

Die Sehnsucht nach dem V

Börsen-Zeitung, 8.7.2020

Die letzten Börsenmonate waren nichts für schwache Nerven. Auf den schnellen 5 500-Punkte-Absturz folgte beim Dax eine fast genauso schnelle Erholung um 4 600 Punkte. Damit gleicht der Kurschart des Dax – genauso wie der seiner US-Pendants



– einem V. Die Sehnsucht der Börsianer nach einer schnellen Erholung der Wirtschaft und der Unternehmensgewinne, eben in der Form eines V, spiegelt sich damit schon in den Kursen. Die große Frage, die jetzt über allem steht: Ist das nur ein Wunsch, oder werden Wirtschaft und Unternehmensgewinne tatsächlich den Börsen folgen?

Der Reihe nach: An der Börse wird natürlich die Zukunft gehandelt. Entsprechend werden Aktien anhand ihrer zukünftig erwarteten

Gewinne bewertet. Und genau da fangen die Probleme schon an: Während sich die Aktienkurse immer weiter erholt haben, sind die Gewinnerwartungen immer weiter zurückgegangen. Seit Jahresanfang beträgt der Rückgang mehr als 35%, damit werden am deutschen Aktienmarkt die niedrigsten Unternehmensgewinne seit zehn Jahren erwartet. Das Bild der Gewinnerwartung gleicht damit aktuell eher einem L als dem ersehnten V.

Extrem hohe Bewertungen

Problematisch ist, dass diese Kombination aus fallenden Gewinnerwartungen und gleichzeitig steigenden Kursen zu extrem hohen Bewertungen führt. Auf Basis der erwarteten Gewinne haben Dax-Aktien zeitweise zum 21-fachen Jahresgewinn die Besitzer gewechselt. Ähnlich teuer waren deutsche Standardwerte nicht einmal während der Finanzkrise. In den USA haben Investoren für Aktien des Leitindex S&P 500 zuletzt den 26-fachen zukünftigen Gewinn bezahlt. Das ist gleichbedeutend mit der höchsten Bewertung seit 20 Jahren. Doch es geht noch extremer: Der US-Small- und -Mid-Cap-Index Rus-

sell 2000 wurde im Juni zum 90-fachen zukünftigen Gewinn gehandelt.

So hohe Bewertungen hatten und haben an der Börse nie dauerhaft Bestand. Von daher ist jetzt wieder einmal die Frage, ob die Anpassung über steigende Gewinne oder über fallende Kurse kommen wird.



Thomas Altmann

Leiter des Portfolio-Managements, QC Partners

Helfen kann hier ein Blick auf die impliziten Volatilitäten. Die Volatilitätsstrukturkurven des Dax und des S&P 500 sind seit Februar praktisch durchgehend invers. Die Volatilität für kurzlaufende Optionen ist also höher als die für Optionen mit längeren Laufzeiten. Was signalisiert dies? Kurz: Die professionellen Anleger sind weiterhin im Alarmmodus und erwarten massive Schwankungen, möglicherweise auch massive Verluste. Während der Finanzkrise 2008/09 war die Volatilitätskurve sieben Monate lang durchgehend invers. Während dieser sieben Monate ging es zeitweise mehr als 30% nach oben und anschließend wieder mehr als 30% nach unten. Die Struktur normalisierte sich erst nach dem Erreichen der Krisentiefs im Frühjahr 2009.

Schwankungen voraus

Während dieser sieben Monate blieb der VDax New, der Volatilitätsindex des Dax, durchgehend bei mehr als 40 Volatilitätspunkten. Diesmal fiel der Rückgang zwar etwas stärker aus, aber auch die Tiefs der vergangenen Wochen bei

30 Punkten bedeuten ein durchgehend erhöhtes Volatilitätsniveau. Anders formuliert: Auch der Volatilitätsindex liefert die Botschaft „Schwankungen voraus“.

Spannend ist auch ein Vergleich mit den weiter zurückliegenden Krisen: Nach dem Platzen der Tech-Blase und den Terroranschlägen vom 11. September 2001 erholte sich der deutsche Leitindex zwischenzeitlich um mehr als 50%, um anschließend noch weiter in die Tiefe zu rauschen. Ein ähnliches Bild liefert der wahrscheinlich größten Bärenmarkt der Aktienmarktgeschichte: die große Depression. Nach den Kursverlusten des Black Friday stieg der Dow Jones bis 1930 um etwa 50%. Von da an verlor er bis ins Jahr 1932 imposante 86%.

Chance für ein U

Die Börsen leben von unterschiedlichen Meinungen. Andernfalls gäbe es zu jedem Zeitpunkt ausschließlich Käufer oder Verkäufer. Die reine Faktenlage spricht jedoch deutlich mehr für eine Anpassung der hohen Bewertungen – und zwar über erneute Kursrückgänge. Andernfalls wäre die aktuelle Krise die erste große Börsenkrise ohne eine einzige Bärenmarktrally.

Nach einem erneuten Kursrutsch könnten Aktienkurse und Unternehmensgewinne etwas zeitversetzt beide ein U bilden. Dann wäre die Börsenwelt auch wieder im Gleichgewicht.

IN EIGENER SACHE

Schwellenländer im Podcast

la – Die seit Jahren bestehende Underperformance der Emerging Markets setzt sich auch 2020 fort. Hat die Krise die Performanceunterschiede zwischen Emerging Markets und Industrieländern weiter vergrößert? Warum sind positive Faktoren wie die Leitzinssenkung der Fed und die Liquiditätsschwemme der Notenbanken weitgehend verpufft? Welche Rolle spielen die Wechselkursentwicklungen, und sollten Investoren jetzt

in Schwellenländer investieren? Mit diesen und anderen Fragen beschäftigen sich Thomas Altmann, Partner und Head of Portfoliomanagement von QC Partners, und Christiane Lang, Redakteurin der Börsen-Zeitung, in der aktuellen Ausgabe des Podcasts „Hashtag Volatility“, die von heute an unter <https://Volatility.podigee.io> sowie auf gängigen Podcast-Plattformen kostenlos abrufbar ist.

(Börsen-Zeitung, 8.7.2020)

VDax-New

Volatilitätsindex in Punkten



© Börsen-Zeitung

Quelle: Refinitiv