



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

7. Mai 2020

Aktienmärkte im Höhenflug, aber Bewertungen mahnen zur Vorsicht

An den Aktienmärkten erleben wir derzeit ein geradezu paradoxes Phänomen: Während sich die Konjunkturdaten im freien Fall befinden und so gut wie jede veröffentlichte Zahl unter den ohnehin schon geringen Erwartungen liegt, lassen sich die Aktienmärkte von schwachen Fundamentaldaten nicht aus dem Tritt bringen. Trotz der wohl schwersten Rezession seit der Großen Depression in den 1930er Jahren steigen die Kurse seit Mitte März wieder an, sodass ein guter Teil der entstandenen Verluste wieder aufgeholt worden ist. Beim Blick auf manche Indizes stellt man sich die Frage, von welcher großen Krise in den letzten 10 Wochen gesprochen wurde. In Dänemark liegt der KFX-Index seit Jahresbeginn mit drei Prozent im Plus, in den USA liegt die Technologiebörse Nasdaq ebenfalls über dem Niveau zu Jahresbeginn. Und in China, wo die Coronakrise Anfang des Jahres ihren Ursprung nahm, weist der Shanghai Composite nur einen kleinen Verlust von etwas mehr als fünf Prozent seit Jahresbeginn auf.

Während viele Ökonomen angesichts der gerade laufenden makroökonomischen Horrorshow einen Ohnmachtsanfall nach dem nächsten bekommen, präsentieren sich die Akteure an den Aktienmärkten als abgebrühte Anleger, die nichts aus der Ruhe bringt. Dies könnte daran liegen, dass viele Anleger der Auffassung sind, schon genau zu wissen, dass die makroökonomischen schlecht ausfallen werden, und diese ohnehin nur der Blick in den Rückspiegel sind. Am Aktienmarkt wird aber die Zukunft gehandelt, die angesichts heute desaströser Zahlen eigentlich nur besser werden kann. Die gerade beginnenden wirtschaftlichen Lockerungs-

maßnahmen schüren zudem die Hoffnung, dass es bis zu einer konjunkturellen Erholung kein weiter Weg mehr sein wird.

Jedoch sind die Abweichungen der berichteten Konjunkturdaten von den Erwartungen so groß, dass es mit dem Wissen, wie es gerade um die Wirtschaft bestellt ist, nicht weit her sei kann. Zu dieser Schlussfolgerung gelangt man beim Blick auf die Economic Surprise Indizes (CESI), die die Abweichungen der tatsächlich berichteten von den erwarteten Daten messen. In der Krise 2008/2009 erreichte beispielsweise der CESI für die Eurozone seinen Tiefpunkt mit knapp -200 Punkten im Januar 2009, ehe er sich danach wieder sukzessive erholte. Der Tiefpunkt beim Euro Stoxx Index war rund sechs Wochen später erreicht.



Diesmal ist es so, dass sich der CESI für die Eurozone noch im freien Fall befindet. Mit -275 Punkten wurde eben erst ein neuer Negativrekord aufgestellt. Der Aktienmarkt erreichte seinen bisherigen Tiefpunkt jedoch schon am 18. März, seit dem steigen die Kurse wieder.



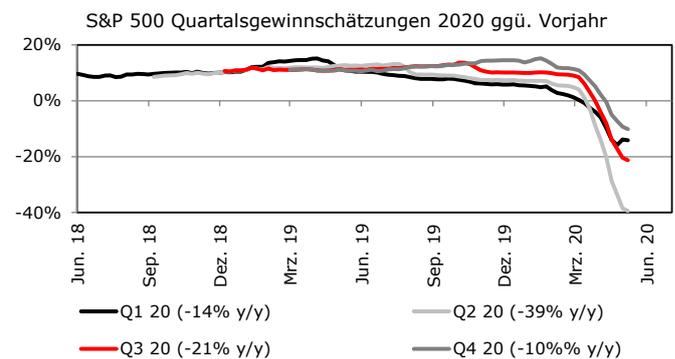
Ohne genau zu wissen, wo der Tiefpunkt der wirtschaftlichen Entwicklung liegt, lässt sich kaum vorhersagen, wie die ökonomische Zukunft aussehen wird. Reichen qualitative Einschätzungen wie „besser“ oder „weniger schlimm“ für eine nachhaltige Trendwende am Aktienmarkt wirklich aus? Fakt ist, dass sich quantitative Aussagen in Form von möglichen Wachstumsraten oder Kurszielen im Moment kaum seriös herleiten lassen. Denn nach wie vor befindet man sich noch in einem ziemlichen Blindflug, was die zukünftige Einschätzung mikro- und makroökonomischer Entwicklungen angeht.

Während über das mögliche konjunkturelle Erholungsszenario im Moment somit nur spekuliert werden kann, wird der immense wirtschaftliche Schaden, den die Covid 19-Pandemie auslöst, nach und nach immer sichtbar. Im ersten Quartal erlebten die Eurozone und die USA einen schweren wirtschaftlichen Einbruch, und das zweite Quartal verspricht noch deutlich schlimmer zu werden. Spiegeln die Unternehmensgewinne bzw. die Gewinnerwartungen, die die Aktienkurse in erster Linie beeinflussen, dieses wirtschaftliche Szenario adäquat wider?

Seit Ende Februar, als das SARS-CoV2-Virus sich verstärkt in Europa auszubreiten begann, haben die Unternehmensanalysten ihre Gewinnprognosen für die DAX-Unternehmen deutlich nach unten revidiert. Dies gilt zumindest für das Jahr 2020, für das die Prognose von 930 auf knapp 640 Indexpunkte (-31 Prozent) reduziert worden ist. Für das Jahr 2021 wurden die Erwartungen dagegen nur von 1.050 auf 900 Punkte gesenkt (-14 Prozent). Betrachtet man die Veränderungsraten der Gewinne, wird für dieses Jahr ein Gewinnrückgang von 23 Prozent prognostiziert, dem im nächsten Jahr ein Anstieg von gut 40 Prozent folgen soll. Trotz der bereits reduzierten Gewinnerwartungen halten wir die Prognosen weiterhin für zu optimistisch. Auch wenn der genaue Verlauf der wirtschaftlichen Entwicklung noch

unklar ist, scheint sich der sich abzeichnende Konjunkturunbruch in diesem Jahr noch nicht ausreichend in den Gewinnprognosen widerzuspiegeln. Wenn das reale Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr wohl so stark einbricht wie niemals zuvor in den letzten 90 Jahren, muss sich dies nicht auch in ähnlicher Weise auf die Gewinne der Unternehmen auswirken? Zur Erinnerung: Leichte Ertragseinbußen verzeichneten die Unternehmen schon 2018 und 2019, in Zeiten als die Wirtschaft immerhin noch moderat gewachsen ist. In den Rezessionen von 1993, 2001 und 2009 brachen die Gewinne dagegen um 40 bis 60 Prozent gegenüber dem Vorjahr ein. Von daher dürfte es noch ein weiter Weg sein, bis die negativen Gewinnrevisionen ein Ende finden.

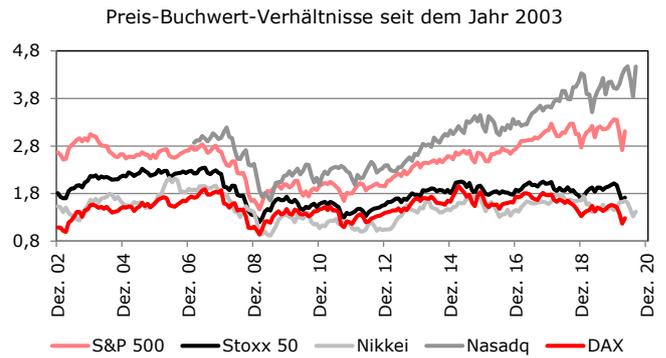
Ähnlich sieht es auch für den S&P 500 aus. Für 2020 wird mittlerweile ein Gewinnrückgang von 20 Prozent erwartet, dem 2021 ein Plus von 27 Prozent folgen soll. Damit würden die Unternehmen schon im nächsten Jahr neue Rekordgewinne erzielen, was angesichts der vermutlich eher langsam verlaufenden Konjunkturerholung wenig wahrscheinlich ist. Auch der Verlauf der aktuellen Berichtssaison spricht dafür, dass die Ertragsprognosen noch weiter nach unten revidiert werden müssen. Üblicherweise passen Analysten im Vorfeld einer Berichtssaison ihre Einschätzungen soweit nach unten an, dass die Unternehmen sie meistens spielend übertreffen und die Gewinne danach wieder nach oben angepasst werden müssen. Doch dazu ist es diesmal nicht gekommen.



Zu optimistische Gewinnerwartungen (oder Prognosen zu Umsätzen, Cash Flows oder Dividenden) führen dazu, dass die auf ihnen beruhenden Bewertungskennzahlen ein zu günstiges Bild von der tatsächlichen Lage zeichnen. Nehmen wir als Beispiel das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den DAX. Hierzu schaut man auf die erwarteten Unternehmensgewinne der nächsten 12 Monate (für die Aktienmärkte zählt die Zukunft, nicht die

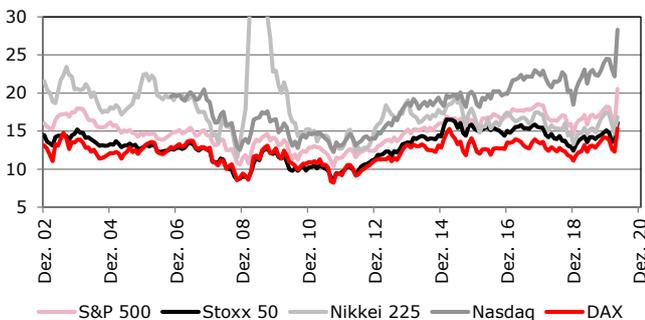
Konjunktur und Strategie

Vergangenheit). Um diesen Wert zu berechnen, gewichtet man die 2020er Gewinnprognosen mit einem Anteil von 7/12 und die 2021er Gewinne mit einem Anteil von 5/12. Den auf diese Weise ermittelten zukünftigen Gewinn setzt man in Relation zum aktuellen DAX und erhält so das KGV. Factset-Daten zufolge liegt das so ermittelte Kurs-Gewinn-Verhältnis für den DAX bei 15,2, für den Stoxx 50 bei 15,9, für den S&P 500 bei 20,4 und für den Nasdaq Composite bei 28,5. Analysiert man die historischen Zeitreihen kommt man zu dem Ergebnis, dass fast alle Aktienindizes derzeit höher bewertet sind als es im Mittel seit dem Platzen der Dot-Com-Blase der Fall gewesen ist. Die meisten Indizes weisen derzeit sogar Rekordbewertungen auf. Dies gilt vor allem für US-Aktien. Stimmt zudem die These, dass die heutigen Gewinnerwartungen noch zu optimistisch sind und die „wahren“ Gewinne um einiges niedriger ausfallen als heute prognostiziert wird, nimmt die hohe Aktienmarktbewertung sogar noch deutlichere Ausmaße an. Geht man für den DAX beispielsweise davon aus, dass die Gewinne in diesem Jahr um 60 Prozent sinken und im nächsten Jahr um 80 (100) Prozent ansteigen, läge das daraus resultierende KGV sogar bei rund 24 (22,5).



Zu der Einschätzung, dass US-Aktien im Moment sehr teuer sind, kommt man auch, wenn man die Summe der betrachteten Bewertungskennzahlen erweitert. Hierzu haben wir uns zusätzlich zum Kurs-Gewinn- und Preis-Buchwert-Verhältnis noch Kennzahlen zur Dividendenrendite, zum Preis-Cash-Flow je Aktie und zur Preis-Umsatz-Entwicklung angeschaut. Bildet man einen Gesamtscore über diese fünf Bewertungskennzahlen hinweg für den S&P 500, zeigt sich ebenfalls, dass die Bewertung im Moment höher ist als in 85 Prozent der untersuchten Wochendaten seit dem Jahr 2010. Dass der Wert nicht noch schlechter ausfällt, ist einzig und allein der erwarteten Dividendenrendite zu verdanken, die anderen vier Kennzahlen liegen auf oder in der Nähe ihrer höchsten Niveaus in diesem Zeitraum.

Kurs-Gewinn-Verhältnisse seit dem Jahr 2003



Schaut man auf den Preis-Buchwert, der gegenüber dem KGV den Vorteil hat, weniger volatil zu sein, ergibt sich ein etwas modifiziertes Bild. Auf dieser Basis ist der DAX mit einem PBV von aktuell 1,28 auch nach der jüngsten Kurserholung immer noch günstig bewertet. Dies gilt sowohl gegenüber der eigenen Historie (der Durchschnittswert seit dem Jahr 2003 beträgt 1,5) als auch im Querschnittsvergleich mit anderen Indizes. Wie beim KGV zeigt sich, dass vor allem die US-Indizes sehr hoch bewertet sind: So liegt das aktuelle PBV für den S&P 500 bei 3,1 und für den Nasdaq Composite bei 4,5. Techunternehmen sind damit so teuer, wie es seit 2003 nicht mehr der Fall gewesen ist.

Bewertung S&P 500 im Multi-Faktor-Modell (je höher, je teurer)



Der Blick auf die verschiedenen Bewertungskennzahlen lässt also vermuten, dass sich die derzeitige Aktienmarkterholung so nicht ohne Weiteres fortsetzen wird. Sofern sich die Konjunktur nicht doch schneller als erwartet erholt (wovon wir nicht ausgehen), mahnen die hohen Aktienmarktbewertungen zur Vorsicht. Allerdings sind diese Kennzahlen als Timingindikator wenig brauchbar, was teuer ist, kann durchaus noch teurer werden. Zudem lässt sich ein Teil der höheren Bewertung auch mit dem historisch niedrigen Zinsniveau erklären. Doch scheint es uns zu einfach zu sein, allein aufgrund niedriger Zinsen auf eine Fortsetzung der Rallye zu setzen.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	07.05.2020 17:46	30.04.2020 -1 Woche	06.04.2020 -1 Monat	06.02.2020 -3 Monate	06.05.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	24071	-1,1%	6,1%	-18,1%	-9,0%	-15,7%
S&P 500	2890	-0,8%	8,5%	-13,6%	-1,5%	-10,6%
Nasdaq	8968	0,9%	13,3%	-6,3%	10,4%	-0,1%
Value Line Arithmetic	5264	-2,2%	15,0%	-20,6%	-17,6%	-20,9%
DAX	10759	-0,9%	6,8%	-20,7%	-12,4%	-18,8%
MDAX	23743	3,0%	12,5%	-17,9%	-7,5%	-16,1%
TecDAX	2949	3,3%	10,7%	-8,1%	3,5%	-2,2%
EuroStoxx 50	2880	-1,7%	3,0%	-24,3%	-16,8%	-23,1%
Stoxx 50	2835	-0,6%	3,0%	-18,7%	-10,5%	-16,7%
SMI (Swiss Market Index)	9618	-0,1%	1,6%	-12,7%	-0,4%	-9,4%
FTSE 100	5939	0,6%	6,4%	-20,9%	-19,5%	-21,3%
Nikkei 225	19675	-2,6%	5,9%	-17,6%	-11,6%	-16,8%
Brasilien BOVESPA	78765	-2,2%	6,3%	-31,6%	-17,1%	-31,9%
Russland RTS	1127	0,2%	4,0%	-26,8%	-9,5%	-27,2%
Indien BSE 30	31443	-6,7%	14,0%	-23,9%	-18,5%	-23,8%
China Shanghai Composite	2872	0,4%	3,9%	0,2%	-1,2%	-5,9%
MSCI Welt (in €)	2008	-1,5%	6,7%	-15,3%	-3,9%	-11,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	899	-2,1%	5,2%	-16,9%	-12,3%	-16,1%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	173,30	-113	148	-52	786	281
Bobl-Future	135,85	-10	93	131	286	222
Schatz-Future	112,30	0	22	30	36	39
3 Monats Euribor	-0,27	1	5	13	4	12
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,42	2	-4	2	-20	0
3 Monats \$ Libor	0,45	-11	-90	-129	-211	-146
Fed Funds Future, Dez 2020	0,01	-3	-7	-128	-197	-1
10-jährige US Treasuries	0,66	1	-2	-99	-184	-126
10-jährige Bunds	-0,55	4	-13	-18	-56	-36
10-jährige Staatsanl. Japan	0,00	5	1	2	5	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,55	0	-23	16	-23	-7
US Treas 10Y Performance	722,52	-0,8%	-0,6%	10,7%	21,3%	13,6%
Bund 10Y Performance	679,81	-0,8%	0,8%	1,3%	5,4%	3,3%
REX Performance Index	497,28	0,1%	0,2%	0,3%	1,2%	0,8%
IBOXX AA, €	0,58	7	-54	42	14	28
IBOXX BBB, €	1,74	4	-70	101	48	83
ML US High Yield	8,19	-2	-162	220	161	215
Wandelanleihen Exane 25	7303	0,0%	3,9%	-6,8%	0,0%	-4,6%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	354,43	0,3%	-2,5%	-12,5%	-15,1%	-11,7%
MG Base Metal Index	252,24	-0,4%	5,0%	-10,3%	-16,8%	-15,9%
Rohöl Brent	30,97	21,4%	-6,9%	-43,8%	-56,7%	-53,3%
Gold	1707,80	0,2%	3,6%	9,2%	33,5%	12,3%
Silber	14,97	-0,3%	1,6%	-16,1%	0,4%	-16,5%
Aluminium	1442,65	-1,1%	0,4%	-15,7%	-18,5%	-19,0%
Kupfer	5167,50	0,1%	6,1%	-9,7%	-17,0%	-16,0%
Eisenerz	83,29	-0,7%	1,0%	2,9%	-10,9%	-9,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	534	-15,9%	-11,6%	23,9%	-45,8%	-51,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0794	-0,8%	0,0%	-1,9%	-3,6%	-3,9%
EUR/ GBP	0,8751	0,8%	-0,5%	3,1%	2,3%	3,3%
EUR/ JPY	114,85	-0,9%	-2,3%	-5,0%	-7,5%	-5,8%
EUR/ CHF	1,0533	-0,2%	-0,3%	-1,7%	-7,6%	-3,0%
USD/ CNY	7,0825	0,3%	-0,2%	1,6%	4,7%	1,7%
USD/ JPY	106,16	-1,0%	-2,8%	-3,5%	-4,2%	-2,3%
USD/ GBP	0,8108	2,3%	-0,6%	4,8%	6,2%	7,4%

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

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 herein 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.