

Erfolgreiches Market Timing: Mythos oder Realität?

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 substantieller Renditeanstieg von festverzinslichen Anlagen ist Gift für Aktien, werden erstere doch wieder zu attraktiven Alternativen.

„Korrektur“ oder „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 USD) und Oktober 2007 (-56.8%) zu beobachten waren, Gemeinsamkeiten aufweisen.

In allen Finanzmarktkrisen seit dem zweiten Weltkrieg stieg die Bewertung von Aktien vor einer Baisse markant an. Zeitgleich neigte sich der Konjunkturzyklus seinem Ende zu, die Unternehmensgewinne brachen regelrecht ein. Darüber hinaus herrschte im Vorfeld nahezu blinder Optimismus, Risiken wurde nur wenig Beachtung geschenkt. Der aufkommende Pessimismus war es, der die Investoren zu sich beschleunigenden Verkaufswellen animierte.

Sind Krisen prognostizierbar?

In der Fachliteratur werden fünf 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 fünf Kriterien ist isoliert betrachtet hinreichend für die Diagnose eines Bärenmarktes. Vielmehr müssen mehrere gleichzeitig erfüllt sein.

Um eine Aktie bewerten (1) zu können, betrachtet man zu meist die Gewinne des Unternehmens. Es gibt verschiedene Bewertungsmethoden, wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder das Dividend Discount Modell. Wir verwenden ein 3-stufiges Dividend Discount Modell für den globalen Aktienindex MSCI All Country World, in dem wir um den errechneten fairen Wert ein Band von +/-15% legen. Aktuell liegt der

börsengehandelte Kurs des globalen Aktienindex innerhalb dieses Bandes, unweit des fairen Wertes. Aus der Perspektive der Bewertung würden wir sagen, dass Aktien derzeit fair bewertet sind.

Zur Bestimmung, in welcher Phase des Konjunkturzyklus (2) wir uns derzeit 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 neigt.

Präzise Rezessions-Diagnose

Für die Beurteilung der Kapitalmarktkonditionen (3) betrachten wir die Zinsdifferenz zwischen lang- und kurzfristigen Staatsanleihen sowie die Zinsdifferenz zwischen spekulativen Anleihen und Staatsanleihen. Konkret ermitteln wir am Beispiel der USA die Differenz der Renditen von 10- und 2-jährigen US Staatsanleihen. In der Vergangenheit folgte auf eine flache oder gar inverse Zinsstrukturkurve mit einer Verzögerung von 6 bis 18 Monaten eine Rezession. Seit einigen Jahren nähern sich die Renditen von 10- und 2-jährigen US Staatsanleihen wieder an. Aktuell liegt sie bei nur noch 56 Basispunkten. Die Grafik illustriert die Entwicklung der Zinsdifferenz seit 1982, inklusive der sich ereigneten Rezessionen.

Eine Reihe struktureller Faktoren sprechen allerdings für eine tendenziell flachere Zinsstruktur. Die aktuelle Zinsdifferenz deutet auf eine Wachstumsverlangsamung, nicht aber auf eine Rezession 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.

Sentiment Indikatoren

Die Stimmung an den Finanzmärkten (4) kann auf verschiedene Weise gemessen werden. In der Praxis werden häufig zuversichtliche (bullische) und vorsichtige (bärische) Indika-

toren, 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. Aus all diesen Antworten wird ein Stimmungsbild in Form von Sentiment Indikatoren erstellt. Gerne werden sie auch konträr, also 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 gewinnen an Bedeutung

Vor dem Hintergrund der steigenden Popularität passiver Anlagestrategien gewinnen Trends (5) mehr und mehr an Bedeutung. Zur Messung von Trend und Trendstärke verwenden wir eine Variante des von Welles Wilder entwickelten „Directional Movement Index“. Darin wird zunächst sowohl ein Index für die Aufwärts- als auch für die Abwärtsbewegung berechnet. Konzeptuell besteht ein Aufwärtstrend, wenn die Differenz aus dem heutigen und gestrigen Tageshoch des Ak-

tienkurses die Differenz aus heutigem und gestrigem Tages-tief übersteigt. Für gewöhnlich werden die Differenzen von Tageshochs und -tiefs über einen Zeitraum von 14 Tagen ermittelt. Durch Glättung ergibt sich darüber hinaus ein Indikator für die Stärke des Trends. Aktuell besteht für den globalen Aktienindex MSCI AC World ein Aufwärtstrend, dessen Stärke jedoch seit Jahresbeginn abnimmt.

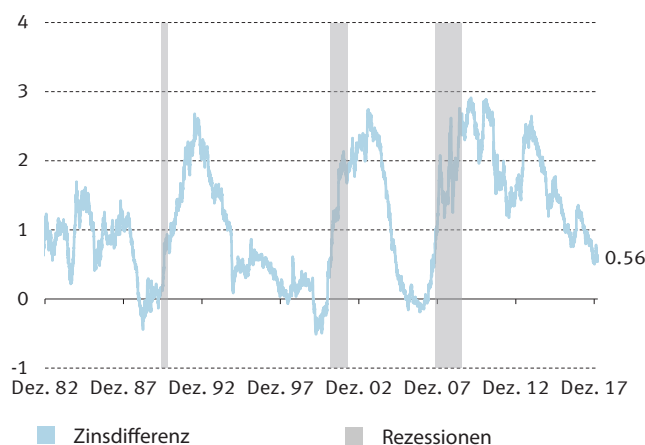
Aktien erfolgreich „timen“

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass ein Bärenmarkt dann in Sicht ist, wenn mehrere der fünf 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.

Grafik:

Quelle: Bloomberg

Zinsdifferenz in % p. a.



Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers