

Rückblick März 2020²:

Die hohe Volatilität im Februar hat sich im März noch verstärkt. Einen solch dramatischen Absturz in einer so kurzen Zeit hat es in der Geschichte der Aktienmärkte selten gegeben. Im Ergebnis verloren die Weltaktienmärkte – gemessen am MSCI Weltindex auf Eurobasis – 13,37%. Die einzelnen Regionen verloren dabei ähnlich: Nordamerika büßte 13,2% ein, Europa 14,64% und die pazifische Region 12,13%. Die Schwellenländer waren mit einem Minus von 15,52% noch etwas stärker betroffen.

Der Auslöser für diese Verluste war der mittlerweile unser aller Leben beeinflussende Coronavirus. Um die Ausbreitung des Virus zu verlangsamen haben Regierungen weltweit einen sogenannten „shut down“ durchgeführt. In der Konsequenz wird etwa in Deutschland mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in der Größenordnung von 5% - 20% gerechnet, abhängig davon, wie lange die wirtschaftlichen Aktivitäten zurückgefahren werden. In Anbetracht dieser Größenordnungen verwundern die gigantischen staatlichen Hilfeleistungen. Wenn wieder Deutschland als Beispiel genommen wird, dann summieren sich die staatlichen Hilfen auf mindestens 1,2 Billionen EUR. Die von Wissenschaftlern aktuell als worst case erwarteten rund 20% BIP Einbruch entsprechen aber „nur“ 700 – 800 Mrd. EUR. Wenn man dann noch berücksichtigt, dass die Europäische Zentralbank bis Ende dieses Jahres weitere 700 – 800 Mrd. EUR in den Finanzmarkt pumpen will, dann scheinen auf den ersten Blick die erwarteten wirtschaftlichen Folgen für die Privatwirtschaft verkraftbar zu sein. Warum hat dann der Aktienmarkt so stark reagiert? Drei mögliche Erklärungen bieten sich an: Erstens könnten die wirtschaftlichen Folgen noch dramatischer sein und die Unsicherheit erhöht die verlangte Risikoprämie. Zweitens könnten die Hilfeleistungen der Zentralbanken und der Staaten nicht zielführend und nicht effizient genug sein. Und drittens handelt es sich um panische Reaktionen von verunsicherten und teilweise auch in finanzielle Schieflage geratenen Anlegern.

Wahrscheinlich handelt es sich um eine Kombination aller drei möglichen Erklärungen. Die Finanzmarktteilnehmer sind verunsichert und verlangen eine höhere Marktrendite. Die Hilfen sind zum Teil nicht zielführend, wenn viele Geschädigte „nur“ einen Kredit als Liquiditätshilfe erhalten. Dies kann in vielen Bereichen den entgangenen Umsatzausfall nicht ersetzen. Als letztes lassen sich aber auch panische Reaktionsmuster erkennen. Kursausschläge marktbreiter Indizes von mehreren Prozentpunkten in beide Richtungen innerhalb kurzer Zeit spricht jedenfalls nicht für rationale Kauf- und Verkaufsentscheidungen.

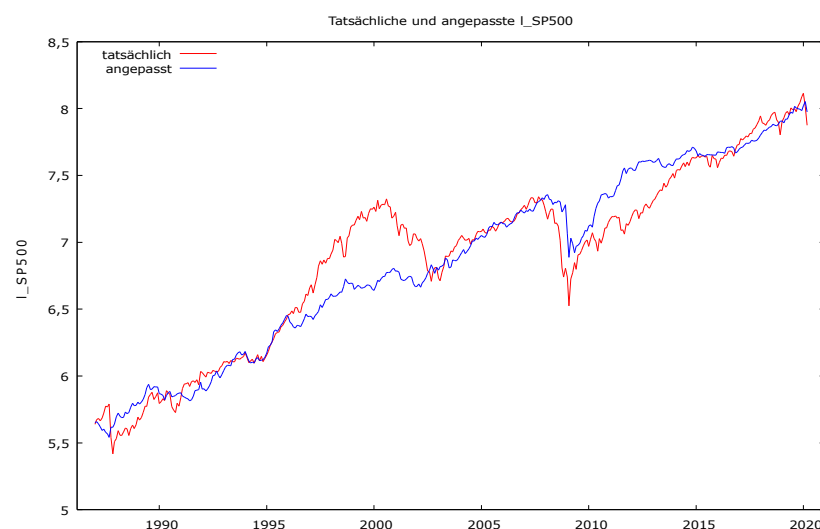
¹² Dieser Marktkommentar wird ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt und stellt keine Beratung oder Handlungsempfehlung dar.

²³ Wenn nichts anderes angegeben, werden alle Angaben zur Wertentwicklung in Euro angegeben.

Marktausblick:

Gerade in solch unsicheren Zeiten ist zwischen einer kurz- und einer langfristigen Sicht zu unterscheiden. Kurzfristig dominieren die Emotionen: Hoffnung auf Besserung werden sich mit Belastungen aufgrund steigender Infektionszahlen und Todesfälle sowie wirtschaftlicher Hiobsbotschaften ablösen. Deshalb bleibt der Aktienmarkt weiterhin überdurchschnittlich volatil. Langfristig wird die Bewertung für die weitere Entwicklung entscheidend sein. Eine Einschätzung auf Basis des wichtigen S&P 500 Index soll hier weiterhelfen.

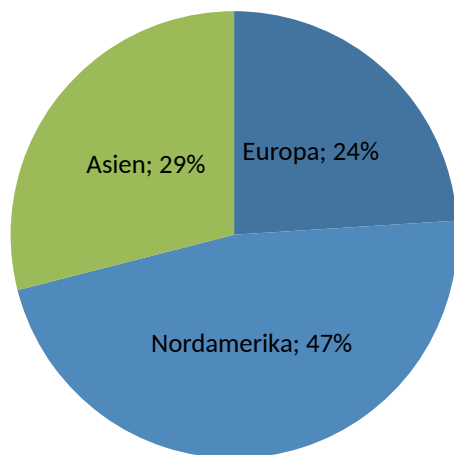
Die Finanzanalysten haben mittlerweile die Gewinne für dieses und für nächstes Jahr um rund 15% gegenüber der „Vor Corona“ Zeit reduziert. Absolut betrachtet sind dies für das Jahr 2020 24 Indexpunkte (von 173 auf 149) und für das Jahr 27 Indexpunkte (von 193 auf 166). Um ein faires Niveau für den US Index berechnen zu können, muss ein geeignetes Bewertungsmodell herangezogen werden. Dazu wählen wir das Dividenden Diskontierungsmodell (DDM) und unterstellen zunächst, dass der Markt nach 10 Jahren ein stabiles Wachstum von 4% bei gleichem Langfristzins realisieren kann. In den nächsten 10 Jahren sollen die Gewinne mit 3,2% jährlich zulegen, wobei die Unternehmen eine Ausschüttungsquote (Dividenden + Aktienrückkäufe) von 80% der Gewinne realisieren. Die Wachstumsrate ergibt sich auf Basis der einbehaltenen Gewinne multipliziert mit der durchschnittlichen Eigenkapitalrendite der Unternehmen, während die Ausschüttungsquote dem gerundeten Durchschnitt seit 2002 entspricht. Als verlangte Marktrendite wird für die nächsten 10 Jahre mit dem aktuellen risikolosen Zins von 0,6% zuzüglich einer Risikoprämie von 5,5% gerechnet. Die Risikoprämie lag seit 1960 bei durchschnittlich 4,2% und ist erst in den letzten Jahren auf dauerhaft über 5% gestiegen, so dass 5,5% realistisch erscheinen. Auf Basis dieser Annahmen errechnet sich nun ein Wert von ca. 2850 Indexpunkten – eine Unterbewertung des Marktes von rund 10% auf Basis des Indexstandes vom 31.3.2020 (2584,6). Ein Wort noch zur Realitätsnähe der Rechnung: Die Berechnung erscheint eher konservativ. Zwar könnte sich die wirtschaftliche Talfahrt und damit der Gewinnrückgang in den nächsten Wochen und Monaten beschleunigen, doch durch die gewählte sehr niedrige Wachstumsrate von 3,2% über die nächsten 10 Jahre erscheint dieses Risiko mehr als kompensiert. Schließlich wird mit diesen Annahmen kein Aufholeffekt in einer „Nach Corona Phase“ unterstellt und auch eine Wachstumsrate von 3,2% gegenüber einem langfristigen Durchschnitt von deutlich über 6% ist moderat gewählt. Alles in allem ist der „faire“ Wert des S&P500 wahrscheinlich noch höher. Im unteren Chart ist der S&P500 (rot) und sein „geschätzter“ fairer Wert (blau) in logarithmischer Darstellung zu sehen. Aktuell sollte man also eher auf der Käufer- denn auf der Verkäuferseite sein.



Unsere verschiedenen Ansätze sowie die dazugehörigen Aktienquoten:

Der Minimum Varianz Ansatz

- Wissenschaftliche Erkenntnis: Minimum Varianz Portfolien haben bessere Rendite-/Risikoprofile als die Gesamtmarktindizes
- Auf Basis der Regionen Nordamerika, Europa, Asien (Australien, Hongkong und Japan) sowie den Schwellenländern wird ein Minimum Varianz Portfolio für die Welt wie folgt zusammengestellt:



Wesentliche Minimum Varianz Branchen:

Nahrungsmittel, Medien, Versorger, Gesundheitssektor, Einzelhandel, Telekommunikation

Aktuelle Momentumbranchen:

Nahrungsmittel, Medien, Gesundheitssektor, Telekommunikation, Versorger, Versicherung

Aktuelle Aktienquoten:

Welt:	100%
Europa:	100%
Asien:	100%
Schwellenländer:	100%