

# Die Bewertung von Aktien aus makroökonomischer Sicht

## *Die Hausse während des Technologiebooms war nicht irrational*

Von Jean-Pierre Danthine\*

Die meisten Beobachter sind sich einig, dass die Aktienmarkt-Bewertung während des Technologiebooms im Jahr 2000 übertrieben war. Die Bewertung des Aktienmarktes aus makroökonomischer Sicht kann hingegen zu ganz anderen Resultaten führen.

Die Höchststände der Aktienmärkte im März 2000 werden heute von vielen Fachleuten als eine spekulative Blase und die damaligen Bewertungen der Aktien als übertrieben und ungerechtfertigt bezeichnet. Bob Shiller, der Autor des vielzitierten Buchs «Irrational Exuberance», zieht gerne die obere Grafik bei, um seine These zu untermauern, dass der S&P-500-Index – der Index der 500 grössten kotierten US-Unternehmen – ab Ende der neunziger Jahre eine irrationale Wende eingeschlagen hatte. Die Bezeichnung «Irrational Exuberance» stammt ursprünglich vom ehemaligen amerikanischen Notenbankchef Alan Greenspan.

### Stark gewachsener Kapitalstock

In der Grafik wird die Entwicklung des S&P-500-Indexes bereinigt um die Inflation (Konumentenpreisindex, CPI) zwischen 1870 und 2003 dargestellt. Die Korrektur um die Inflation ist deshalb berechtigt, da die Teuerung die Kaufkraft des Dollars in diesem sehr langen Zeitraum stark verändert hat. Trotzdem ist diese Korrektur nicht genügend, um ein unverzerrtes Bild der Bewertung des Aktienmarktes zu erhalten. Die amerikanische Wirtschaft ist in dieser Zeitperiode nämlich sehr stark gewachsen, und der Kapitalstock, den man an den Aktienmärkten bewertet, produzierte im Jahr 2003 einen Output an Gütern und Dienstleistungen, der um ein Vielfaches grösser war als jener von 1870.

Der makroökonomische Ansatz setzt die Bewertung eines Aktienmarktes ins Verhältnis zum zugrundeliegenden Kapitalstock, indem er die Kapitalisierung eines Marktes mit dem nominellen Bruttoinlandprodukt (BIP) vergleicht. Dieses Verhältnis wird in der unteren Grafik gezeigt. Die obere Linie spiegelt den Wert der US-Unternehmen (inklusive Fremdkapital) im Verhältnis zum nominellen BIP. Die untere Linie zeigt den Wert der ausstehenden Aktien der US-Unternehmen im Verhältnis zum nominellen BIP. Für den grössten Teil der betrachteten Periode unterscheiden sich die beiden Kurven kaum, weil die Nettoverschuldung der Unternehmen nahe bei null liegt.

Leider ist die betrachtete Periode kürzer als jene, die von Shiller untersucht wird. Man sieht

jedoch schnell die Unterschiede zur Grafik von Shiller: Während in der oberen Grafik die Bewertung der Aktienmärkte in den achtziger Jahren etwa jener der sechziger Jahre entspricht, ist der Aktienmarkt in der unteren Grafik in den achtziger Jahren eher tief bewertet. Wird das Wirtschaftswachstum also in die Analyse mit einbezogen, sind die achtziger Jahre gegenüber den sechziger Jahren eher eine Phase tiefer Aktienbewertungen. Gleichzeitig beobachtet man in der unteren Grafik Ende der neunziger Jahre sehr hohe Bewertungen, die nicht stark von jenen der spekulativen Blase entfernt sind, von der Shiller spricht. Die Neunziger sind in der oberen Grafik hingegen keine Periode hoher Bewertung.

### Weniger Fehler

Die grossen Unterschiede zwischen den beiden Grafiken haben ihren Ursprung in den grundverschiedenen Perspektiven, die bei den beiden Bewertungsansätzen verwendet werden. Die Sichtweise, die in der unteren Grafik angewandt wird, setzt das Kapital, welches an den Aktienmärkten bewertet wird, ins Verhältnis zu dem, was es produziert. Diesem Ansatz liegt dieselbe Sicht zugrunde wie beim herkömmlichen Bewertungsansatz des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV), nur eben auf einer gesamtwirtschaftlichen, makroökonomischen Ebene. Der Wert des eingesetzten Kapitals hängt von seiner Grösse ab, und da der Kapitalstock über die Zeit stark gewachsen ist, ist die Bewertungsgrundlage für den Aktienmarkt nicht mehr dieselbe wie vor 100 Jahren.

Die makroökonomische Perspektive verlangt eine gewisse Vorsicht im Umgang mit dem Wert des Kapitalstocks, weil dieser über die Zeit grossen Veränderungen unterliegt. Beispielsweise verändert sich das Kapital einer Volkswirtschaft, das von kotierten Unternehmen dargestellt wird, über die Jahre – der jüngste Trend hin zu Private Equity ist nur ein Beispiel dafür. Die makroökonomische Perspektive bringt grosse Vorteile – vor allem in der sehr langen Sicht –, weil sie Fehlbewertungen aufdecken kann, die man mit einer reinen finanzmarkttheoretischen Sicht übersieht. So berücksichtigt die makroökonomische Perspektive beispielsweise die Aufteilung des erwirtschafteten Mehrwerts zwischen Kapital und Arbeit. Auch steuerliche Aspekte sind von Belang, etwa die Art der Besteuerung von Aktiengewinnen.

Neuere Forschungsarbeiten haben sich darum Gesichtspunkte zu Herzen genommen, die von

der klassischen Finanzmarkttheorie eher vernachlässigt werden: Erstens die Tatsache, dass heutzutage viele Güter und Dienstleistungen weniger mit den traditionellen Produktionsfaktoren produziert werden als vielmehr mit dem, was man «immaterielle Güter» nennt, nämlich Ideen, Patente, «Goodwill» usw. Alles Faktoren, die sowohl in die Buchhaltungen der Unternehmen als auch in die nationalen Buchhaltungen nur wenig, wenn überhaupt, einfließen. Die Vernachlässigung dieser Faktoren führt aber zu einer Fehlbewertung des Kapitalstocks. Es wird geschätzt, dass im Falle der USA diese Fehlbewertung so gross wie das gesamte BIP sein könnte.

Zweitens ist die Aufteilung des geschaffenen Mehrwerts auf Kapital und Arbeit in der Zeit keineswegs konstant, was ebenfalls zu Verzerrungen führen kann, wenn man die Aktienmarkt-Bewertung über sehr lange Zeiträume hinweg vergleicht. Drittens wird in einer reinen KGV-Perspektive die Besteuerung des Kapitaleinkommens gänzlich ausser acht gelassen. Diese hat sich über die Zeit aber stark verändert, weshalb langfristige Vergleiche ebenfalls erschwert werden. So schätzen etwa Ellen McGrattan und Ed Prescott – der Nobelpreisgewinner von 2004 – für die USA, dass gesetzliche und regulatorische Änderungen in der jüngsten Vergangenheit zu einem sehr starken Anstieg jenes Aktienanteils geführt haben, der von Institutionen gehalten wird, die keine Kapitalertragssteuern oder Abgaben auf erhaltene Dividenden bezahlen – beispielsweise nicht gewinnorientierte Unternehmen. Dieser Anteil ist gemäss den beiden Autoren von 4% im Jahr 1969 auf 51% im Jahr 2000 gestiegen. Die Autoren zeigen zudem, dass wenn diese Veränderung mit in die Betrachtung einbe-

zogen wird, die Aktienmarkt-Bewertungen von 2000 in keiner Weise weniger rational waren als jene von 1960 oder 1980.

\* Jean-Pierre Danthine ist Professor für Makroökonomie und Finance an der Universität Lausanne und Direktor des Swiss Finance Institute.

#### S&P-500-Index

Inflationsbereinigt



#### Wert der US-Unternehmen im Verhältnis zum BIP

1960 bis 2001

