

Wie teuer sind US-Aktien wirklich?

07. Februar 2023

- Der Beitrag beleuchtet «zyklisch adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnisse», eine konservative Bewertungsmethode, die mit der Philosophie erfolgreicher klassischer Value-Investoren wie Ben Graham und Warren Buffett kompatibel ist.
- Wir versuchen die Frage zu beantworten, wovon das faire zyklisch adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) abhängt und wie hoch es derzeit sein könnte.
- Die Evidenz überwiegt, dass US-Aktien lediglich «leicht überbewertet» sind und nicht stark überbewertet, wie eine naive Betrachtung des Shiller-KGV nahelegen könnte.

Thomas Härter, Investment-Strategie

Es ist selbst in Zeiten der politischen Korrektheit politisch nicht unkorrekt zu fragen: Wer hat Angst vorm schwindelig hohen Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)? Denn würden die Aktienmärkte so stark korrigieren, dass sich das Shiller-KGV dem langfristigen Durchschnitt annähern würde, müssten diese um fast 40% fallen! Wir versuchen, mit Hilfe des Shiller-KGV und verschiedener Gleichgewichtskonzepte festzustellen, wie teuer US-Aktien wirklich sind. Wir versuchen ebenfalls zu ermitteln, wie schnell man erwarten kann, dass sich Fehlbewertungen korrigieren, denn je schneller sich diese abbauen, desto gefährlicher sind überbewertete Märkte. Sie erfahren ausserdem, wer schneller ist - das Shiller-KGV oder Plutonium.

Was ist ein «normales KGV»?

Ein «normalen KGV» gibt an, wieviel US-Dollar man für einen US-Dollar Gewinn «heute» bezahlen muss (Kurs geteilt durch Gewinne).

Was ist das Shiller-KGV?

Das Shiller-KGV, auch CAPE genannt, gibt an, wieviel US-Dollar man für 1 US-Dollar Durchschnittsgewinn der letzten 10 Jahre bezahlen muss. Die Gewinne und der Kurs werden hierbei inflationsadjustiert. CAPE steht für «cyclically adjusted PE», was übersetzt zyklisch adjustiertes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) bedeutet.

Philosophie des CAPE ist konservativer...

Das CAPE ist konservativer: weil es die Frage beantwortet, wieviel man real für langfristige, inflationsadjustierte Gewinne bezahlen muss, wird konjunkturellen und inflationären Effekten Rechnung getragen.

...und mit klassischen Value-Ansätzen kompatibel

Der Blick auf die langfristige Profitabilität entspricht der Philosophie klassischer Value-Investoren wie Warren Buffett, die Methodik ist kompatibel mit Bewertungsansätzen

von Ben Graham, der als Erfinder des Value-Investitionsansatzes gilt. Unter Value- oder auch Substanzinvestitionsstrategien versteht man Anlagestrategien, die versuchen, gezielt in günstig bewertete Unternehmungen zu investieren und die Aktienquote danach zu richten, wie billig oder teuer der Aktienmarkt insgesamt ist. Einzelne Jahre mit schwankenden und zufällig sehr hohen oder sehr niedrigen Gewinnen dürfen bei der Berechnung, wie teuer oder billig etwas ist, nicht zu sehr ins Gewicht fallen. Für Value-Investoren ist deshalb die Beantwortung der Frage «Wieviel bezahle ich heute für durchschnittliche Gewinne?» wichtiger, als die Beantwortung der Frage «Wieviel bezahle ich heute für heutige oder heute für das nächste Jahr prognostizierte Gewinne?» Denn über einen längeren zukünftigen Zeitraum können Sie am ehesten erwarten, dass die Firmen «durchschnittliche Gewinne» erzielen werden.

CAPE-Kennzahlen bieten Schutz vor dem Kauf scheinbar billiger Aktien, die eigentlich teuer sind und...

Sie dürfen nicht erwarten, dass ungewöhnlich tiefe oder hohe Gewinne auch in der Zukunft erzielt werden können. Im Gegenteil, ungewöhnlich hohe (tiefe) Gewinne heute dürften in Zukunft eher sinken (steigen). Wenn Sie ihre Anlageentscheide auf «normalen Kurs-Gewinn-Verhältnissen» basieren und die Gewinne beispielsweise gerade ausserordentlich hoch sind, besteht die Gefahr, dass Sie etwas kaufen, was zwar ein tiefes «normales KGV» hat, aber eigentlich teuer ist, weil - gemessen an nachhaltig erzielbaren Gewinnen - das «zyklisch adjustierte KGV» hoch ist. Anders ausgedrückt: Sie kaufen mit der Erwartung, auch in Zukunft die ausserordentlich hohen Gewinne zu erhalten, während Sie mit hoher Wahrscheinlichkeit in der Zukunft eher typische, das heisst durchschnittliche Gewinne erhalten werden. Die Benutzung der CAPE schützt somit vor Fehlentscheiden, wie beispielsweise vor dem Kauf von sogenannten Value-Traps (scheinbar günstigen Aktien, die in Wirklichkeit gar nicht günstig sind).

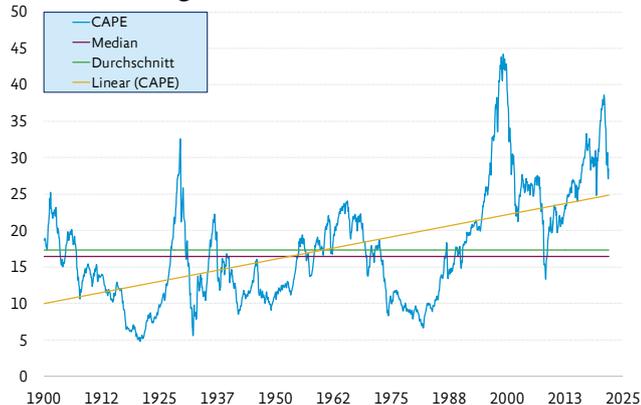
... sie bieten auch Schutz vor dem Kaufverzicht scheinbar teurer Aktien, die eigentlich billig sind

Obiges Argument ist symmetrisch. Die Benützung von CAPE-Kennzahlen schützt ebenfalls davor, scheinbar teure Aktien (gemessen an ungewöhnlich tiefen Gewinnen bspw. während einer Rezession) nicht zu kaufen, obwohl sie eigentlich, gemessen an durchschnittlichen Gewinnen, günstig sind.

Wie hoch ist das CAPE derzeit und wie hoch das faire CAPE?

Grafik 1 zeigt das CAPE für US-Aktien seit 1900 und den arithmetischen Durchschnitt sowie den Median als mögliche Konzepte für ein «fares» oder gleichgewichtiges CAPE oder Shiller-KGV. Leider ist das CAPE im Durchschnitt angestiegen. Deshalb enthält die Grafik ebenfalls einen linearen Trend als mögliches Gleichgewicht.

Grafik 1: Shiller-Kursgewinn-Verhältnis für US-Aktien und 3 Schätzungen für das faire Shiller-KGV



Das aktuelle Shiller-KGV beträgt 28, der langfristige Durchschnitt 17.3, der Median liegt bei 16.5.

Die aktuelle Überbewertung des S&P 500 beträgt also 38% (bzw. 41% zum Median) unter der Annahme, dass der Markt im Durchschnitt fair bewertet war.

Das Shiller-KGV muss sich die Kritik gefallen lassen, dass es extrem lange Überbewertungszyklen zu geben scheint. So war der Markt seit 1991 - bis auf eine kurze Periode in 2009 - dauerhaft stark überbewertet. Wie praxistauglich ist ein Bewertungsmodell, wenn es mehr als 30 Jahre lang eine «hohe Überbewertung» diagnostiziert?

Problematisch ist ebenfalls, dass das Shiller-KGV seit 1900 trendmässig angestiegen ist. Ein linearer Trend ist ökonomisch schwer erklärbar. Im Verlauf seit 1900 gab es unzählige Änderungen der Rechnungslegungsnormen. Die Regelwerke (z. B. HGB, IFRS oder US-GAAP) für eine ordnungsgemäße Buchführung existierten in dieser Form 1900 noch nicht. Warum sollte jedoch ein linearer Trend in der fairen Bewertung hieraus resultieren? Dies wäre allenfalls dadurch erklärbar, dass die ausgewiesenen Gewinne im Verlaufe der

Zeit immer aussagekräftiger, mit immer weniger Unsicherheit behaftet wurden und deshalb, unterstellt man eine unveränderte Risikoaversion, heute mehr für ausgewiesene Gewinne bezahlt wird, da diese näher an den «unbekannten wahren» Gewinnen liegen. Diese Argumentation erscheint wenig überzeugend, da 10-Jahres-Durchschnittsgewinne verwendet wurden, die auch in der Vergangenheit buchhalterisch schwierig zu manipulieren waren und es auch heute noch sind.

Vielleicht sank die globale Risikoaversion, weil zumindest einige Investoren bei gleichem Risiko im Zeitablauf zu einer immer höheren Aktienquote tendieren? Pensionskassen und staatlich geförderte private Rentensparsysteme könnten dabei tatsächlich eine gewisse Rolle gespielt haben.

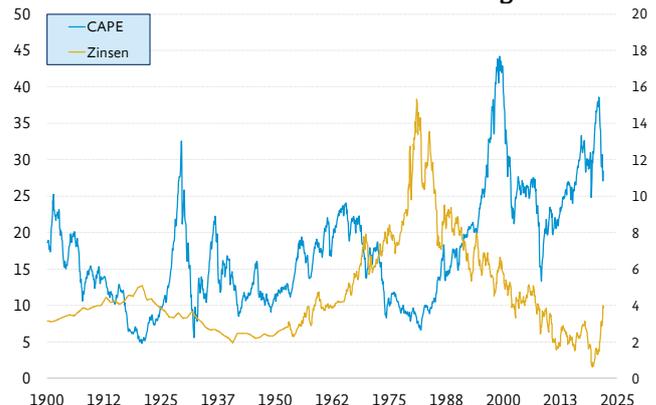
So schwierig die ökonomische Rechtfertigung ist, eine seriöse Analyse offenbart, dass das Shiller-KGV im Zeitablauf im Durchschnitt angestiegen ist. Dem gilt es Rechnung zu tragen. Akzeptiert man einen linearen Trend (obwohl er ökonomisch schwierig erklärbar ist), beträgt das faire Shiller-KGV «heute» rund 25. Damit sinkt die geschätzte Überbewertung auf nur noch 11%.

Ohne den Zins - ein unvollständiges Bild

Ein zentraler Kritikpunkt am Shiller-KGV besteht ausserdem darin, dass es Zinsen nicht explizit berücksichtigt. Je tiefer die Zinsen sind, desto geringer ist der Ertrag von Anleihen, in die man ja statt in Aktien auch investieren könnte. Je höher die Zinsen, desto tiefer der Gegenwartswert zukünftiger Gewinne, da diese mit einem höheren Zins abdiskontiert werden müssen.

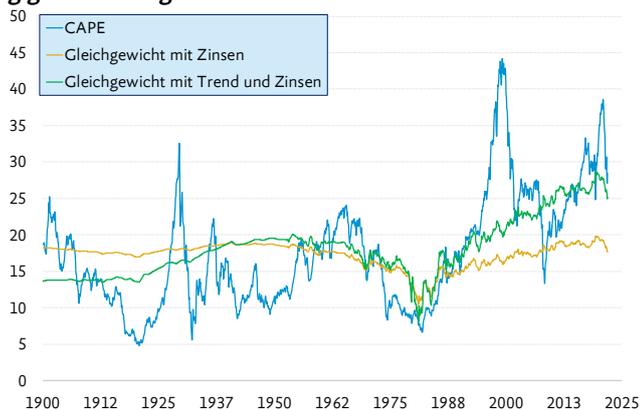
Es liegt somit auf der Hand, dass das faire Kurs-Gewinn-Verhältnis umso höher sein sollte, je tiefer der Zins ist. Auch konservative klassische Value-Investoren wie Warren Buffet wiesen während der Tiefzinsphase vor einigen Jahren wiederholt auf diesen Mechanismus und die Gefahr hin, fälschlicherweise «Aktien als zu teuer zu diagnostizieren und zu konservativ zu investieren». Grafik 2 zeigt das Shiller-KGV (linke Skala) und die Nominalzinsen von 10-jährigen US-Staatsanleihen (rechte Skala).

Grafik 2: Shiller-KGV für US-Aktien und Langfristzins



Die Hochzinsphase in den 70er und 80er Jahren des letzten Jahrhunderts ging mit recht tiefen KGVs einher. Der Rückgang der Zinsen könnte einen Anstieg der Shiller-KGVs bewirkt haben. Nahezu zeitgleich mit dem Rückgang der KGVs im Rahmen der Marktkorrektur 2022 stiegen die Langfristzinsen von rekordtiefem Niveau aus stark an. Die «Sichtanalyse» deutet an, dass die Zinsen tatsächlich einen massgeblichen Einfluss auf die Bewertung haben. Grafik 3 zeigt das Shiller-KGV im Zeitablauf und zwei weitere Schätzungen für seinen fairen Wert.

Grafik 3: Shiller-KGV für US-Aktien und zwei zinsabhängige Schätzungen für das faire Shiller-KGV



Die erste Gleichgewichtsschätzung in **dunkelblau** lässt zu, dass das gleichgewichtige Shiller-KGV linear vom Zins beeinflusst wird. Die zweite Gleichgewichtsschätzung in **grün** lässt zusätzlich einen linearen Trend zu. Gemäss erster (zweiter) Schätzung beträgt das aktuelle gleichgewichtige Shiller-KGV, gegeben der aktuelle Langfristzins aktuell 18 (25). Somit beträgt die geschätzte aktuelle Überbewertung 36% (bzw. «nur» 11%). Egal welches Gleichgewichtskonzept zugrunde gelegt wird - US-Aktien erscheinen überbewertet. Die höchste Schätzung (Median) liegt jedoch mit 41% Überbewertung weit von der tiefsten Schätzung (Zins & Trend) mit nur 11% Überbewertung entfernt.

Wie sollte man mit dem Shiller-KGV umgehen?

Aufgrund der Schwierigkeit, ein eindeutiges gleichgewichtiges Shiller-KGV zu finden, sollten nur grosse Abweichungen tatsächlich als Signal interpretiert werden. Nur wenn die geschätzte Überbewertung bei allen Gleichgewichtskonzepten in dieselbe Richtung weist, ist die Evidenz hoch, dass Aktien tatsächlich überbewertet sind.

Fazit:

Eine naive Betrachtung des Shiller-KGV mit der Erwartung, dass die Distanz zum langjährigen Durchschnitt zuverlässig angibt, wie teuer oder billig Aktien sind, ist unzulässig. Sie hätte in der Vergangenheit zu verheerenden Fehlentscheidungen geführt, weil man Aktien untergewichtet hätte und jahrzehntelang hohe Aktienrenditen verpasst hätte. Um das Risiko von Fehlentscheidungen klein zu halten, sollten alternative Gleichgewichte berechnet und evaluiert werden: Sind

Aktien auch dann noch sehr teuer, wenn Zinsen und oder ein linearer Trend berücksichtigt werden?

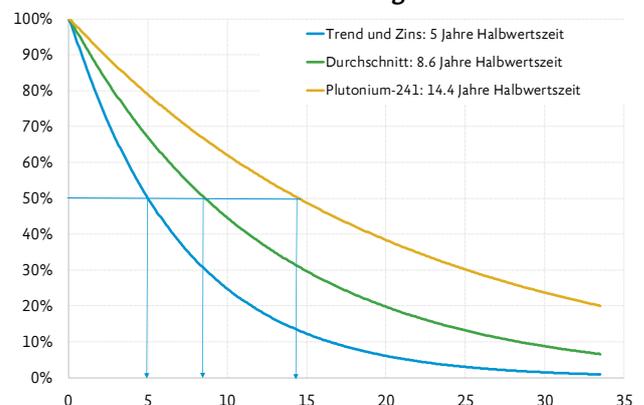
Gemäss dieser Vorgehensweise lässt sich, auf die aktuelle Situation bezogen, folgendes mit hohem Vertrauensgrad sagen:

1. US Aktien sind auf keinen Fall sehr günstig bewertet.
2. Es lässt sich nicht eindeutig zeigen, dass US-Aktien sehr hoch bewertet sind.
3. Die Evidenz überwiegt, dass US-Aktien lediglich leicht überbewertet sind.
4. Das Shiller-KGV enthält nur bei sehr grossen Abweichungen zuverlässige Informationen.
5. Der Abbau von Über- und Unterbewertungen erfolgt in der Regel langsam.

Wir empfehlen in unserer Anlagetaktik, US-Aktien und Aktien insgesamt leicht unterzugewichten.

Zuguterletzt: Man kann beim CAPE sogenannte Halbwertszeiten berechnen. Wie lange braucht das CAPE, bis eine Fehlbewertung zur Hälfte abgebaut ist? Wie lange braucht Plutonium, bis die Hälfte der radioaktiven Atome zerfallen ist? Wer ist schneller, das CAPE oder Plutonium?

Grafik 4: Abbau der Fehlbewertung und Halbwertszeiten



Die Halbwertszeit von Plutonium 241 beträgt 14.4 Jahre. Im Vergleich dazu ist das CAPE oder Shiller-KGV richtig schnell. Die Anpassungsgeschwindigkeit an den langjährigen Durchschnitt erfolgt mit einer Halbwertszeit von 8.6 Jahren. Angenommen, man startet mit einer Überbewertung von 50%. Sie dürfen dann erwarten, dass die Überbewertung nach 8.6 Jahren «nur» noch 25% beträgt. Die Anpassungsgeschwindigkeit an das Gleichgewicht «Trend und Zins» (grüne Linie in Grafik 3) ist mit einer Halbwertszeit von 5 Jahren etwas schneller. Die Bewertung des US-Aktienmarktes, gemessen am CAPE, nähert sich somit nur recht langsam an das Gleichgewicht an.

Datenquelle alle Grafiken & Berechnungen: Refinitiv & Datenbank Prof. Shiller.