Wert und eröffnen langfristigen Investoren ein rund doppelt so hohes Renditepotenzial von jährlich 7,6 Prozent. Ähnliches gilt für weitere europäische Aktienmärkte wie Italien oder Spanien.

Auch die Emerging Markets notieren nach mehrjähriger Enttäuschung auf at-

RENDITESCHÄTZUNG ausgewählter Regionen und Länder

Region	CAPE*	Rendite*
Emerging Europe	9,3	11,3 %
Emerging Markets	15,5	7,7 %
Emerging Asia-Pacific	16,1	7,3 %
Deutschland	17,4	7,6 %
Developed Europe	17,6	7,3 %
Emerging America	19,8	6,2 %
World	22,7	5,8 %
Developed Markets	23,9	5,5 %
Developed America	28,4	3,6 %
USA	29,0	3,3 %

Länder	CAPE*	Rendite*
Australien	17,8	6,8 %
Brasilien	16,3	6,6 %
Kanada	20,8	6,5 %
China	15,4	9,8 %
Frankreich	19,8	6,9 %
Deutschland	17,4	7,6 %
Hongkong	16,2	7,8 %
Italien	17,2	8,5 %
Indien	21,6	4,8 %
Japan	23,5	7,5 %
Südkorea	13,3	10,0 %
Niederlande	23,2	6,0 %
Russland	6,9	12,8 %
Singapur	13,4	9,9 %
Spanien	13,3	8,9 %
Schweden	20,2	6,0 %
Schweiz	24,4	4,9 %
Vereinigtes Königreich	15,3	7,9 %
USA	29	3,3 %
Taiwan	19,2	6,9 %

Quelle: StarCapital AG

* Inflationsbereinigte Renditeschätzung auf Basis von Shiller-CAPE (ein über den Konjunkturzyklus geglättetes Kurs-Gewinn-Verhältnis) und KBV in lokaler Währung inklusive Dividenden per 31.01.2019

traktiven Niveaus, wobei Osteuropa und China hervorstechen. In diesen Ländern sehen wir aktuell Bewertungen, die in allen vorliegenden historischen Daten auf lange Sicht mit überdurchschnittlichen Wertzuwächsen einhergehen.

Langfristinvestoren, die sich abseits des US-Marktes positionieren, können damit in eine optimistische Zukunft blicken. ■