

Rückblick Dezember 2020²:

An den internationalen Aktienmärkten setzte sich im Dezember 2020 der positive Trend der vergangenen Monate fort. Gemessen am MSCI Welt Index auf Eurobasis konnten die Aktienmärkte mit 1,81% deutlich zulegen und beendeten dieses außergewöhnliche Jahr mit einem Plus von 4,64%. Der pazifische Raum (+2,06%) und auch Europa (+2,29%) konnten zwar im Dezember gegenüber Nordamerika (+1,63%) leicht aufholen, doch über das Gesamtjahr betrachtet war die Reihenfolge eindeutig: Nordamerika legte 8,6% zu, während die pazifische Region mit +0,24% und Europa mit -5,38% deutlich schlechter liefen. Bei den Schwellenländern war ein ähnliches Muster zu erkennen. Im Dezember konnten die Schwellenländer Europas (+7,76%) und Lateinamerikas (+9,11%) Asien (+4,47%) deutlich hinter sich lassen, doch auf Jahressicht änderte sich das Bild. So beendeten die asiatischen Schwellenländer das Jahr mit einem Plus von 15,59%, während sowohl Europa (-22,88%) als auch Lateinamerika (-22,91%) zweistellig verloren.

Der Hauptgrund für diese außergewöhnlich großen Performanceunterschiede ist schnell gefunden: Corona und die daraus resultierenden Effekte. Einige Sektoren wie die Technologiebranche profitierten vom Trend zur Heimarbeit und zu Onlineeinkäufen und Länder, die den Virus relativ schnell und effektiv bekämpfen konnten, erholten sich dann auch entsprechend schnell vom coronabedingten Konjunkturerbruch. So verdanken die USA ihre gute Wertentwicklung dem Technologiesektor, während Länder wie China, Südkorea oder Taiwan das Virus sehr gut und sehr früh eindämmen konnten. Deshalb waren an diesen Aktienmärkten dann auch Spitzenrenditen zwischen +16,8% in China und +30,85% in Südkorea zu verdienen. Länder wie Brasilien, Thailand, oder auch Italien und Spanien, denen dies nicht so gut gelang oder die stark vom internationalen Tourismus abhängen, waren hingegen klar auf der Verliererseite.

Defensiv ausgerichtete Minimum Varianz Portfolien hatten im Jahr 2020 ihre Stärke- und ihre Schwächephasen. In der Panikphase im Februar/März verloren defensive Sektoren etwas weniger als der Gesamtmarkt und auch in der nachfolgenden Aufwärtsphase waren sie zum Teil sogar besser als der entsprechende Vergleichsmaßstab. Dagegen war insbesondere der November ein relativ schlechter Monat für die Minimum Varianz Portfolien. In diesem Monat wurde ein Impfstoff gegen den Corona Virus vorgestellt und die Folge war, dass die zuvor arg gelittenen Sektoren wie die Reisebranche und die Banken plötzlich gefragt waren. Eine Minderertrag von zum Teil mehr als 3% zum Gesamtmarkt war deshalb keine Seltenheit. Auf das ganze Jahr gerechnet nivellierten sich die Unterschiede, so dass am Ende bei einer Durchschnittsberechnung aller Minimum Varianzportfolien ein kleines relatives Plus von rund 30 Basispunkten erzielt werden konnte.

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

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

Marktausblick:

Aus fundamentaler Sicht sind die Aktienmärkte Stand Anfang 2021 eher überbewertet. Doch selten steht die Bewertung so unter dem Vorbehalt des Zinsniveaus – und damit der Notenbankpolitik – wie im derzeitigen Umfeld. Nicht nur das allgemeine Zinsniveau wurde durch die Geldpolitik im letzten Jahr nach unten gedrückt, sondern auch die Risikospreads, die Unternehmen zu bezahlen haben. In Folge dessen hat die Geldpolitik nicht nur den Diskontierungsfaktor für die zukünftigen Gewinne reduziert, sondern auch die Gewinne durch die Reduzierung der Zinsaufwendungen erhöht. Beides bewirkt eine Höherbewertung der Aktienmärkte. Um ein Gefühl für die Größenordnung dieser Effekte zu erhalten, soll hier kurz das Ergebnis einer Simulation auf Basis des S&P500 aufgezeigt werden. Als Basisszenario werden folgende Annahmen getroffen: Ausgangspunkt sind die prognostizierten Gewinne für 2021 von rund 164 Indexpunkten, eine langfristige reale Wachstumsrate der Gewinne von 2,6%, einer Ausschüttungsquote von 85%, einer Risikoprämie von 5% und einer Rendite auf US-Staatsanleihen von 0,9%. Mit diesen Annahmen kommt man auf einen fairen Indexstand des S&P500 von rund 3600 Punkten.

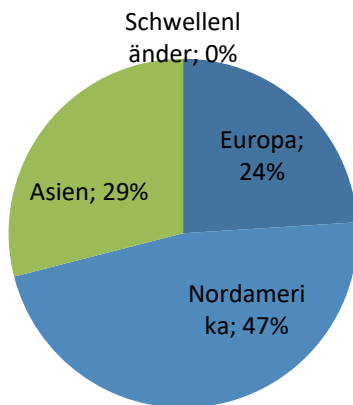
Was passiert nun mit dem fairen Wert, wenn die Renditen auf 10-jährige US-Staatsanleihen auf dem „Vor Corona Niveau“ von 1,9% liegen würden und dieses höhere Zinsniveau das Gewinnniveau der Unternehmen um 5% drücken würde? Durch diese Änderungen ergäbe sich ein fairer Wert des S&P500 von rund 3150 Punkte. Aus einer „leichten“ Überbewertung käme so eine signifikante Überbewertung von über 15% zustande. Diese errechnete Überbewertung deckt sich im übrigen auch mit unseren zyklischen Bewertungsmodellen, in denen der faire Indexstand mit Hilfe der Regressionsanalyse unter Verwendung fundamentaler Variablen wie Zins, Wechselkurs und Gewinne geschätzt wird.

Es bleibt festzuhalten, dass die Aktienmärkte auf Basis der hier vorgestellten Ergebnisse zwischen 10% und 20% überbewertet sind. Historisch betrachtet handelt es sich hierbei um eine signifikante Überbewertung, die kaum Platz für deutliche Kursanstiege zulassen würde. In „normalen“ Zeiten wäre der Rat eindeutig: den Aktienmarkt meiden. Doch im heutigen Umfeld ist der Rat schwieriger. Zu viele Investoren sind auf stabile Zins- oder Dividendeneinnahmen angewiesen, um ihren Zahlungsverpflichtungen heute und in Zukunft nachzukommen. Dies ist jedoch im aktuellen Zinsumfeld kaum mehr möglich – in Europa „rentiert“ die deutsche 10-jährige Staatsanleihe bei *minus* 0,57% -, so dass immer mehr Anleger wohl ihr Risikobudget erhöhen (müssen) und deshalb in den Aktienmarkt investieren werden. Weitere Übertreibungen sind deshalb nicht auszuschließen.

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%