

Der Aktienmarkt ist überbewertet



Es gibt zwei Methoden, um herauszufinden, ob das Kursniveau an den Börsen zu hoch ist. Demnach sollten Anleger derzeit vorsichtig sein.

VON UWE LANG

Die Aktienkurse, gemessen am Deutschen Aktienindex (Dax), steigen nun bereits im sechsten Jahr hintereinander. Das ist selten. Denn statistisch ist jedes dritte Kalenderjahr ein Baisse-Jahr, in dem also die Aktienkurse zum Jahresende niedriger sind als am Jahresanfang. Gibt es Methoden, um objektiv feststellen zu können, ob das Kursniveau zu hoch ist? Zwei können Aufschluss darüber geben: die KUV-Methode und die Index-

Wachstum-Durchschnitts-Methode. KUV heißt Kurs-Umsatz-Verhältnis.

Anleger errechnen zwar gerne ein Kurs-Gewinn-Verhältnis, um faire Preise zu bestimmen. Besser ist jedoch, die weniger stark schwankenden Jahresumsätze der Unternehmen mit deren Börsenwert zu vergleichen. Der amerikanische Analyst James P. O'Shaughnessy ermittelte in Studien der Jahre 1950 bis 1995, dass der faire Preis von Unternehmen im Durchschnitt mit ihrem Jahresumsatz identisch sein müsste. Anders ausgedrückt: Börsenwert geteilt durch Jahresumsatz = 1,00. Doch das ist nur ein Durchschnittswert. Wachstumsunternehmen werden in der Regel mit dem Mehrfachen ihres Umsatzes bewertet. Beim Software-Riesen SAP ist es etwa das Fünffache seines Jahresumsatzes, bei

Pharma-Aktien das Drei- bis Vierfache. Autobauer gelten nicht mehr als Wachstumsbranche. Sie werden nur noch mit dem halben Jahresumsatz bewertet.

Nimmt man den gesamten Aktienmarkt aus aller Welt, dann liegt die Durchschnittsbewertung derzeit beim 1,4-fachen des Jahresumsatzes. Das ist sehr hoch. Der Durchschnitt seit 2004 lag bei 1,06. Danach wäre der Aktienmarkt weltweit jetzt um 30 Prozent überbewertet. Bei den 30 Dow-Jones-Aktien der USA beläuft sich die Überbewertung auf 75 Prozent, verglichen mit dem Durchschnitt seit 2004. Auch die 30 Dax-Aktien sind 55 Prozent höher bewertet als ihrem Durchschnitt seit 2004 entspricht.

Freilich ist zu fragen, ob eine faire Bewertung bei den momentanen Nullzinsen nicht höher angesetzt werden

müsste. Denn damit sind Anleihen als Konkurrenz für den Aktienmarkt ganz weggefallen. Wenden wir uns daher dem anderen Verfahren zu: der Index-Wachstum-Durchschnittsmethode, die ebenfalls die Errechnung eines fairen Kursniveaus ermöglicht.

Nur in den USA können wir seit dem 19. Jahrhundert Aktienindizes durchgehend vergleichen. Denn in Europa war aufgrund der Weltkriegs-Unterbrechungen keine Kontinuität möglich.

In der Betrachtung der letzten 100 Jahre hat sich herausgestellt, dass der amerikanische Aktienindex (S&P-500) dann etwa fair bewertet ist, wenn er seinem 20-Jahres-Durchschnitt mal 1,65 entspricht. Am 27. Juli 2017 lag der S&P-500 bei 2475 Punkten. Der 20-Jahres-Durchschnitt betrug 1376. Multipliziert mit 1,65 ergibt das einen fairen

Wert von nur 2270. Das bedeutet eine Überbewertung von 9 Prozent.

Freilich hat auch dieses Verfahren Nachteile: Es setzt voraus, dass Wachstum und Inflation künftig gleich verlaufen wie in den letzten 100 Jahren. Vermutlich schon. Aber die Börse schätzt das nicht immer gleich ein. Mal übertreibt sie nach oben, mal nach unten.

Momentan jedenfalls sind die Aktienkurse zu hoch. Je länger die Überreibung sich noch fortsetzt, desto mehr Vorsicht sollte angebracht sein.

Der Börsenexperte Uwe Lang war bis 1992 hauptberuflich evangelischer Pfarrer. Seit 1970 befasst er sich intensiv mit dem Börsengeschehen und veröffentlichte dazu mehrere Bücher. Seit 1987 ist er Herausgeber der Börsensignale, einem Börseninformationssdienst (www.boersensignale.de).