

## Aktienmarkt

# Anlegern drohen zehn dürre Jahre

Im Verhältnis zur Gesamtwirtschaft sind US-Aktien hoch bewertet. Nur vor der Dotcom-Blase waren sie noch teurer. Das senkt die Rendite-Aussichten für die kommenden Jahre.

von Eugen Stamm  
7.9.2015



Die gegenwärtige Überbewertung der US-Aktienmärkte lässt sich durch die expansive Geldpolitik erklären. Das macht sie aber nicht weniger akut. (Bild: Lucas Jackson / Reuters)

Der US-Aktienmarkt ist klar überbewertet. Zu diesem und keinem anderen Schluss muss man kommen, wenn man den Indikator anschaut, der den Marktwert aller kotierten US-Aktien durch das US-Bruttoinlandprodukt teilt. Er hat Anfang Jahr den Wert 1,25 überschritten. Nach den Verlusten der vergangenen Tage wurde wieder ein vergleichbares Niveau erreicht.

## Aktienmarkt mehr wert als BIP

Das heisst, dass in den Vereinigten Staaten der gesamte Aktienmarkt teurer ist als alle während eines Jahres produzierten Waren und Dienstleistungen. Nimmt man die Zahlen der vergangenen 65 Jahre, lässt sich ein Durchschnitt von 0,65 errechnen. Der gegenwärtige Wert ist der zweithöchste überhaupt, er wurde nur auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase übertroffen. Das Niveau vor dem Platzen der Immobilienblase hat er bereits wieder überschritten. Wenn etwas fast doppelt so teuer ist wie im Durchschnitt, dann fällt die Interpretation leicht. Aber ab welcher Zahl ist eine leichte bzw. eine schon starke Überbewertung erreicht? Diese Frage wird

von Fachleuten kontrovers diskutiert. Für Joachim Klement, Chief Investment Officer von Wellershoff & Partners, ist jede Zahl über 1,05 ein Anzeichen für eine Blase. Dieser Wert entspricht einem Abstand von zwei Standardabweichungen gegenüber dem Durchschnitt. Das heisst, er wird nur selten erreicht. Rein statistisch gesehen sollte der Aktienmarkt nur in 2,4% der Zeit diesen Wert übertreffen.

Value-Investor Warren Buffett hat die Kennzahl Marktkapitalisierung/BIP einmal als diejenige bezeichnet, die am besten geeignet ist, um die Bewertung des Aktienmarktes zu beurteilen. Tatsächlich erwies sie sich in der Vergangenheit als hervorragender Indikator für die langfristig am Aktienmarkt erzielbare Rendite. War die Verhältniszahl hoch, so waren die Renditen in den nächsten zehn Jahren tief – und umgekehrt. Auf heutigem Bewertungsniveau wird man mit US-Aktien über die nächsten zehn Jahre kaum Geld verdienen, so lautet die Kernaussage.

Für eine kurzfristige Prognose der Börsenentwicklung über die nächsten Monate taugt die Kennzahl allerdings nicht, erläutert Klement. Das ist ihre Schwäche. Die Renditekurve folgt dem Indikator nämlich nicht sklavisch, sondern nur in der Tendenz (s. Grafik).

## Kritische Betrachtung

Es gibt Stimmen, welche diese Verhältniszahl kritisieren, und zwar sowohl den Zähler als auch den Nenner. Es entspreche nicht der wirtschaftlichen Wirklichkeit, nur die börsenkotierten Firmen zu beachten, lautet der erste Vorwurf. Schliesslich könne die Zahl bloss darum steigen, weil sich mehr Firmen für eine Publikumsöffnung entscheiden. Die Zahl der an der Börse kotierten Firmen ist schliesslich keine Konstante. In diesem Kritikpunkt liegt ein bisschen Wahrheit. In einem Land wie den USA, wo der Kapitalmarkt weit entwickelt ist, sind anteilmässig mehr Firmen kotiert als in einem Schwellenland. Die Kritik verfängt für die USA aber trotzdem nicht. Auch wenn man die Berechnung mit den Zahlen der nichtkotierten Firmen durchführt, liegt das Ergebnis trotzdem massiv über dem Durchschnitt, sagt Klement.

Die Börsenkurse sind derzeit so hoch, weil die Gewinnmargen der US-Firmen auf einem Höchststand sind. Normalerweise sind die Margen aber stark zyklisch und sinken rasch wieder auf ihren historischen Mittelwert. Ein Grund dafür, warum sie das bis jetzt nicht getan haben, sind die extrem tiefen Fremdkapitalkosten.

Als Zweites wird bisweilen der Nenner der Kennzahl kritisiert, also das BIP. Es misst den Wert der Produktion innerhalb der Landesgrenzen. Skeptiker wenden ein, diese Betrachtungsweise ignoriere die zunehmende Globalisierung. Die wichtigsten US-Firmen seien weltweit tätig und nicht nur in den USA. Auch bei diesem Punkt zeigt sich aber das gleiche Bild, wenn man eine andere Zahl heranzieht. Rechnet man mit dem Bruttosozialprodukt, also dem weltweit von US-Bürgern und Unternehmen geschaffenen Wert, statt des BIP, kommt man zu einem fast identischen Ergebnis, denn in den Vereinigten Staaten unterscheiden sich diese zwei Zahlen kaum voneinander.

Die gegenwärtige Überbewertung der US-Aktienmärkte lässt sich durch die expansive Geldpolitik erklären. Das macht sie aber nicht weniger akut. Steigen die Zinsen, müsste sich die Bewertung langfristig wieder normalisieren.

Kommentar –

Pitfall:

Nach heutigem Kenntnisstand hat die Hausse nach der Finanz- und Wirtschaftskrise im März 2009 begonnen und dauerte bis März 2015. Sie war kurz unterbrochen von der Eurokrise zwischen Mai 2011 und September 2011. Also bisher knapp 6 Jahre Dauer.

Da eine Baisse maximal halb, eher 1/3 so lang wie die vorausgehende Hausse andauert, dürfte die aktuelle Baisse ca. 2 bis 3 Jahre Dauer haben, von denen schon ein halbes um ist, wenn der Beginn der April 2015 war.

Ein Ende der Baisse wird wahrscheinlich, wenn die großen internationalen Aktienindizes von ihren in diesem Jahr erreichten historischen Höchstständen um mindestens 50% gefallen sind.

Ich schätze die Dauer der Baisse eher als lang (3 Jahre) ein, weil es eine organische Baisse im Rahmen des zu Ende gehenden Konjunkturzyklus ist und die Möglichkeiten der großen Zentralbanken, durch monetäre Vergünstigungen dem entgegenzuwirken beschränkt sind. Zudem ist die Ursache diesmal kein extremer Schock wie die Bankenzusammenbrüche im Jahr 2008 in einem noch durchaus intakten Konjunkturzyklus, der diesen dann abgewürgt hat.