



Markt & Wirtschaft

Ausgabe 12/2020 – 29. Juli 2020

STEIGEN AKTIEN WEITER?

Die Aktienmärkte haben eine erstaunliche Phase hinter sich. Das Tal der Tränen wurde in Hochgeschwindigkeit verlassen. Die Furcht nicht weniger Investoren, Aufwärtsbewegungen zu verpassen, wurde für viele bittere Realität. Was überwiegt nun: die Chancen oder die Risiken? Zur Beantwortung referenzieren wir auf den US-Aktienmarkt in Form des S&P 500, spiegelt er doch über 60 % der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung wider.

RISIKEN LAUERN IMMER

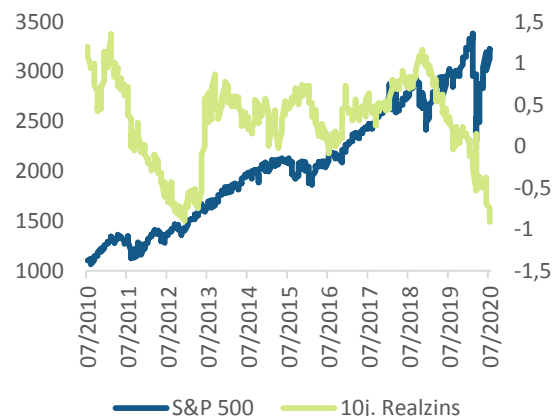
Beginnen wir mit der Konjunktur. Mittlerweile gibt es eine verstärkte Hinwendung zu realwirtschaftlichen Echtzeitdaten und Echtzeitschätzungen (Nowcast-Modelle). Auch die Deutsche Bundesbank hat einen wöchentlichen, noch in Bearbeitung befindlichen Aktivitätsindex für die deutsche Wirtschaft entwickelt, der die realwirtschaftliche Aktivität möglichst zeitnah messen soll. Er hat zuletzt ermutigende Signale geliefert. Der Google Mobility Index hingegen tendiert zuletzt in einigen Regionen der Welt nach unten; er misst die Zahl der Besuche an Orten wie Bahnhöfen, Geschäften, Freizeiteinrichtungen und Ähnlichem. Eine weitere Welle an Corona-Neuinfektionen wäre für die Finanzmärkte eine große Belastung. Der Handelskonflikt zwischen den USA und China schwelt weiter vor sich hin, und auch der Brexit ist ein potentiell Risiko für die Aktienmärkte. Und schließlich steht die nächste US-Präsidentenwahl vor der Tür. Der demokratische Bewerber Biden hat angekündigt, die Unternehmenssteuersenkung von Trump zurückzunehmen. Schätzungen gehen davon aus, dass je nach Umfang der Änderungen, die Gewinne je Aktie im S&P 500 um 5 bis 10 % geringer ausfallen würden.

ZINS UND GEWINNE BEACHTEN

Der faire Wert einer Aktie (oder eines Aktienmarktindex) ist letztlich der erwartete Zahlungsstrom künftiger Gewinne und Dividenden, abdiskontiert mit einem geeigneten Zins. Diese Diskontierungsrate ist üblicherweise ein risikofreier Zins, versehen mit einem Aufschlag, nämlich einer Aktienrisikoprämie (ERP, equity risk premium), die den Aktieninvestor dafür kompensiert, die riskantere

Aktie anstatt einer sicheren Anleihe zu halten. Beide Komponenten – Gewinne und Zinsen – sind insoweit für die Beurteilung der Attraktivität von Aktien wichtig. Vor der Krise ging man davon aus, dass die S&P 500 Gewinne in den Jahren 2020 bis 2022 jeweils um 10 % zulegen werden. Die Gewinne dürften aber 2020 für den US-Aktienmarkt 20 bis 25 % geringer ausfallen als im Vorjahr. Im nächsten Jahr werden Zuwächse von 25 bis 30 % erwartet, 2022 nochmals um gut 15 %. Ob das so eintritt, ist natürlich unsicher. Wichtig ist jedoch auch der – zumeist unterschätzte – Blick auf die Zinsseite. Seit Jahresanfang sind die realen Zinsen am langen Kapitalmarkt (abgeleitet aus 30j. inflationsgeschützten US-Treasuries) um über 100 Basispunkte gefallen. Da Aktien letztlich ein Vermögensgegenstand mit langer Laufzeit (Duration) sind, sind Realzinsen ein guter Proxy für die risikofreie Komponente des Diskontierungssatzes.

REALZINS UND AKTIEN



Quelle: H&A, Refinitiv Datastream

Die Gewinne sind durch die Corona-Krise gesunken, Zinsen und Abdiskontierungsfaktoren aber auch. Das kann dazu führen, dass der positive Zinseffekt den negativen Gewinneffekt in der Auswirkung auf den Aktienmarkt überwiegt. Das Analysehaus BCA hat ausgerechnet, dass der Gegenwartswert der S&P 500-Gewinne seit Jahresanfang aufgrund des Zinseffektes um über 16 % gestiegen ist. Dieser Effekt ist bei Technologieaktien umso gravierender. Sie gelten gemeinhin als Profiteure der Corona-Krise, hatten unterdurchschnittliche Gewinneinbußen oder ganz im Gegenteil sogar Gewinnsteigerungen. Kein Wunder, dass der Nasdaq100 auf Bergfahrt war.

SIND DIE GEWINNSCHÄTZUNGEN ZU HOCH?

Das mag gut sein. Es ist aber auch nicht wirklich ein Problem. Oftmals sind die Gewinnschätzungen zu Beginn einer jeden Periode zu hoch und werden danach nach unten angepasst. Entscheidend ist, ob das Ausmaß möglicher Abwärtsrevisionen das übliche Maß sprengt. Das zu beurteilen ist heute noch zu früh, insbesondere für den Gewinnverlauf in 2021. Zieht man jedoch als grobe Abschätzung den Pfad des nominalen BIP-Wachstums und -niveaus heran (und unterstellt, dass Gewinne mit Wachstum einhergehen), dann werden viele Volkswirtschaften bereits Ende 2021 oder im Verlauf des Jahres 2022 sehr nahe an das Niveau von 2019 heranrücken können. Die Gewinne von 2021/22 werden im Niveau und im Schnitt wieder jenen von 2019 entsprechen. Wichtig bei Indexbetrachtungen ist es, die Zusammensetzung im Blick zu behalten. Technologie und Health Care machen über 40 % der S&P-Marktkapitalisierung aus und sind zudem gewinnträchtiger als die restlichen 60 %.

Um aus den Gewinnüberlegungen ein pessimistisches Aktienmarkt-Szenario abzuleiten, muss man nicht nur unterstellen, dass das Gewinnniveau einmalig (wie tatsächlich geschehen) nach unten gedrückt wurde, sondern dass auch die Wachstumsrate der Gewinne anhaltend vermindert worden ist. Das wäre dann der Fall, wenn das langfristige Wachstumspotential der Volkswirtschaften durch die Pandemie Schaden genommen hätte. Das dürfte unwahrscheinlich sein.

BLEIBEN DIE ZINSEN NIEDRIG?

Knappe Antwort: ja. Wie beschrieben, ist der Zinseffekt für die Beurteilung und Bewertung der Aktienmärkte nicht unerheblich. Das heißt auch, dass plötzlich steigende Zinsen über die Diskontierung den Gegenwartswert der Gewinne schmälern. Die Aktienkurse fallen daraufhin, sofern nicht der Gewinneffekt den Zinseffekt überwiegt. Steigende Zinsen sind aus unserer Sicht aus zweierlei Gründen unwahrscheinlich. Zum einen sind zu hohe, von den Notenbanken nicht mehr tolerable Inflationsraten so bald nicht zu erwarten. Spitzen in den Arbeitslosenraten brauchen lange, um auf ihren Ausgangszustand zurückzukehren. Lohnkostendruck besteht auf gesamtwirtschaftlicher Ebene nicht. Zum anderen: Selbst wenn die Inflationsraten die Inflationsziele überschreiten, wird das nicht einen Automatismus an Zinserhöhungen auslösen. Zu lange haben die Geldpolitiker betont, aus Symmetriegründen Abweichungen der Inflation nach oben tolerieren zu wollen. Kritisch wird es aber dann, wenn die Markterwartungen – ob letztlich zurecht oder nicht – höhere Notenbankzinsen einzupreisen beginnen. Und nicht zu vergessen: Bei aller Unabhängigkeit von Notenbanken dürften die Regierungen weltweit ein durchsetzbares Interesse an niedrigen Zinsen haben, um den Schuldendienst bei den hohen Schuldenstandsquoten erträglicher zu gestalten.

WAS MACHEN DIE RISIKOPRÄMIEN?

Die Equity Risk-Prämien sind gegenwärtig auf einem hohen Niveau. Solange die Geld- und Finanzpolitik darauf ausgerichtet ist, dass Verwerfungen an den Finanzmärkten vermieden werden sollen, insbesondere solche, die keinen echten ökonomischen Ursprung haben, sollten Aktienrisikoprämien tendenziell fallen. Alles in allem gute Nachrichten für Aktieninvestoren. Das vermutlich schlimmste Szenario für die Aktienmärkte wären neue, Volkswirtschaft und Märkte lähmende Lockdowns. Das beste Szenario ist eines mit fortgesetzter wirtschaftlicher Genesung, auskömmlichen Gewinnen und niedrigen Zinsen, sind sie doch eine wichtige und eher unterschätzte Triebfeder für die Aktienmärkte. Es scheint so, als ob das letztgenannte Szenario obsiegen könnte.

DISCLAIMER

Die Informationen in diesem Dokument wurden sorgfältig recherchiert. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Alle Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Finanzanalyse, eine Empfehlung, eine Anlageberatung oder einen Vorschlag einer Anlagestrategie noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Daher genügen sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen können eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der H&A Global Investment Management GmbH oder deren assoziierter Unternehmen dar. Interessenkonflikte sind auf der Homepage von H&A Global Investment Management GmbH <https://www.ha-gim.com/rechtliche-hinweise-rechtliche-hinweise> veröffentlicht.