



DREYFUS SÖHNE & CIE AG
BANQUIERS, BASEL

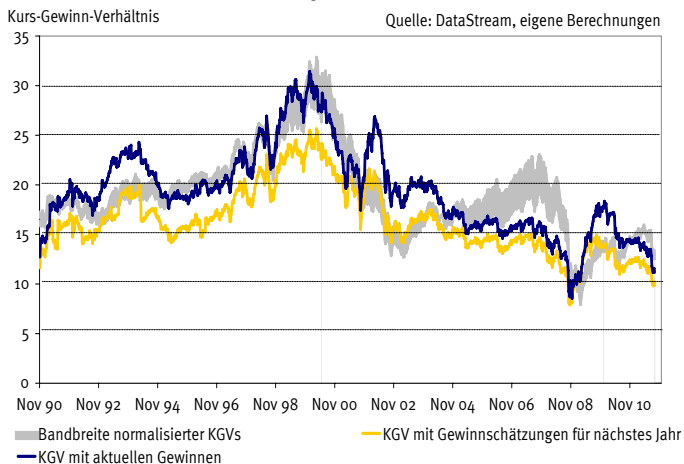
Aktien: Schnäppchen oder Bewertungsfalle?

Dezember 2011

Seit dem Ende der jüngsten Rezession 2009 haben sich die Unternehmensgewinne in den Industrie- und Schwellenländern erholt. Sie liegen mittlerweile wieder in der Nähe der Rekordmarken vom Sommer 2008. Die Kursavancen am globalen Aktienmarkt sind dagegen bescheiden geblieben und neigen in den letzten Wochen zu einer graduellen Erosion.

KURS-GEWINN-VERHÄLTNIS (KGV) ALS SIMPLES, ABER GEBRÄUCLICHES BEWERTUNGSMASS. Die deutliche Divergenz zwischen Gewinnen und Kursen manifestiert sich in kontinuierlich schrumpfenden Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGVs), die manche Analysten und Strategen ins Schwärmen geraten lassen, trotz der negativen Nachrichten aus Europa. Grafik 1 zeigt unterschiedlich definierte Kurs-Gewinn-Verhältnisse für den globalen Aktienmarkt. Sie lässt tatsächlich Anlageschnäppchen erahnen, egal wie die unterstellten Gewinndaten spezifiziert sind: Die KGVs auf Basis der aktuellen Gewinne liegen derzeit bei rund 12. Basierend auf den von IBES zusammengetragenen Gewinnerwartungen für das kommende Jahr liegen sie bei 10. ‚Normalisierte‘ bzw. trendabgestützte Werte hingegen kommen auf höhere Werte um 13. Die aktuellen Bewertungen liegen deutlich unter dem Durchschnitt der letzten beiden Dekaden. In der Grafik fallen zudem die Zunahme der KGVs in den 1990er (=höhere Aktienbewertungen) und ihr Rückgang (=billigere Bewertungen) seit der Jahrtausendwende auf. Dieser Zeitraum dürfte den heutigen Investoren in guter Erinnerung sein.

Grafik 1: Normalisierte und aktuelle KGVs des globalen Aktienmarktes (MSCI AC World)

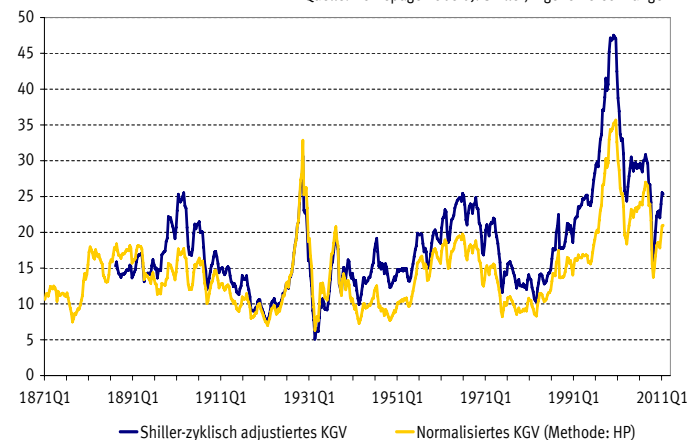


HISTORISCHER RÜCKBLICK OFFENBART HÄUFIGE KGV-BERGE UND -TÄLER IM US-MARKT. Robert J. Shiller hat für die USA ab 1871 Aktienmarktdaten zusammengetragen. Dies ist die längste uns zur Verfügung stehende Zahlenreihe. Grafik 2 zeigt den Verlauf des von uns normalisierten KGVs für den S&P

500. Die Trendbereinigung für die US-Unternehmensgewinne haben wir mit Hilfe eines modernen ökonomischen Filters durchgeführt. Der Verlauf der so eruierten KGVs gleicht den von Shiller befürworteten zyklisch bereinigten KGVs. Letztere beruhen auf gleitenden 10-Jahresdurchschnitten der ausgewiesenen Gewinnzahlen. Die von uns verwendeten KGVs sind langfristig etwas stabiler und weniger volatil als die Shiller-Version. Auch am US-Aktienmarkt ist der Anstieg des KGVs in den 1980er und 1990er Jahren im historischen Vergleich mit früheren Zeiträumen sehr ausgeprägt. Phasen hoher Bewertung schliessen die 1960er, die 1920er und die 1900er Jahre ein. Perioden tiefer KGVs waren die 1970er, die 1930er und die 1910er Jahre.

Grafik 2: Normalisierte KGVs des S&P 500 seit 1871

Quelle: Homepage Robert J. Shiller, Eigene Berechnungen

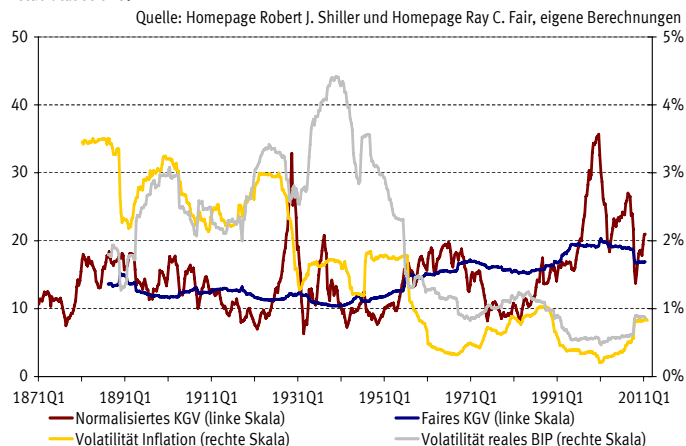


ERKLÄRUNGSVERSUCH DER KGV-ZYKLEN. Ein bis in die jüngste Vergangenheit an der Wall Street populäres Modell der Aktienbewertung setzt bei den Renditen von Staatsanleihen an. Demnach ist bei hohen langfristigen Zinsen mit tiefen Aktienbewertungen zu rechnen, und vice versa. Der historisch ungewöhnlich ausgeprägte Anstieg der US-Aktienmarktbewertung wäre demnach Ausdruck des anhaltenden Rückgangs der US-Zinssätze ab Mitte der 1980er Jahre. Dieses Erklärungsmodell vermag allerdings nicht wirklich zu überzeugen, denn in der jüngsten Vergangenheit bricht der negative Zusammenhang zwischen Zinsen und KGVs vollständig zusammen: fallende Langfristzinsen gehen einher mit fallenden KGVs.

HOHES KGV AUFGRUND MAKROÖKONOMISCHER STABILITÄT. Unsere Analyse zeigt, dass eine andere Bestimmungsgrösse für die langfristigen Bewertungszyklen am Aktienmarkt verantwortlich sein dürfte: die makroökonomische Volatilität bzw. Instabilität. Grafik 3 zeigt die über gleitende 10-Jahresperioden gemessene Standardabweichung des realen US-BIP-Wachs-

tums und der US-Inflation, gemessen am Konsumentenpreisindex. Bei tiefer Volatilität von Wachstum und Inflation stellen wir hohe KGVs fest, bei hoher Volatilität zeigen sich tiefe KGVs. In Zeiträumen mit häufigen und heftigen Rezessionen ist die makroökonomische Volatilität hoch, und die Bewertung von Aktien bildet sich angesichts der beträchtlichen Unsicherheit über die in Aussicht stehenden Gewinne und Dividenden zurück. Umgekehrt werden Aktien in einem Umfeld grösserer Zuversicht teurer. Aus Grafik 3 lässt sich ersehen, dass die Volatilität des realen Wirtschaftswachstums und der Inflation zwischen der Mitte der 1980er Jahre und der Jahrtausendwende deutlich zurückging.

Grafik 3: Normalisiertes aktuelles und "faires" KGV des S&P 500 im Licht der makroökonomischen Instabilität seit 1871

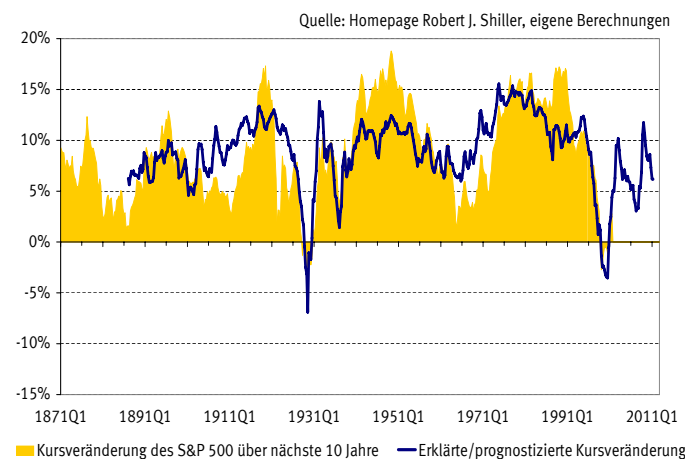


FÜNF INTUITIVE ERKLÄRUNGSANSÄTZE. Diese ‚Great Moderation‘ wurde in verschiedenen Forschungsberichten näher untersucht und weithin (1) mit technologischen Innovationen, (2) speziell verbesserten Lagerhaltungssystemen, (3) der erfolgreichen stabilitätsorientierten Geldpolitik der US-Notenbank, (4) der Globalisierung im Allgemeinen oder (5) einfach mit Glück begründet. Beispielsweise mit dem Ausbleiben von weiteren Ölpreis-Schocks. In zahlreichen Reden von Alan Greenspan und Ben Bernanke wird die Great Moderation als Ausdruck einer umsichtigen Geld- und Kreditpolitik dargestellt. Heute wissen wir, dass im Vertrauen auf die gänzlich rezessionslose Zukunft, auf Greenspan Puts und den Bernanke-Geld-Helikopter die Saat für die Zerstörung der gefeierten Stabilität gestreut wurde. Das Ende der Great Moderation wurde durch

den scheinbar unstillbaren Appetit nach Fremdkapital eingeleitet. Grafik 3 zeigt denn auch, dass die makroökonomische Volatilität in den letzten Jahren wieder zugenommen hat.

EINBEZUG WIRTSCHAFTLICHER UNSICHERHEIT LÄSST BESCHIEDENE AKTIENRENDITEN ERWARTEN. Unter Verwendung der Wachstums- und Inflationsvolatilität als fundamentale Einflussgrössen auf normalisierte KGVs, ergibt sich ein ‚fares‘ KGV (Grafik 3). Dieses beinhaltet eine ex-ante Risikoprämie für die laufenden makroökonomischen Risiken und liegt unter den momentan beobachteten normalisierten KGVs. US-Aktien erscheinen aus unserer langfristigen Gleichgewichtsbetrachtung also noch nicht billig. Abweichungen zwischen den aktuellen und fairen KGVs eignen sich recht gut als grobe Indikatoren für spätere langfristige Renditen. Über einen 10-Jahreshorizont lässt unser Bewertungsmodell eine Rendite von durchschnittlich etwa rund 6% p.a. erwarten (Grafik 4). Für kürzere Anlagehorizonte, etwa für 5-Jahreszeiträume, sinkt die prognostizierte modellierte Jahresrendite auf knapp 3%. Das wirkt im historischen Vergleich zwar recht bescheiden, ist indessen durchaus plausibel vor dem Hintergrund neuerer Forschungsberichte über die Grenzen der Verschuldung bei Haushalten, Unternehmen und Regierungen. Der Abbau der aktuellen Schuldenlast dürfte die kürzeren vor uns liegenden Anlagehorizonte stärker betreffen als langfristige.

Grafik 4: Aktuelle und modellierte 10-Jahresrenditen des S&P 500



Literaturverweis:

Lander, J./Orphanides, A./Douvogiannis, M. (1997): *Earnings, forecasts and the predictability of stock returns: evidence from trading the S&P*, in: *Journal of Portfolio Management*, Vol. 23 (4), S. 24-35

Lettau, M./Ludvigson, S. C./Wachter, J. (2007): *The declining equity premium: what role does macroeconomic risk play?*, in: *Review of Financial Studies*, Vol. 21 (4), S. 1653-1687

Checchetti, S. C./Mohanty, M. S./Zampolli, F. (2011): *The real effects of debt*, in: *BIZ Research Papers*

Homepage Robert J. Shiller: www.econ.yale.edu/~shiller/

Homepage Ray C. Fair: fairmodel.econ.yale.edu

Adresse Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers | Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66 | Telefax +41 61 272 24 38 | E-Mail contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Disclaimer Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.