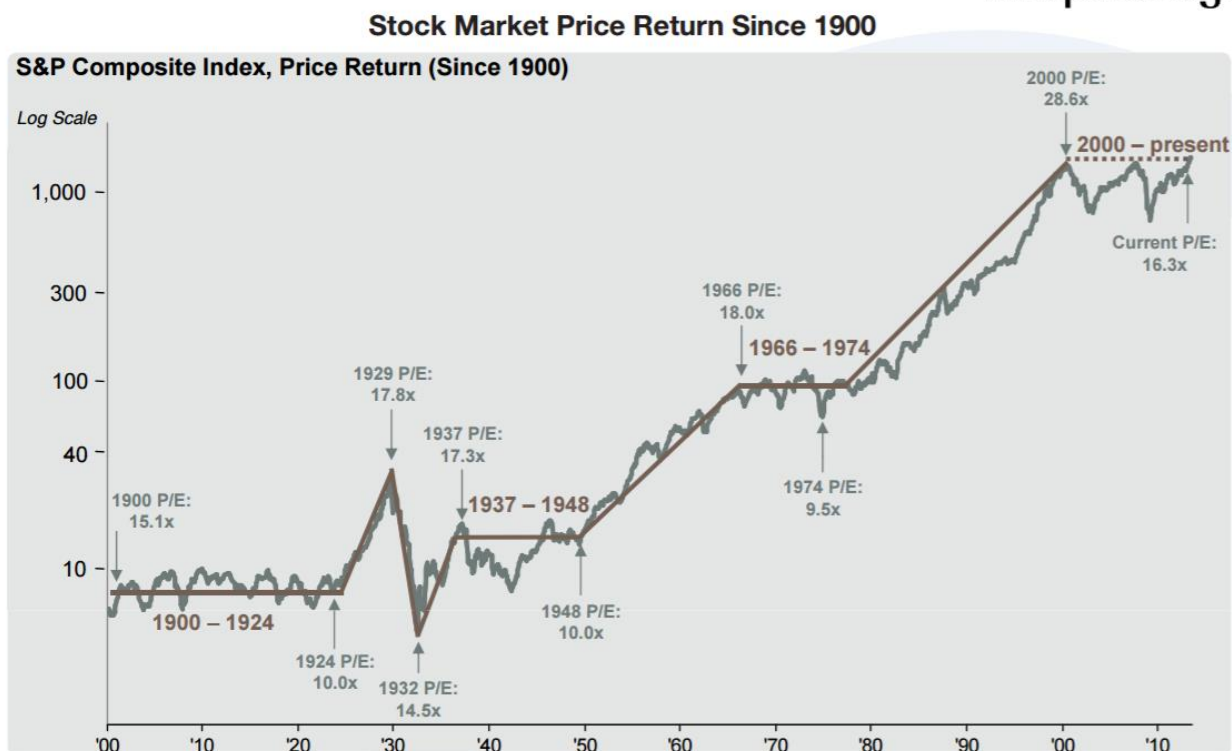


Der Zusammenhang von Bewertungen und langfristigen Renditen am Aktienmarkt

Vor kurzem hatte Lars einen Artikel darüber geschrieben wie lange [Seitwärtsphasen am Aktienmarkt andauern können](#). Dazu habe ich nach einer Grafik gesucht, die einen langfristigen Gesamt-Überblick über die historischen Aufwärts- und Seitwärtsphasen am Aktienmarkt gibt, und dies hatte sich auch als gutes Beispiel herausgestellt, um die Hintergründe der Entwicklung von Kursen durch fundamentale Bewertungen anschaulich zu demonstrieren.

Bleiben wir zuerst bei der Grafik, um das historisch Bild zu vervollständigen:



Source: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Data shown in log scale to best illustrate long-term index patterns. P/E ratios shown at price peaks and troughs use trailing four quarters of reported earnings and are shown as a one year average. Past performance is not indicative of future returns. Chart is for illustrative purposes only. Data are as of 6/30/13.

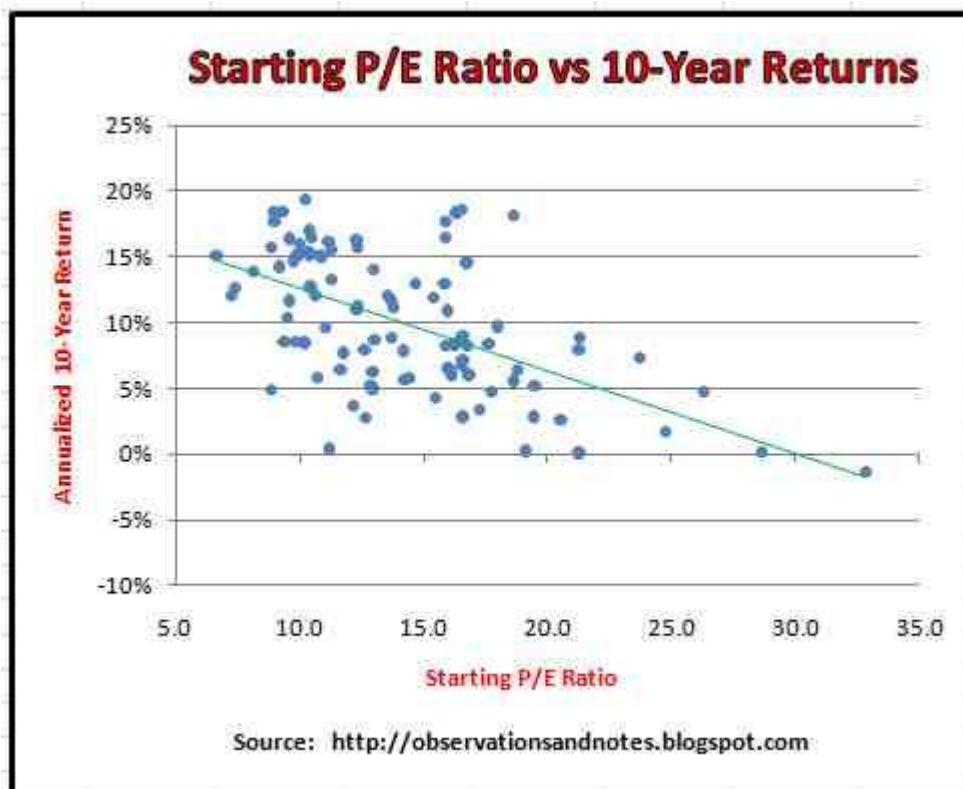
(Quelle: wrapmanager.com)

Das Schöne an dieser Grafik ist, dass sie eine logarithmische Skalierung hat, welche die Kursentwicklungen gleichmäßig anzeigt. Bei der sonst üblichen exponentiellen Skala wäre der Anfang zu unkenntlich klein, und das Ende verzerrt groß. Nun sehen wir hier deutlich die verschiedenen Seitwärts- und Aufwärtsphasen des langfristigen amerikanischen Aktienmarktes. Wie im Artikel dazu bereits erwähnt, sind solche Phasen nichts Ungewöhnliches, sondern können immer wieder abwechselnd auftreten und teilweise auch länger andauern. Wie bei so vielem spielt eben auch die Wahl der Perspektive eine Rolle dabei, was als "seitwärts" und "aufwärts" empfunden wird. Wer nur in kürzeren Zeiträumen denkt übersieht oft die langfristigen Zusammenhänge. Da der Chart leider nur den Preis-Index (statt Total Return) anzeigt, sei wie gesagt zu Bedenken, dass auch in Seitwärtsmärkten die Dividenden weiter fließen und so das Gesamtergebnis etwas verbessern (bzw. eine psychologische Hilfestellung sein können, auch solche ungünstigen Phasen noch durchzuhalten).

Das eigentlich interessanter in der Grafik ist jedoch der Hinweis auf die verschiedenen P/E-Niveaus in den einzelnen Phasen. Zur Erinnerung: Die P/E-Ratio (Price/Earnings) wird im deutschen auch als Kurs/Gewinn-Verhältnis bezeichnet und beschreibt, welches "Vielfache" man im Kurs für einen Anteil am Gewinn bezeichnet. Diese Kennzahlen werden oft in der Analyse von Einzelwerten gebraucht, um so "unterbewertete" und "überbewertete" Unternehmen zu erkennen (siehe auch "Value-Investing"), aber natürlich lassen sie sich auch auf ganz marktbreiter Ebene anwenden.

Man erkennt nun folgenden Umstand mit ziemlicher Regelmäßigkeit: Zu Beginn einer längeren Aufwärtsphase ist das P/E niedrig (der Markt also unterbewertet), am Ende der Aufwärtsphase ist das P/E höher. Die Kurse sind dabei also schneller gestiegen als die eigentlichen Gewinne, und haben die Bewertungen hochgezogen - meist ein Anzeichen dafür, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer an die Zukunft den realwirtschaftlichen Verhältnissen in der Gegenwart etwas zu weit vorausgeeil sind. Irgendwann geht aber zwangsläufig die Phantasie aus, der Markt fällt auf den Boden der Tatsachen zurück und entwickelt sich in einer Konsolidierungsphase nur noch seitwärts. Dort werden die Überbewertungen dann wieder abgebaut - die Kurse steigen nicht mehr, sondern die Gewinne können in Ruhe nachziehen und das P/E fällt wieder auf ein attraktives Niveau, bei dem man erneut verstärkt einsteigen kann - und die nächste Aufwärtsphase beginnt von vorn. Die Abwechslung solcher großen Zyklen durchzieht die gesamte Markt-Geschichte quasi wie ein Pendel und ist als Mean Reversion oder Regression zur Mitte bekannt.

Um etwas mehr über den genaueren Zusammenhang zwischen P/E und langfristigen Renditen herauszufinden, wurden schon viele Untersuchungen gemacht. Dazu sei beispielhaft folgende Grafik gezeigt, um den Zusammenhang visuell zu demonstrieren:



(Quelle: observationsandnotes.blogspot.com)

Wir erkennen folgenden Umstand - je höher das P/E zum jeweiligen Startzeitpunkt, umso geringer fallen die späteren 10-Jahres Renditen aus. Es gibt zwar etwas Streuung in den Ergebnissen, der

Effekt ist also nicht immer zwingend, aber im Allgemeinen ist der grobe Zusammenhang doch ausgeprägt genug, um statistisch relevant zu sein.

Das Ganze kann man natürlich auch tabellarisch aufbereiten. In der folgenden Grafik sehen wir die 10-Jahresrenditen (durchschnittliche, schlechteste und beste) für verschiedene P/E-Niveaus:

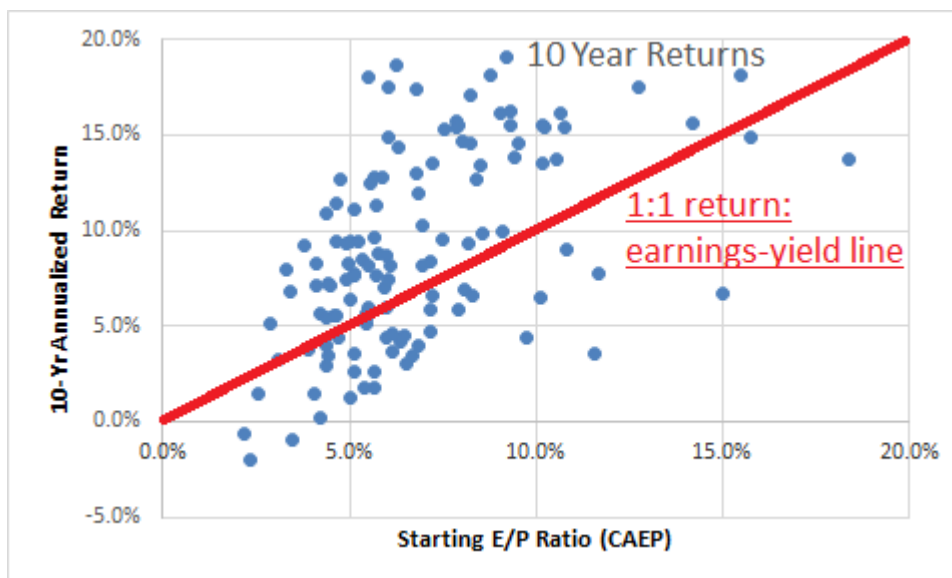
Results For S&P 500 From Different Starting Shiller P/Es 1926-2012

Starting P/E		Avg. Real	Worst Real	Best Real	Standard
Low	High	10 Yr Return	10 Yr Return	10 Yr Return	Deviation
5.2	9.6	10.3%	4.8%	17.5%	2.5%
9.6	10.8	10.4%	3.8%	17.0%	3.5%
10.8	11.9	10.4%	2.8%	15.1%	3.3%
11.9	13.8	9.1%	1.2%	14.3%	3.8%
13.8	15.7	8.0%	-0.9%	15.1%	4.6%
15.7	17.3	5.6%	-2.3%	15.1%	5.0%
17.3	18.9	5.3%	-3.9%	13.8%	5.1%
18.9	21.1	3.9%	-3.2%	9.9%	3.9%
21.1	25.1	0.9%	-4.4%	8.3%	3.8%
25.1	46.1	0.5%	-6.1%	6.3%	3.6%

(Quelle: greenbackd.com)

Auch hier ist die allgemeine Tendenz erkennbar: auf niedrige P/E's folgen höhere Renditen in den nächsten zehn Jahren, während höhere P/E's eher niedrigere Renditen zur Folge haben.

Man kann sich diesem Zusammenhang auch mit der Umkehrung des P/E-Verhältnisses annähern. Das E/P-Verhältnis (Gewinn geteilt durch Preis) wird auch als "earnings yield" bezeichnet und gibt in Prozent ausgedrückt die Ertragsrendite an, welche eine Investition von sich selbst aus erwirtschaftet. Ein P/E von z.B. 20 wäre demnach (ceteris paribus) ein E/P von $1/20 = 5\%$. Dazu dient folgende Grafik:



(Quelle: kitces.com)

Auch hier ist die Übereinstimmung natürlich nicht immer exakt 1 zu 1, aber insgesamt ist der Zusammenhang doch deutlich genug erkennbar, dass sich langfristige Marktrenditen tendenziell im Bereich der Ertragsrendite bewegen, zu der man sich eingekauft hat. Als Erkenntnis ergibt sich

daraus, dass der wesentliche Treiber hinter den langfristigen Kursentwicklungen des Aktienmarktes am Ende eben hauptsächlich die tatsächlich erzielten, wachsenden Gewinne der Unternehmen sind. Natürlich schwanken die Kurse in kürzeren Zeiträumen, je nach Psychologie der Marktteilnehmer, um die mittlere Bewertung teilweise stark herum, nach genügend Zeit setzt sich aber die Tendenz zur Annäherung an die eigentliche Ertragsrendite durch.

Zum Abschluss möchte ich noch etwas einschränken, wer allerdings denkt "ja gut, aber was nützt mir das ganze jetzt konkret?" - es sind wie gesagt langfristige Untersuchungen und Durchschnittswerte, welche sich nicht unbedingt für kurzfristige Prognosen und Markt-Timing eignen. Beispielsweise lässt sich natürlich relativ leicht sagen, der Markt sei gerade überbewertet und deswegen investiere ich nicht - aber wie man sieht kann der Markt auch ziemlich lange hoch bewertet bleiben, und die Alternativen dessen, was man mit seinem Geld während dieser ganzen Zeit nun besseres anstellen kann, sehen vielleicht auch nicht viel attraktiver aus (und ob man dann später, wenn der Markt z.B. am Boden eines Crashes wieder gut bewertet ist, überhaupt noch den Mut hat wieder richtig einzusteigen, sei mal dahingestellt).

Aus Sicht der überdurchschnittlichen Bewertungen, gerade für den amerikanischen Aktienmarkt aktuell, lässt sich die historisch berechtigte Vermutung ableiten, dass die zukünftigen Renditen der nächsten zehn Jahre etc wahrscheinlicher unterdurchschnittlich ausfallen. Allerdings kann man auch hier differenzieren. Niedriger bewertet sind zum Beispiel die Emerging Markets, wer also bei seinen Allokationsentscheidungen solche Bewertungsfaktoren berücksichtigen will, wird auch in solchen Situationen mit etwas Kreativität noch Lösungen finden.

Christopher Strauß