

Aktien: Zeichen von Übertreibung

Description

Fed-Chefin Yellen hat kürzlich für Verunsicherung in der Anleger-Herde gesorgt. Sie sagte, die Bewertungen in manchen Sektoren seien deutlich überzogen und zeigte dabei auf Biotechnologie, "social media" und SmallCaps. Zudem sei die [implizite Volatilität für den S&P 500](#) in den zurückliegenden Monaten so weit zurückgegangen, wie sie zuletzt Mitte der 1990er und Mitte der ersten Dekade des aktuellen Jahrtausends gemessen worden ist. Mit anderen Worten, die Anleger seien zu selbstzufrieden.

Es entbehrt nicht einer gewissen Ironie, dass ausgerechnet sie das sagt – sie, die als Stellvertreterin an der Spitze der Fed zusammen mit ihrem Vorgänger genau die Bedingungen geschaffen hat, dass eine Bewertungsblase entsteht und die Anleger mittlerweile blind darauf vertrauen, die Fed werde ihre Vertreibung aus dem Paradies schon verhindern.

Die Anleger haben die Botschaft der Fed wohl gehört: Das Volumen der vom privaten Sektor gehaltenen Investmentfonds hat sich von 3,16 Bill. Dollar in Q1/2009 auf 6,89 Bill. Dollar im Schlussquartal 2013 mehr als verdoppelt. Der Verlauf seit Mitte 2012 zeigt Merkmale einer Fahnenstange – wie schon vor 2000 und 2007. Insgesamt ergibt sich seit Mitte der 1990er Jahre ein exponentieller Verlauf.



Der folgende Chart zeigt das Verhältnis des Werts der vom privaten Sektor gehaltenen Investmentfonds zum Bruttosozialprodukt. Einsamer Rekord seit Ende des zweiten Weltkriegs – per Ende 2013 40%!

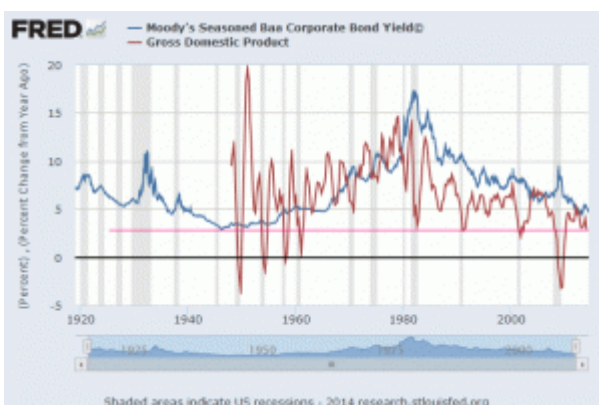


Dieser Rekord wird auch durch die Größe im Nenner begünstigt: Das BIP entwickelt sich seit den 1980er Jahren mit abnehmenden Zuwachsraten. Das reale BIP ist im zurückliegenden Jahr gerade mal um 1,9% angestiegen, während Aktien um rund 30% zulegten. In ersten Quartal ist das BIP um 2,9% geschrumpft, während der S&P 500 nicht weit von seinem Allzeithoch notiert.

Man muss kein Hellseher sein, um zu der Erkenntnis zu kommen, dass sich die Aktienmärkte in einer Übertreibungsphase befinden. In einer solchen Phase verabschieden sich die gut informierten und mutigen Investoren, die im Frühjahr 2009 mit der Akkumulation von Aktien begonnen haben, allmählich von ihren Anlagen und überlassen sie den gierigen, zu spät Gekommenen.

Seit 1928 beträgt die durchschnittliche Länge eines Bull-Marktes 57 Monate, die Kurssteigerung in dieser Zeit kommt auf durchschnittlich 265%. Der aktuelle Bull-Markt läuft seit 64 Monaten, der S&P 500 hat sich seit März 2009 fast verdreifacht (Faktor 2,9). Im historischen Vergleich ist dieser Bull-Markt damit reif.

Dieser Aktienmarkt ist von der Geldflut der Fed, nicht von der wirtschaftlichen Entwicklung getrieben. [Hoisington Investment Management](#) hat hierzu im jüngsten Quartalsbericht die Renditen von relativ gut gerateten Unternehmensanleihen und die jährliche, prozentuale Veränderung des nominalen BIP in den USA gegenübergestellt. Über die zurückliegenden vier Quartale ergab sich in Q1 eine BIP-Zuwachsrates von 2,9%, die Bond-Rendite kam im Juni auf 4,8% (per Ende März 5,06%). Diese 2,9% sind, nebenbei bemerkt, weniger als zu Beginn jeder Rezession nach dem Zweiten Weltkrieg (siehe waagerechte rote Linie im Chart – [Chartquelle](#)).



Theoretischer Hintergrund des Chart: Knut Wicksell (1851-1926) hat postuliert, dass sich der "natürliche" Zins, bei dem die Wirtschaft weder angetrieben oder gebremst wird, auf der Höhe des Realertrags des Kapitals in der Produktion bewegt. Liegt dieser über dem BIP-Wachstum, werden Ressourcen aus dem Einkommensstrom der Wirtschaft benötigt, um die höheren Zinsen zu bezahlen, was das Wirtschaftswachstum bremst. Im Chart werden die "Moody's yield" und die Wachstumsrate des (nominalen)



BIP gegenübergestellt. Mehr oder weniger seit den frühen 1980er Jahren ist die Differenz zwischen beiden positiv, es werden also Ressourcen aus dem Einkommensstrom für die höheren Zinsen benötigt.

Hoisington erwartet für Q4 eine jährliche Wachstumsrate des BIP von gerade mal einem Prozent und geht daher davon aus, dass der nächste Schub bei den Zinsen abwärts geht. Dies legt nahe, dass sich Anleihen künftig weiterhin steigender Nachfrage erfreuen können, was auf eine weiter zunehmende Verschuldung insbesondere bei Unternehmen hindeutet. Hier wiederum schließt sich der Kreis zur [Diskussion des Finanzzyklus](#). Gemessen an seiner typischen Länge hat er gerade die Hälfte erreicht. Wie [hier](#) dargestellt, lässt die Entwicklung der Kreditspreads aus historischer Sicht erwarten, dass sie noch bis weit in 2015 hinein niedrig bleiben.

So lange die Zinsen niedrig sind und bleiben, werden mit positiver Gewinnentwicklung verbundene Einkommensströme bei Aktien nicht dadurch konterkariert, dass sie durch steigende Verzinsung abgezinst werden. So lange dies anhält, ist ein Ende der Übertreibungsphase bei Aktien eher weniger zu erwarten. Das bedeutet nicht zwingend, dass sich die Kurssteigerungen aus 2013 ungebrochen fortpflanzen, jedoch ist so lange ein Bärenmarkt bei Aktien eben auch weniger wahrscheinlich.