

Investment Insights

UBS Asset Management

Nur für professionelle Kunden / institutionelle Investoren | Oktober 2017
Österreich Ausgabe

Das Verhältnis von Aktienkurs und Gewinn je Aktie (KGV) wird als zentrale Kennzahl für den Wert von Aktienmärkten herangezogen. Seine weite Verbreitung wirft jedoch die Frage auf, ob Investoren die Belastbarkeit und Bewertungskraft dieser Kennzahl nicht zu hoch einschätzen.

Angesichts des augenscheinlich voll bewerteten US-Aktienmarkts werfen wir einen genaueren Blick auf das KGV und beurteilen seinen Informationswert für Investoren bei der Vorhersage von künftigen Indexrenditen.

Wenn Sie mehr darüber erfahren möchten, wie wir Sie bei Ihren Anlageherausforderungen unterstützen können, sprechen Sie bitte Ihren Relationship Manager an oder besuchen Sie uns auf www.ubs.com/oesterreichfonds.

Bewertungskriterien hinterfragt

Erin Browne, Dan Heron

- Das KGV ist eine nützliche und schnell abrufbare Kennzahl für die relative Bewertung von Aktienindizes
- Isoliert betrachtet reicht es jedoch nicht aus, um die dynamische Natur der Ertragskraft von Unternehmen adäquat zu erfassen
- Auf Indexebene ist der Nutzen des KGV als Bewertungsinstrument begrenzt, und zwar
 - gegenüber dem eigenen historischen Verlauf durch Faktoren wie im Zeitverlauf geänderte Sektorgewichtungen
 - im internationalen Vergleich durch weitere Faktoren wie unterschiedliche Steuersysteme und Rechnungslegungsstandards
- Noch wichtiger: Unsere Analyse zeigt keine historische Beziehung zwischen KGVs und Anlagerenditen über die taktischen Anlagezeiträume drei Monate, ein Jahr und drei Jahre
- Nur bei Extrembewertungen und über einen zehnjährigen Zeithorizont besteht historisch eine enge statistische Beziehung zwischen dem anfänglichen KGV und den nachfolgenden Indexrenditen von US-Aktien
- Wir zeigen auch, dass die makroökonomische Volatilität als ein Frühindikator für den Risikoappetit der Investoren und die Aktienrisikoprämie eine wichtige Rolle bei der Bildung von Index-KGVs spielt
- Mit Blick auf die Zukunft erwarten wir nicht, dass die allmähliche Rücknahme der ultralockeren Geldpolitik weltweit, mit den USA als Schrittmacher, die derzeit niedrige makroökonomische Volatilität in den Industrieländern grundlegend bedroht
- Trotz erheblicher geopolitischer Risiken für die globalen Aktienmärkte sollten niedrige Inflation und niedrige Zinsen aus unserer Sicht weiter zur Unterstützung höherer Kurs-Gewinn-Multiplikatoren beitragen, besonders in den USA

Oberflächlich betrachtet bietet das Verhältnis von Aktienkurs und Gewinn je Aktie (KGV) einen rechnerisch unkomplizierten und objektiven Rahmen für die von Natur aus komplizierte Welt der Aktienbewertung.

Aus unserer Sicht geht die Popularität des KGV auf seine leichte Berechnung und den Glauben der Investoren an seine anhaltende Wichtigkeit zurück. Der Gewinn je Aktie bleibt eine fundamentale Maßeinheit für die Gesundheit eines Unternehmens. Zugleich gibt es an mit welchem vielfachen des auf sie entfallenden Gewinns Investoren bereit sind zu zahlen, einen scheinbar robusten Bewertungsmaßstab für ihren allgemeinen Risikoappetit dar.

Und jeder von uns ist in der Lage, den Aktienkurs durch den Gewinn je Aktie zu teilen, ohne komplexe Berechnungen anzustellen.

Wir glauben, dass Investoren versuchen, durch Anwendung des KGV auf Sektor-, Faktor- und Indexebene eines der folgenden drei Dinge (oder eine Kombination daraus) zu erfassen und zu verstehen:

- Wie preiswert oder teuer ist ein Aktienindex relativ zur eigenen Historie?
- Wie preiswert oder teuer ist er im Vergleich zu anderen Indizes?
- Welche Gewinnerwartungen sind eingepreist?

Doch bei aller Popularität, wie brauch-

bar ist das KGV als Kennzahl, um diese zentralen Anlegerfragen zu beantworten?

Teuer aus gutem Grund?

Ein häufig angeführter Nachteil des KGV ist, dass es Investoren ein unvollständiges Bild vermittelt. Vor allem berücksichtigen Index-KGVs weder den Verschuldungsgrad, mit dem die zugrunde liegenden Gewinne erzielt wurden, noch spiegeln sie die mit einer höheren Verschuldung einhergehenden Risiken wider. Isoliert betrachtet kann ein niedriges KGV als Wertindikator besonders dann in die Irre führen, wenn das Eigenkapital auf eine überwältigende Schuldenlast trifft.

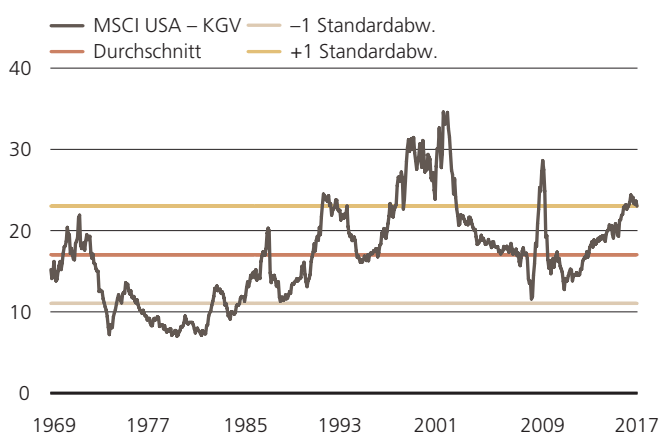
Die vielleicht am weitesten verbreitete Kritik am KGV ist jedoch, dass es zu stark

vereinfacht – als zeitlich begrenzte Momentaufnahme, die die dynamische Natur der geschäftlichen und unternehmerischen Ertragskraft oft nicht erfassen kann. Selbst der Vergleich von Indizes mit ihrer eigenen KGV-Historie ist ohne Kontext nicht unbedingt ein nützlicher Indikator. Das liegt vor allem daran, dass die Indexmitglieder wechseln können und dies auch tun. Im Zeitverlauf führt dies zu signifikanten Unterschieden bei Branchengewichten und allgemeinen Gewinnwachstumsprofilen, die daran zweifeln lassen, ob beim historischen Vergleich von KGVs wirklich „Äpfel mit Äpfeln“ verglichen werden.

Die aktuellen KGVs von Aktienindizes weltweit sind ein ausgezeichnetes Beispiel. Bei Redaktionsschluss bewegte sich das KGV des Aktienindex MSCI USA etwa eine Standardabweichung über seinem langfristigen Durchschnitt. Auch im Vergleich zu anderen wichtigen Aktienindizes erscheinen US-Aktien voll bewertet: Der MSCI Europe ex UK und der MSCI Emerging Markets werden mit KGV-Abschlägen von 16,7 Prozent bzw. 32,0 Prozent gegenüber dem US-Markt gehandelt. Im Gegensatz zu US-Aktien erscheint besonders das KGV des MSCI Emerging Markets relativ zu seiner langfristigen Historie unterbesetzt.

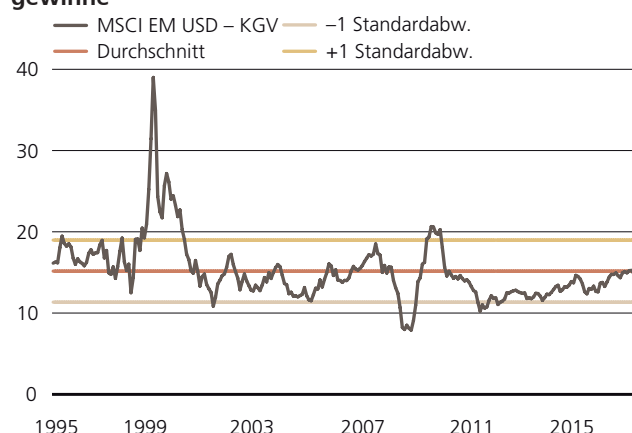
Ein häufig angeführter Nachteil des KGV ist, dass es Investoren ein unvollständiges Bild vermittelt. Vor allem berücksichtigen Index-KGVs weder den Verschuldungsgrad, mit dem die zugrunde liegenden Gewinne erzielt wurden, noch spiegeln sie die mit einer höheren Verschuldung einhergehenden Risiken wider.

MSCI USA: KGV auf Basis der Vorjahresgewinne



Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017

MSCI Emerging Markets: KGV auf Basis der Vorjahresgewinne



Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017

Investoren, die einen isolierten Blick auf das Gesamt-KGV des US-Aktienmarkts werfen, können zu dem einfachen Schluss kommen, dass die Bewertungen von US-Aktien relativ zu ihrer Historie und zu anderen Aktienmärkten überbewertet sind. Bei genauerem Hinsehen ergeben sich aber starke Argumente dafür, dass der Aufschlag des US-Aktienmarkts, sowohl gegenüber seinem eigenen historischen Verlauf als auch gegenüber den internationalen Vergleichsmärkten, zum Teil oder sogar vollständig durch Sektorveränderungen gerechtfertigt wird, die historische

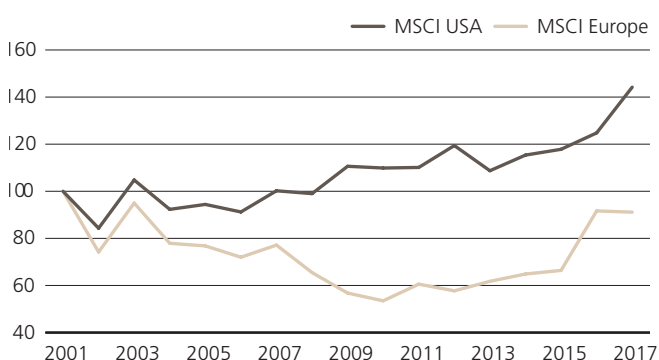
KGV-Vergleiche, für sich genommen, zumindest teilweise verfehlt erscheinen lassen.

Seit ihrem Tiefpunkt im Jahr 2002 ist die Gewichtung des Sektors Informationstechnologie (IT) mit seinen hohen KGVs im MSCI USA auf über 70 Prozent gestiegen. Zugleich hat sich das Gewicht des Energiesektors seit 2008 halbiert. Auch die Gewichtung der Finanzwerte, eines weiteren schwergewichtigen Sektors, war Schwankungen unterworfen. Vor allem ist bemerkenswert, wie sehr die Ertragskraft des Technologiesektors

ein US-spezifisches Phänomen darstellt. Seit 2008 ist der Gewinn je Aktie im IT-Sektor der USA insgesamt um rund 236 Prozent gewachsen, das entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von knapp 12 Prozent. Zum Vergleich: Der Gewinn je Aktie für IT-Unternehmen im MSCI Europe ist im gleichen Zeitraum gefallen.

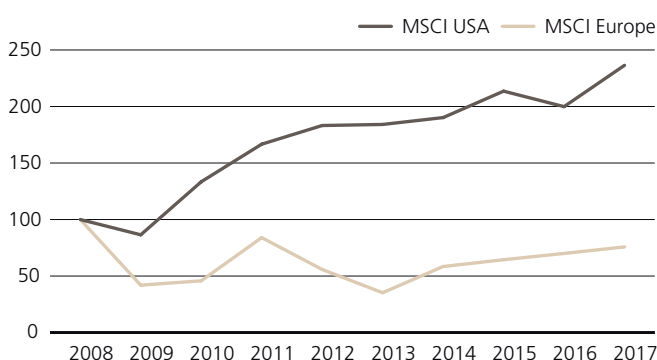
Erneut ist das isolierte Index-KGV nicht in der Lage, ein vollständiges Bild für Investoren zu zeichnen.

Gewichtung des IT-Sektors im MSCI USA und MSCI Europe (indexiert)



Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017

Gewinn je Aktie des IT-Sektors im MSCI USA und MSCI Europe (12M nachlaufend, indexiert)



Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017

Wir glauben, dass bei jeder Debatte über KGVs auch ein Gespür für den makroökonomischen Kontext wichtig ist, nicht zuletzt, weil globale Aktien nach dem Maßstab, der für Investoren am wichtigsten sein dürfte, attraktiv bewertet bleiben: im Vergleich zu Anleihen. KGVs für Perioden, in denen Inflation und Zinsen niedrig sind, mit Zeiträumen zu vergleichen, in denen beides hoch ist, ergibt offensichtlich wenig Sinn. Ohne weitere Anpassung kann hier, angesichts der wahrgenommenen Auswirkungen der beiden Kennzahlen unter anderem auf Renditevorgaben und Ertragsqualität, jede Schlussfolgerung in die Irre führen.

Wir haben die Beziehung zwischen zentralen makroökonomischen Variablen und Aktienmarkt-Multiples genauer untersucht. Die Grafik auf Seite 4 stellt

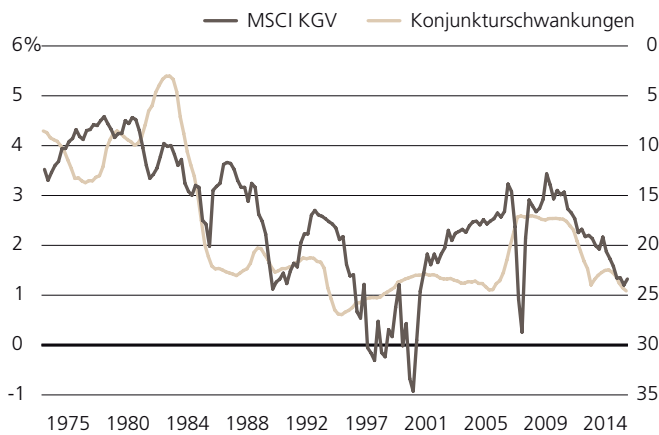
konjunkturelle Schwankungen von 1975 bis heute dar, annäherungsweise dargestellt in Form der aggregierten Standardabweichung von Daten zum quartalsweisen BIP-Wachstum und zur Inflation.

Unsere Analyse zeigt, dass eine ziemlich klare statistische Beziehung zwischen der Volatilität zentraler makroökonomischer Variablen in den USA (nämlich Wachstum und Inflation) und dem Kurs-Gewinn-Verhältnis im MSCI USA besteht. Dies leuchtet unmittelbar ein. Aus unserer Sicht decken konjunkturelle Schwankungen einige, aber nicht alle der Faktoren ab, die in der Aktienrisikoprämie enthalten sind. Wir betrachten sie als eine einfache aggregierte Annäherung an eine ganze Fülle von kleinteiligen KGV-Treibern wie Gewinnsteigerungspotenzial, aggregierte Kapitalkosten und

Nachhaltigkeit der Gewinne. Bei starken Konjunkturschwankungen verlangen Aktieninvestoren zu Recht höhere Renditen; in diesem Sinne reflektiert das KGV einfach den Risikoappetit der Investoren.

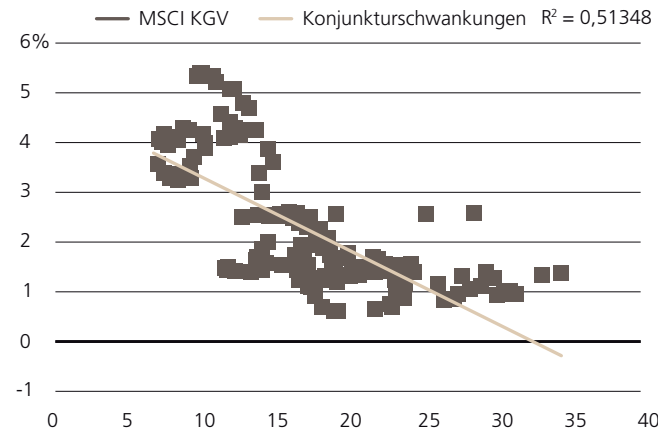
Die wahrgenommenen Risiken im Hinblick auf den makroökonomischen Hintergrund dürften offensichtlich von jüngsten volatilen Fundamentaldaten getrieben sein. Aus unserer Sicht ist es daher kein Zufall, dass sich die US-KGVs in den letzten Jahren ausgeweitet haben – in einer Zeit niedriger Zinsen, niedriger Inflation und niedriger Volatilität der beiden zentralen Kennzahlen. Die geforderte Rendite aus Aktieninvestitionen ist geringer, daher sind die KGVs höher.

US-Konjunkturschwankungen und MSCI USA KGV



Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017

US-Konjunkturschwankungen und MSCI USA KGV



Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017

Natürlich versucht das viel beachtete Shiller-KGV (Shiller Cyclically Adjusted PE Ratio, CAPE), Schwächen der traditionellen „KGV-Momentaufnahmen“ zu beheben, indem es für die Gewinne einen rollierenden Zehn-Jahres-Durchschnitt heranzieht und die Inflation berücksichtigt. Aber auch hier ist der Kontext wichtig.

Wie den meisten Lesern bewusst sein dürfte, bewegt sich der S&P 500 auch beim Shiller KGV um mehr als eine Standardabweichung über seinem langfristigen Durchschnitt. Die aktuellen Erträge im Nenner des Shiller-KGV umfassen aber auch den kräftigen Einbruch der Unternehmensgewinne während der Finanzkrise 2008 und 2009. In den nächsten beiden Jahren wird das Shiller-KGV, unter sonst gleichen Bedingungen, in den USA und

allen größeren entwickelten Aktienmärkten zurückgehen, da zwei Jahre ungewöhnlich schwacher Erträge aus der Berechnung herausfallen.

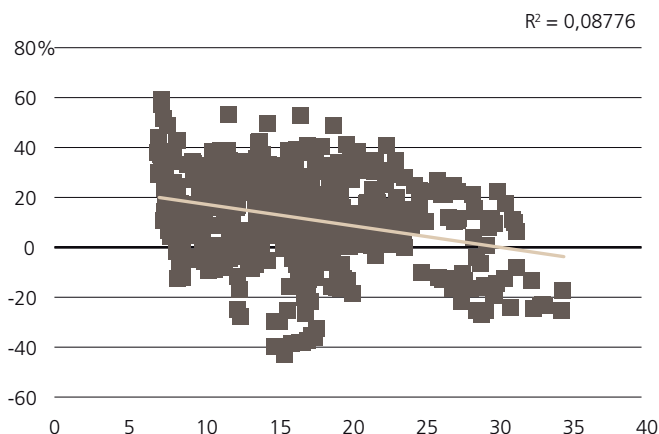
Das KGV als Indikator für künftige Renditen

Bei allen Schwächen des KGV, die wir herausgearbeitet haben, ist für Investoren wohl keine Frage wichtiger als diese: Wie genau lassen sich mit dem KGV künftige Renditen vorhersagen?

Unsere Untersuchungen zu diesem Thema zeigen keine nennenswerte statistische Beziehung zwischen dem Index-KGV und den nachfolgenden Renditen über kurze und mittlere Anlagezeiträume. Tatsächlich lässt sich nach unseren Analysen nur für einen zehnjährigen Anlagehorizont eine signifikante Beziehung beobachten. Die Betrachtung des Shiller KGV und nachfolgender US-Aktienindexrenditen führt zu fast identischen Ergebnissen.

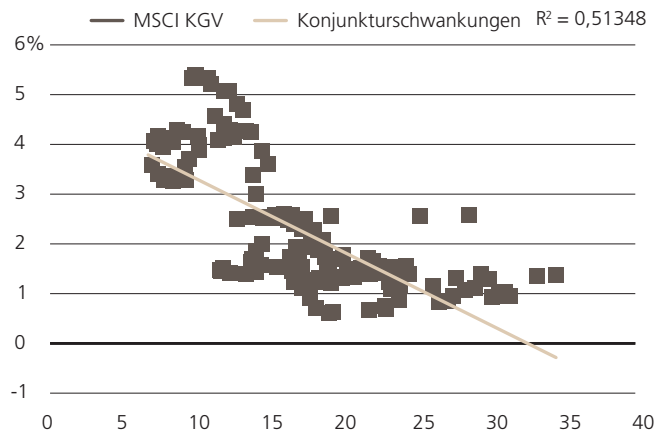
Das viel beachtete Shiller-KGV versucht, Schwächen der traditionellen „KGV-Schnappschüsse“ zu beheben, indem es für die Gewinne einen rollierenden Zehn-Jahres-Durchschnitt heranzieht und die Inflation berücksichtigt.

MSCI USA: KGV und nachfolgende Ein-Jahres-Renditen, 1969–2016



Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017

MSCI USA: KGV und nachfolgende Zehn-Jahres-Renditen, 1969–2007



Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017

Wenn wir extreme Bewertungen betrachten – Fälle, in denen das KGV um mehr als eine Standardabweichung unter oder über dem langfristigen Durchschnitt liegt –, zeigt sich wenig überraschend eine stärkere statistische Beziehung.

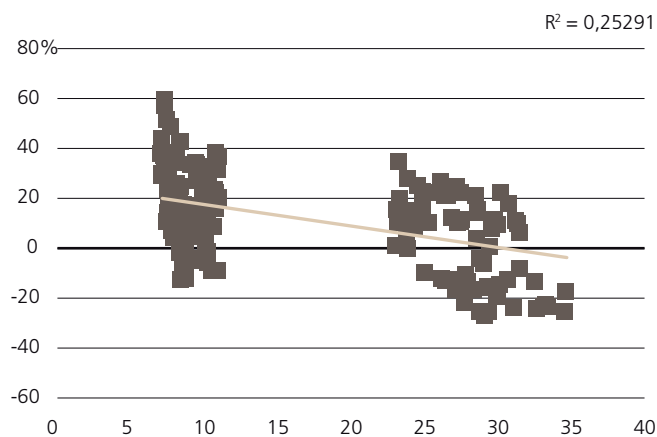
Auch hier sind die Ergebnisse über einen Anlagezeitraum von zehn Jahren besonders eindeutig, mit einer sehr robusten statistischen Beziehung zwischen den Renditen des MSCI USA über zehn Jahre und einem anfänglichen Kurs-Gewinn-Multiple, das mehr als eine Standardabweichung nach oben oder unten vom langfristigen Durchschnitts-KGV aufweist.

Ist das KGV geeigneter als ein relatives Bewertungsinstrument von Aktienindizes verschiedener Länder, bei denen unterschiedliche Sektorstrukturen und Rechnungslegungsstandards eine Rolle spielen können?

Vielleicht genau aufgrund der genannten Faktoren ist der Einfluss des relativen KGV als Treiber relativer Renditen differenzierter zu betrachten. In unserer Regressionsanalyse zeigen die KGV-Differenzen zwischen dem MSCI USA und dem MSCI Europe bzw. dem MSCI Emerging Markets keine erkennbare Beziehung zu den nachfolgenden relativen Ein-Jahres-Ren-

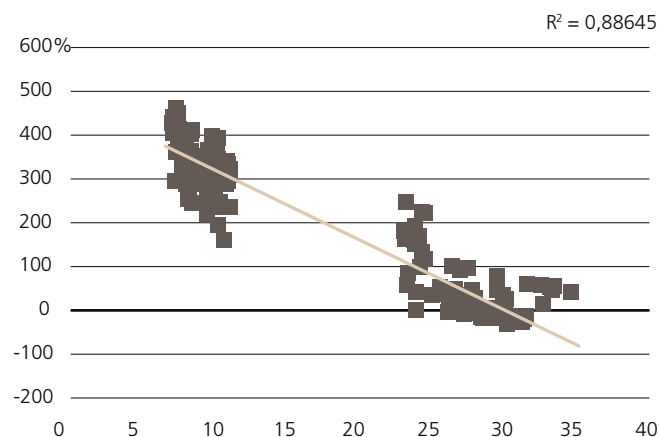
diten im Vergleich der Indizes. Das Gleiche gilt für den MSCI USA und den MSCI Europe über zehn Jahre. Es gibt aber eine sehr deutliche Verbindung zwischen dem relativen KGV und den nachfolgenden relativen Renditen beim Vergleich der USA mit den Schwellenländern: Ein starker KGV-Aufschlag der USA gegenüber den Schwellenländern kann tendenziell ein begründetes Vorzeichen einer schwächeren Zehn-Jahres-Wertentwicklung relativ zu den Schwellenländern sein. Dies geht vielleicht auf die Neigung der Investoren zurück, Kapital in längeren Zyklen von den Industrieländern in die Schwellenländer umzuschichten und umgekehrt.

MSCI USA: Extreme KGVs¹ und nachfolgende Ein-Jahres-Renditen, 1969–2016



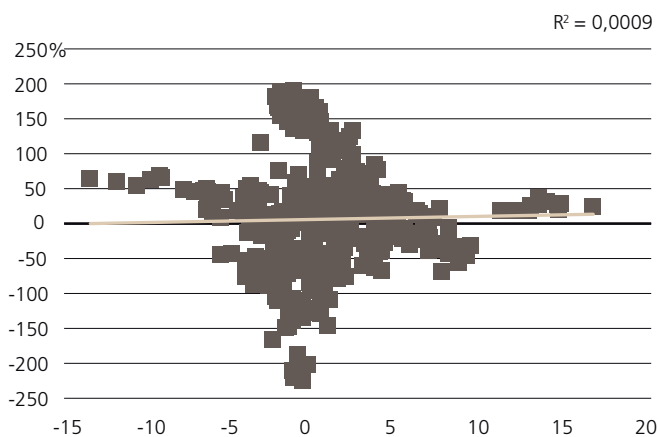
Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017
1 Standardabweichung >+1 oder <-1 gegenüber dem langfristigen Durchschnitt

MSCI USA: Extreme KGVs¹ und nachfolgende Zehn-Jahres-Renditen, 1969–2007



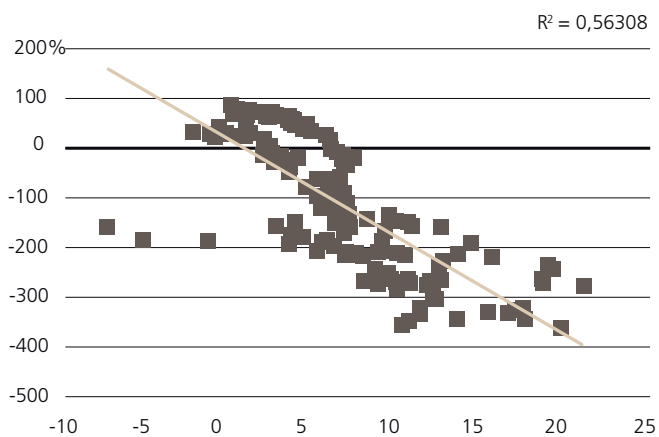
Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017
1 Standardabweichung >+1 oder <-1 gegenüber dem langfristigen Durchschnitt

MSCI USA und MSCI Europe: Relatives KGV und relative Zehn-Jahres-Renditen



Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017

MSCI USA und MSCI Emerging Markets: Relatives KGV und relative Zehn-Jahres-Renditen



Quelle: Datastream und UBS Asset Management, Stand: 31. August 2017

Ein Wort zum Schluss

Wir betrachten das KGV nur als eines der Bewertungsinstrumente im analytischen Werkzeugkasten der Vermögensallokation. Isoliert betrachtet ist es auf mehreren Ebenen unzureichend. Am leistungsfähigsten ist das KGV in Verbindung mit anderen Kennzahlen, auf lange Sicht, bei Extremwerten und immer dann, wenn Investoren den Kontext und die Mechanismen hinter der zeitlichen Momentaufnahme, die es darstellt, verstehen.

Die Aktienmärkte sind weiter Risiken durch unerwartet schnelle Zinsschritte in den USA und wachsende geopolitische Spannungen weltweit ausgesetzt. Unser Basisszenario eines anhaltenden Umfelds langfristig niedriger Zinsen und geringerer Konjunkturschwankungen in den Industrieländern dürfte jedoch die höheren Aktien-Multiples weiterhin unterstützen, besonders in den USA.

Wir betrachten das KGV nur als eines der Bewertungsinstrumente im analytischen Werkzeugkasten der Vermögensallokation.

Weiterführende Informationen

Wenn Sie mehr darüber erfahren möchten, wie wir Sie bei Ihren Anlageherausforderungen unterstützen können, wenden Sie sich bitte an Ihren Ansprechpartner bei UBS oder besuchen Sie uns auf www.ubs.com/oesterreichfonds.

Für Marketing- und Informationszwecke von UBS. Nur für professionelle Kunden / qualifizierte Anleger. Die im vorliegenden Dokument zusammengetragenen Informationen und erlangten Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Genauigkeit und Vollständigkeit hinsichtlich der im Dokument erwähnten Wertpapiere, Märkte und Entwicklungen. Sowohl UBS AG als auch die übrigen Mitglieder der UBS-Gruppe sind zu Positionen in den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten sowie zu deren Kauf bzw. Verkauf berechtigt.

Investitionen in ein Produkt sollten nur nach gründlichem Studium des aktuellen Prospekts erfolgen. Anteile der erwähnten UBS Fonds können in verschiedenen Gerichtsbarkeiten oder für gewisse Anlegergruppen für den Verkauf ungeeignet oder unzulässig sein und dürfen innerhalb der USA weder angeboten noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die genannten Informationen sind weder als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf irgendwelcher Wertpapiere oder verwandter Finanzinstrumente zu verstehen. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die dargestellte Performance lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Kommissionen und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Sollte die Währung eines Finanzprodukts oder einer Finanzdienstleistung nicht mit Ihrer Referenzwährung übereinstimmen, kann sich die Rendite aufgrund der Währungsschwankungen erhöhen oder verringern. Diese Informationen berücksichtigen weder die spezifischen oder künftigen Anlageziele noch die steuerliche oder finanzielle Lage oder die individuellen Bedürfnisse des einzelnen Empfängers. Die Angaben in diesem Dokument werden ohne jegliche Garantie oder Zusicherung zur Verfügung gestellt, dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Erlaubnis von UBS AG weder reproduziert noch weiterverteilt noch neu aufgelegt werden. Quelle für sämtliche Daten und Grafiken (sofern nicht anders vermerkt): UBS Asset Management.

Dieses Dokument enthält «zukunftsgerichtete Aussagen», die unter anderem, aber nicht nur, auch Aussagen über unsere künftige Geschäftsentwicklung beinhalten. Während diese zukunftsgerichteten Aussagen unsere Einschätzung und unsere Geschäftserwartungen ausdrücken, können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden.

© UBS 2017. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

Folgen Sie UBS Asset Management auf  [LinkedIn](https://www.linkedin.com/company/ubs-asset-management)

17-0733 9/17

www.ubs.com/oesterreichfonds

Nur für professionelle Kunden / institutionelle Investoren | Oktober 2017

