

Aktienbewertungen während der Pandemie – Blinder Optimismus oder neues Gleichgewicht?



Von Dr. Daniel R. Witschi, CFA
Chief Investment Officer (CIO)
Mitglied der Geschäftsleitung
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Als die Corona-Krise im Februar 2020 zuschlug, verloren praktisch sämtliche Anlageklassen auf den globalen Finanzmärkten an Wert. Der amerikanische S&P 500 Index ist seit seinem Höchststand im Februar zwischenzeitlich um über 30% gefallen. Globale Investment-Grade-Anleihen konnten die Verluste der Aktienmärkte zunächst kompensieren, verloren aber bis Ende März mehr als 10%. Selbst amerikanische Staatsanleihen, welche global als die sichersten Anlagen angesehen werden, fielen im Preis, während die Nachfrage nach Bargeld und die Angst vor dysfunktionalen Geldmärkten stieg.

Dann intervenierte die amerikanische Federal Reserve, senkte die Leitzinsen und flutete die US-Wirtschaft mit Liquidität, um sie vor einer Kreditkrise, Masseninsolvenzen und Zwangsentlassungen zu schützen. Andere Zentralbanken folgten ihrem Beispiel. Seit Mitte Februar haben die Zentralbanken in den USA, Japan und der Eurozone zusammen neues Geld im Wert von 7,4 Billionen US\$ in Umlauf gebracht, was selbst die Renditen langläufiger US-Regierungsanleihen in Richtung 0% gedrückt hat.

Die Märkte reagierten nicht nur beruhigt, sondern es folgte die schnellste Aktien-



und Timo R.A. Mayr, CFA
Senior Investment Strategist
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

markterholung der Börsengeschichte (vgl. Grafik 1). Vom Tiefpunkt im März konnte der S&P 500 Index bis Ende Oktober um 48% zulegen und befindet sich seit Jahresbeginn sogar wieder in der Gewinnzone (Stand Mitte November 2020).

Mit Blick auf die anhaltenden konjunkturellen Sorgen schürt die rekordschnelle Erholung des US-Aktienmarkts nach dem Corona-Schock jedoch Ängste vor zu hohen Aktienbewertungen und einem zukünftigen Crash des Aktienmarkts. Der S&P 500 wird auf Basis der Gewinnerwartungen der kommenden 12 Monate mit einem Kurs/Gewinn-Verhältnis von 25 gehandelt. Ein vergleichbares Niveau wurde zuletzt vor dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahre 2000 oder während der globalen Finanzkrise 2007/08 erreicht (vgl. Grafik 2). Verglichen mit ihren erwarteten Einnahmen scheinen die Unternehmen sehr hoch bewertet, was einen ungerechtfertigten Optimismus der Investoren vermuten lässt.

Um dieser Vermutung nachzugehen, betrachten wir das sogenannte Dividend-Discount-Modell. Das Modell basiert auf der Annahme, dass der faire Wert einer Aktie der Summe aller zukünftigen Dividendenzahlungen entspricht, wenn man sie auf

ihren gegenwärtigen Wert abzinst (diskontiert). Höhere Bewertungen liessen sich somit durch höhere zukünftige Unternehmensgewinne (und damit einhergehend höhere Dividenden) oder einen tieferen Diskontierungssatz erklären.

Die Pandemie befeuert einen strukturellen Zinstrend

Der korrekte Diskontierungssatz für Aktien entspricht der erwarteten Aktienrendite, welche aus dem risikolosen Zinssatz und einem Aufschlag, der sogenannten Risikoprämie, besteht. Monache et al. (2020) zerlegten jüngst die erwarteten Aktienrenditen seit dem Jahr 1880 in eine sichere Komponente (den risikolosen Zins) und die Risikoprämie. Dadurch konnten sie zeigen, dass sich die langfristigen Risikoprämien seit den 1950er Jahren kaum verändert haben, der risikolose Zinssatz hingegen deutlich gefallen ist.

Oft werden die Zentralbanken für die seit Jahrzehnten fallenden Zinsen verantwortlich gemacht. Mit der Reduktion der Leitzinsen und einer Erhöhung der Geldmenge reagieren die Zentralbanken aber lediglich auf volkswirtschaftliche Schocks und sich verändernde Rahmenbedingungen. Weil ihre Massnahmen bislang nicht zu einem unkontrollierten Anstieg der Inflation geführt haben, bedeutet dies, dass die Zentralbanken korrekt auf das ökonomische Umfeld reagiert haben und nicht, dass sie dieses verzerrt haben. Doch was hat sich in den vergangenen Jahrzehnten grundlegend verändert?

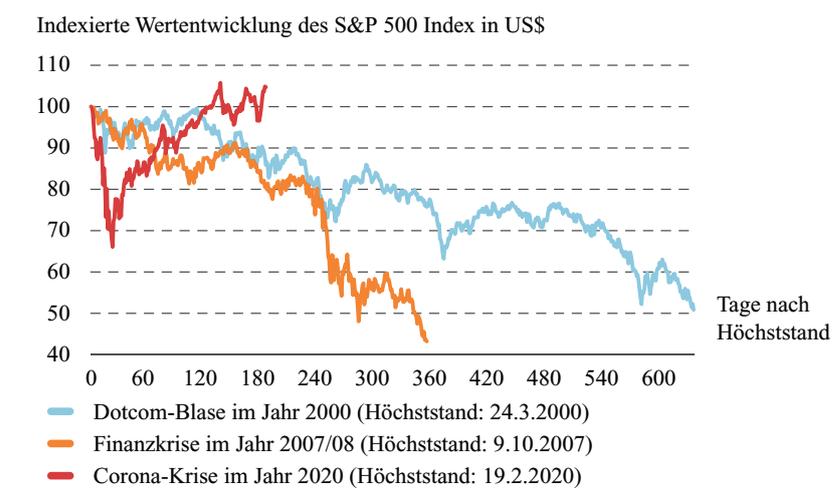
Der demographische Wandel in vielen Industrienationen und die damit verbundene Überalterung der Bevölkerung führte dazu, dass der weltweite Wunsch zu sparen schneller gewachsen ist als der Wunsch zu investieren. Diese globale Entwicklung hat den natürlichen Zinssatz bereits seit Jahrzehnten sinken lassen. Der natürliche Zinssatz ist jener Zinssatz, welcher die Spar- und Investitionsneigung gleichsetzt ohne dabei nicht-nachhaltige Rezessionen oder Booms zu initiieren. Die Pandemie ist nur der jüngste Schock, welcher den natürlichen Zinssatz nach unten gedrückt hat.

Es gibt mehrere Wege, wie Covid-19 die strukturellen Kräfte verstärkte, welche die Zinssätze nach unten ziehen: Zunächst hat die Sparneigung der Firmen und Haushalte erneut zugenommen, weil die Verwerfungen auf dem Arbeitsmarkt zu einer längeren Phase des vorsorglichen Sparens führen. Ebenfalls ist die Nachfrage nach sicheren und liquiden Anlagen schneller angestiegen als die Neuverschuldung der Regierungen während der Pandemie. Investoren wollten das Risiko in ihren Portfolios reduzieren, und Zentralbanken kauften im Rahmen ihrer geldpolitischen Massnahmen hochqualitative Anleihen auf. Beides führte zu einer zunehmenden Verknappung sicherer und liquider Anlagen, was deren Renditen praktisch komplett eliminierte. Zuletzt belastet die Pandemie den natürlichen Zinssatz durch eine Verstärkung der Einkommensungleichheit. Weil die Reichen einen größeren Teil ihres Einkommens sparen als die Armen, führt die grosse Einkommensungleichheit in vielen reichen Ländern zu einem Rückgang des natürlichen Zinssatzes. Die Pandemie könnte diese Entwicklung verstärken, sofern sie die Chancengleichheit auf dem Arbeitsmarkt nachhaltig verschlechtert.

Unternehmensgewinne wurden krisenresistenter

Die Bewertung der Aktien wäre aber nicht gestiegen, wenn sich die Unternehmensgewinne im selben Masse wie der Diskontierungssatz reduziert hätten. Der Gewinneinbruch, der von vielen Firmen während der Pandemie kommuniziert wurde, wird von den Investoren jedoch lediglich als kurzfristiger Rückschlag angesehen. Einen

Grafik 1: Die schnellste Erholung der Börsengeschichte



Erklärungsansatz dafür liefern Akcigit und Ates (2020). Sie stellten fest, dass die Marktkonzentration in den USA seit 1980 deutlich zugenommen hat, die verschiedenen Industrien also zunehmend von wenigen Marktführern dominiert werden. Diese Marktführer nutzen ihre Marktmacht, verdrängen kleinere Wettbewerber, verlangen höhere Preisaufschläge und steigern infolgedessen ihre Gewinne.

Die zunehmende Marktmacht einzelner Firmen führt zwar zu höheren und stabileren Unternehmensgewinnen, belastet aber das Produktivitätswachstum, was wiederum den Druck auf die Zinsen erhöht. Wenn eine Firma erfolgreich mit neuen Technologien experimentiert, wird diese Firma schnell wachsen und Arbeitnehmer von anderen, unproduktiven Firmen abwerben. Die unproduktiven Firmen werden schrumpfen und aus dem Wettbewerb ausscheiden. Eine grosse Streuung der Wachstumsraten der Unter-

nehmen deutet also darauf hin, dass es sich um einen dynamischen und innovativen Markt handelt. Die Beobachtung, dass die Streuung der Wachstumsraten in den letzten Jahrzehnten deutlich abgenommen hat, verdeutlicht jedoch, dass es den Marktführern erfolgreich gelungen ist, die kleineren und innovativeren Firmen vom Markt zu verdrängen.

Nachhaltig hohe Aktienbewertungen oder Überhitzung des Aktienmarkts?

Die gestiegenen Aktienbewertungen lassen sich durch einen strukturellen Abwärtstrend in den Zinsen und einem Trend zu steigender Marktkonzentration rechtfertigen. Die Investoren schätzen den Einbruch der Unternehmensgewinne während der Corona-Krise lediglich als ein temporäres Phänomen ein, während die Zinsen und damit die Diskontierungssätze für Aktien permanent tief bleiben dürften. Daher scheinen die hohen Aktienbewertungen eher einem neuen Gleichgewicht unter den aktuell vorherrschenden ökonomischen Rahmenbedingungen zu entsprechen, als dass sie von einer Überhitzung des Aktienmarktes zeugen.

Literaturverzeichnis

- Akcigit, U. / Ates, S.T. (2020): Slowing Business Dynamism and Productivity Growth in the United States, auf: <https://www.kansascityfed.org/>
- Curr, H. (2020): The Eternal Zero, in: The Economist, Special Report
- Monache, D.D. / Petrella, I. / Venditti, F. (2020): Covid-19 and the Stock Market: Long-term Valuations, auf: <https://voxeu.org/>

daniel.witschi@dreyfusbank.ch
timo.mayr@dreyfusbank.ch
www.dreyfusbank.ch

Grafik 2: KGVs wie in den Jahren 2000 bzw. 2007/08

