

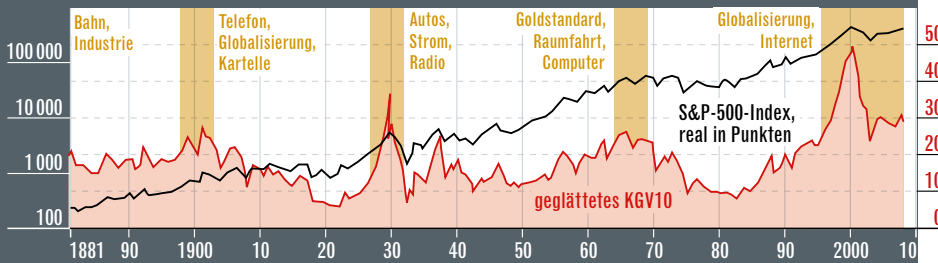


Bewertungsformel Kurs-Gewinn-Verhältnis: Der günstigste Wert nützt nichts, wenn den Anlegern Vertrauen fehlt



US-Aktien deutlich überbewertet

Nach Krisen und Innovationsphasen kehrte die Bewertung stets zum Durchschnitt zurück. Gelbe Felder markieren Überbewertungen. Geglättetes KGV des S&P-500-Performance-Index von 1881 bis 2007



Quellen: StarCapital AG, Shiller, Yale University, Datastream

Bewertung

Große Differenz

Sind die Märkte günstig oder teuer? Was der Blick auf das langfristige Verhältnis von Kurs und Gewinn jetzt lehrt

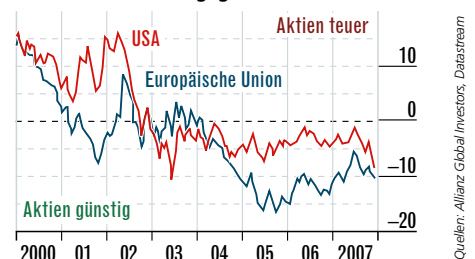
An der Börse ist zwei mal zwei stets fünf minus eins", lautet ein Bonmot André Kostolany's. Wo sich die Börse stets befand, wusste der 1999 verstorbene Börsenaltmeister hingegen nicht. Mit Hilfe von Bewertungsniveaus leiten Experten Prognosen für die Kapitalmarktentwicklung ab. Derzeit ist sich das Gros einig, dass der jüngste Einbruch an den Börsen weniger von den hohen Bewertungen als von den durch die Subprime-Krise ausgelösten mannigfachen wirtschaftlichen Schwierigkeiten der USA herrührt.

„Die großen Märkte weisen ein Kurs-Gewinn-Verhältnis aus, das weit unter den drei-, fünf- sowie zehnjährigen Durchschnittswerten liegt“, sieht Tom Elliot, globaler Strategie bei JP Morgan Asset Management in London, für die Märkte von der Bewertungsseite durchaus Schützenhilfe im turbulenten Börsenfahrwasser. So werden amerikanische und japanische Aktien derzeit mit dem etwa 15-Fachen der geschätzten Gewinne für 2008 gehandelt. Noch günsti-

Aktien ohne Alternative

Gemessen am Fed-Modell, wären Aktien Anleihen vorzuziehen. Das Modell setzt die KGVs von Aktien und Anleihen ins Verhältnis.

Fed-Modell: Aktien- gegen Renten-KGV



Quellen: Allianz Global Investors, Datastream

ger sind europäische Titel, die mit einem KGV von elf notieren.

Störfaktor Revisionen. Doch selten taugen die aktuellen Daten als verlässliche Ratgeber. Zum einen dürften die Prognosen der Analysten für das Ertragswachstum durch die sich verschlechterten Verhältnisse in den USA zu hoch sein. In den USA hat sich das Gewinnwachstum der Unternehmen gegenüber dem Vorjahr merklich verlangsamt. 2007 wuchs der operative Gewinn der 500 größten börsennotierten US-Unternehmen noch um 21,7 Prozent. Für 2008 rechnet Goldman Sachs nur noch mit rund fünf Prozent. Für Merrill-Lynch-Ökonom David Rosenberg ist die Rezession schon da.

Zum anderen darf die Ableitbarkeit der Bewertungsformel KGV auf Märkte bezweifelt werden. Entgegen gegenläufigen Meinungen besteht kaum ein Zusammenhang zwischen dem aktuellen Markt-KGV und der Kursentwicklung des Folgejahrs. Wie Untersuchungen der StarCapital AG anhand der KGVs des US-Aktienindex S&P-500 sowie der Renditen im Zeitraum von 1881 bis 2004 verdeutlichen, folgten auf Jahre hoher Bewertungen genauso oft steigende wie auch fallende Renditen.

Starke Amplituden. „Als Prognose-Instrument ist das KGV auf Basis aktueller Gewinne ungeeignet“, resümiert Norbert Keimling, Prokurist bei StarCapital. Den Grund sieht der Kapitalmarktforscher in den starken Schwankungen der Index-Gewinne. So wurden im S&P-500 2003 nahezu doppelt so hohe Gewinne wie 2002 ausgewiesen.

Anders sieht das Bild bei langfristigen Durchschnittswerten aus. Langfristig wuchsen die Gewinne im S&P-500



„Zu Börsenhöchstständen glaubten viele, dass alte Maßstäbe nicht mehr gelten. Ein Irrtum, die Bewertungsniveaus kehrten immer wieder zu ihren historischen Durchschnittswerten zurück“

Norbert Keimling,
Kapitalmarktforscher,
StarCapital AG

von 1874 bis 2007 relativ stabil um jährlich 1,6 Prozent. Selbst Innovationsphasen wie die Einführung von Eisenbahn, Telefon oder Internet hatten keine Auswirkung auf das langfristige Wachstum.

Vorsichtige Entwarnung. „Gemessen am mehrjährigen Durchschnitt historischer Gewinne“, so die Beobachtung Keimlings, „lassen sich mit Hilfe des geglätteten KGVs, des KGV10, für die Märkte langfristige Aktienmarktprognosen treffen.“ Nach den aktuellen Korrekturen liegt die Bewertung der meisten etablierten Märkte auf einem neutralen Niveau – bei rund 17.

Einen Crash wie im Jahr 2000 dürfte es demnach nicht geben. Doch die Kurssteigerungen könnten künftig selektiver ausfallen. So scheinen die US-Börsen mit

einem KGV10 von 25,8 gegenüber ihren langjährigen Durchschnittswerten von 16 deutlich überbewertet. In den letzten 130 Jahren folgten auf ähnliche Niveaus zehnbis 20-jährige Perioden niedriger oder gar negativer Renditen. „Eine langfristige Underperformance des US-Marktes steht mit großer Wahrscheinlichkeit bevor“, malt Keimling schwarz. Ähnliches könnte den hochbewerteten Börsen Chinas und Indiens blühen. Sie rangieren am Ende der Marktbewertungsliste.

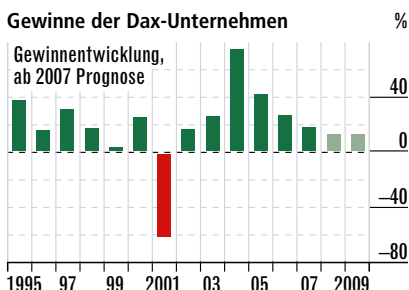
Attraktive Außenseiter. Gute Chancen räumt Keimling hingegen den Börsen Belgiens, Italiens, der Niederlande, Thailands und Irlands ein. Auch deutsche Titel sind auf dem aktuellen Niveau günstig zu haben. Das deckt sich mit der Einschätzung anderer Analysten. „Die Gewinne der Dax-Unternehmen sollten in etwa auf dem Niveau von 2007 liegen“, erwartet auch Philipp Vostrand, Investmentstrategie bei Credit Suisse, für deutsche Titel Potenzial. Inklusive Dividenden und Ausschüttungen könnten deutsche Standardwerte bei einer Rendite von fünf bis acht Prozent landen.

Doch die günstigste Bewertung nutzt nichts, wenn die Banken krampfhaft ihr Geld zusammenhalten. So ist das Ende der Korrekturen nicht prognostizierbar. „In einem Extremszenario wären weitere 20 bis 30 Prozent Kursverlust denkbar“, rechnet Keimling aus. Historisch nicht ungewöhnlich wäre auch ein Ende der Korrekturen auf aktuellem Niveau. Investoren sind gut beraten, weiter auf der Hut zu sein. Langfrist-Anleger nutzen Rückschläge zum Aufbau von Positionen in unterbewerteten Märkten und Sektoren. ■

HEIKE BANGERT

Abnehmende Dynamik

Der Gewinnzuwachs der Dax-Unternehmen nimmt ab. Experten fragen sich, ob es für eine Abkoppelung gegenüber den USA reicht.



Günstigste & teuerste Märkte

Land	KGV10	KGV	Rang
Belgien	16,6	10,3	1
Italien	20,5	13,6	2
Niederlande	18,5	11,7	3
Thailand	16,5	18,1	4
Irland	15,0	10,9	5
Deutschland	20,4	14,2	6
Hongkong	32,6	18,5	38
Indien	48,1	27,0	39
China	68,0	23,7	40

Stand: Ende Dezember 2007, Werte aktuell zehn bis 15 Prozent günstiger; KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis; geglättetes KGV10 = aktueller Marktpreis dividiert durch die mittleren Unternehmensgewinne der vorausgehenden zehn Jahre; KCV = Kurs-Cash-flow-Verhältnis; Rang ermittelt aus mehreren Faktoren

Günstigste & teuerste Sektoren

Branche	KGV	KCV	Rang
Versicherung (non-life)	10,3	4,7	1
Forstwirtschaft/Papier	16,4	7,4	2
Lebensversicherer	13,0	5,2	3
Telekom	16,8	5,4	4
Banken	11,6	8,3	5
Versorger	16,4	8,9	6
Gesundheit	24,3	13,7	34
Priv. Konsum	22,0	14,4	35
Softwaredienstleister	27,8	18,0	36