



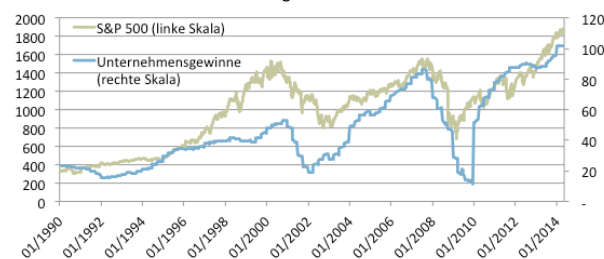
Kilchberg, 28. Mai 2014

Irrationaler Überschwang 2.0?

Der letztjährige Nobelpreisträger der Wirtschaftswissenschaften, Eugene Fama, meinte 2010 in einem Interview, dass er das Abonnement des englischen Wochenmagazins *The Economist* gekündigt habe, weil das Wort «Bubble» (Blase) auf jeder Seite dreimal vorkam. Er sei sehr vorsichtig mit dem Gebrauch des Wortes «Bubble», denn schliesslich sei es fast unmöglich, die Entstehung oder das Platzen einer Blase vorherzusagen. Und im Nachhinein sei man sowieso immer schlauer und könne jede Übertreibung mit der Existenz einer Blase erklären, so Fama. Hat er Recht damit? Oder stehen wir nach dem 5-Jahres-Rally vor der nächsten Blase?

Wir haben bereits im vergangenen März darüber geschrieben, dass die Aktienmärkte aus volkswirtschaftlicher sowie aus historischer Sicht nicht vor einer längeren oder einschneidenden Korrektur stehen. Dies scheint auch der Fall zu sein, wenn wir buchhalterische Kennziffern wie beispielsweise die Unternehmensgewinne der schleppenden 12 Monaten («Trailing 12-Months EPS») betrachten.

Grafik 1: S&P 500 vs. Unternehmensgewinne



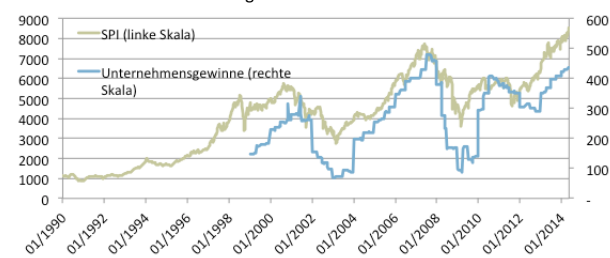
Quelle: Bloomberg

Grundsätzlich bestimmen die Unternehmensgewinne langfristig die Aktienkurse. Gemäss Robert Shiller – ebenfalls letztjähriger Nobelpreisträger – entspricht der Wert einer Firma in etwa seiner 16-fachen Gewinne. Wenn das Wachstum der Aktienkurse dasjenige der Firmengewinne über eine längere Zeitperiode stark übersteige, könne man von einer Blase sprechen. Dies war in der jüngsten Vergangenheit aber nur

einmal der Fall: kurz vor dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahre 2000 (vgl. Grafik 1).

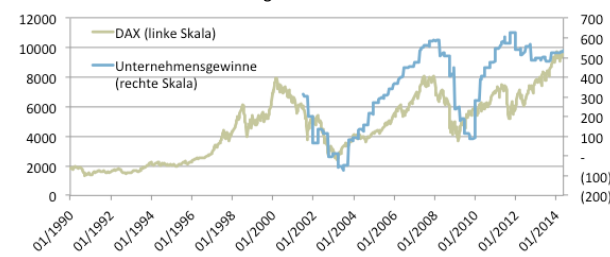
Auch bei den europäischen Aktienindizes bestätigt sich dieses Bild (vgl. Grafiken 2 und 3). Weder beim Schweizer Index SPI noch beim deutschen Dax zeigt sich ein irrationaler Überschwang. Die Unternehmensgewinne haben sich in den letzten fünf Jahren prozentual praktisch im Gleichschritt entwickelt.

Grafik 2: SPI vs. Unternehmensgewinne



Quelle: Bloomberg

Grafik 3: DAX und Unternehmensgewinne



Quelle: Bloomberg

Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass Blasen an den Märkten existieren, wie das Beispiel der Dotcom-Krise zeigte. Die jüngsten Avancen der Aktienmärkte deuten aber nicht auf eine neuerliche Übertreibung hin. Vielmehr haben sich die Gewinne und Aktienkurse erwartungsgemäss entwickelt.

von Dr. Adriano B. Lucatelli
Verwaltungsrat & Dozent an der Universität Zürich