

Schoellerbank Analysebrief

Ausgabe Nr. 382, April 2020

Presseinformation

Wien/Salzburg, 30. April 2020

Wir behandeln folgendes Thema:

Aktieninvestments: Chancen und Risiken des aktuellen Bärenmarkts

- **Neue Extreme: Der längste Bullenmarkt der Geschichte ging mit Allzeithöchstständen zu Ende**
- **Neue Geschwindigkeiten: Auf den längsten Bullenmarkt folgt der rasanteste Bärenmarkt**
- **Neue Chancen: Die besten Chancen ergeben sich, wenn die Stimmung am pessimistischsten ist**

Im September 2018 veröffentlichten die Anlageexperten der Schoellerbank einen Analysebrief zum Thema „Der längste Bullenmarkt aller Zeiten“. In diesem wurde die Geschichte des S&P 500, eines der wichtigsten Aktienindizes der Welt, genauer unter die Lupe genommen. Im Februar 2020 erreichte der S&P 500 seinen höchsten Stand in diesem Kursanstiegs-Zyklus. Am 23. März 2020 hatte der Index etwa 34% vom Februar-Hoch verloren und markierte damit den vorläufigen Tiefststand in dieser Coronakrise. Damit wurde auch der Bullenmarkt offiziell beendet.

Die Börsenweisheit „Bullenmärkte sterben nicht an Altersschwäche“ hat sich wieder einmal bewahrheitet. Der bis dato längste Bullenmarkt aller Zeiten wurde von den wirtschaftlichen Auswirkungen einer globalen Pandemie beendet. Die aktuelle Krise ist einzigartig hinsichtlich ihrer medizinischen und sozialen Umstände: Ein Virus hat die globalisierte Wirtschaft zum Stillstand gebracht. Doch in vielen anderen Aspekten, insbesondere im Hinblick auf die Auswirkungen auf die Aktienkurse, ähnelt die heutige Situation vergangenen Finanzmarkt-turbulenzen. Die Aktienexperten der Schoellerbank untersuchen in diesem Analysebrief die historischen Evidenzen und ziehen Parallelen zu heute.

Das Ende des Bullenmarktes läutet den Bärenmarkt ein

Im vergangenen Jahr hat der Bullenmarkt noch einmal seine Stärke gezeigt und ein fulminantes Kursfeuerwerk hingelegt. Es ist nicht untypisch, dass sich die Kurse kurz vor dem Ende eines Aufwärtstrends noch einmal nach oben beschleunigen. Doch wenn man die vollständigen fast elf Jahre dieser Periode steigender Kurse betrachtet, die im März 2009 begann, dann war der letzte Bullenmarkt klar unter dem Durchschnitt, was die Kursentwicklung betrifft. Im Schnitt stieg der S&P 500 in den Aufwärtsphasen der Vergangenheit um 23,2% pro Jahr an. In der jüngsten Bullenphase waren es nur 18,3% pro Jahr.

Nun wurde ein neues Kapitel der Börsengeschichte aufgeschlagen: Ein Bärenmarkt hat den Bullenmarkt abgelöst. Doch was kennzeichnet eigentlich einen Bärenmarkt? Die übliche Definition lautet: Wenn der Index von einem Höchststand um mehr als 20% gefallen ist, so hat der Bärenmarkt begonnen. Genau genommen

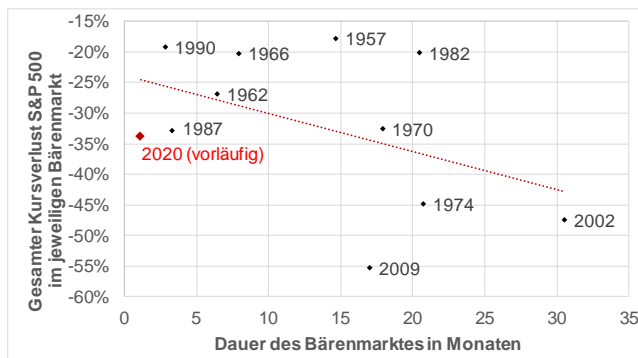
beginnt der Bärenmarkt mit dem Höchststand, doch erst nach erheblichen Kursverlusten ist das zu erkennen. Leider gibt es kein Signal, das den Beginn eines Bärenmarktes vor den Kursverlusten anzeigen könnte.

In der Regel geht ein Bärenmarkt einer Rezession voraus. Von den elf Bärenmärkten der vergangenen 70 Jahre sind acht mit einer Rezession einhergegangen. Die andere drei Bärenphasen ohne Rezession waren wesentlich kürzere Episoden als sonst üblich. Auch heute befindet sich die Wirtschaft eindeutig in einer Rezession, und es kann daher festgehalten werden, dass sich die aktuelle Kursschwäche in diesem Punkt nicht von der historischen Präzedenz unterscheidet.

In einer Rezession verringern sich die Unternehmenserträge, und zwar in etwa proportional zur Schwere der wirtschaftlichen Krise. Hier gibt es einen klaren statistischen Zusammenhang mit dem Aktienmarkt: Je tiefer die Unternehmensgewinne fallen, umso stärker gehen auch die Kurse zurück.

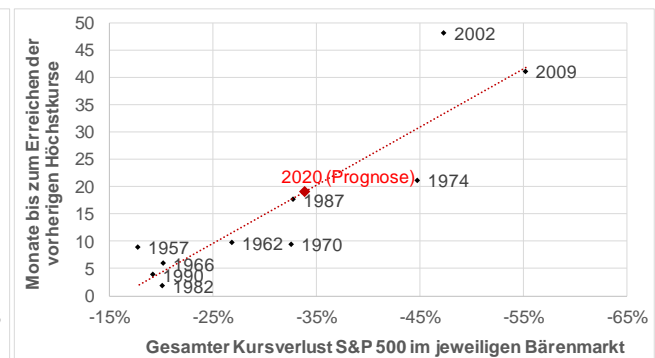
Der aktuelle Bärenmarkt ist insofern ungewöhnlich, als große Kursverluste in relativ kurzer Zeit eingetreten sind. Für die anschließende Erholung war aber der eingetretene Gesamtverlust entscheidend. Dieser statistische Zusammenhang ist sehr stark: Je tiefer die Kurse in einem Bärenmarkt fielen, umso länger brauchten die Aktienmärkte nach dem Ende der Bärenphase, um sich zu erholen. Für die heutige Krise bedeutet das: Eine vollständige Erholung der Kurse wird längere Zeit in Anspruch nehmen.

Grafik 1: Kursverluste vs. Dauer



Quelle: eigene Darstellung

Grafik 2: Kursverlust vs. Dauer der Erholung



Quelle: eigene Darstellung

In den beiden Grafiken sind die Zusammenhänge für die Bärenmärkte der vergangenen 70 Jahre dargestellt. In Grafik 1 ist der gesamte Kursverlust vom Höchststand zum Tiefststand im S&P 500 Index im Verhältnis zur Dauer der Krisenphase ersichtlich. Die Bärenmärkte sind mit dem Jahr, in dem sie endeten, bezeichnet. Die aktuelle Bärenphase – dargestellt als rote Raute – ist noch nicht abgeschlossen. Mit heutigem Stand handelt es sich um eine extrem kurze, aber dafür ungewöhnlich tiefe Krise. Wie zu sehen ist, ist der Zusammenhang von Dauer und Tiefe der Krise nicht sehr stark. Die Punkte sind im Schnitt eher weit von der analytischen Regression – der gepunkteten roten Linie – entfernt.

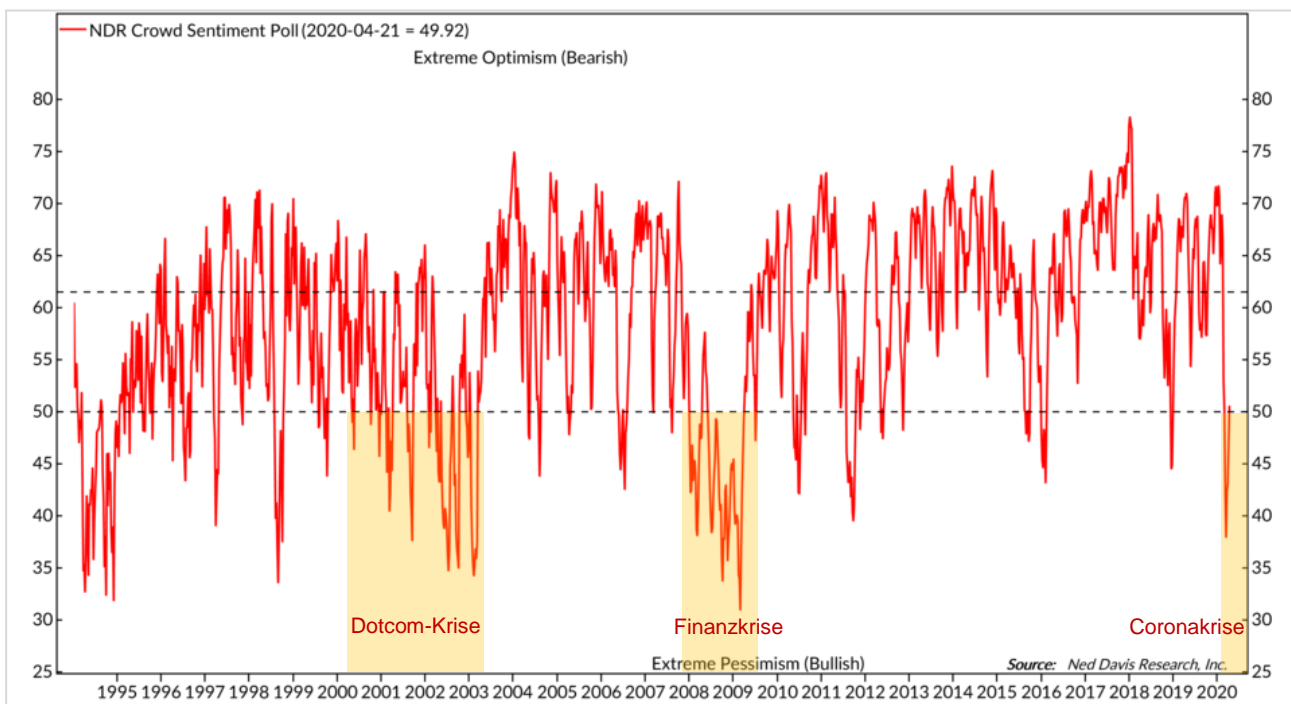
Nun zur entscheidenden Grafik 2: Je tiefer die Kurse sanken, umso länger dauerte es, bis der Index die alten Höchststände wieder erreichen konnte. Hier ist der statistische Zusammenhang viel deutlicher. Die Punkte liegen viel näher an der Regression. Nimmt man den aktuellen Bärenmarkt als beendet an, so würde es in diesem Modell eineinhalb Jahre dauern, bis Anleger wieder mit den Höchstständen von Anfang des Jahres 2020 rechnen könnten.

Die Anlegerstimmung gab kurzfristig grünes Licht

Doch ehe die Erholung beginnen kann, muss der Bärenmarkt erst enden. Am 23. März erreichte der Markt seinen vorläufigen Tiefststand. In etwas mehr als einem Monat hatte der Index ca. 34% an Kurswert eingebüßt. Sollte dieser Tiefststand nicht mehr unterschritten werden, dann wäre der Bärenmarkt am 23. März zu Ende gegangen. Folgt nach dem längsten Bullenmarkt also der kürzeste Bärenmarkt aller Zeiten? Diese Frage kann heute noch niemand beantworten. Die Betrachtung der Anlegerstimmung erlaubt aber eine erste Abschätzung.

Bärenmärkte enden in der Regel im extremen Pessimismus. Wenn die Anleger resignieren, ist der Umschwung oft nicht mehr weit. Ende März war für eine kurze Zeit eine solche Phase der Resignation zu sehen. Aus historischer Sicht ist das Signal aber noch zu schwach, weil der Pessimismus nur kurz anhält. In vergangenen Krisenphasen war das Sentiment oft noch schlechter. Wie in Grafik 3 ersichtlich ist, dauerte es in den beiden vorangegangenen Krisen viele Monate, ehe die Anleger Zuversicht schöpften und der Markt einen tragfähigen Boden für den Aufschwung fand.

Grafik 3: Sentiment-Indikator von Ned Davis Research



Quelle: Ned Davis Research, Inc.

Eine wichtige Erkenntnis aus der Vergangenheit ist, dass der Markt keine positiven Nachrichten braucht, um sich zu erholen. Die Kurse steigen also schon, obwohl die objektive Nachrichtenlage weiterhin sehr schlecht ist. Heute wirken ebenfalls viele negative Nachrichten auf Anleger ein. Dazwischen gibt es auch immer wieder Lichtblicke, welche die Kurse beflügeln. Das ist typisch für Märkte, die einen Boden ausbilden. Es ist aber kein eindeutiges Zeichen, dass die Kurse nicht noch tiefer fallen können.

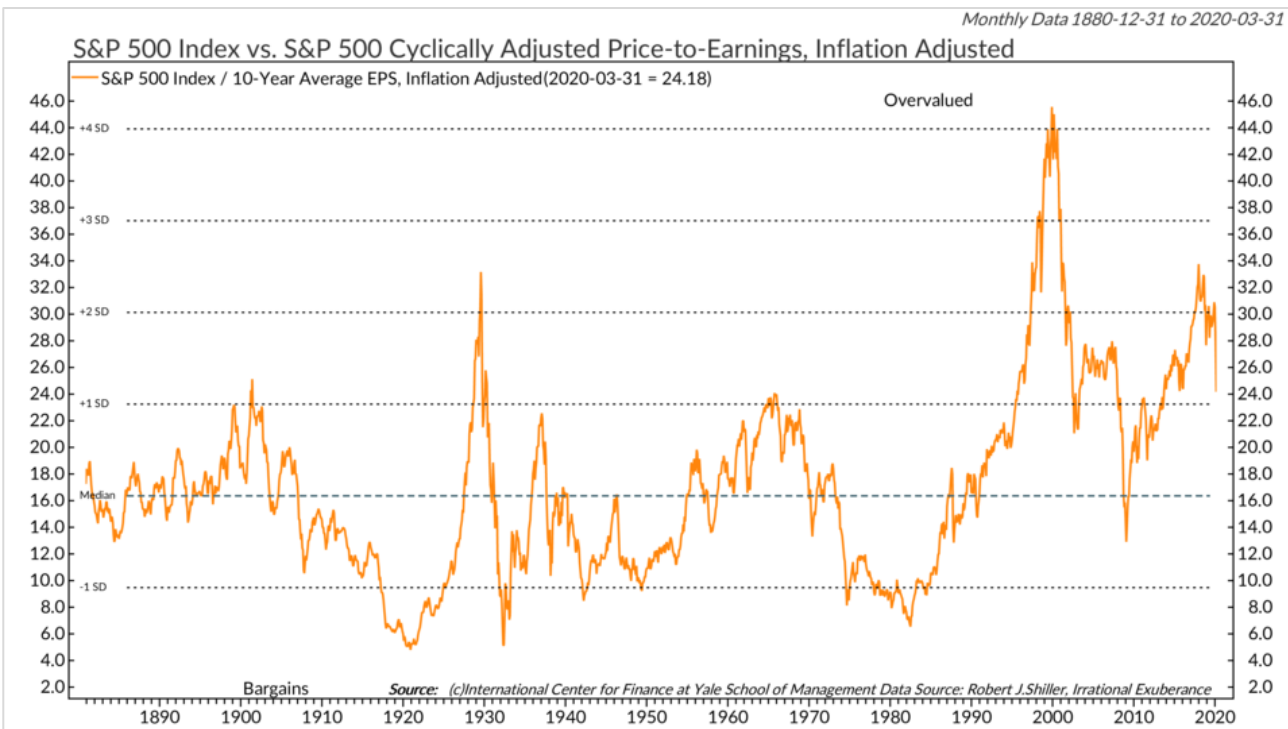
Taugen Bewertungen als Kaufsignal?

Ein weiterer wichtiger Faktor zur langfristigen Einschätzung der Aktienmärkte ist die Bewertung. Der S&P 500 steht per 28. April ca. 14% unter seinem historischen Höchststand. Ein großer Teil der schweren Verluste aus dem März wurden also wieder aufgeholt.

Vor Einsetzen der Krise waren Aktien nicht billig. Sind sie es nun? Die Bewertung kann am einfachsten am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) gemessen werden. Doch in einer Rezession gibt es ein Problem: Die Gewinne fallen und verlieren kurzfristig ihre Aussagekraft. Es dauert auch einige Zeit, bis die Gewinne ihren Boden gefunden haben. Die Aktienkurse gehen dann schon wieder deutlich nach oben. Die paradoxe Situation ist, dass der Kurs steigt, während die Gewinne am Boden liegen und das KGV teuer aussieht. Die Börsen nehmen die zukünftige Erholung der Gewinne schon vorweg. Die Kennzahl ist daher in einer Krise nutzlos.

Der Ökonom Robert Shiller hat ein Modell entwickelt, das diese Schwäche ausmerzt. Er verwendet einen normalisierten Gewinn, indem der Durchschnitt über einen Zeitraum von zehn Jahren – bereinigt um die Inflation – anstelle des aktuellen Gewinnes verwendet wird. Das Shiller-KGV hat in der weiter zurückliegenden Vergangenheit gute Erfolge bei der langfristigen Prognose der Aktienperformance gehabt.

Grafik 4: Shiller-KGV des S&P 500 in der langfristigen Betrachtung



Quelle: ©International Center for Finance at Yale School of Management, Data Source: Robert J. Shiller, Irrational Exuberance

Ein langfristiges Kaufsignal liefert dieses Modell, wenn das Shiller-KGV unter den historischen Durchschnittswert von etwa 16 fällt. Ende März 2020 stand das Shiller-KGV bei 24 und lieferte also noch kein Kaufsignal – siehe dazu Grafik 4. Dazu ist jedoch anzumerken, dass in dieser Analyse das Zinsniveau keinerlei Berücksichtigung findet. Die Bewertung des Aktienmarktes wird einzig mit der eigenen Historie verglichen. Dass die Zinsen extrem niedrig sind und Aktien in der relativen Betrachtung attraktiver sind als in der Vergangenheit,

sollte für Anleger aber ein wichtiger Entscheidungsfaktor sein. Ein weiterer Minuspunkt dieser Bewertungsmethode: In den letzten beiden großen Bärenmärkten der Jahre 2000 und 2008 hat das Schiller-KGV versagt: Nach dem Platzen der Dotcom-Blase sank die Kennzahl nie unter den historischen Mittelwert und in der Finanzkrise war das Kaufsignal nur relativ kurze Zeit Anfang 2009 gegeben. Heute ist klar, dass Anleger, die dem Aktienmarkt in der vergangenen Dekade ferngeblieben sind, damit die längste Aufwärtsbewegung in der Geschichte verpasst haben.

Fazit:

Der wirtschaftliche Schaden durch die Coronakrise ist enorm und dürfte sich in den kommenden Monaten noch ausweiten. Auch aus medizinischer Sicht ist die Krise noch nicht überwunden, und Gesundheitsexperten warnen davor, zur Normalität vor dem Virus zurückzukehren. Der Aktienmarkt wird deshalb aller Voraussicht nach noch einige Zeit benötigen, um sich vollständig zu erholen.

Die Stimmungsindikatoren lieferten Ende März ein erstes, kurzfristiges Kaufsignal. Dennoch ist nicht anzunehmen, dass damit schon das Ende der Krise markiert ist. In der Vergangenheit war der Markt deutlich länger in einer Pessimismus-Schleife gefangen, eher er die Krise endgültig bewältigen konnte.

Der Aktienmarkt ist anhand klassischer Bewertungskriterien heute nicht als billig anzusehen. Doch diese Analysemethoden lassen außer Acht, dass das Zinsniveau nach wie vor extrem niedrig ist und aller Voraussicht nach auch noch lange bleiben wird. Der Aktienmarkt betrachtet nicht die Vergangenheit, sondern handelt Erwartungen betreffend die Zukunft. Die wichtige Frage, die es zu beantworten gilt, ist, wie sich die Situation der Unternehmensgewinne in ein bis zwei Jahren darstellen wird. Angesichts der anhaltend schweren wirtschaftlichen Krise ist der Gesamtverlust bei den Aktien bisher als moderat einzustufen. Die Anleger rechnen mit einem Abebben der Krise und einer daraufhin raschen Erholung der Gewinne.

Der Aktienmarkt kann natürlich falsch liegen, und die Kurse fallen womöglich noch tiefer. Die Asset-Manager der Schoellerbank schätzen die Situation jedoch vorsichtig so ein, dass der Markt das Schlimmste bereits hinter sich hat und sich in einer länger anhaltenden Phase der Bodenbildung befindet. Dabei werden die Tiefstpreise des März dennoch vielleicht erneut getestet werden. Mit einer vollständigen Erholung der Kurse auf das Vorkrisenniveau wird erst für das kommende Jahr gerechnet.

Die Anlageexperten der Schoellerbank raten trotz dieser auf kurze Sicht eher herausfordernden Marktphase dazu, schon jetzt in Aktien zu investieren. Die Schoellerbank hat die starken Kursverluste im März zum Anlass genommen und die Aktienquote von einer durch Kursverluste eingetretenen Untergewichtung auf eine neutrale Position angehoben. Die Erholung wird irgendwann eintreten, und es kann schneller gehen, als die Analysen voraussagen. Die beispiellos niedrigen Zinsen machen Aktien auf lange Sicht ohnehin zur besten Wahl für Investoren.

Für die kommenden Monate müssen Anleger aber auf weitere Hiobsbotschaften und damit hohe Volatilitäten auf den Märkten gefasst sein. Die meisten Unternehmen werden massive Gewinneinbrüche melden, und viele werden ihre Dividenden kürzen oder zeitweilig ganz aussetzen. Die Schoellerbank setzt bei der Aktienselektion immer schon auf stabile Wettbewerbsvorteile und starke Bilanzen. Unternehmen mit diesen Merkmalen können die Krise meistern und werden danach wieder gute Wachstumsmöglichkeiten vorfinden.

Es sind die schwierigen Aktienphasen, die im Nachhinein die besten Chancen geboten haben. Bleiben Sie also optimistisch!

Autor:

Mag. (FH) Jakob Frauenschuh, CFA®
Investment Management and Strategy – Equity
Schoellerbank AG
Tel.: +43/662/86 84-2751

Rückfragen bitte auch an:

Marcus Hirschvogel, BA
Pressesprecher
Schoellerbank AG
Tel.: +43/1/534 71-2950
1010 Wien, Rengasse 3
marcus.hirschvogel@schoellerbank.at

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 10 Standorten und 370 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von rund 13 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria. Mehr Informationen unter www.schoellerbank.at.

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#).

Das sollten Sie als Anlegerin/Anleger beachten / wichtige Risikohinweise:

Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Wert und Rendite einer Anlage können plötzlich und in erheblichem Umfang steigen oder fallen und können nicht garantiert werden. Auch Währungsschwankungen können die Entwicklung des Investments beeinflussen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Anlegerin bzw. der Anleger nicht die gesamte investierte Summe zurückerhält, unter anderem dann, wenn die Kapitalanlage nur für kurze Zeit besteht. Unter außergewöhnlichen Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals samt Kaufspesen kommen. Wir weisen darauf hin, dass sich die Zahlenangaben bzw. Angaben zur Wertentwicklung auf die Vergangenheit beziehen und dass die frühere Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse ist.

Rechtliche Hinweise:

Diese Unterlage wurde nur zu Werbezwecken erstellt und stellt keine Finanzanalyse und keine Anlageberatung und keine Anlageempfehlung dar. Die vorliegenden Informationen sind insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren sowie keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Sie dienen nur der Erstinformation und können eine auf die individuellen Verhältnisse und Kenntnisse der Anlegerin bzw. des Anlegers bezogene Beratung nicht ersetzen.

Diese Marketingmitteilung wurden nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Über den grundsätzlichen Umgang der Schoellerbank AG mit Interessenkonflikten sowie über die Offenlegung von Vorteilen informiert Sie die Broschüre „MIFID II – Markets in Financial Instruments Directive“. Ihre Beraterin, Ihr(e) Berater(in) informiert Sie gerne im Detail.

Bezüglich der steuerlichen Behandlung wenden Sie sich bitte an Ihren Steuerberater. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen der Anlegerin bzw. des Anlegers abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die vorliegenden Informationen wurden von der Schoellerbank AG, Rengasse 3, 1010 Wien, auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Quellen erstellt, die als zuverlässig eingeschätzt werden. Die Informationen können jederzeit einer Änderung unterliegen. Die Schoellerbank AG ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet. Die Haftung der Schoellerbank AG für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und -studie und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.

Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ (Regulation S des US-Securities Act 1933) ausgehändigt werden.

Vervielfältigungen – in welcher Art auch immer – sind nur nach vorheriger ausdrücklicher Genehmigung der Schoellerbank AG zulässig. Bei Fragen wenden Sie sich bitte an Ihre Betreuerin bzw. Ihren Betreuer.

Irrtum und Druckfehler vorbehalten.

Stand: 30. April 2020

Diese Marketingmitteilung wurde von der Schoellerbank AG, Rengasse 3, 1010 Wien erstellt (Medieninhaber und Hersteller)