

Die Anatomie eines Bärenmarktes

Seit neun Jahren steigen die Kurse an den globalen Aktienmärkten. Die jüngste Korrektur zu Jahresbeginn schreckte viele Anleger auf und weckte Erinnerungen an die Finanzkrise 2007 bis 2009. Die aktuellen Kursverluste folgten auf einen unerwartet starken Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen. Zunehmende Unsicherheiten über das Ausmass der sich abzeichnenden US-Inflationsbeschleunigung und Prognosen höherer US-Budgetdefizite als bis vor Kurzem angenommen sind die Hauptgründe. Ein abrupter, nachhaltiger und substanzieller Renditeanstieg von festverzinslichen Anlagen ist Gift für Aktien, werden erstere doch wieder zu attraktiven Alternativen.



Von Dr. Daniel R. Witschi, CFA
Chief Investment Officer (CIO)
Mitglied der Geschäftsleitung
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Was unterscheidet eine Korrektur am Aktienmarkt von einem Bärenmarkt?

In der Fachliteratur ist eine Korrektur am Aktienmarkt mit einem Verlust von weniger als 20% definiert. Korrekturen dieses Ausmasses sind nicht unüblich. Sie ereigneten sich unter anderem im November 2002, im April 2010 und 2011 sowie im Mai und November 2015. Auf all diese Korrekturen folgte eine ausgeprägte Phase der Erholung.

Die Analyse der Finanzmarktgeschichte zeigt, dass Bärenmärkte, wie sie beispielsweise im März 2000 (S&P 500: -49% in US\$) und Oktober 2007 (-56,8%) zu beobachten waren, Gemeinsamkeiten aufweisen.

In allen Finanzmarktkrisen seit dem 2. Weltkrieg stieg die Bewertung von Aktien vor einer Baisse markant an. Zeitgleich neigte sich der Konjunkturzyklus seinem Ende zu, die Unternehmensgewinne brachen ein. Darüber hinaus herrschte im Vorfeld nahezu blinder Optimismus, Risiken wurde nur



und Dr. Uwe Heller, CFA
Investment-Strategie und verantwortlich
für Forschung und Entwicklung
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

wenig Beachtung geschenkt. Der aufkommende Pessimismus war es, der die Investoren zu sich beschleunigenden Verkaufswellen animierte.

Sind derartige Krisen am Aktienmarkt prognostizierbar? Und wenn ja, wie diagnostiziert man einen Bärenmarkt?

In der Fachliteratur werden 5 Kriterien aufgeführt, welche einen Bärenmarkt charakterisieren: Die Bewertung (1), die Phase des Konjunkturzyklus (2), Kapitalmarktkonditionen (3) und die Stimmung an den Finanzmärkten (4) sowie der aktuelle Trend (5). Keines dieser 5 Kriterien ist isoliert betrachtet hinreichend für die Diagnose eines Bärenmarktes. Vielmehr müssen mehrere gleichzeitig erfüllt sein.

Beginnen wir mit der *Bewertung* (1). Um eine Aktie bewerten zu können, betrachtet man zumeist die Gewinne des Unternehmens. Es gibt verschiedene Bewertungsmethoden, wie das Kurs/

Gewinn-Verhältnis oder das Dividend-Discount-Modell. Bei zweitgenanntem werden künftige Dividendenzahlungen auf ihren heutigen Wert abgezinst, in der Fachsprache «diskontiert». Summiert man all die diskontierten Dividenden, erhält man den fairen Wert einer Aktie. Diesen fairen Wert vergleicht man mit dem aktuellen Aktienkurs an der Börse und erhält im Ergebnis, ob eine Aktie fair, unter- oder überbewertet ist.

Die Grafik zeigt ein 3stufiges Dividend-Discount-Modell für den globalen Aktienindex MSCI All Country World. Um den fairen Wert legen wir ein Band von +/- 15%. Aktuell liegt der börsengehandelte Kurs des globalen Aktienindex innerhalb dieses Bandes, unweit des fairen Kurses. Aus der Perspektive der Bewertung würden wir sagen, dass Aktien derzeit fair bewertet sind.

Um zu bestimmen, in welcher *Phase des Konjunkturzyklus* (2) wir uns befinden, gibt es verschiedene Bemessungsmethoden. Vor allem Indikatoren wie die Berechnung der Differenz aus Bestellungen und Lagerbeständen oder die Entwicklung des Ölpreises haben sich für deren Bestimmung bewährt. Ein weiterer zuverlässiger Frühindikator einer Rezession war in den letzten 50 Jahren die Trendentwicklung der Arbeitslosigkeit. Stieg sie in der Vergangenheit um mehr als einen Viertel Prozentpunkt an, kam es in den nachfolgenden 12 bis 18 Monaten zu einer Rezession. Sowohl die US-Arbeitslosigkeit als auch andere Konjunkturindikatoren signalisieren derzeit, dass sich der aktuelle Zyklus noch nicht seinem Ende zu neigt.

Für die Beurteilung der *Kapitalmarktkonditionen* (3) betrachten wir die Zinsdifferenz zwischen lang- und kurzfristigen Staatsanleihen sowie die Zinsdifferenz zwischen spekulativen Anleihen und Staatsanleihen. In der Vergan-

genheit folgte auf eine geringe oder gar negative Zinsdifferenz mit einer Verzögerung von 6 bis 18 Monaten eine Rezession. Die aktuelle Zinsdifferenz deutet lediglich auf eine Wachstumsverlangsamung hin: Gemäss den entsprechenden Modellberechnungen der Federal Reserve Bank of New York liegt die Rezessionswahrscheinlichkeit für die kommenden 12 Monate derzeit unter 10%. Dieselbe Schlussfolgerung ergibt sich aus der Analyse der Zinsaufschläge spekulativer Anleihen, von High Yield Bonds, gegenüber US-Staatsanleihen mit derselben Laufzeit. Auch diese Zinsdifferenz erlaubte in den vergangenen 30 Jahren erstaunlich präzise Rezessionsdiagnosen.

Die *Stimmung an den Finanzmärkten* (4) kann auf verschiedene Weise gemessen werden. In der Praxis werden gerne zuversichtliche (bullische) und vorsichtige (bärische) Indikatoren, sogenannte Sentiment-Indikatoren, verwendet. Diese Indikatoren basieren auf Umfragen. In regelmässigen Abständen, zumeist wöchentlich, werden professionelle Anleger nach ihrem Gefühl und ihren Erwartungen befragt, in welche Richtung sich die Märkte in naher Zukunft bewegen dürften. Aus all diesen Antworten wird ein Stimmungsbild in Form von Sentiment-Indikatoren er-

stellt. Gerne werden sie auch konträr, d.h. entgegen der Intuition, verwendet, wenn die Umfragedaten auf Extreme hindeuten. Die Märkte neigen tendenziell zu einer Korrektur, wenn die Stimmungswerte zurückgehen, nachdem sie zuvor einen Höchststand erreichten. Derzeit befindet sich die überwiegende Mehrheit der Sentiment-Indikatoren auf einem neutralen Terrain.

Trends (5) gewinnen mehr und mehr an Bedeutung, vor allem vor dem Hintergrund der steigenden Popularität passiver Anlagestrategien. Passive Anlagestrategien, zumeist börsengehandelte Indexfonds, erfreuen sich wachsender Beliebtheit, wenn die Finanzmärkte steigen – aktive Anlagestrategien werden hingegen präferiert, wenn die Märkte korrigieren. Diese passiven Strategien besitzen allerdings die Eigenschaft, dass sie bei Geldzuflüssen zu jedem Preis Aktien kaufen. Sie müssen jedoch auch verkaufen, wenn die Finanzmärkte eines Tages die andere Richtung einschlagen. Eine einfache, aber durchaus effektive Trendfolgestrategie ist die Verwendung des gleitenden 200-Tage-Durchschnitts. Liegen die Aktienkurse über dem 200-Tage-Durchschnitt, wird gekauft, liegen sie darunter, verkauft. Steigen die Werte des 200-Tage-Durchschnitts über die Zeit an, entwickelt sich

ein Aufwärtstrend. Allerdings besteht bisweilen auch in einem intakten Aufwärtstrend Überhitzungsgefahr. Ist der aktuelle Kurs deutlich über dem gleitenden Durchschnitt, weist dies auf einen zu raschen Kursanstieg hin. Infolge der Korrektur zu Jahresbeginn näherten sich die globalen Aktienkurse ihrem 200-Tage-Aufwärtstrend wieder an.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass ein Bärenmarkt in Sicht ist, wenn mehrere der 5 vorgestellten Kriterien zur selben Zeit erfüllt sind. Insofern erscheint es uns als grundsätzlich möglich, Aktienmärkte zu «timen». Investoren sollten Aktien in ihrem Portfolio übergewichten, wenn die Bewertung günstig, der Konjunkturzyklus expandierend, die Kapitalmarktkonditionen entspannt und die Stimmung an den Finanzmärkten aufhellend sowie der Trend positiv, aber nicht übertrieben ist. Aktuell mahnt keines dieser Kriterien zur Vorsicht. Für die nächsten 12 Monate erscheint uns eine Rezession unwahrscheinlich. Wir erwarten noch immer einen Renditevorsprung von Aktien gegenüber Obligationen, jedoch mit höherer Volatilität.

daniel.witschi@dreyfusbank.ch

uwe.heller@dreyfusbank.ch

www.dreyfusbank.ch

