

GASTBEITRAG

US-Aktien: Willkommen zurück im Jahr 2000

Börsen-Zeitung, 19.9.2019
„History doesn't repeat itself, but it often rhymes.“ Beim Blick auf das Bewertungsniveau des US-Aktienmarktes sollten sich Anleger dieses Zitat, das Mark Twain zugeschrieben wird, ins Gedächtnis rufen.

Im August 2000 markierte der S&P 500 auf Monatsbasis sein damaliges Allzeithoch – bevor es über die nächsten zwei Jahre fast 50 % bergab ging. Die seinerzeit vorherrschende Irrationalität zeigt sich bei der Betrachtung des Kurs-Umsatz-Verhältnisses (KUV). Insgesamt 32 Unternehmen wiesen zu diesem Zeitpunkt ein KUV von über 10 auf. In anderen Worten: Diese 32 Unternehmen hätten mindestens zehn Jahre lang ihren kompletten Umsatz an ihre Aktionäre ausschütten müssen, bis diese ihr eingesetztes Kapital einmal komplett refinanziert hätten. Zahlen über 15 gelten schon im Verhältnis zum Gewinn als relativ ambitioniert, aber im Verhältnis zum Umsatz wirken diese Werte absurd. Und letztendlich waren sie es auch.

Hohe Bewertungen

Ein Blick auf die aktuelle Situation zeigt: Die Unternehmen haben sich zwar geändert, die Bewertungen sehen jedoch ziemlich ähnlich aus. Das durchschnittliche KUV der im S&P 500 befindlichen Unternehmen entspricht mit 3,7 ziemlich genau dem Wert aus dem Jahr 2000, doch haben heute 36 und damit mehr Firmen einen KUV von über 10.

Am erstaunlichsten (oder erschreckendsten) ist die Tatsache, dass der KUV-Median heute bei 2,5 liegt, während er im Jahr 2000 auf lediglich 1,5 anstieg. Die hohen – wenn nicht sogar übertriebenen – Bewertungen werden heute also nicht wie damals nur von einer kleinen Gruppe vielversprechender Technologie- und Telekommunikationsunternehmen getrieben. Vielmehr verteilen sie sich auf den breiten Markt und damit auch auf Branchen und Unternehmen, bei denen gemessen an ihren etablierten Geschäftsmodellen, zwei- bis dreistellige Wachstumsraten beim Umsatz über mehrere Jahre nur sehr schwer vorstellbar sind (z. B. Verisign, Mastercard, Autodesk, MSCI, CME Group). Dieses Wachstum wäre allerdings nötig, um die vorherrschenden Bewertungen zu rechtfertigen.

Doch während im Jahr 2000 ein regelrechter Hype in Bezug auf (Tech-)Aktien herrschte und die Aktienhausse die Titelseiten vieler Zeitungen schmückte, werden die heutigen Bewertungen mit verblüffender Gleichgültigkeit hingenommen. Von Euphorie und der berühmten „Zocker-Mentalität“ ist bis auf Ausnahme von ein paar einzelnen Unternehmen (z. B. Tesla, Netflix, Lyft, Beyond Meat) nicht viel zu spüren.

Alternativlosigkeit

Zwei wesentliche Gründe werden oft zur Rechtfertigung der aktuellen Bewertungslage angeführt. Zum einen erscheinen Aktien trotz der hohen Bewertungen aufgrund der fehlenden bzw. negativen Rendite im Anleihebereich als eine adäquate Alternative. Die Dividende wird als Ersatz für den fehlenden Kupon herangezogen. Doch nur, weil es in einem anderen Marktsegment (Anleihen) eine noch größere Blase gibt, schützt dies nicht davor, dass die vermeintlich kleinere Blase (Aktien) zuerst platzt.

Zum anderen rechtfertigt das niedrige Zinsniveau höhere Bewertungen, da auf Basis der Diskontierung zukünftige Cashflows einen höheren Wert besitzen (Stichwort: Discounted-Cash-flow-Modell). Dies ist zwar mathematisch nachvollziehbar, ändert allerdings nichts an der Tatsache, dass hohe Bewertungen von heute die Rendite von morgen schmälern. Es gibt unabhängig vom zugrundeliegenden Zinsniveau einen klaren Zusammenhang zwischen dem aktuell vorherrschendem Bewertungsniveau und der zukünftigen Aktienmarktrendite.

Die Analyse der durchschnittlichen Kursentwicklung amerikanischer Aktien, beispielsweise mittels des BKC-Value-Indikators, ermöglicht langfristige Renditeannahmen. Alle Bewertungskennzahlen, die in diesen Indikator einfließen, basieren auf ihrer gegenwärtigen Ausprägung. Das KUV spielt aufgrund seiner hohen negativen Korrelation zu zukünftigen Aktienmarktrenditen eine gewichtige Rolle. Dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) wird hingegen keine allzu hohe Relevanz beigegeben, denn zu groß ist das Manipulationspotenzial bis auf Ebene des Gewinns und zu erratisch seine Ausprägungen.

Realitätsnahe Ergebnisse

Zurückgerechnet auf die letzten fast 30 Jahre konnte der Indikator relativ realitätsnahe Ergebnisse liefern und dies ohne dafür eigene Prognosen zur Zukunft erstellen zu müssen. Die Analyse zeigt, wie eng der Zusammenhang zwischen dem aktuell vorherrschenden Bewertungsniveau und der zukünftigen Aktienmarktrendite tatsächlich ist. Wer beispielsweise im Januar 1990 Aktien aus dem S&P 500 gekauft hat, konnte über die nächsten zehn Jahre hinweg von einer Rendite von ca. 15 % profitieren. Aktien, die im Oktober 1999 erworben wurden, haben anschließend über zehn Jahre negativ rentiert. In beiden Fällen bewegt sich die tatsächliche zehnjährige Renditeentwicklung des S&P 500 im Rahmen dessen, was der BKC Value-Indikator prognostiziert hat. Aktuell lässt der Indikator für die kommenden zehn Jahre eine durchschnittliche Kursentwicklung für amerikanische Aktien gemessen am S&P 500 von ca. +3 % bzw. 1,6 % erwarten.

Bewertungskennzahlen und -indikatoren eignen sich allerdings nur selten als kurzfristiges Timing-Signal. Der Markt kann durchaus über Jahre auf einem vergleichsweise hohen Bewertungsniveau verharren, bevor die Korrektur tatsächlich einsetzt. Gemessen an diesen Zahlen sollten sich mittel- bis langfristige orientierte Aktienanleger jedoch genau überlegen, ob dieses Mehr an kurzfristig möglicher Rendite auch das Mehr an Risiko im Vergleich zu beispielsweise Anleihen rechtfertigt.

Dies gilt zumindest für Anlagen, die den breiten Markt mit all den attraktiven, aber eben auch überbewerteten Unternehmen widerspiegeln, wie beispielsweise ETF oder andere Formen des passiven Investierens. Jeder Anleger muss für sich entscheiden, ob ein aktiver Ansatz der Aktienselektion in Zeiten erhöhter Risikoaversion nicht die bessere Alternative darstellt. Hier können bewusst Investitionen in hoch bewertete Unternehmen durch den Asset Manager gemieden werden. Wie schon im Jahr 2000 gibt es auch heute in einem insgesamt hoch bewerteten Markt fundamental gesunde und günstig beziehungsweise adäquat bepreiste Unternehmen,

welche allerdings nur mit konsequenter Selektion zugänglich gemacht werden können.

Langfristige Überrendite

Ein aktives Fondsmanagement kann gezielt auf Risikofaktoren setzen, die langfristig eine Überrendite gegenüber den Gesamtmarkt erwirtschaften konnten (z. B. Value, Profi-

tabilität und Momentum) und gleichzeitig auf solche Faktoren, die das Verlustpotenzial senken können (z. B. Volatilität, Qualität und Beta). Diese Kombination soll es Anlegern ermöglichen, in guten Phasen adäquate Aktienmarktrenditen zu erzielen und vor allem in abwärts gerichteten Märkten das Verlustpotenzial deutlich zu reduzieren. Letztlich liegt der größte Mehrwert des akti-

ven Investitionsansatzes im Management der Risiken oder, um es mit Warren Buffet zu sagen: „Sei ängstlich, wenn andere geizig sind und sei geizig, wenn andere ängstlich sind.“

.....
Andre Schettler, Portfoliomanager
bei der Bank für Kirche und Caritas
(BKC)