

# Bewertungen an den Aktienmärkten - eine Spekulationsblase oder ein neues Gleichgewicht?

Die langfristigen Renditeaussichten von Finanzanlagen hängen massgeblich von ihrer Bewertung ab. Hohe Bewertungen bedeuten tiefe zukünftige Renditen und umgekehrt. In den Jahren seit der grossen Finanzkrise 2008 und vor allem seit Ausbruch der COVID-19-Pandemie sind die Bewertungen aller Anlageklassen markant angestiegen. Beispielsweise ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis des globalen Aktienmarktin-dex MSCI All Country World von 9x inmitten der Finanzkrise auf heute 19x gestiegen. Aber auch die Bewertung von Obligationen hat deutlich zugenommen. Während globale Investment-Grade-Anleihen vor der Finanzkrise noch rund 4.5% rentierten, liegt die Rendite auf Verfall heute bei lediglich 1%. Mit derart hohen Bewertungen dürften Aktien und Obligationen in den kommenden Jahren wesentlich weniger abwerfen als dies der historische Renditedurchschnitt erwarten lassen würde.

## Auswirkungen auf die Renditen

Bei der Frage, weshalb Aktien und Obligationen in den letzten Jahren so viel teurer geworden sind, scheiden sich die Geister: Für die einen sind es die Notenbanken, die mit einem immer raffinierteren, aber letztlich in seiner Wirkung auf die Realwirtschaft zunehmend stumpf werdenden Instrumentarium die Bewertungen von Finanzanlagen künstlich in die Höhe treiben. Für die anderen sind langfristige, säkulare Wirkungskräfte am Werk. Diese sind nicht-monetärer Natur und liegen somit ausserhalb der Kontrolle der Geldbehörden.

Für den Anleger ist diese Frage wesentlich relevanter als auf den ersten Blick zu vermuten wäre. In einem Regime, in dem die Geldpolitik die Aktienkurse weit über ihren intrinsischen Gleichgewichtswert treibt, ist mit einer anderen Kursdynamik zu rechnen als in einem Umfeld, in dem die intrinsischen Werte selber im Rahmen eines Gleichgewichtsprozesses ansteigen. Im ersten Fall bilden sich grosse Spekulationsblasen, die früher oder später zu schmerzhaften Kurskorrekturen führen. Im zweiten Fall bleiben solche Verwerfungen weitgehend aus. Zwar sind die langfristigen Renditeaussichten in beiden Fällen moderat, aber werden die Aktienkurse durch die Notenbanken in die Höhe getrieben, dann erwarten den Anleger nervenaufreibende und ungewöhnliche Korrekturbewegungen, während es im Falle eines neuen Gleichgewichts gemächlicher zugeht. Anders ausgedrückt: Die risikoadjustierten Renditen sind im ersten Fall viel tiefer als im zweiten.

## Der reale Gleichgewichtszins im Zentrum der Diskussion

Von zentraler Bedeutung für den intrinsischen Wert von Aktien ist letztlich der langfristige reale Diskontsatz, mit dem die zukünftigen Gewinne der Unternehmen abgezinst werden. Sinkt dieser in einem langfristigen Gleichgewichtsprozess, steigt ceteris paribus die „faire“ Bewertung von Aktien. Die Frage, wo der aktuelle reale Gleichgewichtszins ( $r^*$ ) liegt, ist somit der Zankapfel in der aktuellen akademischen Diskussion schlechthin.  $r^*$  ist jener Zinssatz, welcher das Angebot an Ersparnissen und die Nachfrage nach Investitionen in einer Volkswirtschaft bei Vollbeschäftigung gleichsetzt. In der Geldpolitik spielt  $r^*$  entsprechend eine wichtige Rolle und geht unmittelbar in die Festlegung der Leitzinsen der Notenbanken ein.

## Sind die tiefen Realzinsen der expansiven Geldpolitik geschuldet?

Zweifellos ist das globale Realzinsniveau in den letzten Jahrzehnten deutlich gefallen (siehe Grafik). Weil dies ohne einen gleichzeitigen Trendanstieg der Inflation vorstattenging, kann die These nicht bestätigt werden, dass die ultralockere Geldpolitik der führenden Notenbanken die Ursache war. Wesentlich plausibler erscheinen die mittlerweile zahlreichen empirischen Analysen, in denen auf veränderte demographische Rahmenbedingungen und den technologischen Wandel eingegangen wird.

Zum einen erlebten die Industrieländer einen raschen demografischen Wandel. Der Anteil der über 65-Jährigen an der Bevölkerung ist seit 1950 von 8% auf 19% gestiegen und wird bis zum Ende des 21. Jahrhunderts voraussichtlich auf 30% ansteigen. Im Gleichschritt hat die durchschnittliche Lebenserwartung von 65 auf 79 Jahre zugenommen und dürfte bis zum Ende des Jahrhunderts rund 89 Jahre betragen. Weil mit zunehmender Lebenserwartung auch das erforderliche Rentenkapital steigt, hat die Überalterung der Bevölkerung dazu geführt, dass der weltweite Wunsch zu sparen deutlich zugenommen hat.

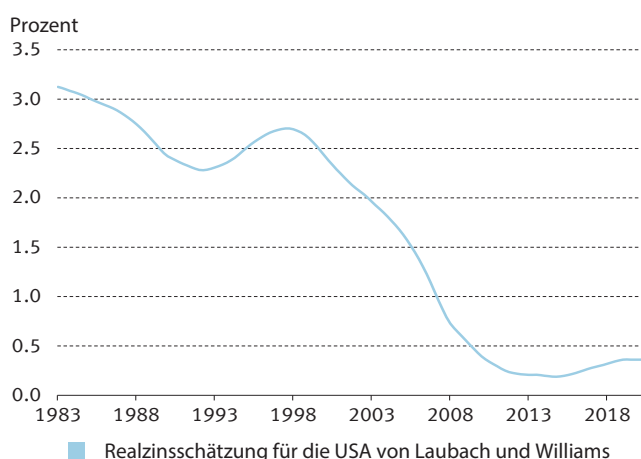
Zum anderen hat die Nachfrage nach Investitionskapital stetig abgenommen. Mit fortschreitender Digitalisierung und dem Wandel von einer Industrie- hin zu einer Dienstleistungsgesellschaft wird immer weniger Kapital benötigt, was zu einer gedrosselten Kapitalnachfrage seitens der Unternehmen führt. Damit sich die globale Sparneigung und die Nachfrage nach Investitionskapital im Gleichgewicht befinden, muss der reale Gleichgewichtszins also gefallen sein.

Diese strukturellen Faktoren haben  $r^*$  schon Jahrzehnte vor der Pandemie nach unten gedrückt. Die COVID-19-Pandemie hat diese strukturellen Kräfte lediglich verstärkt und zu einem zusätzlichen Rückgang geführt: Einerseits hat die Sparneigung durch Sparen von Arbeitnehmern in Sorge um ihren Arbeitsplatz erneut zugenommen. Andererseits hat die Nachfrage nach sicheren und liquiden Anlagen zugenommen und damit deren Renditen praktisch komplett eliminiert.

### Schätzungen des realen Gleichgewichtszinses

Die ersten Versuche einer empirischen Quantifizierung von  $r^*$  für die USA gehen auf Laubach und Williams<sup>1)</sup> im Jahr 2001 zurück. Sie zerlegten  $r^*$  in eine auf das Realwachstum und eine auf alle übrigen Faktoren zurückgehende Komponente. Letztere, welche die genannten strukturellen Faktoren widerspiegelt, überwiegt in ihrem Einfluss auf  $r^*$  deutlich. Ihre Schätzung von  $r^*$  für die USA ist in der nachfolgenden Grafik dargestellt.

### Grafik:



Vieles spricht also dafür, dass der Anstieg der Bewertungen auf den Finanzmärkten zumindest teilweise einen strukturellen Gleichgewichtsprozess widerspiegelt: Die zunehmende Sparneigung privater Haushalte und die schwächelnde Investitionsnachfrage der Unternehmen liessen den für die Notenbanken relevanten Gleichgewichtszins fallen. In diesem Kontext wird die auf den ersten Blick ungewöhnliche Tiefzinspolitik der Notenbanken in den USA, Europa und Asien verständlich.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Das vorliegende Dokument dient zu Informations- und Werbezwecken.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers  
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz  
Telefon +41 61 286 66 66  
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

### Folgt nun die Trendwende?

Welche Schlussfolgerungen werden aber mit Blick auf die untersuchten strukturellen Einflussfaktoren für die Zukunft gezogen? Ist längerfristig mit einer Trendwende bei  $r^*$  zu rechnen? In einem jüngst veröffentlichten und unter Ökonomen intensiv diskutierten Buch von Goodhart und Pradhan<sup>2)</sup> wird für die kommenden Jahre das Ende der Sparüberschüsse und damit verbunden die grosse Zinswende vorausgesagt. Dabei wird auf Basis empirisch ermittelter Sparquoten einzelner Alterskohorten ein markanter Rückgang der Haushaltsersparnisse prognostiziert, sobald das Gros der Babyboom-Generation das Pensionierungsalter erreicht hat und in den letzten, von einem starken Anstieg der Gesundheitsausgaben geprägten Altersabschnitt getreten ist.

Diese Schlussfolgerung wird allerdings durch aktuelle Studien<sup>3)4)</sup> in Frage gestellt. Darin werden für jede Altersklasse das angesparte Kapital eruiert und auf dieser Grundlage eine Prognose des noch anzusparenden Kapitals zukünftiger Generationen hergeleitet. Dabei spielt die zunehmende Lebenserwartung eine grosse Rolle und mithin die Tatsache, dass eine immer längere Pensionierungszeit finanziert werden muss. Diese Studien prognostizieren ein weiter fallendes oder im besten Fall stagnierendes globales Realzinsniveau.

Im Hinblick auf das anhaltend tiefe Realzinsniveau, das in Japan trotz stetigem Rückgang der arbeitsfähigen Bevölkerung und zunehmendem Rentneranteil verzeichnet wird, erscheint der zweite Modellierungsansatz der plausiblere. Zudem muss neben der Frage der aggregierten Ersparnisse auch die geringere Investitionstätigkeit in einer nur noch schwach wachsenden, alternden Wirtschaft berücksichtigt werden. Im Lichte dieser Überlegungen dürften die aktuellen Aktienmarktbewertungen hauptsächlich eine „gleichgewichtige Verteuerung“ widerspiegeln und weniger die grösste Spekulationsblase aller Zeiten.

### Literaturverzeichnis:

- 1) Laubach, T. and John C Williams, J. C. (2021): „Measuring the Natural Rate of Interest“, Board of Governors of the Federal Reserve System
- 2) Goodhart, C. and Pradhan, M. (2020): „The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning equality and an Inflation Revival“, Palgrave MacMillan
- 3) Lisack, N., Sajedi, R. and Thwaites, G. (2019): „Population Ageing and the Macroeconomy“, Banque de France Working Paper Series no. 745
- 4) Vlieghe, G. (2021): „Running out of room: revisiting the 3D perspective on low interest rates“, Bank of England

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers