

EDITORIAL

Das [Zertifikatejournal](#) hat wesentlich dazu beigetragen, das Konzept des einfachen Indexing in Deutschland und Österreich bekannt zu machen. Viele von uns sind wohl über das ZJ auf die Portfoliotheorie aufmerksam geworden, and dafür gebührt dem ZJ Dank.



Aber mittlerweile geht das ZJ den Weg jeder Finanzpublikation: Passives Investieren braucht keine wöchentlichen Newsletter, keine Fernsehauftritte und keine eigenen Fonds. Um Geld zu verdienen, bleibt dem ZJ anscheinend nichts anderes über, als mehr und mehr zum aktives *timing* des Marktes überzugehen. Und der gerade veröffentlichte "Grosse Index Guide" enttäuscht ebenfalls: Was fehlt, sind Fakten und Zahlen zu Korrelationen, langfristigen Renditen und Risiken. Eigentlich schade.

Dr. Thomas Winderl

PS: Zum Abonieren dieses Newsletters schicken Sie bitte ein Mail an office@portfoliotheorie.com.

Sind Aktien zu teuer?

Über das KGV von Indices

Die wahrscheinlich grundsätzlichsste und wichtigste Erkenntnisse über Investieren ist: **Der Markt lässt sich nicht vorhersagen.** Punktum. Ohne wenn und aber. Viele scheinen das in dieser Phase des allgemeinen Aufschwungs wieder mal vergessen zu haben.

KEIN TIMING

Das hat natürlich weitreichende Folgen: Jede Anlageform, die in irgendeiner Weise versucht, den Markt zu schlagen, ist von vornherein langfristig zum Scheitern verurteilt. Klar, dass statistisch gesehen einige wenige zufällig auch langfristig gesehen den Markt übertreffen, aber es ist so gut wie unmöglich, im vorhinein zu wissen, wer das sein wird. Das ändert nichts daran, dass die meisten Produkte, die die ganze Beratermeute anbietet, diesem einfachen Kriterium nicht folgen.

Streng genommen (und Geld sollte streng genommen werden) heisst das: keine Investmentfonds, die auf der Markteinschätzung irgendwelcher *money manager* basieren, kein Auswählen einzelnen Aktien, keine Bonuszertifikate, kein *day trading*, keine technische Analyse, keine kapitalgarantierten Produkte, etc. Gutes Investieren geht prinzipiell davon aus, dass keiner den Hochmut haben sollten, den Markt *timen* zu wollen. Oder: keiner sollte sein Geld anderen überlassen, die den Markt zu *timen* versuchen. Das wäre reine Spekulation, nicht Investieren.

WANN EINSTEIGEN?

Die Kursrückschläge der letzten Tage bereiten anscheinend vielen Anlegern Kopfzerbrechen. Im [Diskussionsforum des Zertifikatejournals](#) wird schon mal von „Angstverkäufen“ gesprochen. Viele haben anscheinend vergessen, dass die Börse zwei Richtungen kennt.

Passive Anleger bleiben natürliche voll investiert (sonst sind sie keine passiven Anleger). Wer jetzt zittrig wird, sollte sein Geld lieber anders anlegen.

Aber was machen potentielle Investoren, die noch nicht (oder noch nicht in der richtigen Art und Weise) veranlagt sind? Ist jetzt ein guter Zeitpunkt, um sich ein solides, passives Portfolio nach den Grundsätzen der Portfoliotheorie aufzubauen?

DAS KURS-GEWINN VERHÄLTNIS

Die einfachste und beste Methode, herauszufinden, wie teuer Aktienmärkte sind, ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis. Das sogenannte KGV (im Englischen PER oder P/E genannt: *price-earning-ratio*) ist die wichtigste und bekannteste Kennziffer, die Profis für die Aktienbewertung heranziehen. Das KGV wird berechnet, indem der derzeitige Börsenkurs durch den Jahresgewinn pro Aktie geteilt wird. Der Jahresgewinn pro Aktie ist der Unternehmensgewinn geteilt durch die Anzahl der existierenden Aktien:

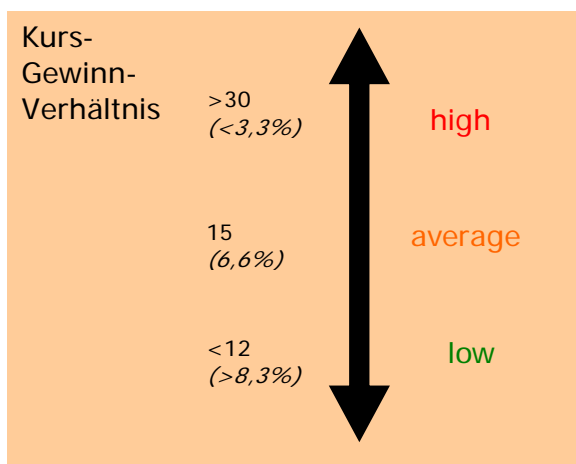
$$\text{Kurs-Gewinn-Verhältnis} = \frac{\text{Börsenkurs}}{\text{erwarteter Jahresgewinn pro Aktie}}$$

Eine Aktie mit einem derzeitigen Börsenkurs von 50 € und einem Unternehmensgewinn pro Aktie von 5 € hat damit ein KGV von 10. Steigt der Kurs auf 60 €, wird die Aktie teurer und das KGV steigt auf 12. Steigt der Unternehmensgewinn pro Aktie im nächsten Jahr auf 10 €, fällt das KGV— bei gleichbleibendem Kurs—auf günstige 5.

Das KGV kann aber auch umgekehrt als Massstab für den „inneren Wert“ eines Unternehmens gesehen werden: Der Jahresgewinn pro Aktie dividiert durch den Börsenkurs—also der Kehrwert des KGVs— ergibt die Rendite für jeden investierten Euro in %. Ein KGV von 10 ergibt damit 10% (1 dividiert durch 10 ist 0,10 oder 10%), ein KGV von 15 ergibt einen Gewinn von 6,7% und ein KGV von 5 ergibt stolze 20% Gewinn pro investiertem Geld. Ein solches Gewinn-Kurs-Verhältnis ist der Gewinn in %, den das Unternehmen mit jedem investierten Euro macht. Es kann auch leichter berechnet werden, da nie durch null oder eine negative Zahl dividiert werden muss.

Generall gilt: Ein KGV von etwa 15 (oder: 6,6% Rendite) ist mehr oder weniger der historische Durchschnitt.* Ein KGV von unter 12 (oder: über 8,3% Rendite) gilt als günstig, während ein KGV von über 30 (oder: unter 3,3% Rendite) als teuer gilt.

Zugegeben, das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist kein perfekter Massstab dafür, wie günstig



* Die langfristige Durchschnittsrendite für US-amerikanische Aktien von 1871 (!) bis 1997 ist ebenfalls 6,7%, allerdings inflationsbereinigt.

eine Aktie ist. Der Markt irrt sich nicht, und meist gibt es gute Gründe, warum ein Unternehmen niedrig oder hoch bewertet ist. Aber als generelle Zusammenfassung der Preisniveaus—vor allem wenn wir von KGVs von mehreren Aktien sprechen—ist das KGV nicht zu schlagen.

METHODISCHE SCHWIERIGKEITEN

Die beste Richtschnur für eine Abschätzung der Marktlage durch den passiven Investors wäre das KGV von Indices. Dabei gibt es allerdings zwei grundsätzliche Schwierigkeiten:

Erstens, wie berechnen wir das KGV, wenn eines oder mehrere der Unternehmen derzeit keinen Gewinn machen? Bekanntermassen sind Divisionen durch negative Zahlen nicht möglich und wären sicher auch nicht hilfreich. Momentan werden für die Berechnung von KGVs Unternehmen mit Verlusten meist einfach ausgelassen. Manche Indexanbieter (z.B. Stoxx) berechnen immer beide KGVs.

Zweitens, ein einigermaßen exaktes KGV (auch bei der Berechnung des Unternehmensgewinnes gibt es Unterschiede in der Methodik) kann immer nur im nachhinein am Ende eines Jahres ermittelt werden. Interessanter wäre für Investoren allerdings das laufende KGV. Deshalb müssen—wie bei den einzelnen Aktien auch—die notorisch unsicheren Gewinnschätzungen zur Berechnung herangezogen werden. Eine Möglichkeit dabei ist es, Konsensusschätzungen einer Gruppe von Analysten heranzuziehen (die vierteljährlichen Gewinnerwartungen werden in den USA oft nur die *number* genannt*). Weil aber Schätzungen nie akkurat sind, würde es mehr Sinn machen, auf Durchschnittsgewinne der vergangenen paar Jahre zu setzen. Diese Daten sind allerdings momentan leider nirgendwo leicht zugänglich. Ein Vorteil der Berechnung von Index-KGVs ist: Da sich in einem Index eine ganze Reihe von Aktien befindet, können wir wohl davon ausgehen, dass sich die Fehleinschätzungen für einzelne Aktien für ganze Indices im Schnitt gegenseitig zumindest zum Teil wieder ausgleichen.

DO-IT-YOURSELF: KGV Zeitreihen für den EuroStoxx 50

Die Indexanbieter machen es uns nicht leicht, an die vielbegehrten KGVs von Indices zu kommen. Hier sind die wichtigsten Schritte, um an die historischen Daten für den EuroStoxx 50 und andere Stoxx-Indices zu kommen:

1. Gehen Sie auf http://www.stoxx.com/info/reports/statistical_history.html.
2. Klicken Sie auf einen der Monatsberichte im ZIP-Format (genannt „Monthly Reports“).
3. Entzippen Sie das File mit dem Namen „index_fundamentals_XXXX“ und öffnen Sie es mit Excel.
4. Im File finden Sie die dann unter „Price/Earnings“ das KGV für eine Reihe von Stoxx-Indices, darunter für den EuroStoxx 50. Ausserdem beinhaltet das File auch die monatlichen Daten für Dividendenrenditen und das Preis-Buch-Verhältnis.

Um Ihnen die Arbeit zu sparen, finden Sie diese Daten auch unter <http://www.portfoliotheorie.com/portfolios/kgvs/index.htm>.

*siehe auch das grossartige Buch von [Berenson, Alex \(2003\): „The Number—How America's Balance Sheet Lies Rocked the World's Financial Markets“](#)

ARTEN VON KGVs

KGV ist allerdings nicht KGV. Der aktuelle Kurs einer Aktie oder der Stand eines Index sind leicht festzustellen. Der Unternehmensgewinn kann allerdings unterschiedlich gesehen werden: Unternehmen mit Verlusten können von der Berechnung ausgeschlossen oder miteingeschlossen werden und es kann der bekannte Gewinn des letzten Jahres verwendet werden oder der projektierte Gewinn für das laufende oder kommende Jahr. Das ergibt vier verschiedene Typen von KGVs:

	rückblickend (trailing)	projektiert
Unternehmen mit Verlusten eingeschlossen	Typ 1	Typ 3
Unternehmen mit Verlusten ausgeschlossen	Typ 2	Typ 4

Nur wenige Indexanbieter oder Publikationen machen sich die Mühe zu erwähnen, wie sie mit Unternehmen mit Verlusten umgehen. Schlimmer noch, häufig wird nicht angegeben, ob sich ein KGV auf das letzte Jahr, das laufende Jahr oder das nächste Jahr bezieht. Der Indexanbieter [Stoxx Ltd.](#) etwa macht das mustergültig, indem er auf seiner Webpage alle vier Typen veröffentlicht:

DOW JONES GLOBAL TITANS 50 INDEX FUNDAMENTALS								
Index	P/E (Incl. Negative)		P/E (Excl. Negative)		P/Book Value	Div. Yield	P/Sales	P/Cash Flow
	Trailing	Projected	Trailing	Projected				
Global Titans 50	13.94	12.79	13.94	12.79	2.67	2.61	1.62	9.09

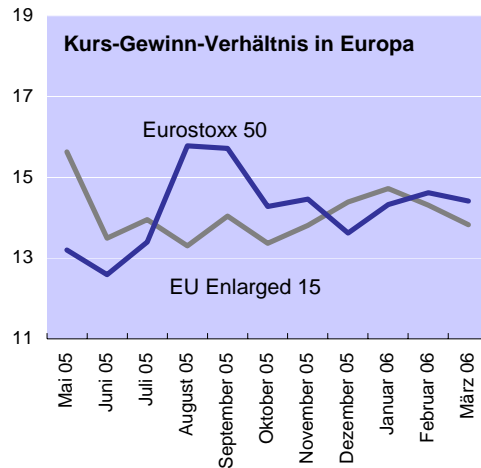
As of April 28, 2006.

AKTUELLE INDEX-KGVs

Mittlerweile berechnen mehr und mehr Publikationen und Index-Anbieter auch das KGV von ganzen Indices. Meist wird allerdings das geschätzte KGV für das laufende Jahr (geschrieben: 2006e) und das nächste Jahr (2007e) angegeben. Allerdings gibt es noch relativ wenig Informationsquellen, die diese grundlegenden Daten auch direkt und umfassend an den privaten Investor weitergeben. Meist sind aufwendige Recherchen auf der Website der Indexanbieter notwendig, um historische Zeitreihen für KGVs zu konstruieren.

Das Typ 1 KGV des EuroStoxx 50 hält momentan bei einem projektierten KGV von 13,81. Das würde einen erwarteten Gewinn pro Euro von 7,2 Cent oder 7,2% ergeben (1 dividiert

durch 13,81), was knapp über dem historischen Schnitt liegt. Das KGV hat sich Mitte letzten Jahres kurz über 15 bewegt, liegt aber im Moment—vermutlich bedingt durch steigende Gewinnerwartungen und gleichzeitig steigenden Kursen—im komfortablen mittleren Bereich. Ausgehend davon, dass erwartete Gewinne in etwa auch so eintreffen, ist der EuroStoxx 50 im Moment weder unter- noch überbewertet. Der Zeitpunkt für den Aufbau eines diversifizierten Portfolios ist deshalb momentan nicht perfekt, aber auch nicht schlecht.



Quelle: Stoxx Ltd.

International gesehen sind die Unterschiede recht gross: Der Global Titans 50 als Indikator für das **globale** KGV liegt bei knapp unter 14 und damit im mittleren Bereich. Der S&P500 als Indikator für den **US-amerikanischen** Markt ist mit 20,20 schon am teureren Ende der Skala. Hier ist bei einem Einstieg in den US-Markt eventuell schon Vorsicht geboten. Und der Topix Composite als

Indix für **Japan** liegt bei sehr hohen 34,40 KGV. Das bedeutet einen Unternehmensgewinn pro Euro von nur 2,9%. Der mickrige Unternehmensgewinn und das hohe KGV des Topix gehen sicherlich darauf zurück, dass die Zinsen in Japan immer noch sehr niedrig sind. Trotzdem wäre bei einem so hohen KGV wie beim Topix von einem momentanen Einstieg klar abzuraten. **Chinas** Xinhua/FTSE China25 ist mit 14,10 noch am günstigsten bewertet. Der Nifty50 **Indiens** ist nach dem Anstieg der letzten Zeit mit einem KGV von 18,51 schon gefährlich weit über dem historischen Schnitt.

KGV Barometer Mai 2006	
Global	13,94
EU	13,81
USA	20,20
Japan	34,40
China	14,10
Indien	18,51

DIE O'HIGGINS METHODE: VERGLEICH MIT ANLEIHEN

Das KGV (oder besser: das GKV, das Gewinn-Kurs-Verhältnis) hat noch einen Trick auf Lager: Es ermöglicht uns zu entscheiden, ob momentan Aktien oder Anleihen mehr Rendite abwerfen. Wie wird das gemacht? Michael O'Higgins hat uns hier ein interessantes und extrem simples Modell gezeigt:

Wir vergleichen den durchschnittlichen Unternehmensgewinn in einem Index (also das GKV) mit der durchschnittlichen Rendite von sicheren Unternehmensanleihen. Als Unternehmensgewinn nehmen wir etwa das GKV des EuroStoxx50 von 7,2% (1 durch 13,81). Als durchschnittliche Rendite für Unternehmen empfiehlt O'Higgins die Rendite von US-Unternehmensanleihen mit AAA Rating. Diese wiederum erhält er annähernd, indem er

* O'Higgins, Michael (1998): *Beating the Dow with Bonds*. New York.

zur Rendite von 10-Jahres-Staatsanleihen 30 Prozentpunkte—also 0,30%- hinzuzählt. Da die Rendite von Staatsanleihen in Euro mit einer Laufzeit von 7 bis 10 Jahren derzeit 3,96% beträgt*, ergibt sich dadurch eine geschätzte Rendite für Unternehmensanleihen von 4,36%. Hier nochmals die Rechnung:

Staatsanleihen in € (Laufzeit 7-10 Jahre):	3,96%
Risikozuschlag für Unternehmensanleihen:	0,30%
<hr/>	
Rendite für AAA Unternehmensanleihen	4,16%

Wenn wir die geschätzte Rendite für Unternehmensanleihen mit AAA-Rating von 4,16% mit dem erwarteten Unternehmensgewinn des EuroStoxx 50 von 7,2% vergleichen, ist die Entscheidung wohl kristallklar: Aktien sind momentan bei weitem attraktiver als Anleihen.

Wir können aus den zwei Prozentzahlen sogar eine einzige Verhältniszahl bilden: 7,2% dividiert durch 4,16% ergibt ein Ratio von 1,73 zugunsten von Aktien. Anders ausgedrückt: **Europäische Aktien bringen derzeit etwa 1,73 Mal mehr Rendite als Anleihen.**

FAZIT: EINSTIEG MIT VORSICHT

Das Fazit einer Analyse der momentanen KGVs ist klar: **Die Aktienmärkte haben sich in letzter Zeit von einem sehr günstigen Stand wieder zurück zu ihrem historischen Durchschnitt begeben. Durch die steigenden Unternehmensgewinne sind die Kursanstiege nur zum Teil aufgewogen worden. Momentan ist zu einem vorsichtigen Einstieg zum Aufbau eines Portfolios durchaus zu raten, vielleicht in der sehr empfehlenswerten Form des Cost-Averaging.** Das momentane Erstaunen vieler Anleger, dass Aktien auch fallen, hat auch sein Gutes: Wenn die Kurse fallen, werden Aktien wieder billiger und ein Einstieg damit wieder vielversprechend. Wir freuen uns ja auch, wenn die Kirschen jetzt im Sommer wieder billiger werden.

* Einen guten Überblick über aktuelle Renditen bietet Comdirekt auf <http://isht.comdirect.de/html/bnd/renditenvergleich/main.html>

Mehr zu Korrelationen

Im letzten Newsletter haben wir begonnen, die Korrelationen zwischen den einzelnen Aktienindices zu berechnen. Unser Fazit war, dass weder die US-amerikanischen noch die japanischen Märkte relativ unabhängig (wenig korreliert) von unserem „Hausindex“, dem EuroStoxx 50, sind. Schauen wir uns jetzt die Korrelation des EuroStoxx 50 mit einigen anderen Indices an:

Eine starke positive Korrelation (wenn ein Index steigt, steigt der andere auch) mit über 0,80 haben— nicht überraschend— die Aktienindices Europas und der USA: der Stoxx50, der deutsche DAX, die US-amerikanischen Indices Russel 1000, Russel 3000, der S&P500 und der Nasdaq100, der britische FTSE 100 und der DJIA.

Interessanterweise sind die amerikanischen Staatsanleihen (US Treasury 5 years, 10 years und 13 weeks) ebenfalls positiv mit dem EuroStoxx50 korreliert. Das bedeutet, dass eine Beimischung dieser Staatsanleihen ebenfalls nur eine leichte Diversifizierung bringt.

Wenig korreliert—und damit gute Kandidaten für eine Depotbeimischung— sind überraschenderweise der indische BSE30, der österreichische ATX, der russische Moscow Times Index und der thailändische SET.

Stark negativ korreliert (wenn ein Index steigt, fällt der andere) sind der Philadelphia Gold & Silver Index und der AMEX Gold Bugs. Damit bestätigen die Zahlen, was viele intuitiv wissen: Gold und Silber eignen sich begrenzt zum Absichern von Aktiengewinnen. Ein Korrelationskoeffizient von $-0,65$ und $-0,70$ bedeutet, dass Gold und Silber steigen, wenn der EuroStoxx 50 fällt und umgekehrt.

Korrelationen des EuroStoxx50 mit:	
Stoxx50	1,00
Germany DAX	0,96
Russel 1000	0,93
Russel 3000	0,92
S&P500	0,92
Nasdaq 100	0,88
FTSE 100	0,83
DJIA	0,80
Hongkong Hang Seng Index	0,74
US Treasury 5 Years	0,66
US Treasury 10 Years	0,64
China Shanghai Composite Index	0,64
US Treasury 13 Weeks	0,62
Japan Nikkei 225	0,52
India BSE 30	0,36
Austria ATX	-0,36
Russia Moscow Times Index	-0,37
Thailand SET	-0,38
Philadelphia Gold & Silver Index	-0,65
AMEX Gold Bugs	-0,70

Diese Korrelationen sind nur ein erster Schritt um auszuloten, was potenzielle Kandidaten für eine Diversifikation unseres Hausindexes EuroStoxx 50 wären. Portfoliotheorie.com wird weiterhin Daten sammeln und auswerten. Mehr darüber in den nächsten Ausgaben des Portfoliotheorie.com Newsletters.

Thomas Winderl
21.05.2006

IMPRESSUM: Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter ist ein privates Informations- und Diskussionsforum von Dr. Thomas Winderl, Lergetporerstrasse 1, 6130 Schwaz, Österreich, Tel +43 (0)676 620 7334, E-Mail thomas@winderl.net; Erscheinungsweise: monatlich (ohne Rechtsanspruch); Bezug: kostenfreies E-Mail-Abonnement;

URHEBERRECHTLICHE HINWEISE: Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung von Inhalten, der Nachdruck oder die Vervielfältigung (auch auszugsweise) bedarf der ausdrücklichen schriftlichen Einwilligung der Herausgeber. **DISCLAIMER** Sämtliche Inhalte der Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletter werden nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert und formuliert. Dennoch kann der Herausgeber keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit dieser Informationen gegeben werden. Die Ausführungen im Rahmen des Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletter stellen im Übrigen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Eine Haftung des Herausgebers für Vermögensschäden, die durch Anwendung von Hinweisen und Empfehlungen auf persönliche Investitionsentscheidungen eventuell auftreten, ist kategorisch ausgeschlossen.