



# Günstig gewinnt

Die US-Börsen, wiewohl teuer, laufen auch 2024. Doch die nach Bewertungskennziffern **preiswerten Märkte** könnten deutlich aufholen VON MARTIN BLÜMEL UND FRANK MERTGEN

Die Börsenwelt ist gespalten. Da gibt es Märkte, die sind ganz offensichtlich teuer – die USA beispielsweise. Das sieht jeder Anleger nach den neuen Rekordhochs von S&P 500, Dow Jones und Nasdaq 100 Anfang Februar schon bei einem schnellen Blick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) etlicher Aktien, und das nicht nur im Bereich der von künstlicher Intelligenz beflügelten amerikanischen Hochtechnologie. Andere Märkte, in Asien etwa und in Europa, sind in dieser Hinsicht viel günstiger. Eine Diskrepanz, die auch ihr Gutes hat: Denn durch die großen Bewertungsunterschiede zwischen den Ländern ergeben sich Kaufchancen.

Gleichzeitig besteht aber auch ein nicht zu unterschätzendes Risiko: Anleger, die beispielsweise global in einen ETF auf den MSCI World investiert sind, sollten bedenken, dass dieser Index seine Gelder derzeit zu etwa 70 Prozent in den USA anlegt, einem der teuersten Märkte überhaupt. Manchen Investoren, die aufgrund der guten Performance in den zurückliegenden Jahren einen ETF auf diesen Index gekauft haben, ist dieses „Klumpenrisiko“ vielleicht gar nicht bewusst. Nun könnte man einwenden, dass die US-Börse schon im vergangenen Jahr teuer war und Indizes wie der S&P 500 oder der Nasdaq 100 trotzdem Rekord an

Rekord reihen. Unbestritten: Was teuer ist, kann teuer bleiben oder noch teurer werden. Klar ist aber auch, dass Anleger, die in der Vergangenheit lieber in attraktiv bewertete Aktienmärkte investierten, über die dann folgenden zehn bis 15 Jahre einen deutlich höheren Wertzuwachs verbuchten als Anleger, die teuer kauften. Stichwort Chance-Risiko-Verhältnis. Das zeigen Studien wie beispielsweise die jährlich erstellte Auswertung der Fondsgesellschaft Taunus Trust zu genau diesem Thema. **Überzeugende Resultate.** Dass es funktioniert, wenn Investoren auf die Bewertung achten, zeigen die Märkte,

BILD: BUBAONE/ISTOCK, JAMESLEE/ISTOCK, ROBINLIMB/ISTOCK, -SLAV/ISTOCK, MARIA RESHETNAK/ISTOCK, PIYANAT NETHAISONG/ISTOCK, LEONTURA/ISTOCK [TM]

die im vergangenen Jahr in der Auswertung als günstig galten: Südkorea etwa legte inklusive reinvestierter Dividenden im vergangenen Jahr um etwa 20 Prozent zu, Polen um 35 Prozent, Italien um 32 Prozent, Spanien um 26 Prozent und Brasilien um 22 Prozent. Einzig China erwies sich mit minus neun Prozent als Flop, was allerdings vor allem auch politischen Umständen geschuldet war (siehe dazu auch Seite 20). Um herauszufinden, wann Aktienmärkte preiswert genug für eine Investition sind, nutzt Taunus Trust Bewertungsindikatoren wie das Shiller-CAPE. Dieses zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis, das vom Nobelpreisträger Ro-

**Günstige Märkte** Auch Deutschland ist niedrig bewertet

Land	CAPE	KBV	Potenzial*
China	10,5	1,2	<b>10,2</b>
Südkorea	12,8	1,1	<b>10,1</b>
Singapur	10,8	1,3	<b>9,7</b>
Spanien	14,6	1,3	<b>8,9</b>
Brasilien	11,5	1,6	<b>8,6</b>
Italien	18,3	1,2	<b>8,3</b>
Deutschland	15,3	1,5	<b>8,1</b>
Südafrika	14,4	1,6	<b>7,9</b>
Großbritannien	14,3	1,7	<b>7,6</b>
Norwegen	14,6	1,8	<b>7,5</b>
Japan	20,9	1,4	<b>7,4</b>
Kanada	19,7	1,9	<b>6,3</b>

\*p. a. in %, real, 10 bis 15 Jahre; Quelle: Taunus Trust

bert Shiller erfunden wurde, setzt den Kurs eines Aktienmarkts ins Verhältnis zu seinem langfristigen Gewinndurchschnitt. Letztlich gilt hierbei wie beim herkömmlichen KGV: je niedriger, desto besser – zeigt der Indikator doch an, wie viele Jahre es dauert, bis mit den Gewinnen der Unternehmen der Kaufpreis wieder eingefahren ist.

**Bedeutender Buchwert.** Wichtig und beliebt bei Value-Investoren und Schnäppchenjägern ist zudem das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), das auch €uro in seinen Aktientabellen stets aufführt. Der Buchwert repräsentiert das Eigenkapital eines Unternehmens, →

**\*Cyclically Adjusted Price Earning** steht für das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis, das die inflationsbereinigten Firmengewinne der vergangenen zehn Jahre erfasst. Besonders billig sind daran gemessen etwa Kanada, Großbritannien, Deutschland – und viele Schwellenländer



**Einkaufen in Tokio:** Japans Aktienmarkt zählt mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,4 und einem Shiller-KGV von rund 21 trotz der erfreulichen Kursgewinne im vergangenen und im neuen Jahr zu den billigeren Märkten

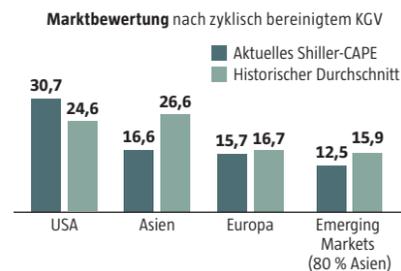
und das KBV wird verwendet, um zu bewerten, wie der aktuelle Börsenpreis im Vergleich zum bilanziellen Wert des Unternehmens steht.

Berücksichtigt man diese beiden Kennziffern, zeigt sich, dass 77 Prozent der globalen Marktkapitalisierung im historischen Kontext überbewertet sind und gerade einmal 14 Prozent unterbewertet. Drastische Zahlen, die allerdings etwas relativiert werden, wenn man um das Gewicht amerikanischer Aktien am Weltaktienmarkt weiß: die besagten 70 Prozent, wie weiter vorn im Text schon Erwähnung fanden.

**Antizyklischer Ansatz.** Bei Taunus Trust hat man daraus Lehren gezogen: Dort meidet man im generell antizyklisch investierenden Vermögensfonds Huber Portfolio die USA derzeit weitgehend – mit nur sieben Prozent Gewicht per Jahresende. Stattdessen hält man mit 20 Prozent signifikante Teile in der Region Asien-Pazifik. Und in China hat man mit fünf Prozent immerhin schon eine kleine Anfangsposition aufgebaut, wie Peter E. Huber bereits im Euro-Interview erläutert hat (Ausgabe 2/2024).

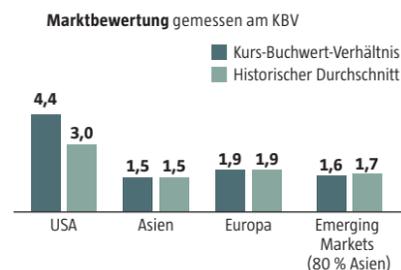
Um es zu verdeutlichen: Hauptgrund für die geringen Renditeaussichten der etablierten Aktienmärkte insgesamt ist mehr oder weniger allein die extrem hohe Bewertung der US-Märkte. Mit einem

**Teure USA** Nur dort liegt das CAPE über dem historischen Mittelwert



Stichtag: 31.12.2023; Quelle: Taunus Trust

**Im Schnitt** Auch das KBV liegt außerhalb der USA auf attraktivem Niveau



Stichtag: 31.12.2023; Quelle: Taunus Trust

Shiller-CAPE von 30,7 und einem KBV von 4,4 notiert der US-Markt rund doppelt so hoch wie in den zurückliegenden Jahrzehnten. Blickt man zurück auf 140 Jahre Börsenhistorie, folgten auf derart extreme Bewertungen auf lange Sicht lediglich Zuwächse von jährlich etwa einem Prozent.

Es dürfte also kein Fehler sein, sich als Anleger auch in anderen Regionen umzusehen: in Europa etwa. Denn im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten finden sich hier einige attraktive etablierte Länder wie zum Beispiel Deutschland, Italien, Norwegen oder Großbritannien, in denen der Anleger überdurchschnittliche Zuwächse erwarten kann. Und in Fernost kommt Japan als etabliertes Industrieland dazu.

**Bewertung Deutschlands lockt.**

Deutsche Aktien notieren etwa bei einem CAPE von 15 und einem KBV von 1,5 derzeit rund 20 Prozent unter dem langfristigen Durchschnitt. „Sofern die Erfahrungen der zurückliegenden 140 Jahre repräsentativ für die Zukunft sind, sollte der DAX im Jahr 2038 mit einer Wahrscheinlichkeit von 50 Prozent zwischen 50000 und 88000 Punkten notieren“, heißt es dazu in der Studie von Taunus Trust.

Wenn man die langfristige Renditeerwartung von jährlich 8,1 Prozent für

die nächsten 15 Jahre ansetze, komme man 2038 auf einen DAX-Stand von etwa 62000 Punkten. Und kurzfristig? Da ist bis zum Jahr 2027 mit der gleichen Wahrscheinlichkeit ein Stand zwischen 18900 und 26000 Punkten zu erwarten. „Historisch gesehen erscheint es zudem sehr unwahrscheinlich, dass wir 2027 im DAX tiefer notieren als heute“, so Norbert Keimling, Portfoliomanager von Taunus Trust.

**Chancen in Schwellenländern.** Neben Europa und Japan sind generell die Emerging Markets (mit Ausnahme Indiens) aktuell attraktiv bewertet. „Historisch folgten auf vergleichbare Bewertungen in den Schwellenländern jährliche Wertzuwächse von acht Prozent“, kommentiert Keimling das Phänomen.

Beispiel asiatische Länder: Gemessen am Shiller-CAPE und am Kurs-Buchwert-Verhältnis sind aktuell die größten Unterbewertungen vor allem in China, Südkorea und Singapur zu erkennen. Hier hat sich also zum vergangenen Jahr kaum etwas geändert. „Dort bekommen Anleger Aktien fast zum Buchwert und zu einem Shiller-CAPE von zehn bis zwölf. Das ist deutlich billiger als in der Vergangenheit, wo die Preise in der Regel 50 Prozent höher lagen“, so Manager Keimling. In den vergangenen Jahrzehnten folgten auf ein vergleichbar attraktives Bewertungsniveau über die dann folgenden zehn bis 15 Jahre jährliche



**20**

**Prozent** billiger als im langfristigen Durchschnitt sind deutsche Aktien derzeit zu haben.

Quelle: Taunus Trust

**8,1**

**Prozent** beträgt die Renditeerwartung für deutsche Aktien auf Sicht von 15 Jahren.

Quelle: Taunus Trust

Wertzuwächse von ungefähr zehn Prozent plus Inflation.

**Branchenverteilung berücksichtigen.**

Da das Bewertungsniveau der Länder aufgrund unterschiedlicher Gewichte der einzelnen Sektoren nicht immer vergleichbar ist, berechnet Taunus Trust adjustierte Kennzahlen. Dadurch reduziert sich etwa das Renditepotenzial der Emerging Markets leicht von 8,4 auf 7,4 Prozent, während sich die Aussichten für die USA leicht verbessern, von 1,1 auf 1,9 Prozent. An den grundsätzlichen Aussagen ändert eine Sektoradjustierung jedoch nichts.

Passend zu den Ergebnissen der Berechnungen hat Euro sechs ETFs ausgesucht, die in bekannte Länderindizes wie Italiens MIB (siehe dazu auch Seite 82), den DAX, Japans Leitindex Nikkei (siehe zu Japan auch Seite 70) und den britischen FTSE 100 investieren.

**Mit Dividenden-Power.** Für die Schwellenländer fiel die Wahl auf den Wisdomtree Emerging Markets Equity Income. Der ETF setzt sich aus den dividendenstärksten Unternehmen aus Schwellenmärkten zusammen und schließt Unternehmen aus, die nicht zu Wisdomtrees ESG-Kriterien passen. Größte Länderposition ist Taiwan, gefolgt von China und Brasilien. China ist mit 16 Prozent Anteil in Relation zur Größe des Aktienmarkts eher gering gewichtet.

**ETFs für günstige Märkte** Anleger können oft mit preiswerten Indexfonds auf die billigen Länder und Regionen setzen. Bei den ETFs für Großbritannien und Japan liegt die Gesamtkostenquote unter 0,1 Prozent

ETF	ISIN	Kurs in €	Wertentwicklung in %			TER <sup>1</sup> in %	Fonds-Note	Bemerkung
			1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre			
<b>HSBC MSCI Canada</b>	IE00B51B7Z02	20,24	5,8	36,3	55,7	0,35	–	Volumen 25 Millionen Euro, Fondswährung US-Dollar
<b>Deka DAX</b>	DE000ETFLO11	150,21	8,4	20,2	47,2	0,15	2	Volumen 1,2 Milliarden Euro, thesaurierend
<b>Wisdomtree Emerging Equ. Inc.</b>	IE00BDF12W49	22,56	11,1	27,9	26,5	0,46	–	Firmen mit hoher Dividendenrendite, Fondswährung US-Dollar
<b>iShares Core FTSE 100</b>	IE0005042456	8,73	5,9	34,4	34,5	0,07	3	Fondswährung Pfund, schützt quartalsweise aus
<b>Amundi Italy MIB ESG</b>	LU1681037518	69,18	18,3	55,9	83,5	0,18	2	thesaurierend, vollständige Replikation
<b>Xtrackers Nikkei 225</b>	LU2196470426	72,45	18,8	6,1	–	0,09	3	Fondswährung Yen, thesaurierend

Stichtag: 05.02.2024; <sup>1</sup>TER = Total Expense Ratio (Gesamtkostenquote); Quelle: Bloomberg, Euro