Schoellerbank Analysebrief Ausgabe Nr. 244, Januar 2014

Presseinformation

Wien, Salzburg, 9. Januar 2014

Wir behandeln folgendes Thema:

Ist es sinnvoll bei Rekordständen an den Aktienmärkten noch zu kaufen?

Eine historische Betrachtung

- **Vor 100 Jahren lag der Dow Jones Index bei etwa 80 Punkten. Heute steht der US-Blue Chip Index bei 16.440 Punkten – Dividenden sind dabei noch gar nicht berücksichtigt. Der Index hat sich folglich mehr als ver200facht. Freilich darf dabei nicht übersehen werden, dass der US-Dollar in dieser Zeit über 90% an Kaufkraft eingebüßt hat. Eine dennoch derart beeindruckende Performance zeigt, dass der Dow Jones selbstredend in seiner Geschichte laufend von 80 Punkten auf über 16.000 Punkte zyklische Rekordstände erreicht hat. Wann hat es sich – im Nachhinein betrachtet – gelohnt, bei diesen Rekordständen zu verkaufen, um später wieder in den Markt einzusteigen?**

- **Zu dieser Frage haben wir uns die einzelnen Perioden der näheren Aktien-Geschichte genau angesehen und für die historische Untersuchung den S&P Composite Index verwendet. Auffällig an den historischen Daten ist, dass die zyklischen Höchststände, die historisch herausragen, das waren die Jahre 1929, 1999 und 2007, jeweils mit sehr hohen Kurs-Gewinn-Verhältnissen (berechnet nach der Shiller-Methode) korrespondierten. Diese Erfahrung unserer Großväter und Väter sowie unsere eigenen Erfahrungen stellen eine wichtige Erkenntnis dar.**

- **1928 und 1929 waren bisher die einzigen Jahre, in denen man in einer Nachbetrachtung besser darauf verzichtet hätte, Aktien zu kaufen. Immerhin hat es bis 1954 gedauert, bis man nominell (unter realer Geldwertbetrachtung sogar bis Ende der 1950er Jahre) die alten Stände Ende der 1920er Jahre wieder erreichte. Freilich fällt diese Periode wesentlich kürzer aus, wenn man Dividenden mit in die Kalkulation einbezieht. Die sonstigen auffälligen Marktspitzen (1987, 1999 und 2007) waren nach herben Verlusten jeweils wieder relativ rasch aufgeholt.**

- **Abgesehen von 1928/1929 konnten Investoren, die am breiten US-Aktienmarkt ihr Geld veranlagten, nicht besonders viel falsch machen. Natürlich sind die Renditeunterschiede beträchtlich, ob man in der Nähe von zyklischen Tiefstständen oder in der Nähe zyklischer Höchststände kauft. Allerdings waren auch Käufe in der Nähe der zyklischen Tops in einer Nachbetrachtung besser als das Geld dauerhaft am Geldmarkt zu veranlagen. Aus dieser Betrachtungsweise entspringen zwei wichtige Grundregeln für den Aktienmarkt: 1. Käufe vermeiden, wenn der Markt absurd teuer wird (das ist im Augenblick nicht der Fall), 2. Veranlagungen am Geldmarkt dienen nur der Liquiditätssteuerung – sollten aber nicht für eine längerfristige Veranlagung, zumindest wenn man höhere Wertschwankungen verkraften kann und will, gedacht sein.**

- **Rekordmarken an den Aktienmärkten sind historisch keine Ausnahme sondern eine Art Regel, das zeigt die Entwicklung der großen Indizes. Das gilt, sehr langfristig betrachtet, selbst für den japanischen Aktienmarkt, obschon dieser Markt häufig als Gegenbeispiel angeführt wird. Der NIKKEI lag Anfang der 1970er Jahre um die 2.000 Punkte und wird heute über 16.000 Punkten gehandelt. Allerdings liegt der japanische Aktienmarkt noch unter seinem historischen Schnittkurs. Auffällig an Japan war das extrem hohe geschätzte KGV von über 100 (!) zu seinem historischen Höchststand 1989. Ähnlich hoch war nur das KGV des Nasdaq Index im Jahr 2000. Langfristige Regressionen zeigen damit auch in Japan eine deutliche Aufwärtsbewegung – auch wenn diese durch eine überdurchschnittlich hohe Schwankungsbreite, bei relativ geringer Rendite, gekennzeichnet ist.**

Die Details

Vor 100 Jahren, als gerade die US-Notenbank gegründet wurde, lag der berühmte Dow Jones Index bei etwa 80 Punkten. Heute steht der US-Blue-Chip Index bei 16.440 Punkten. Der Index hat sich folglich in einem Jahrhundert mehr als ver200facht. Freilich darf dabei nicht übersehen werden, dass der US-Dollar in dieser Zeit über 90% an Kaufkraft eingebüßt hat. Eine dennoch beeindruckende Performance zeigt, dass der Dow Jones selbstredend in seiner Geschichte laufend von 80 Punkten auf über 16.000 Punkte zyklische Rekordstände erreicht hat. Investoren, die vermieden haben, Aktien zu kaufen, weil der Dow Jones gerade einen Rekordstand bei 400 Punkten, 1.000 Punkten, 5.000 Punkten, 10.000 Punkten oder bei welchem Wert auch immer aufwies, haben mit einer Ausnahme auf eines der besten Investments, das man machen konnte, verzichtet. Nun zur Frage, ob sich im Moment überhaupt noch ein Kauf bei den jetzigen Rekordständen lohnt. Diese Frage, die sich auch bereits Generationen von Analysten vor uns gestellt haben, sollte man zunächst strategisch – also unter langfristigen Gesichtspunkten – betrachten. Die Antwort ist immer – mit nur ganz wenigen Ausnahmen, die rein statistische Wahrscheinlichkeit, dass gerade jetzt so ein Moment ist, geht gegen Null – für ein Investment am Aktienmarkt ausgefallen. Zu diesen wenigen Ausnahmen, wo tatsächlich im Nachhinein betrachtet Investments am Geldmarkt besser waren als jene am Aktienmarkt, zählten etwa Engagements am US-Aktienmarkt 1928 und 1929. Auch fallen in diese Kategorie Engagements am japanischen Aktienmarkt von 1986 – 1991 und am US-Nasdaq Index von 1999 bis 2000. Kleine Marktsegmente wie z. B. den ehemaligen „Neuen Markt“ in Deutschland, der praktisch einen Totalverlust erlitten hat, lassen wir in dieser Betrachtung beiseite. Wann hat es sich – im Nachhinein betrachtet – gelohnt, bei diesen Rekordständen zu verkaufen, um später wieder in den Markt einzusteigen?

Konkrete Beispiele

Der US-Aktienmarkt ist ein sehr breiter, liquider Markt. Das liegt natürlich auch daran, dass die Amerikaner von jeher tendenziell eher Aktienanleger sind als Europäer oder Asiaten. Das hat sicherlich dazu beigetragen, dass viele multinationale Aktiengesellschaften ihren Heimatsitz in den USA haben. Die Anzahl der Aktienanleger in den USA schwankt je nach Marktlage so zwischen 55% bis 65% der Bevölkerung. Die Amerikaner sind durch diese Pro-Aktienhaltung aus volkswirtschaftlicher Sicht reich geworden. Laut der US-Schuldenuhr beträgt das Gesamtvermögen der Amerikaner derzeit kaum glaubliche USD 108 Billionen – freilich stehen diesem Vermögen auch gewaltige Schulden (USD 61 Billionen Schulden + USD 127 Billionen Off-Balance-Schulden aus der Sozialversicherung) gegenüber. In Europa liegt die Anzahl der Aktienbesitzer nur in etwa bei 8% – 15% (je nach Berechnungsweise mit Fondsanlagen oder ohne) der Bevölkerung. Der

US-Aktienmarkt besitzt die höchste Kapitalisierung und kann auf eine lange Vergangenheit zurückblicken. In Europa und Asien ist diese historische Betrachtung durch die beiden Weltkriege und die damit einhergehenden Rahmenbedingungen doch erheblich verzerrt. Deshalb haben wir in der folgenden Tabelle die historischen Bedingungen für die Börse am Beispiel des Marktes in den USA dargestellt. Wir haben dabei nur die wichtigen Wegmarken zusammengestellt. Die Kurse des S&P Composite sind dabei sowohl nominell als auch real mit dem Verbraucherpreis-Index inflationiert (1983 = auf 100 indexiert) dargestellt. Die KGV-Angaben beziehen sich auf die Gewinne der jeweils verfügbaren letzten 4 Quartale. Dadurch wird das KGV im Jahr 2009 stark verzerrt dargestellt (Rezessions-KGV), da einige der zurückliegenden Quartale in dieser Zeit durch die „Große Rezession" sogar Verluste eingebracht haben. Das lässt das KGV auf 110 steigen. Man soll sich nicht täuschen lassen, wenn man die Gewinne des Jahres 2010 verwenden würde (diese betrugen ca. USD 80), käme man auf ein KGV von unter 10. Zudem sind auch noch die Zinsen in der jeweiligen Periode am langen Ende angegeben. Des Weiteren haben wir noch das sog. „Shiller KGV" mit angegeben. Dabei wird das KGV nicht nur aus den Daten eines Jahres errechnet, sondern vielmehr werden 10 Jahre der durchschnittlichen Gewinnentwicklung betrachtet. Dadurch werden einzelne Jahre, Boom-Jahre wie Rezessions-Jahre, geglättet. Der Vorteil ist, dass diese Zahl gut historisch vergleichbar ist. Nach diesem Maßstab als sehr teuer galten die Märkte 1929 (Shiller KGV 32,6), 1999 (44,2) und 2007 (27,3). Tatsächlich waren diese Jahre Vorboten von extremen Bärenmärkten.

Jahr	Monat	Stand S&P Comp.	Div. Rendite	KGV	Verbraucher-preis Index	Zinsen (langes Ende)	S&P Comp. Real	Shiller KGV
1929	Sep.	31	3,0%	20,2	17	3,4	421	32,6
1932	Juni	5	13,8%	9,4	14	3,5	82	5,6
1954	Sep.	31	4,7%	12,0	27	2,4	273	14,4
1960	Jän.	58	3,2%	17,1	29	4,7	461	18,3
1970	Jän.	90	3,5%	15,8	38	7,8	556	17,1
1980	Jän.	111	5,1%	7,4	78	10,8	332	8,9
1987	Aug.	329	2,6%	21,4	114	8,8	670	18,3
1987	Dez.	241	3,7%	13,8	115	9,0	486	13,4
1990	Jän.	340	3,3%	15,1	127	8,2	621	17,0
1999	Dez.	1.429	1,2%	29,7	168	6,3	1.974	44,2
2003	Feb.	837	1,9%	28,5	183	3,9	1.063	21,2
2007	Jän.	1.540	1,8%	20,7	209	4,5	1.714	27,3
2009	März	757	3,6%	110,4	213	2,8	828	13,3
2013	Juni	1.619	2,1%	17,8	234	2,3	1.612	22,9

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung
Quelle: Princeton University USA (Shiller et al. "Irrational Exuberance") und Schoellerbank Invest Tabelle

Für Aktien-Investoren wirklich tragisch waren allerdings nur Investments in den Jahren 1928/1929. Wer zum ungünstigsten Zeitpunkt 1999 den S&P500 gekauft hat, kann zwar nicht gerade auf eine berauschende Performance zurückblicken, wird aber auch nicht todunglücklich sein. Sieht man sich die Performance anhand des S&P500 Total Return Index (also der S&P500 einschließlich der Dividenden) an, so kommt man vom zyklischen Rekordstand 1999 bis heute auf eine Performance von ca. 57%. Über 14 Jahre ist das nicht berauschend, aber eben auch kein Beinbruch.

Historische Charts

Im Folgenden haben wir einige historische Charts mit Performancedaten abgebildet. Zu beachten ist dabei, dass die Dividendenerträge hier fehlen. Total Return Charts (also Index mit Dividende) liegen uns soweit zurück nicht vor. Das macht allerdings einen großen Unterschied, so steht der Dow Jones Index im Moment bei 16.400 Punkten, auf Total Return Basis dagegen auf über 32.000 Punkten. Deshalb sollte man auch einen Total Return-Index (mit Dividenden), wie den DAX, nicht mit einem Kurs-Index, wie dem Dow Jones, unmittelbar vergleichen, sondern dann eben den Dow Jones Total Return Index verwenden.

Der folgende Chart zeigt den Dow Jones Index (ohne Dividenden) von 1916 bis 1938. Eine in jeder Hinsicht außergewöhnliche Periode. Zu welchem Zeitpunkt man zwischen 1916 und 1925 Aktien gekauft hat, spielte für die Performance eine Rolle, war aber nicht so wesentlich. Wichtig wäre gewesen, die extreme Überbewertung des Marktes zwischen 1928 und 1929 zu erkennen. Die Periode gilt tatsächlich als die einzige, in denen ein Investment am breiten US-Aktienmarkt nicht sinnvoll war – auch wenn Jahrzehnte später das Investment dennoch profitabel wurde, schließlich kaufte man 1929 den Dow Jones mit etwa 380 Punkten zum Top. Wie bereits erwähnt, liegt der Index heute (einschließlich Dividenden) bei über 32.000 Punkten.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung / Quelle: Reuters

Ohne Dividenden hat es damals bis 1955 gedauert, bis der alte Indexstand wieder aufgeholt wurde:

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung / Quelle: Reuters

Von den 1960er Jahren bis 1987 spielte es kaum eine Rolle, ob man nun zu zyklischen Hoch- oder Tiefpunkten kaufte, Aktieninvestments waren erste Wahl. Es spielte selbst dann nur eine geringe Rolle, ob man unmittelbar von dem Crash 1987 oder danach – zum zyklischen Tiefpunkt – eingestiegen ist. Die Performance bis 2000 war so oder so beeindruckend:

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung / Quelle: Reuters

Je kürzer die Zeiträume werden, desto wichtiger wird natürlich auch, ob zu zyklischen Hoch- oder Tiefpunkten gekauft wurde. Beachten muss man dieser Betrachtung aber, dass das möglicherweise in der Retrospektive, z. B. 2030, möglicherweise ganz anders aussieht – ähnlich wie wir heute die 1980er Jahre ganz anders einschätzen, als dies Analysten noch Anfang der 1990er Jahre gemacht haben:

Dow Jones (ohne Dividenden) von 1998 bis heute

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung / Quelle: Reuters

Mit Dividenden gerechnet sieht das Bild schon wieder etwas anders aus, auch wenn der Unterschied zwischen Kauf zum zyklischen Tief oder zyklischem Hoch natürlich noch beträchtlicher erscheint:

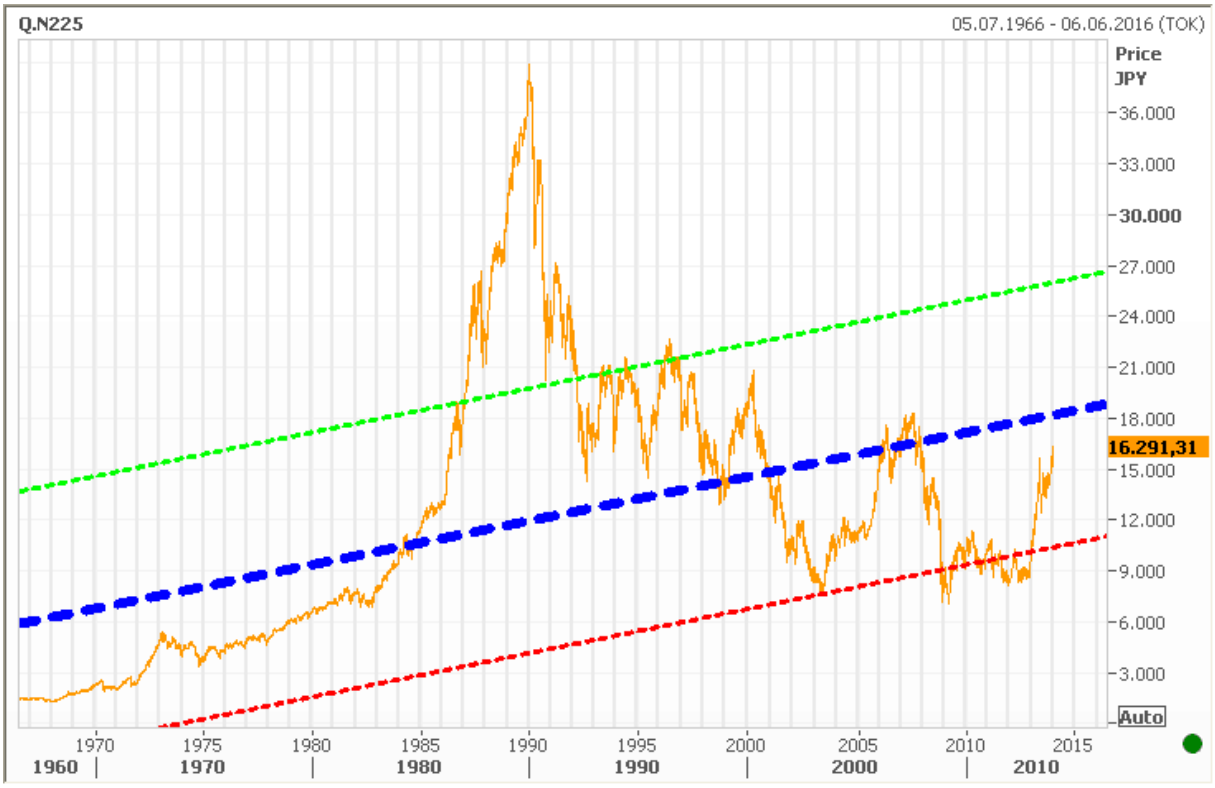
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung / Quelle: Reuters

Japan – eine Ausnahme? Nein

Langfristig betrachtet gilt die vorgenannte Botschaft – Aktien steigen langfristig – selbst für den japanischen Aktienmarkt, obschon dieser Markt häufig als Gegenbeispiel angeführt wird. Der NIKKEI lag Anfang der 1970er Jahre um die 2.000 Punkte und wird heute über 16.000 Punkten gehandelt (rechnet man die Dividenden mit ein, läge der Index derzeit bei ca. 23.500 Punkten). Allerdings liegt der japanische Aktienmarkt noch unter seinem historischen Schnittkurs. Auffällig an Japan war das extrem hohe geschätzte KGV von über 100 (!) zu seinem historischen Höchststand 1989. Ähnlich hoch war nur das KGV des Nasdaq Index im Jahr 2000. Langfristige Regressionen zeigen auch in Japan eine deutliche Aufwärtsbewegung, auch wenn diese durch eine überdurchschnittlich hohe Schwankungsbreite – bei relativ geringer langfristiger Rendite – gekennzeichnet ist.

Im folgenden Chart sieht man die langfristige Entwicklung des NIKKEI. Dabei haben wir eine Regression eingetragen (gestrichelte blaue Linie). Diese zeigt zweierlei Umstände an: Erstens weist sie eine steigende Tendenz auf (Aktien steigen im Schnitt) und zweitens liegt der Markt trotz der heftigen jüngsten Anstiege noch immer unter dem historischen Schnittkurs. Zudem ist zu dieser Regression jeweils eine Standardabweichung (Sigma +1 und -1) mit angegeben. Dabei ist auf einen Blick ersichtlich welch starker Ausreißer die Bewegung Ende der 1980er Jahre war, als der Index KGV-Stände von über 100 erreichte. Zu beachten ist, dass auch hier der Kursverlauf ohne (!) Dividenden dargestellt ist.

NIKKEI Index mit Regression und Standardabweichung (+-1)



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung / Quelle: Reuters

Fazit

Aus taktischer Sicht ist es natürlich wichtig, ob man sich eher in einem möglichen zyklischen Hoch- oder Aktien-Tief befindet. Um das herauszufinden, verwenden wir zahlreiche Bewertungsmethoden. Vor allem kommen für diesen Zweck Sentiment-Indikatoren in Frage. Diese zeigen, wie die Stimmung der Anleger gerade ist. Das ist schwieriger herauszufinden, als es zunächst den Anschein hat. Wir werten dazu insgesamt über 90 Sentiment-Indikatoren aus – zum Optimieren der Rendite. Bedeutend wichtiger ist aber, die richtigen strategischen Entscheidungen für eine langfristige Anlage zu treffen. Historisch kann man festhalten, dass nur an ganz wenigen Punkten in der Geschichte – wenn man Einzelmärkte wie die Nasdaq oder den Neuen Markt 1999 oder Japan 1989 einmal außen vorlässt, eigentlich mit 1928-1929 nur einmal – Aktienanlagen strategisch falsch waren. Wir wissen, dass an diesen Punkten sehr ungewöhnliche Bewertungsmuster bestanden haben (Nasdaq und NIKKEI KGV-Bewertungen von über 100, breiter US-Markt 1929 Shiller KGV über 30). Aktienmärkte sollte man aus dieser empirischen Erfahrung heraus also aus strategischer Sicht nur meiden, wenn man diese ungewöhnlichen Bewertungsmuster vorfindet. Das ist einer der Gründe, warum wir bei einer Aktiengewichtung „Untergewichtet“ in den Vermögensverwaltungen der Schoellerbank in der Regel viel mehr nervös sind als bei einer Allokation „Übergewichtet“. Das statistische Risiko bei einer Aktienallokation „Übergewichtet“ richtig zu liegen, ist ungleich höher als vice versa. Das gilt besonders, wenn die Bewertungen unterdurchschnittlich tief und die Stimmung der Anleger schlecht ist. Leider schlägt dieser Aspekt bei Wertpapier-Depots in Europa und Asien – im Gegensatz zu den USA – noch viel zu wenig durch. In Europa zählen nur rund 8% bis 15% der Bevölkerung zu Aktionären. In diesem Punkt ist sicherlich noch reichlich Aufklärungsbedarf vorhanden. Die in dieser Analyse vorgetragenen empirischen Ergebnisse decken sich auch mit theoretischen Überlegungen von Finanzwissenschaftlern. Eine Eigenmittelveranlagung (Aktien) sollte deshalb eine Fremdmittelaufnahme theoretisch schlagen, weil ein Unternehmer oder der Vorstand einer AG nur dann einen Kredit oder eine Anleihe aufnimmt, wenn er davon überzeugt ist, mit der folgenden Investition (z. B. die Errichtung einer neuen Fabrik etc.) eine höhere Rendite für das Unternehmen (das dem Aktionär gehört) zu erreichen, als er der Bank oder dem Anleiheninvestor an Zinsen bezahlen muss. Ein einzelner Kaufmann wird sich diesbezüglich gelegentlich täuschen, in Summe treffen die Unternehmer aber natürlich die richtigen Entscheidungen. Theoretisch sollte sich folglich Eigenkapital höher verzinsen als Fremdkapital. Genau das zeigt sich auch in der angestellten statistischen Betrachtung.

Impressum – rechtliche Hinweise

Autor:
Christian Fegg
Vorstand
Schoellerbank Invest AG
Tel.: +43/662/885511-2670

Rückfragen bitte auch an:
Mag. Rolf Reisinger, Direktor
Kommunikation und Public Relations
Schoellerbank AG
Tel: +43/662/86 84-2950
5024 Salzburg, Schwarzstraße 32
rolf.reisinger@schoellerbank.at

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer Presseseite.

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren". Die Schoellerbank ist mit 12 Standorten und 313 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für rund 22.000 private und institutionelle Anleger ein Vermögen von rund 8,5 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria. Mehr Informationen unter: www.schoellerbank.at

Rechtlicher Hinweis:
Hinweis:

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthalten weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen.

Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Unter Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals kommen. Die Interessentin bzw. der Interessent sollte sich hinsichtlich der konkreten steuerlichen Auswirkungen des Investments von einem Steuerberater beraten lassen.

Haftungsbeschränkung:

Alle Informationen beruhen auf verlässlichen Quellen und sorgfältigen Analysen, die jederzeit einer Änderung unterliegen können. Die Schoellerbank ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet.

Die Haftung der Schoellerbank für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und Analyse und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.