

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 28

- 16 Pessimismus in der Industrie
- 17 Kauft das Fed schon bald Aktien?
- 18 Die Dollarstärke unter der Lupe
- 19 «Schweizer Markt ist Überperformer»

## Ob günstig, hängt von der Region ab

Die Krise macht Aktien erschwinglicher. Den teuren US- und Schweizer Titeln stehen attraktive Bewertungen in Europa und den Schwellenländern gegenüber.

PETER ROHNER

Endlich gibt es Aktien wieder zu vernünftigen Preisen, ist man nach dem Corona-Börsencrash geneigt zu sagen. Auch nach der Erholung im April kosten die meisten Dividendenpapiere zwischen 10 und 30% weniger als Mitte Februar. Günstig sind sie deswegen aber noch lange nicht, denn mit der Krise brechen auch die Unternehmensgewinne ein. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das am häufigsten verwendete Bewertungsmaß, liegt unter Umständen denn auch auf dem gleichen Niveau oder sogar noch höher als vor der Pandemie.

Genau das ist in den vergangenen Wochen passiert. Als die Märkte kollabierten, sackten auch die Bewertungen zusammen, weil die Analysten mit der Korrektur der Prognosen nicht nachkamen. Einem viel tieferen Kurs standen zu optimistische Annahmen bezüglich Gewinnentwicklung gegenüber. Für den US-Leitindex S&P 500 erwarteten die Analysten im Mittel nur einen minimalen Gewinnrückgang für 2020. Das KGV, das auf dem geschätzten Gewinn der nächsten zwölf Monate basiert, fiel daher von über 20 auf 14. Seit Ende März haben sich die US-Aktienkurse kräftig erholt, und gleichzeitig wurden die Gewinnprognosen um 20% gekürzt. Das entsprechende KGV ist nach oben geschossen und liegt mit 21 über dem Stand von Mitte Februar und deutlich über dem KGV, das auf den Gewinnen der vergangenen zwölf Monate basiert (vgl. Grafik 1).

### USA teurer als 2007

Viele Strategen halten selbst die aktuelle Konsensschätzung noch für zu optimistisch. Goldman Sachs zum Beispiel rechnet dieses Jahr mit einem Gewinneinbruch von 33% in den USA und 45% in



Für billige Aktien müssen Schweizer Anleger den Heimmarkt verlassen.

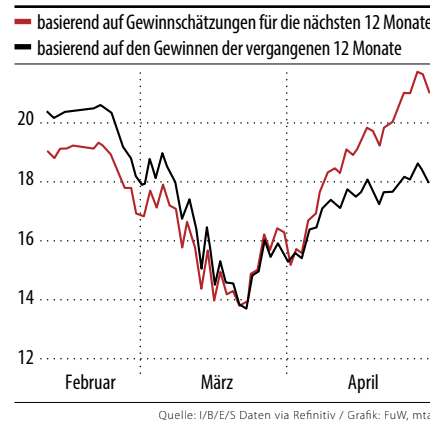
Europa. Mit solch einem Rückgang, der im Vergleich zu den 90% während der Finanzkrise 2008/09 noch harmlos erscheint, läge das KGV noch höher.

Das Beispiel zeigt, wie wacklig das auf Gewinnsschätzungen basierte KGV in turbulenten Zeiten ist. Für die Frage, ob die Aktienmärkte günstig bewertet und für langfristig orientierte Anleger interessant sind, ist es derzeit nicht die geeignete

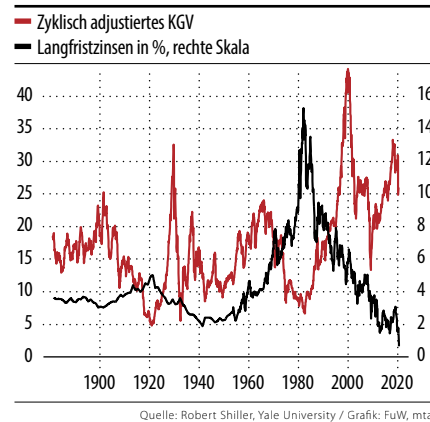
Kennzahl. Aussagekräftiger sind Bewertungsratios, deren Nenner weniger stark fluktuiert. Zum Beispiel das KBV, bei dem der Kurs ins Verhältnis zum Buchwert gesetzt wird, oder das zyklisch adjustierte KGV nach Shiller (vgl. Text unten).

Der US-Markt ist gemäss diesen Kriterien teurer als auf dem Höhepunkt vor der Finanzkrise. Das Shiller-KGV ist zwar seit Februar wegen der Coronakrise von 30 auf

### 1 Kurs-Gewinn-Verhältnis US-Aktien



### 2 Shiller-KGV und Zinsen USA



StarCapital zeigt, dass ein so hohes Shiller-KGV das langfristige Renditepotenzial erheblich schmälert. Auf ein KGV von 26 folgte am US-Markt im Schnitt ein magerer realer Gewinn von jährlich 2% über zehn bis fünfzehn Jahre. Lag es hingegen zwischen 15 und 20, konnten Anleger mit einem Ertrag von 6% rechnen.

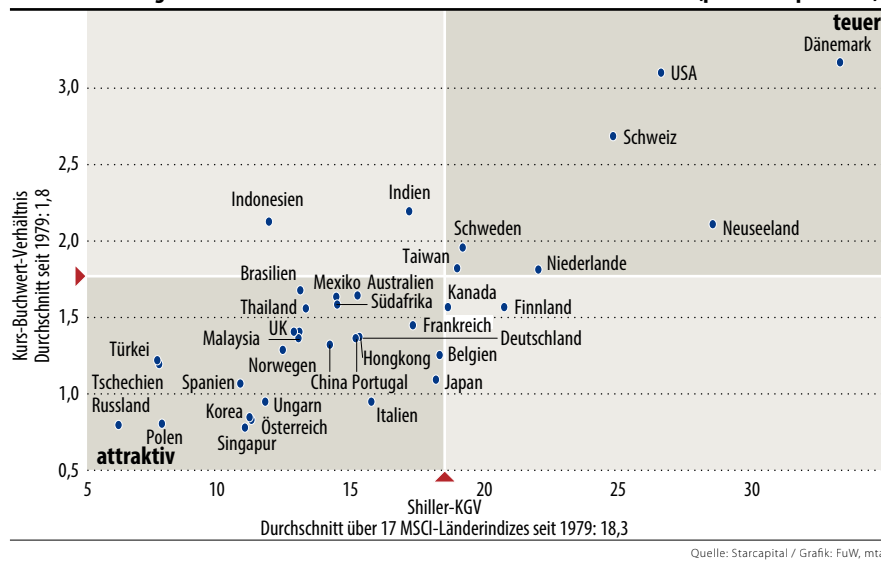
### Einstiegschance im Dax

Was die hohen Bewertungen derzeit womöglich etwas relativiert, sind die niedrigen Zinsen. Für immer mehr Investoren sind die kaum mehr rentierenden Anleihen keine Alternative mehr, und sie sind deswegen bereit, für Dividendenpapiere eine höhere Bewertung zu akzeptieren.

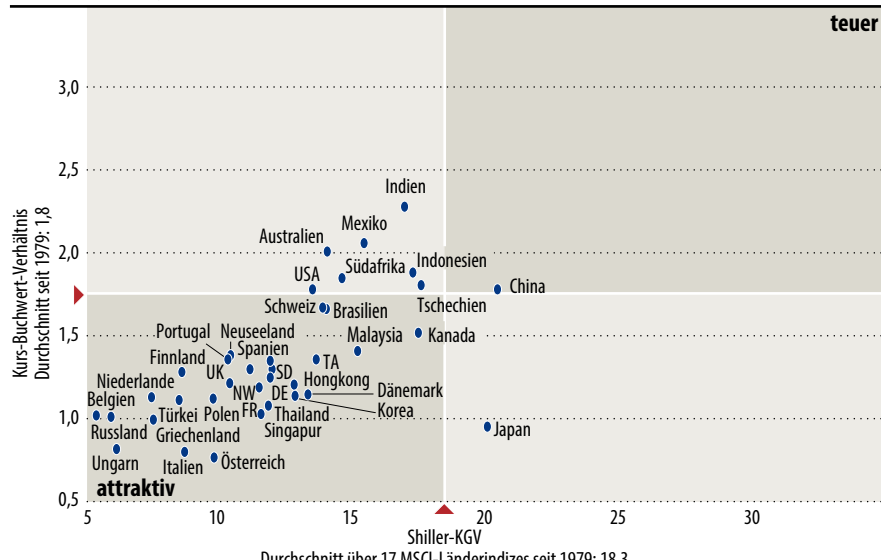
Im internationalen Vergleich sind auch Schweizer Aktien teuer (vgl. Grafiken unten links). Das ist der grosse Unterschied zur Finanzkrise: Im März 2009 waren alle Börsen billig, heute trifft das nur auf die Schwellenländer und die meisten europäischen Indizes zu. Sie befinden sich im Quadranten unten links mit historisch unterdurchschnittlichen Shiller-KGV und KBV. Die Schwellenmärkte sind insgesamt sogar noch billiger als am Tiefpunkt 2009. Auf so niedrige Bewertungen gab es laut StarCapital-Analyst Norbert Keimling in den folgenden fünfzehn Jahren niemals negative Aktienrenditen. Das gelte auch für das Shiller-KGV-Niveau in Spanien, Singapur und Südkorea. Den Dax hält er ebenfalls für stark unterbewertet und prognostiziert eine mittlere Jahresrendite von 8,5% über die nächsten fünfzehn Jahre.

In der Schweiz und in den USA ist die zu erwartende Rendite mit 4 resp. 3% bescheiden. Es mag Gründe geben, dennoch in diese Märkte zu investieren, etwa die präzedenzlose Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken. Die Bewertungen aber gehören bestimmt nicht dazu.

### Aktienbewertung anhand Shiller-KGV und Kurs-Buchwert-Verhältnis – Aktuell (per Ende April 2020)



### Aktienbewertung anhand Shiller-KGV und Kurs-Buchwert-Verhältnis – Nach der Finanzkrise 2009



## Shiller-KGV: vom Nobelpreisträger bekannt gemacht

Nur wenn in einem Markt die Gewinne längerfristig steigen, verdient er eine höhere Bewertung. Diesem Gedanken trägt das zyklisch adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnis Rechnung. Es wird wegen des wichtigen Beitrags des Wirtschaftsnobelpreisträgers Robert Shiller auch Shiller-KGV genannt. Zur Berechnung wird der Kurs ins Verhältnis zu den durchschnittlichen inflationsbereinigten Unternehmensgewinnen der vorausgehenden zehn Jahre gesetzt. Damit werden zyklische Schwankungen des Gewinnwachstums geglättet.

In den USA ist das Shiller-KGV in der Coronakrise von über 30 auf rund 26 gefallen, liegt aber immer noch auf relativ hohem Niveau, weshalb das Ertragspotenzial über die nächsten zehn Jahre limitiert ist (vgl. Text oben). Wegen der Strukturbrüche ist ein historischer Vergleich jedoch nicht für alle Märkte aussagekräftig. Laut dem Vermögensverwalter StarCapital liegt der über alle Märkte und Zeiträume betrachtete faire Wert bei rund 18. So gesehen sind auch Schweizer Aktien teuer, während deutsche, britische sowie die Schwellenländerbörsen günstig bewertet sind.

Der teuerste Aktienmarkt ist Dänemark, er wird von Pharmaunternehmen wie Novo Nordisk dominiert. An der neuseeländischen Börse sorgt neben Gesundheitstiteln der Milchverarbeiter A2 für eine stolze Bewertung. Am anderen Ende stehen das erdölbereiche Russland und der türkische Markt mit zahlreichen Banktiteln. Ebenfalls ein niedriges Shiller-KGV weisen Spanien und Österreich auf.

### Bewertung der Aktienmärkte nach Shiller-KGV

