



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

30. März 2020

Coronakrise: Wie realistisch sind die Gewinnerwartungen?

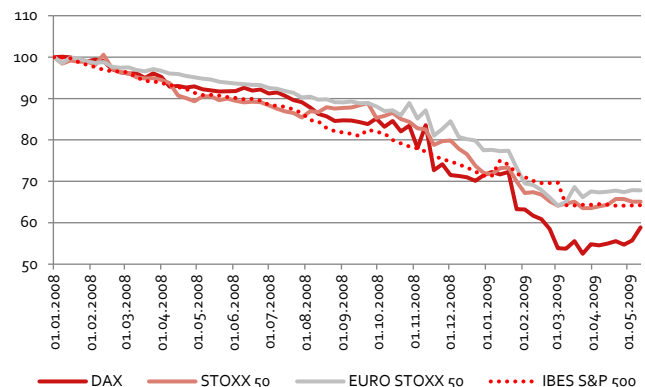
Liebe Kundinnen und Kunden, sehr geehrte Damen und Herren,

die Märkte haben sich in den letzten Tagen ein wenig stabilisiert und erholt. Vermutlich hängt das auch mit den massiven expansiv wirkenden Maßnahmen zusammen, die von nahezu allen wichtigen Regierungen und Notenbanken der Welt ausgehen. Es ist allerdings noch keine ausgemachte Sache, dass diese Maßnahmen auch dazu geeignet sind, die Kapitalmärkte schon jetzt nachhaltig zu stabilisieren. Denn die nun in Kraft tretenden Maßnahmen und Rettungspakete zielen primär darauf ab, bei Unternehmen Liquiditätsengpässe zu überbrücken; ausgefallene Umsätze können sie nicht ersetzen. Aus diesem Grund stellt sich auch die Frage, ob mit weiteren Gewinnrevisionen nach unten gerechnet werden muss, und welches Ausmaß diese noch annehmen können. Dieser Frage gehen wir in der heutigen Sonderpublikation nach.

Krisenzeiten zeichnen sich fast immer dadurch aus, dass diese auch in rückläufigen Gewinnschätzungen ihren Niederschlag finden. Nicht selten weisen die Gewinnrevisionen dabei einen Zeitversatz zu den Kursverläufen an den Kapitalmärkten auf. Während der Kapitalmarkt schon längst einen massiven Rückgang der Gewinne eingepreist hat, liegen die Gewinnschätzungen oftmals noch vergleichsweise hoch und werden erst zögerlich nach unten angepasst. Dieses Muster konnte beispielsweise während des Platzens der Internetblase, aber auch während der Finanzkrise beobachtet werden. In der Finanzkrise gingen beispielsweise die Gewinnschätzun-

gen für das Fiskaljahr 2008 von Anfang 2008 bis Frühling 2009 je nach Index um mehr als 30% zurück, bevor schließlich die finalen Ergebnisse für 2008 vorlagen.

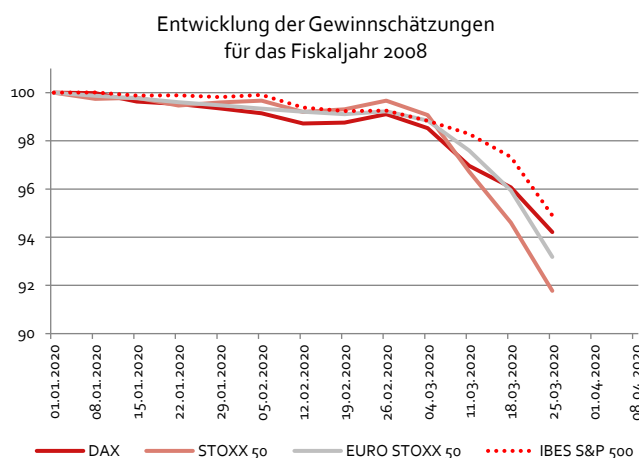
Entwicklung der Gewinnschätzungen für das Fiskaljahr 2008



Ist eine solche Entwicklung eine brauchbare Referenz für 2020? Diese Frage ist nicht leicht zu beantworten, da die Krisen einen unterschiedlichen Charakter und verschiedene Ursachen aufweisen. Zudem existiert noch kein verlässliches Szenario für die Phase, in der die staatlichen verordneten Shutdowns gelockert werden. Ist es möglich, ohne großen volkswirtschaftlichen Kollateralschaden die Zahl der Neuinfektionen zu „managen“? Oder erweist sich das Virus als derart hartnäckig und ansteckend, dass doch über eine längere Phase mit deutlichen Einschränkungen im Wirtschaftsleben zu rechnen ist? Ein Blick nach Südkorea und andere Länder zeigt, dass es möglich sein sollte, sukzessive zum normalen Leben zurückzukehren, ohne ein unkontrolliertes Wiederaufflammen der Infektionen zu riskieren. Im Mo-

Konjunktur und Strategie

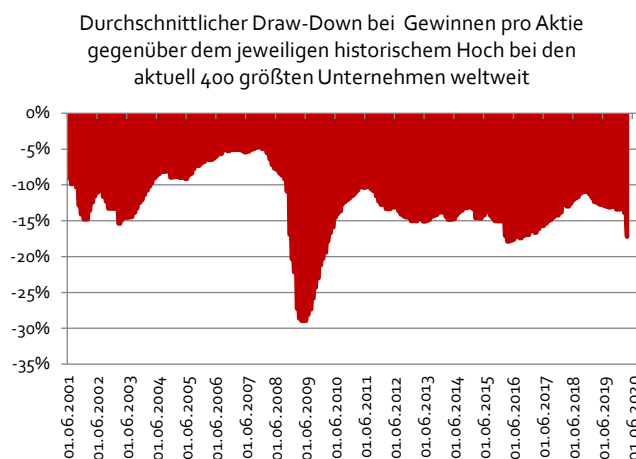
ment ist das aber nur eine vage Hoffnung, denn das Verhalten von Menschen lässt sich in westlichen Demokratien vermutlich weniger gut steuern als in asiatischen Gesellschaften. Aber selbst wenn man davon ausgeht, dass jede große Volkswirtschaft jeweils nur einen Shutdown erlebt und dann vergleichsweise schnell zum normalen Leben zurückkehren kann, ist mit erheblichen Verwerfungen zu rechnen. Denn einen global und zeitgleich stattfindenden Nachfrage- und Angebotschock dieser Größenordnung hat es in dieser Form noch nie gegeben. Die damit einhergehenden negativen Zweitrundeneffekte sind noch nicht ansatzweise absehbar, zumal in den kommenden Monaten wahrscheinlich auch die Südhalbkugel zunehmend unter dem Virus leiden wird. Vor diesem Hintergrund fallen die seit einigen Wochen zu beobachtenden Gewinnrevisionen doch eher noch recht moderat aus.



Bedenkt man beispielsweise, dass in den USA im ersten und zweiten Quartal mit extremsten Rückgängen im BIP zu rechnen ist und schon jetzt die Arbeitslosigkeit in nie gekanntem Ausmaß ansteigt, so erscheinen geschätzte Gewinnrückgänge von 5% im S&P 500 nach allen Regeln der Kunst nicht ansatzweise adäquat.

Allerdings muss an dieser Stelle auch gesagt werden, dass der Rückblick auf die Gewinne von Indizes in ihrer historischen Zusammensetzung zuweilen falsche Signale senden kann. Denn die Zusammensetzung der Gewinne wird zu einem erheblichen Maß von der sektoralen Zusammensetzung der Indizes geprägt. Aus diesem Grund kann es hilfreich sein, nicht nur mit historischen Indizes zu rechnen, sondern auch Analysen auf Basis der aktuellen Indexstruktur vorzunehmen. So ist sicher gestellt, dass historische Erkenntnisse eine höhere Relevanz für Geschehnisse in der Gegenwart haben. Wir

haben daher eine Analyse durchgeführt, die auf den aktuell 400 größten Aktiengesellschaften der Welt beruht. Diese Unternehmen repräsentieren einen Großteil der gesamten aktuellen weltweiten Marktkapitalisierung. Wir haben nun überprüft, wie sich exakt für diese Unternehmen, die heute die Aktienmärkte dominieren, in der Vergangenheit Gewinnrevisionen dargestellt haben. Dazu haben wir zunächst für jede einzelne Aktie für jede Woche bestimmt, wie stark die aktuellen Gewinnschätzungen jeweils unterhalb des zuvor erreichten Höchststands lagen. In einem zweiten Schritt haben wir dann den Mittelwert des „Gewinn-Drawdowns“ über alle Unternehmen bestimmt. Da in dieser Betrachtung für ein einzelnes Unternehmen der Wert maximal Null betragen kann (in dem Moment, wo ein neuer historischer Höchstwert erreicht oder gehalten wird), sich aber niemals alle Unternehmen gleichzeitig in einer solchen hervorragenden Lage befinden, ist auf globaler Ebene im Durchschnitt immer ein negativer Wert zu beobachten, wie auch die folgende Abbildung zeigt.



Interessant sind nun die Rückgänge der Gewinne von zuvor erreichten Höchstständen in der Finanzkrise 2008/2009. Zwischen dem Beginn der Finanzkrise im Januar 2008 und dem Ende im Frühling/Sommer 2009 konnte in dieser Grafik ein Rückgang von fast 24 Prozentpunkten beobachtet werden. Dem steht ein Rückgang von 4 Prozentpunkten in der jetzigen Corona-Krise gegenüber. Wie man es auch dreht und wendet: Wenn die Finanzkrise auch nur ein annähernd brauchbares Referenzszenario darstellt, ist mit weiteren signifikanten Rückgängen bei den Gewinnschätzungen zu rechnen. Die gute Nachricht ist aber die, dass großer Teil davon vermutlich schon eingepreist wurde. Zur Wahrheit gehört aber auch, dass eben nur ein großer Teil eingepreist wurde, aber möglicherweise noch nicht alles.

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

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

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

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

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@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.