



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

19. März 2020

Whatever it takes, Teil 2 – Tiefpunkt an den Börsen bald erreicht?

Liebe Kundinnen und Kunden, sehr geehrte Damen und Herren,

auch wenn immer noch nicht klar ist, wie lange wir uns in der aktuellen Ausnahmesituation befinden werden, sollte uns allen – spätestens nach der gestrigen Rede der Bundeskanzlerin – bewusst sein, dass wir uns darauf einstellen müssen, dass sich unser aller Leben nicht schon in zwei Wochen wieder normalisiert haben wird. Nicht nur die Sorgen vor den zu erwartenden persönlichen Konsequenzen, sondern auch vor den möglichen ökonomischen Auswirkungen werden täglich größer. In der vergangenen Woche gingen viele Ökonomen noch von einem kurzen ökonomischen Angebots- und Nachfrageschock aus, von dem sich die Wirtschaft relativ schnell wieder erholen würde. Eine kleine und eher technische Rezession mit einem BIP-Rückgang von 0,5 bis zu einem Prozent bei uns in Deutschland war mehr oder weniger Konsens. Heute wird dagegen befürchtet, dass es mindestens zu einem so starken Wirtschaftseinbruch kommen wird wie während der Finanzkrise 2008/2009. Damals verzeichnete das reale Bruttoinlandsprodukt einen Einbruch von mehr als fünf Prozent.

Als gut, wichtig und richtig beurteilen wir deswegen das neue Hilfsprogramm der EZB, das „Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)“. Dieses hat einen Umfang von mindesten 750 Milliarden Euro bis zum Jahresende, es kann aber bei Bedarf aufgestockt und zeitlich ausgeweitet werden. Die EZB hat signalisiert, dass sie die bisher geltenden Regeln für die Anleihekäufe sehr flexibel handhaben wird, also auch die

sich bisher selbst gesetzten Grenzen überschreiten kann (und wird). Dies wird sicherlich wieder Kritiker und Bedenkenträger auf den Plan rufen. Aber auch für die EZB und ihre Handlungen gilt, dass man sich im absoluten Ausnahmezustand befindet. Dahinter muss auch die Einhaltung ordnungspolitischer Regeln zurückstehen. Mit den Details des Programms beschäftigen wir uns im ersten Teil unseres heutigen Reports. In Teil 2 gehen wir der Frage nach, ob nach den starken Kursverlusten am Aktienmarkt schon Einstiegskurse erreicht sind. Von vielen Beobachtern wird auf das sehr niedrige Preis-Buchwert-Verhältnis beim DAX verwiesen. Ganz so einfach und eindeutig – so das verkürzte Ergebnis unserer Analyse – ist es dann aber doch nicht.

Passen Sie weiter gut auf sich auf und bleiben Sie gesund!

Ihre

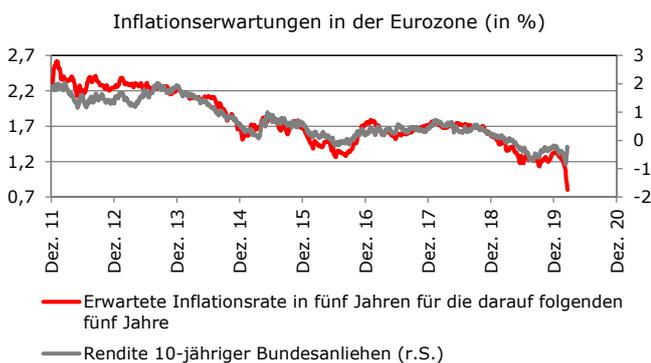
Dr. Christian Jasperneite und Carsten Klude

Nach der enttäuschenden Vorstellung vom letzten Donnerstag hat die EZB heute Nacht entschieden, (fast) sämtliche Register zu ziehen. Ziel des neuen Anleiheaufkaufprogramms in Höhe von zunächst 750 Milliarden Euro und einer Laufzeit bis mindestens Ende des Jahres 2020 ist es, die angespannte Lage an den Geld- und Kreditmärkten zu beruhigen und zu verhindern, dass die ökonomischen Auswirkungen des Coronavirus zu einer neuen Finanzkrise führen. Das neue Liquiditätsprogramm soll die Wirkungsweise der Geldpolitik der EZB sicherstellen, und es wird aufrechterhalten, solange die Krise durch das Coronavirus anhält. Auf-

Konjunktur und Strategie

grund der derzeit unsicheren und angespannten Lage ist für fast alle Finanzmarktteilnehmer derzeit Liquidität Trumpf, sodass alle anderen Assetklassen auf der Verkaufsliste stehen. Dies hat dazu geführt, dass selbst die Renditen von gut gerateten Unternehmensanleihen, aber auch von sicheren Staatsanleihen (Bundesanleihen und US-Treasuries) stark angestiegen sind und sogar der Goldpreis in die Knie gegangen ist.

Mit dem neuen Programm kauft die EZB, wie schon bisher, Staats- und Unternehmensanleihen aus den Mitgliedsländern der Europäischen Währungsunion. Zusätzlich in das Programm aufgenommen wurden Commercial Paper, also kurzlaufende Unternehmensanleihen, die von Industrieunternehmen begeben werden, und griechische Staatsanleihen. Damit wird sichergestellt, dass das neue Kaufprogramm eine möglichst breite Wirkung erzielen kann. Wie viel Geld für den Kauf von Staats- und wie viel für den von Unternehmensanleihen verwendet wird, ist im Vorhinein nicht festgelegt worden; dies dient der größtmöglichen Flexibilität des Programms. Auch bei der Anwendung des Kapitalschlüssels, der bislang festlegt, in welcher Größenordnung die Notenbank Anleihen der Mitgliedsstaaten kauft, sowie bei der „33%-Regel“, die besagt, dass die EZB maximal ein Drittel jeder Anleiheemission sowie maximal ein Drittel der gesamten Staatsschulden eines Landes aufkaufen darf, wird die EZB Flexibilität walten lassen.



Wir gehen davon aus, dass die Maßnahmen der EZB über kurz oder lang zu wieder sinkenden Renditen für Staats- und Unternehmensanleihen führen werden. Die These, dass der jüngste Renditeanstieg auf die Erwartung einer zukünftig stark zunehmenden Inflationsrate zurückzuführen ist, teilen wir nicht. Das derzeitige Konjunkturmilieu wirkt eindeutig deflationär und nicht inflationär, wie die am Kapitalmarkt messbaren Inflationserwartungen zeigen. Auch nach der Finanzkrise

2008/2009 kam es nicht zu der von vielen befürchteten (Hyper-) Inflation, statt dessen sind die Preise seitdem kaum gestiegen.

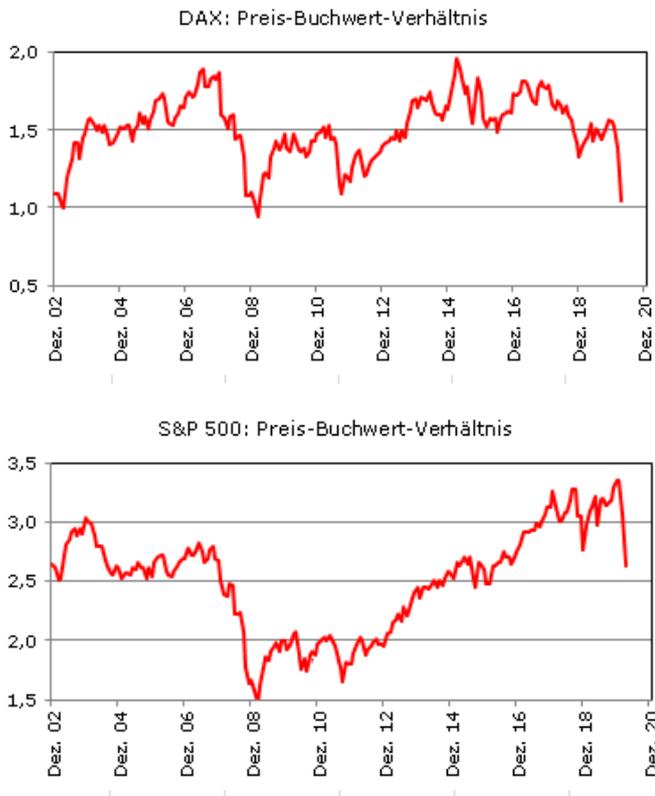
Eine Entspannung am Rentenmarkt könnte auch den Aktien helfen, sich etwas von ihren starken Verlusten zu erholen. Aber ist es auch schon an der Zeit, die Aktienquote taktisch wieder anzuheben, weil das Schlimmste überstanden ist? Schauen wir uns dazu den DAX etwas genauer an. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Gewinne berechnet wird, liegt derzeit bei knapp 10, nachdem es vor vier Wochen noch mehr als 14 betragen hat. Während der Finanzkrise Ende 2008 lag das KGV im Tief bei rund acht, ähnlich war es während der Staatsschuldenkrise im Spätsommer 2011. So gesehen gibt es noch ein Restrisiko von etwa 20 Prozent, falls sich die Geschichte wiederholt. Das Problem ist, dass das heutige DAX-KGV auf sehr unrealistischen Gewinnprognosen beruht. Die Unternehmensanalysten haben ihre Schätzungen bislang nur marginal reduziert, sodass für dieses und nächstes Jahr immer noch Gewinnsteigerungsraten von rund zehn Prozent erwartet werden. In den letzten drei Rezessionen (1993, 2001 und 2008) sind die DAX-Gewinne dagegen um rund vierzig Prozent eingebrochen. Rechnet man also alternativ mit einem Gewinneinbruch von 40 Prozent im Jahr 2020, gefolgt von einem Anstieg von 25 bzw. von 50 Prozent im nächsten Jahr, ergibt sich aktuell ein KGV von 14,8 bzw. von 13,8. Günstig ist das bei weitem nicht.

Deswegen gucken wir noch auf eine alternative Bewertungskennzahl, das Preis-Buchwert-Verhältnis. Der Buchwert ist eine wesentlich stabilere Kennzahl als die Gewinne, denn er entspricht ungefähr dem Eigenkapital der Unternehmen. In den letzten zwanzig Jahren waren Anleger auf DAX-Indicebene bereit, im Durchschnitt einen Aufpreis von 50 (Quelle: IBES) bis 60 Prozent (Quelle: Factset) auf den Buchwert der Unternehmen zu bezahlen. In großen Krisen ist der DAX dann auf ein Preis-Buchwert-Verhältnis (PBV) von eins oder im Tief auf rund 0,95 gefallen.

Wie ist die Lage im Moment? Laut Factset beträgt das aktuelle PBV 1,04, bei IBES liegt der Wert bei 1,2. Deutsche Aktien sind damit schon eher günstig, das Risiko weiterer Verluste beläuft sich gemessen an historischen Kennzahlen noch auf zehn bis zwanzig Prozent. Einen kleinen Haken gibt es aber: So liegt das PBV des

Konjunktur und Strategie

S&P 500 trotz der starken Kursverluste immer noch bei 2,6, was seinem historischen Mittelwert entspricht. Während der Finanzmarktkrise lag die Kennzahl im Tief bei 1,5. Um wieder dorthin zu gelangen, müssten die Kurse nochmal um 40 Prozent nachgeben. Und da der US-Markt die Weltleitbörse ist, könnte dies auch beim DAX zu größeren Verlusten führen, als man es mit Blick auf das schon niedrige PBV vermuten könnte.

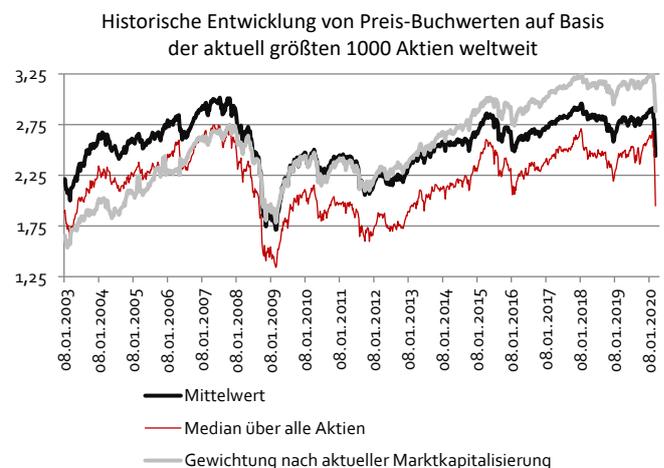


Ein weiteres Problem bei dieser Betrachtungsweise besteht darin, dass es analytisch gesehen sehr problematisch ist, aus Indizes mit ihrer historischen Struktur Aussagen für die Gegenwart abzuleiten. Denn Indizes ändern ständig ihre Zusammensetzung, und zwar sowohl hinsichtlich der Unternehmen als auch hinsichtlich der Gewichtung von Sektoren. Das kann dann dazu führen, dass in einer vergangenen Krise ein Sektor mit extremen Preis-Buchwert-Verhältnissen relativ zu aktuellen Gewichtung u.U. besonders hoch oder besonders niedrig gewichtet war und damit die Ergebnisse verzerrt. Zudem ist es wenig zielführend, Aussagen auf Basis einzelner Indizes zu treffen, denn einem amerikanischen Aktienmarkt ist es beispielsweise herzlich egal, ob der deutsche Aktienmarkt eine vermeintlich wichtige Schwelle in einem Preis-Buchwert-Verhältnis erreicht hat oder nicht. Und der DAX wird bestimmt nicht auf einem Niveau von 8.000 Punkten verharren, wenn alle anderen Indizes fallen, nur weil gerade der DAX eine

Schwelle in der Bewertung erreicht hat, die in der Vergangenheit (bei einer komplett anderen Struktur des Index) erreicht wurde.

Wenn man also verlässliche Aussagen ableiten will, erscheint es sinnvoll, Berechnungen anhand aktueller Indexstrukturen vorzunehmen und diese in die Vergangenheit zu projizieren, und dies vor allem mit einem globalen Aktienportfolio zu machen. Zu diesem Zweck haben wir zunächst die 1000 größten Unternehmen weltweit selektiert und für dieses statische Universum den Verlauf des Preis-Buchwertes bestimmt. Gewichtet man die Aktien in diesem Index gemäß der aktuellen Gewichtung, lag das Preis-Buchwert-Verhältnis (bereinigt um einige extreme Ausreißer) vor einigen Wochen noch bei 3,25, was tatsächlich den historischen Höchststand in dieser Zeitreihe markierte. Inzwischen ist dieser Wert auf 2,8 gefallen. Das liegt aber immer noch deutlich unter dem historischen Tiefstand von 1,5.

Ähnlich sieht es aus, wenn man statt mit einer Marktkapitalisierungsgewichtung mit einer Gleichgewichtung rechnet. Hier lag das Preis-Buchwert-Verhältnis vor einigen Wochen nur knapp unter seinem historischen Höchstwert und ist jetzt auf einen Wert von 2,4 gefallen – immer noch weit entfernt von dem Preis-Buchwert-Verhältnis von 1,7 in der Finanzkrise. Betrachtet man den jeweiligen Median über alle 1000 Aktien, sieht das Bild nicht anders aus. Auch hier ergibt sich noch eine erhebliche Fallhöhe, wenn man den Tiefpunkt aus der Finanzkrise als Referenzpunkt verwendet.

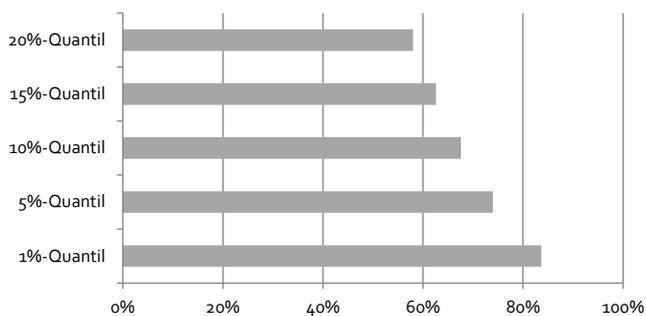


Es existiert aber noch eine weitere Methode, mit der man sich der Frage nähern kann, inwieweit sich der Aktienmarkt in der Nähe einer Bodenbildung bewegen könnte. So haben wir für alle 1.000 Aktien auf Basis

Konjunktur und Strategie

ihrer Historie seit Anfang 2003 ihre jeweiligen Quantile für die Preis-Buchwerte bestimmt. Ein 20 Prozent-Quantil ist hier beispielsweise der Wert, bei dem in 80 Prozent der Zeit die Aktie ein höheres Preis-Buchwertverhältnis aufwies und in 20 Prozent der Zeit ein niedrigeres Preis-Buchwert-Verhältnis. Im Moment liegen etwa knapp 60 Prozent der Aktien über ihrem jeweiligen 20 Prozent-Quantil. Geht man aber davon aus, dass wir vor einer sehr schweren globalen Rezession stehen, wäre eher zu erwarten, dass Aktien ohne große Probleme auf ihren 5 Prozent-Quantilswert im Preis-Buchwertverhältnis fallen könnten. Und derzeit liegen noch etwa 75 Prozent der Aktien über diesem Wert. Auch das spricht dafür, dass der Markt aus analytischer Sicht noch kein „Schnäppchen“ ist.

So viele Unternehmen von den aktuell 1000 größten Unternehmen weltweit haben einen Preis-Buchwert oberhalb ihres jeweiligen historischen Quantils



Das aktuelle Preis-Buchwertverhältnis aller 1.000 analysierten Aktien weist im Durchschnitt übrigens einen Wert von 30 Prozent für den Quantilsrang aus. Mit anderen Worten: Im Durchschnitt lag bei den größten 1.000 Aktien weltweit der jeweilige Preis-Buchwert in 30% der Fälle noch unterhalb des aktuellen Wertes. Man kann es drehen und wenden wie man will; der Markt ist zwar massiv abgestürzt, aber die Bewertung ist immer noch nicht hochgradig attraktiv. Weitere Rücksetzer erscheinen aus dieser Sicht denkbar.

Überblick über Marktdaten

	Stand 19.03.2020 17:15	Veränderung zum				
		12.03.2020 -1 Woche	18.02.2020 -1 Monat	18.12.2019 -3 Monate	18.03.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	19956	-5,9%	-31,7%	-29,3%	-23,0%	-30,1%
S&P 500	2423	-2,3%	-28,1%	-24,1%	-14,5%	-25,0%
Nasdaq	7171	-0,4%	-26,3%	-18,8%	-7,0%	-20,1%
DAX	8592	-6,2%	-37,2%	-35,0%	-26,3%	-35,2%
MDAX	18579	-7,9%	-36,1%	-34,1%	-26,3%	-34,4%
TecDAX	2274	-2,0%	-29,7%	-25,0%	-14,6%	-24,6%
EuroStoxx 50	2438	-4,2%	-36,5%	-34,8%	-28,0%	-34,9%
Stoxx 50	2454	-0,3%	-30,1%	-27,4%	-21,4%	-27,9%
SMI (Swiss Market Index)	8718	5,4%	-21,8%	-17,4%	-8,2%	-17,9%
FTSE 100	5163	-1,4%	-30,1%	-31,5%	-29,3%	-31,5%
Nikkei 225	16553	-10,8%	-28,6%	-30,8%	-23,3%	-30,0%
Brasilien BOVESPA	66333	-8,6%	-42,3%	-42,0%	-33,7%	-42,6%
Russland RTS	903	-6,6%	-40,4%	-40,7%	-25,6%	-41,7%
Indien BSE 30	28288	-13,7%	-30,8%	-31,9%	-25,7%	-31,4%
China Shanghai Composite	2702	-7,6%	-9,5%	-10,4%	-12,7%	-11,4%
MSCI Welt (in €)	1682	-0,6%	-29,9%	-25,2%	-15,9%	-25,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	788	-6,4%	-27,4%	-26,3%	-21,9%	-25,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	168,79	-771	-574	-269	452	-170
Bobl-Future	133,39	-329	-134	-55	96	-24
Schatz-Future	112,03	-67	0	6	20	13
3 Monats Euribor	-0,41	8	-1	-1	-10	-3
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,43	9	3	-5	-29	0
3 Monats \$ Libor	1,12	38	-58	-79	-152	-79
Fed Funds Future, Dez 2020	0,11	0	-111	-128	-202	-1
10-jährige US Treasuries	1,15	34	-41	-78	-145	-77
10-jährige Bunds	-0,16	58	25	9	-24	3
10-jährige Staatsanl. Japan	0,11	16	16	12	14	12
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,21	53	52	33	11	26
US Treas 10Y Performance	682,90	-3,7%	3,8%	7,5%	15,9%	7,4%
Bund 10Y Performance	661,78	-5,0%	-1,8%	-0,1%	3,3%	0,5%
REX Performance Index	493,68	-5,4%	-0,7%	-0,3%	0,8%	0,1%
IBOXX AA, €	1,26	81	114	101	69	96
IBOXX BBB, €	2,37	104	170	150	83	146
ML US High Yield	10,04	175	417	400	327	400
Wandelanleihen Exane 25	7039	0,0%	-11,0%	-7,9%	-1,6%	-8,1%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	372,68	-4,2%	-7,6%	-6,4%	-11,3%	-7,2%
MG Base Metal Index	246,59	-6,6%	-12,0%	-17,0%	-22,3%	-17,8%
Rohöl Brent	26,38	-19,5%	-53,8%	-60,1%	-60,9%	-60,2%
Gold	1473,61	-6,2%	-8,0%	-0,1%	12,9%	-3,1%
Silber	12,13	-22,2%	-33,3%	-28,6%	-21,0%	-32,3%
Aluminium	1626,25	-0,8%	-3,8%	-7,3%	-14,4%	-8,7%
Kupfer	4729,50	-12,8%	-17,7%	-23,0%	-26,8%	-23,1%
Eisenerz	90,44	1,1%	5,9%	-1,7%	4,8%	-1,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	629	-0,6%	39,8%	-48,5%	-12,8%	-42,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0712	-4,7%	-1,0%	-3,6%	-5,6%	-4,6%
EUR/ GBP	0,9180	3,9%	10,6%	7,8%	7,0%	8,3%
EUR/ JPY	117,92	0,9%	-0,7%	-3,2%	-6,8%	-3,3%
EUR/ CHF	1,0525	-0,2%	-0,9%	-3,6%	-7,4%	-3,0%
USD/ CNY	7,1058	1,1%	1,5%	1,0%	5,8%	2,0%
USD/ JPY	108,08	3,3%	-1,6%	-1,3%	-3,0%	-0,5%
USD/ GBP	0,8570	7,5%	11,7%	12,0%	13,3%	13,5%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.