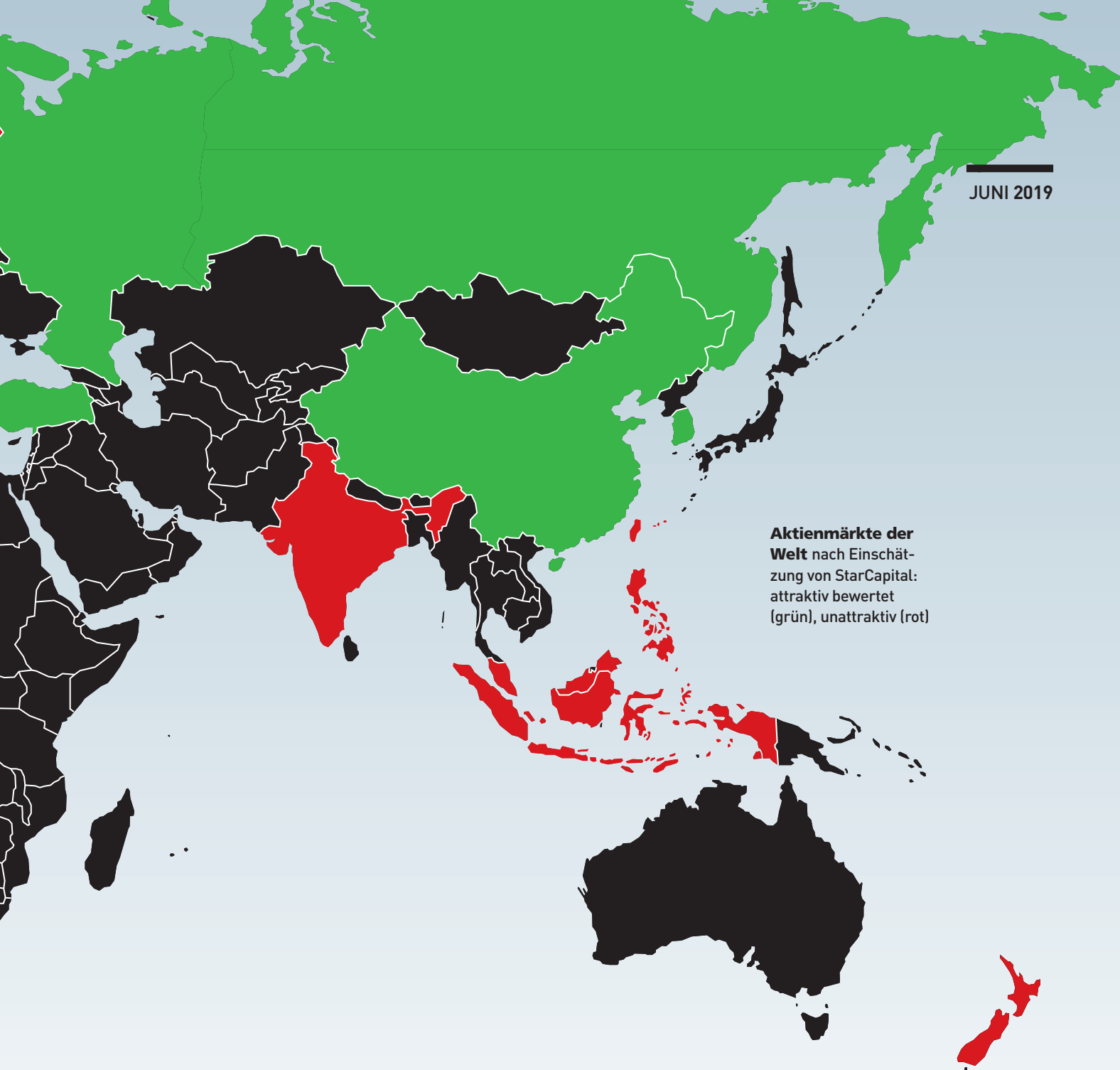


A world map where the United States, parts of Europe, and parts of Asia are highlighted in red. Other regions in Europe and Asia are highlighted in green. The rest of the world is shown in black with white outlines for country borders.

VALUE-AKTIE

DIE GEWINNER VON MORGEN

Analyse: In 15 Jahren steht der Dax bei 30000 Punkten – mindestens.
Andere Börsen schaffen noch deutlich mehr Rendite



Wer in den vergangenen zehn Jahren US-Aktien im Depot hatte, kann zufrieden sein. Im Schnitt erreichten US-Indizes wie der S&P-500 eine jährliche Rendite von 13 Prozent. Ähnlich gut entwickelten sich global investierende Indizes (auf Grund ihres hohen Gewichts von US-Titeln). Magerer fiel die Bilanz anderer Aktienmärkte wie zum Beispiel der Emerging Markets oder Europas aus. Die Vergangenheit zeigt jedoch: In der Börsen-Weltrangliste sind Wechsel an der Spitze normal – und die Gewinner von heute enttäuschen nicht selten in der Zukunft.

Das Rendite-Rennen zwischen Europa und den USA ist dafür ein gutes Beispiel. Seit der Finanzkrise 2008 liegen US-Aktien deutlich vorn. Doch in den 50 Jah-

ren davor brachten europäische Aktien regelmäßig mehr als US-Titel (s. Grafik S. 26 oben). Für Anleger stellt sich damit die spannende Frage: Welcher Aktienmarkt wird morgen an der Spitze sein? Und lassen sich künftige Renditen der verschiedenen Aktienmärkte vorhersagen? Die Antwort ist einfacher, als viele denken. Eine Studie der StarCapital-Kapitalmarktforschung zeigt nämlich, dass bereits zwei Kennzahlen ausreichen, um das langfristige Potenzial verschiedener Aktienmärkte abzuschätzen und so die Gewinner von morgen zu identifizieren.

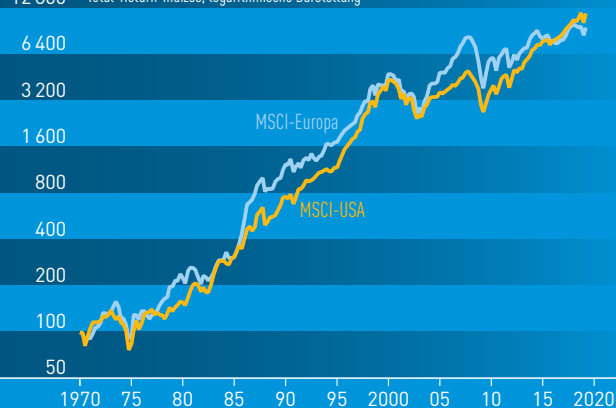
Viele Analysten setzen bei der Prognose der Renditechancen an den globalen Aktienmärkten auf das prognostizierte Wirtschaftswachstum und die >>>

VALUE-AKTIEN

Junger Gewinner

In der Börsen-Weltrangliste sind Wechsel an der Spitze normal. Das zeigt beispielsweise ein Vergleich der Aktienmärkte in Europa und den USA. Seit der Finanzkrise 2008 liegen US-Aktien deutlich vorn. Doch in den 50 Jahren davor brachten europäische Aktien relativ zuverlässig mehr Rendite als US-Titel.

Pkte **Aktienindizes für Europa und USA**
12 800 Total-Return-Indizes, logarithmische Darstellung

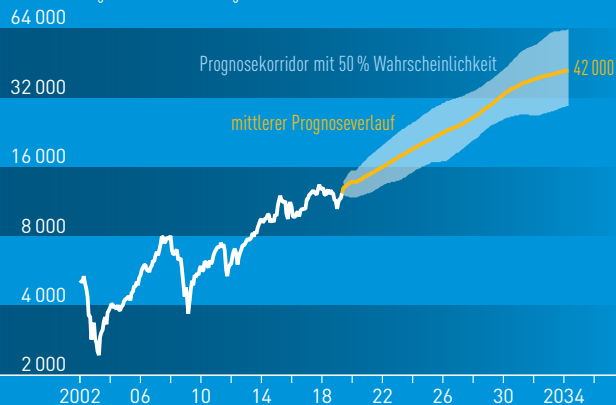


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Beste Perspektive

Die Chancen stehen gut, dass sich der Dax in den nächsten Jahren zu nie gesehenen Höhen aufschwingt. Nach Berechnungen der StarCapital-Analysten wird der deutsche Leitindex in den kommenden Jahren weiter zulegen und mit 50 Prozent Wahrscheinlichkeit in 15 Jahren zwischen 30 000 und 60 000 Punkten notieren.

Pkte **Dax-Performance-Index bis 2034**
logarithmische Darstellung



Quelle: StarCapital

erwartete Gewinnentwicklung der Unternehmen in den jeweiligen Ländern. „Die Konjunktorentwicklung lässt sich jedoch allenfalls grob prognostizieren, die Gewinnentwicklung international aufgestellter Unternehmen koppelt sich zunehmend von der Konjunktur des Heimatlands ab, und das Gewinnwachstum korreliert kurz- bis mittelfristig überhaupt nur sehr schwach mit der Aktienmarktentwicklung“, warnt Norbert Keimling, Leiter der Kapitalmarktforschung bei StarCapital. Daraus das kurz- bis mittelfristige Aktienmarktpotenzial abzuleiten sei in der Praxis selten von Erfolg gekrönt.

Die richtigen Kennzahlen. Auch vom ausschließlichen Gebrauch simpler Bewertungskennzahlen, wie zum Beispiel des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV), hält Keimling wenig. Wie seine Studie eindrucksvoll belegt, stehen die aktuellen Unternehmensgewinne längerfristig kaum in Zusammenhang mit den künftigen Aktienmarktrenditen. Das Problem: Die Gewinne können von Jahr zu Jahr extrem stark schwanken. „Es lässt sich noch nicht einmal die Aktienmarktrendite des nächsten Jahres treffsicher vorhersagen, obwohl ganze Heerscharen von Analysten tagtäglich um die zutreffendsten Gewinnprognosen wetteifern“, so Keimling. Zumindest kurz- bis mittelfristig hätten unvorhersehbare Ereignisse wie Terroranschläge, Ölpreisschocks oder Notenbankäußerungen und die daraus resultierende Stimmungslage der Investoren einen deutlich stärkeren Einfluss auf das Börsengeschehen als berechenbare Fundamentaldaten.

Doch auch langfristig sollten Anleger sich besser nicht zu sehr auf das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis als Signal für einen lukrativen Einstiegszeitpunkt verlassen. Gerade in Krisenjahren, sprich bei besonders niedrigen Kursen, erscheinen nach dieser Kennzahl viele Titel als zu hoch bewertet, weil in der Krise auch die Unternehmensgewinne niedriger ausfallen. „Als Prognoseinstrument ist das KGV auf Basis aktueller oder geschätzter Gewinne deshalb völlig ungeeignet“, resümiert Keimling.

Die StarCapital-Forscher setzen stattdessen auf eine modifizierte Version des KGV, das nach dem Nobelpreisträger Robert Shiller benannte Shiller-KGV. Shiller setzte die aktuellen Kurse ins Verhältnis zu den mittleren inflationsbereinigten Unternehmensgewinnen der vorausgehenden zehn Jahre. Mit anderen Worten: Das Shiller-KGV setzt den Börsenkurs nicht in Relation zu einem einzigen Jahresgewinn, sondern zum Durchschnitt vieler Jahre. Kurzfristige Gewinnchwankungen werden so weitgehend neutralisiert. „Dieses um den Konjunkturzyklus bereinigte >>>

Märkte mit Renditepotenzial

In 15 Jahren notiert der Dax mit hoher Wahrscheinlichkeit drei- bis fünfmal höher als heute. Das prognostiziert Norbert Keimling, Leiter der Kapitalmarktforschung bei StarCapital. Seine Prognose basiert auf dem aktuellen Shiller-CAPE von 18,8 und dem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,6, das er Ende Mai für den deutschen Leitindex berechnet hat. Auf Basis dieser Bewertungskennzahlen dürften Anleger von deutschen Blue Chips eine langfristige Rendite von 7,2 Prozent pro Jahr erwarten, nach Inflation. Keine schlechte Perspektive, doch bei einigen anderen Märkten ist nach Keimlings Berechnungen noch mehr drin: Südkorea verspreche in den nächsten zehn bis 15 Jahren eine durchschnittliche Realrendite von 10,2 Prozent pro Jahr, Singapur 9,4 Prozent und Spanien 8,5 Prozent. Für die Gruppe der Schwellenländer-Aktienmärkte prognostiziert er Jahresrenditen von 7,6 Prozent.

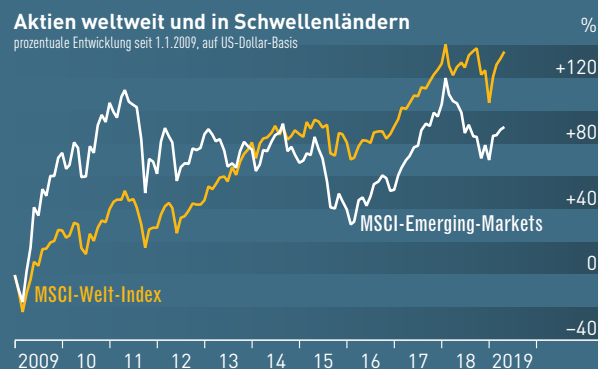
Mit einigen ETFs können Anleger gezielt auf diese Börsen setzen. Für Südkorea stehen vier ETFs zur Verfügung. Alle bilden den Index MSCI-Korea ab, der mit seinen 115 Aktien etwa 85 Prozent der Marktwerts der koreanischen Börse repräsentiert. Das meiste Geld steckt im iShares-MSCI-Korea-ETF. Mit jährlichen Kosten von 0,74 Prozent ist dieser Fonds jedoch auch der teuerste Südkorea-ETF. Er wird allerdings, gemessen am Xetra Liquiditätsmaß XLM, auch mit engsten Geld-Brief-Spannen gehandelt. Etwas niedrigere laufende Kosten haben der LYXOR-MSCI-Korea-ETF und der Xtrackers-MSCI-Korea-ETF. Sie kosten beide 0,65 Prozent pro Jahr und thesaurieren anfallende Dividenden. Der iShares-ETF schüttet die Dividenden zweimal im Jahr aus.

Wer per ETF in Aktien aus Singapur investieren will, kann dies hierzulande nur mit dem Xtrackers-MSCI-Singapore-ETF tun. Dieser ETF kostet 0,5 Prozent pro Jahr und enthält nur 25 Titel. Wie die meisten MSCI-Länderindizes repräsentiert dieser Index damit ebenfalls 85 Prozent des relativ kleinen Gesamtmarkts Singapurs. Achtung: Gut 50 Prozent des Indexportfolios stellen die drei größten Banken des Stadtstaats.

Ähnlich ist die Situation bei der spanischen Börse. Für den Aktienmarkt in Madrid notieren aktuell drei ETFs an der Deutschen Börse. Zwei davon, die ETFs von Amundi und Comstage, bilden den MSCI-Spain-Index ab, der mit nur 21 Aktien rund 85 Prozent der Marktkapitalisierung des spanischen Aktienmarkts repräsentiert. Breiter aufgestellt ist der Xtrackers-Spain-ETF. Er basiert auf dem Solactive-Spain-40-Index und enthält die 40 größten und liquidesten Aktien Spaniens. Mit jährlichen Kosten von 0,3 Prozent ist dieser ETF fünf Basispunkte teurer als die ETFs von Amundi und Comstage. Zusatz-Info für Dividendenfans: Anfang Juni betrug die Dividendenrendite dieses ETF stolze 4,2 Prozent. Auch bei diesem ETF dominieren wenige große Aktien. 40 Prozent des Portfolios stellen die Banco Santander, die Banco Bilbao Vizcaya und der Energieversorger Iberdrola.

Sehr breit ist das ETF-Angebot für die Schwellenländer-Aktienmärkte. Runds 20 Emerging-Markets-ETFs notieren an der Deutschen Börse. Zu den größten liquidesten und zugleich preiswertesten gehört der Amundi-MSCI-Emerging-Markets-ETF.

Noch Nachholbedarf



Die richtigen ETFs

ETF-Name	ISIN	Kosten p. a. in %	Ertragsverwendung	Fondsvol. in Mio. Euro
Amundi MSCI Emerging Markets	LU1681045370	0,20 %	thesaurierend	3357
iShares MSCI Korea	IE00B0M63391	0,74 %	ausschüttend	634
Xtrackers MSCI Singapore	LU0659578842	0,50 %	thesaurierend	41
Xtrackers Spain	LU0592216393	0,30 %	thesaurierend	136

Quelle: Deutsche Börse

Shiller-KGV oder CAPE misst folglich, ob ein Aktienmarkt im Vergleich zu einem Gewinnniveau, zu dem er mit hoher Wahrscheinlichkeit zurückfindet, hoch oder niedrig bewertet ist“, erklärt Keimling. Eine Prognose der künftigen Entwicklung werde damit deutlich genauer.

CAPE kündigt Chancen an. In den letzten 130 Jahren bewegte sich das CAPE des amerikanischen Aktienmarkts bis auf wenige Ausnahmen in einer Spanne zwischen zehn und 22 und kehrte dabei regelmäßig zu seinem historischen Durchschnittswert von etwa 17 zurück. Lediglich in den Jahren 1901, 1928, 1966 und 1995 brach das CAPE deutlich aus dieser Bandbreite nach oben aus. „Investoren, welche in diesen Überbewertungen investierten, verbuchten in der Regel über 15 bis 20 Jahre reale Kursverluste. Anleger, die sich dagegen in Phasen attraktiver CAPE-Niveaus und pessimistischer Marktstimmungen engagierten, konnten sich stets langfristig an überdurchschnittlichen Wertsteigerungen erfreuen“, kommentiert Keimling die Ergebnisse der Untersuchung.

Dieser Zusammenhang zeigt sich nicht nur bei der US-Börse. In insgesamt 17 untersuchten Länderindizes weltweit konnte StarCapital einen vergleichbaren Zusammenhang nachweisen. So wurden zum Beispiel in Deutschland nach attraktiven CAPE-Niveaus von unter zehn über die folgenden zehn bis 15 Jahre im Mittel reale jährliche Wertsteigerungen von 10,2 Prozent gemessen. Investoren, die sich dagegen in teuren Marktphasen mit einem CAPE von über 30 engagierten, hätten in den Folgejahren lediglich Wertzuwächse von 0,7 Prozent verbucht.

Die Studie ergab zudem, dass das CAPE Aussagen über die zu erwartenden Aktienmarktrisiken zulässt. So folgten international auf attraktive Bewertungen nicht nur überdurchschnittliche Aktienmarktrenditen, sondern auch geringere Aktienmarktrückschläge. Hohe Bewertungsphasen gingen dagegen mit geringen Wertzuwächsen und überdurchschnittlichen Aktienmarktrisiken einher.

Investoren sollten jedoch beachten, dass das CAPE auf der Annahme basiert, dass die Gewinne eines Aktienmarkts zu ihren zehnjährigen Durchschnittswerten zurückfinden, warnt StarCapital-Analyst Keimling. Insbesondere in kleineren Märkten oder wenn das Gewinnwachstum der Unternehmen dauerhaft von dem der Vergangenheit abweicht, muss dieses Zurück-zur-Mitte nicht zwangsläufig der Fall sein. Um die Treffsicherheit ihrer Prognosen zu erhöhen, haben die Analysten daher zusätzliche Kennzahlen geprüft.

Die Studie ergab, dass insbesondere eine Kombination des CAPE mit dem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) sehr gute Ergebnisse liefert. „Das KBV eignet sich insofern sehr gut, da es das ertragswertorientierte CAPE um eine Substanzwert-Komponente ergänzt“, erklärt Keimling. Unter der Annahme, dass die in der Studie aufgedeckten Zusammenhänge der letzten 130 Jahre auch im nächsten Jahrzehnt fortbeständen, könne man auf Basis der aktuellen Werte für Shiller-KGV und Kurs-Buchwert-Verhältnis gute, langfristige Renditeschätzungen für viele internationale Aktienmärkte ableiten.

Perfekte Kombination. Auf Basis des aktuellen Shiller-CAPE von 18,8 und des KBV von 1,6 errechnen die StarCapital-Analysten für den Dax in 15 Jahren zum Beispiel einen wahrscheinlichen Punktestand zwischen 30 000 bis 63 000 Punkten. „Es wäre schon eine schwere globale Krise notwendig, damit der Dax-Index im Jahr 2034 unterhalb eines Niveaus von 21 000 Punkten notiert“, sagt Keimling. Langfristig liege die Rediteerwartung für den deutschen Aktienmarkt damit bei 7,2 Prozent. Für die entwickelten Märkte prognostizieren die Experten in den kommenden zehn bis 15 Jahren immerhin noch eine jährliche Rendite von 5,1 Prozent.

Für Investoren mit globalem Anlagehorizont sehen die Ergebnisse zum Teil noch besser aus. Legt man, wie StarCapital, weltweit ein faires CAPE von 18,3 und ein faires KBV von 1,8 zu Grunde, notieren aktuell ungefähr die Hälfte aller 40 untersuchten Aktienmärkte unterhalb ihres fairen Wertes. Besonders günstige Bewertungen finden Anleger in den Schwellenländern sowie in Ost- und Südeuropa. In den Emerging Markets können Investoren demnach langfristig mit einem Plus von 7,6 Prozent pro Jahr rechnen. Nach einem von StarCapital entwickelten Länder-Score, in den noch weitere Kennzahlen einfließen, erscheinen insbesondere die Aktienmärkte von Russland, China, Griechenland und Italien aktuell sehr günstig bewertet.

Das Nachsehen könnten in den kommenden Jahren dagegen Anleger haben, die weiterhin auf einen hohen US-Anteil bauen. Der US-Aktienmarkt ist aktuell mit einem CAPE von 30,6 und einem KBV von 3,4 deutlich höher bewertet als in seinem historischen Mittel. Von der ehemaligen Renditemaschine der Vereinigten Staaten erwartet man bei StarCapital daher in den kommenden Jahren lediglich noch ein reales Plus von jährlich 2,9 Prozent.