

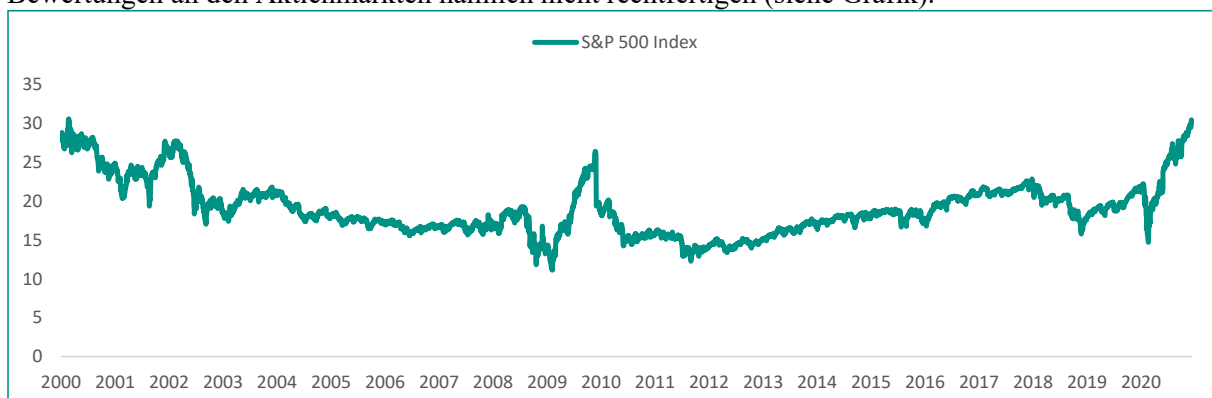
# US-Aktienmarktbewertung – Wenn der Schwanz mit dem Hund wedelt

**Immer wieder werden die aktuellen Aktienmarktbewertungen mit denen der Dotcom Ära um die Jahrtausendwende verglichen. Tatsächlich ist mit Blick auf das derzeitige Kurs-Gewinn-Verhältnis am US-Aktienmarkt eine solche Debatte durchaus nachvollziehbar. Doch zeigen die Aktienmärkte ernsthafte Anzeichen einer Blase, die zu zerbersten droht? Aus unserer Sicht sind andere zugrundeliegende Faktoren am Werk, die gewisse Bewertungsparameter auf neue Höchststände katapultiert haben und den Aktienmarkt über Umwegen anfällig für starke Korrekturen machen. Dahingehend stellt sich die Frage, ob nicht der Schwanz mit dem Hund wedelt.**

Investoren an den Aktienmärkten sind für gewöhnlich mit der Aufgabe konfrontiert, mittel- bis langfristige Anlageentscheidungen auf Basis von Risiko- und Ertragschancen zu treffen, während geldpolitische Entscheidungsträger auf kurz- bis mittelfristig sich verändernde Rahmenbedingungen reagieren müssen. Mit der Einführung der Forward-Guidance versuchen führende Zentralbanken dieses Mismatch weitestgehend zu eliminieren, um das Vertrauen an den Kapitalmärkten in Krisenzeiten zu stärken. Dass diese Art der Geldpolitik jedoch nicht immer durchsetzbar ist, zeigte das Verhalten der US-Notenbank im Jahr 2019. Während die Fed noch im Juni 2019 eine Zinssenkung für das laufende Jahr gänzlich ausschloss, vollzog sie bereits einen Monat später eine Abkehr ihrer restriktiven Geldpolitik und senkte zehn Jahre nach der großen Finanzkrise erstmals wieder den Leitzins um 25 Basispunkte. Hintergrund war der sich verschärfende Zollkonflikt mit China und die damit verbundenen Gefahren für die US-Konjunktur. Dennoch hält die Fed an ihrer Politik auch noch heute fest und hatte als Reaktion auf die COVID-19-Krise sowohl den Leitzins in wenigen Schritten nahe null Prozent gesenkt, als auch eine neue Forward-Guidance herausgegeben. So soll von Seiten der Fed keine Leitzinserhöhung bis einschließlich Ende 2023 in Betracht gezogen und das Anleiheankaufprogramm von monatlichen 80 Mrd. US-Dollar für Staatsanleihen sowie von 40 Mrd. US-Dollar für mit Hypotheken besicherte Anleihen erst verringert werden, wenn die US-Wirtschaft substantielle Fortschritte gemacht hat. Das groß angelegte Ankaufprogramm von US-Unternehmensanleihen endete hingegen wie geplant zum Jahresende.

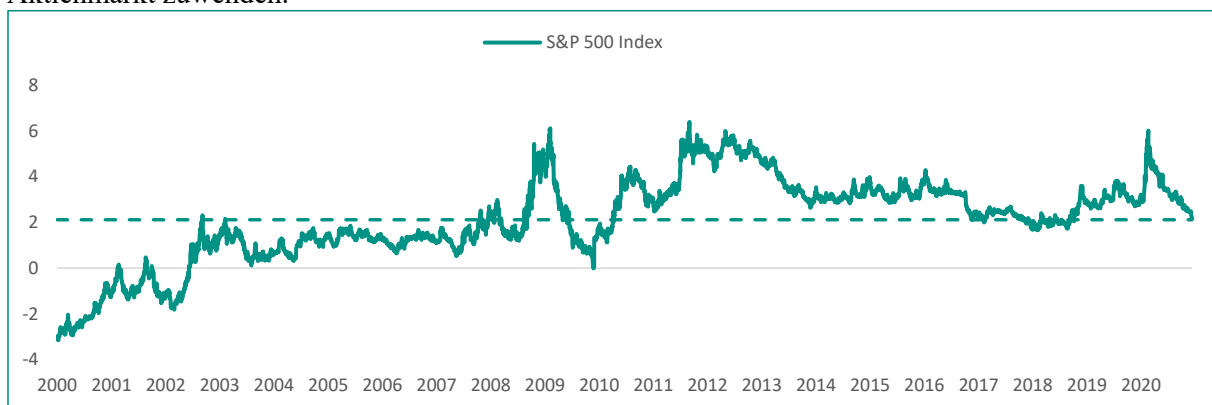
## Investorenverhalten suggeriert hohes Vertrauen in die US-Notenbank

Nach der überraschenden Kehrtwende der Fed im Jahr 2019 ist es schon bemerkenswert, welches große Vertrauen die US-Notenbank weiterhin bei den Investoren genießt. Anders lassen sich die hohen KGV-Bewertungen an den Aktienmärkten nämlich nicht rechtfertigen (siehe Grafik).



**Grafik: Aktuelles Kurs-Gewinn-Verhältnis (Quelle: Bloomberg)**

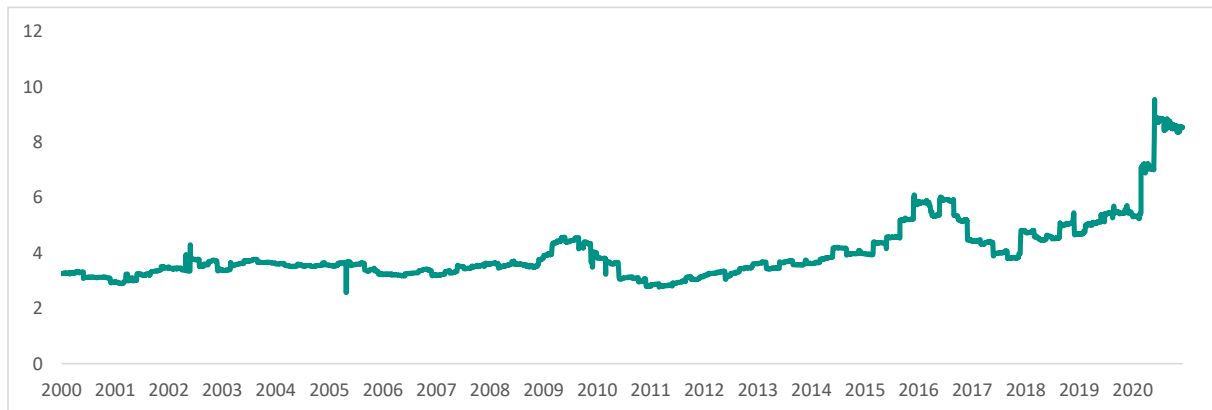
Aber befindet sich der Aktienmarkt insbesondere in den USA mit Blick auf das KGV nunmehr in einer Blase, die zu zerplatzen droht? Die Antwort hängt allein von den Gewinnaussichten und noch vielmehr von den zukünftigen Anleiherenditen ab. Genauer genommen bedeutet dies: Solange sich die Unternehmensgewinne entsprechend den Markterwartungen entwickeln, gleichzeitig auch noch das allgemeine Renditeniveau für lange Zeit ultraniedrig bleibt, ist keine Blase an den Aktienmärkten auszumachen. Dies lässt sich am Beispiel der Aktienrisikoprämie sehr gut erkennen, die sich in diesem Fall approximativ aus der Differenz der erwarteten Gewinnrendite von Aktien gegenüber der Rendite von vermeintlich sicheren 10j. US-Bundesanleihen darstellen lässt. Aktuell beträgt die Risikoprämie beim S&P 500 Index 2,5% und entspricht damit dem Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre. Zu meinen, dass die intrinsische Aktienmarktbeurteilung schwindelerregende Höhen erreicht hat, lässt sich zumindest auf Basis der Risikoprämie widerlegen. Vielmehr besteht bei der Risikoprämie auf Basis der historischen Entwicklung noch weiteres Einengungspotenzial, sobald einmal die Konjunktur nachhaltig an Fahrt aufnimmt und sich dann auch die bisher noch risikoscheuen Investoren vermehrt dem Aktienmarkt zuwenden.



**Grafik: Aktuelle Aktienrisikoprämie (Quelle: Bloomberg)**

## Ein Teufelskreis, der funktioniert, solange keine Inflationsgefahr aufkommt

Jedoch geht ein Anziehen der Konjunktur der ökonomischen Theorie zufolge meist mit einem Anstieg der Anleiherenditen einher. Damit das aber nicht geschieht, muss man die Fähigkeit der Zentralbanken anerkennen, die auf lange Zeit ein künstliches niedriges Renditeumfeld erzeugen können, wenn diese nur genug Staats- und Unternehmensanleihen entweder am Primär- oder am Sekundärmarkt ankaufen. Zumindest dürfte der Fed nichts weiter übrigbleiben, wenn man sich die Entwicklung des Verschuldungsverhältnisses von US Small Cap-Unternehmen anschaut (siehe Grafik). Diese befindet sich nämlich auf einem Rekordniveau und der einzige Ausweg dürfte darin bestehen, den Unternehmen immer wieder ausreichend Zeit zu kaufen, um aus den Schulden herauszuwachsen. Das aber genau diese Politik dazu anregen kann, den Schuldenberg immer weiter aufzublähen, wohl wissend, dass ein Lender of Last Resort auf der Käuferseite auftritt, zeigt sich im eingeschlagenen Weg der EZB. So forderte bereits der ehemalige EZB-Präsident Mario Draghi jene krisengeschüttelten, überschuldeten europäischen Volkswirtschaften dazu auf, die durch groß angelegte Anleiheankaufprogramme erkaufte Zeit zu nutzen, um wachstumsfördernde Reformen zu implementieren und letztendlich aus den Schulden herauszuwachsen. Doch dieser Empfehlung der EZB sind bis vor Ausbruch der Pandemie nur sehr wenige Regierungen gefolgt. Und solange die Inflation zu keiner Bedrohung wird, lässt sich diese Form der Geldpolitik noch für sehr lange Zeit fortführen.



**Grafik: Russel 2000 Index – Nettoverschuldung zu EBITDA (Quelle: Bloomberg)**

Nun gehen wir nicht davon aus, dass zeitnah mit der nächsten großen Finanzkrise zu rechnen ist. Doch für die Aktienmärkte ist die zukünftige Geldpolitik der Zentralbanken das Zünglein an der Waage geworden bzw. es sind die anhaltend niedrigen Renditen, die die außergewöhnliche KGV-Bewertung für Aktien rechtfertigen. Dahingehend muss man sich die Frage stellen, ob nicht der Schwanz mit dem Hund wedelt. Zumindest für Aktieninvestoren stellt dieses Umfeld eine große Herausforderung dar, denn es ist wichtiger denn je, Unternehmen zu selektieren, die einerseits adäquat bewertet und andererseits auch in stürmischen Zeiten bilanziell solide aufgestellt sind sowie profitabel wirtschaften.