Was man in Coronazeiten über Aktienmärkte wissen sollte

*Corona hat die **Aktienmärkte im ersten Quartal 2020** weltweit kräftig durchgeschüttelt. Skeptiker sahen sich einmal mehr bestätigt, dass man **Aktieninvestments** am besten meidet und Spekulanten überlässt. Für diese Haltung gibt es durchaus Gründe. Die Frage ist, ob die **Einwände/Bedenken** auch wirklich stichhaltig sind.*

▸ MAX LÜSCHER-MARTY

Aktienmärkte machen in der breiten Öffentlichkeit von sich reden, wenn sie unaufhaltsam steigen – vor allem aber dann, wenn sie stark einbrechen. Der Einbruch des Swiss Performance Index (SPI) – er umfasst aktuell rund 215 Aktien – im Februar/März war in der Tat markant. Gemessen am Tageshöchst vom 19. Februar bis zum Tagestiefst am 17. März, gab der SPI um mehr als 30% (–31,17%) nach. Besonders dramatisch waren die hohen Ausschläge auf Tagesbasis. So endete etwa der Donnerstag, 12. März, mit einem Tagesverlust von mehr als 9% (–9,06%). Ausdruck davon ist die lange rote «Kerze» in Abbildung 1. Der Vergleich zwischen Tageshöchst und Tagestiefst ergab gar einen Tagesverlust von fast 10% (–9,94%). Das ist (war) der bis anhin grösste Tagesverlust in der exakt 33-jährigen Geschichte des SPI.

Historische Aktienmarktrisiken

Aktienmarkteinbrüche von mehr als 30% innert kurzer Zeit – vom 19. Februar bis zum 17. März sind es gerade einmal 27 Tage – und Tagesverluste von fast 10% werfen natürlich die Frage auf, ob Aktieninvestments überhaupt vertretbar sind. Eine – wenn auch sehr saloppe – Antwort, gleich vorweg: Wer mit zwischenzeitlichen Verlusten von 30% und mehr nicht umgehen kann, darf sich nicht auf Aktien einlassen.

Aber wie ist es um die Aktienmarktrisiken «wirklich» bestellt? Weil wir nicht in die Zukunft sehen können, lässt sich die Frage nur historisch beantworten, etwa anhand der Langfriststudie der Banque Pictet zum Aktienmarkt Schweiz vom 31.12.1925 bis zum 31.12.2019.

Wie Abbildung 2 zeigt, sind die jährlichen Renditeschwankungen des Aktienmarktes Schweiz von 1926 bis 2019 ausgesprochen hoch. Die Renditedifferenz (Spread) zwischen dem besten Aktienjahr (1985: +61,36%) und dem schlechtesten Aktienjahr (2008: –34,05%) beträgt satte 95,41%. Wer die Chancen in den Vordergrund stellt, wird die vier Aktienjahre mit Renditen von mehr als 50% (1936, 1985, 1993, 1997) hervorheben. Wer sich auf die Risiken fokussiert, wird die drei Aktienjahre mit Verlusten von mehr als 30% (1931, 1974, 2008) betonen. Besonders kritische Beobachter werden auch darauf hinweisen, dass die Verlustjahre objektiv «zu tief» ausgewiesen werden. Was damit gemeint ist, demonstriert Abbildung 1. Vom 12. März (Tagestiefst) bis zum 28. April (Tageshöchst) hat sich der Aktienmarkt Schweiz um mehr als 30% (+31,34%) erholt. Nichtsdestotrotz notiert der SPI fast 10% (–9,59%) unter dem Höchst vom 19. Februar. Prozentual von «oben nach unten» gerechnet (z. B. 100 auf 70 = –30%), ist eben nicht dasselbe wie von «unten nach oben» (z. B. 70 auf 91 = +30%).

Ein etwas anders Bild ergibt sich, wenn man die Anzahl Jahre mit positiven Renditen (65) mit der Anzahl Jahre mit negativen Renditen (29) vergleicht. Die historische Wahrscheinlichkeit, mit Aktien eine positive Jahresrendite zu erzielen, beträgt demnach 69,15% (65/94). Das Verlustrisiko auf Jahresbasis entspricht demgegenüber einer Wahrscheinlichkeit von 30,85% (29/94). Mit anderen Worten: Im statistischen Mittel rentieren sieben von zehn Aktienjahren positiv und drei von zehn Aktienjahren negativ.

Im Finanzjargon wird das Ausmass der Renditeschwankungen mithilfe der Volatilität ausgedrückt. Für den Aktienmarkt Schweiz wird diese für die letzten 94 Jahre mit 18,82% ausgewiesen. Rechnet man approximativ mit einer Volatilität von 20%, beträgt die statistische Wahrscheinlichkeit eines unmittelbaren Kursverlusts von mehr als 20% (–20%) rund 16% und für einen Kursverlust von mehr als 40% (–40%) rund 2,5%. Diese Richtwerte ergeben sich aufgrund der Normalverteilungshypothese, besser bekannt als Gauss'sche Glockenkurve. Jahresrenditen des Aktienmarktes Schweiz sind zwar nicht perfekt normalverteilt. Dennoch liefert die Glockenkurve gute Näherungswerte. Sie zeigt vor allem auf, dass Jahresrenditen im Bereich des Mittelwerts am häufigsten vorkommen und die Wahrscheinlichkeit stark negativer bzw. stark positiver Jahresrenditen mehr und mehr abnimmt.

Historische Aktienmarktrenditen

Eine Einmaleinlage von CHF 100.00, investiert in den Aktienmarkt Schweiz am 31.12.1925, hätte sich bis zum 31.12.2019 auf ein Endkapital von CHF 122 862.89 erhöht (siehe Abbildung 2). Das entspricht einer durchschnittlichen Jahresrendite von 7,86%. Dieser Wert gilt allerdings nur, wenn die Bruttodividenden unmittelbar reinvestiert werden. Ohne Dividendenreinvestition läge die jährliche Aktienmarktrendite bei rund 5,30%.

Welches wäre nun – in der langen Sicht – die mittlere Jahresrendite per 16. März 2020, d.h. zum damaligen Tiefstwert von 9 340.77 SPI-Punkten? In Franken und Rappen ist der Einbruch erschreckend gross. Der Endwert von CHF 122 862.89 per 31.12.2019 hätte sich zwischenzeitlich auf CHF 89'397.00 vermindert. Die mittlere Jahresrendite wäre nicht mehr 7,86%, sondern «nur noch» 7,48%. Weniger ernüchternd präsentiert sich das Ergebnis per Ende Mai. Wie Abbildung 1 zeigt, schloss der SPI am Freitag, 29. Mai, mit 12 246.05 Punkten. Das entspricht in der langen Sicht einem Endwert von CHF 117 202.34 und einer mittleren Jahresrendite von 7,78%.

Anlagehorizont

Zieht man an dieser Stelle eine Zwischenbilanz, lässt sich sagen, dass die kurze Sicht – zumindest für risikoaverse (risikoscheue) Anleger – eher gegen Aktien und die sehr lange Sicht eher für Aktien spricht. Was aber zeigt (lehrt) die Geschichte des Aktienmarktes Schweiz in der «mittleren» Sicht, beispielsweise bei einem Anlagehorizont von fünf oder zehn Jahren. Misst man die Rendite (Performance) des Aktienmarktes Schweiz rollend alle fünf Jahre (Ende 1925 bis Ende 1930, Ende 1926 bis Ende 1931, usw.), beträgt das Verlustrisiko 15,56% (14/90). Konkret: 14 von insgesamt 90 5-Jahresperioden endeten mit einem Verlust. Misst man die CH-Aktienmarktrendite rollend alle zehn Jahre (Ende 1925 bis Ende 1935, Ende 1926 bis Ende 1936, usw.), beträgt das Verlustrisiko 3,53% (3/85). Konkret: Bloss drei von insgesamt 85 Zehnjahresperioden endeten mit einem Verlust.

Sparkonto, Obligationen, Gold

In der langen Sicht (Ende 1925 bis Ende 2019) hat der Aktienmarkt Schweiz mit durchschnittlich 7,86% pro Jahr rentiert. Ob das eher viel oder eher wenig ist, zeigt sich erst im Vergleich und dieser spricht – zumindest aus der Renditeoptik – ziemlich eindeutig für Aktien. So rechnet sich für das Sparkonto seit Ende 1925 eine mittlere Rendite von 2,56%, für Inland-Obligationen von 4,26% und für Gold (in Schweizerfranken) von 2.83%. Nach 94 Jahren resultiert – bei einem Anfangskapital von CHF 100.00 – für das Sparkonto ein Endkapital von CHF 1080.43, für Inland-Obligationen von CHF 5055.58 und für Gold von CHF 1377.44. Die Performance von Gold ist in der langen Sicht besonders ernüchternd, vor allem wenn man berücksichtigt, dass die jährlichen Renditeschwankungen (Volatilität) von Gold nicht viel kleiner sind als für Aktien Schweiz (15,67% zu 18,82%). In der etwas weniger langen Sicht (letzte 50 Jahre) sieht Gold besser aus. Die mittlere Jahresrendite von Ende 1969 bis Ende 2019 beträgt 4,66%, jene von Aktien Schweiz 7,65%.

Perspektiven für den Sommer/Herbst

Ende Mai schloss der SPI mit 12 246.05 Punkten, d.h. immer noch fast 10% (–9,76%) unter dem Jahreshöchst vom 19. Februar und gut 4,5% (–4,61%) unter dem Schlusskurs des fulminanten Aktienjahres 2019 (+30,59%). Ein Blick auf Abbildung 1 legt nahe, dass die forsche Erholung des SPI erlahmt ist. Bei rund 12'250 SPI-Punkten scheint sich so etwas wie ein Widerstand aufgebaut zu haben, der leicht eine nochmalige Korrektur – womöglich unter das Tiefst vom 16. März – auslösen könnte. Käme es soweit, erhielten jene Kritiker recht, die den Aktienmarktteilnehmern zu grosse Hoffnungen in die Heilkräfte der notenbanklichen und staatlichen (Über)Versorgung mit Liquidität unterstellen. Wenig bestritten ist, dass die wirtschaftlichen Schäden von Corona – und jene zu deren Abwehr – zurzeit nicht absehbar sind.

Anlass zur Besorgnis gibt zunächst der rapide Anstieg der Verschuldung weltweit, sei es bei Staaten, Unternehmen oder Privaten Haushalten. Absehbare Konkurse von kleinen, mittleren und grossen Unternehmen werden die Arbeitslosenzahlen – auch in der Schweiz – (weiter) ansteigen lassen. Die Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern wird wohl nur ungenügend zulegen. Die Gewinne vieler Unternehmen werden in der Folge noch stärker sinken.

Auf Basis der erwarteten Gewinne für die SPI-Unternehmen rechnet sich mit Blick auf die kommenden zwölf Monate ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 20.4. Entsprechend wird am CH-Aktienmarkt im Schnitt 20.4-mal der erwartete Gewinn bezahlt. Legt man das historische KGV (englisch: P/E) von 16 zugrunde, ergäbe sich ein «fairer» Indexstand von rund 9600 Punkten (siehe Abbildung 3). Das entspricht einem Korrekturpotenzial gut und gerne 20%. Sollten Negativmeldungen im Sommer/Herbst überhand nehmen, muss auch ein Absturz in Richtung 7700 SPI-Punkte ins Auge gefasst werden.

Was ist im aktuellen Umfeld angesagt: Ein gut gestreutes (diversifiziertes) Schweizer Aktienportfolio «halten», «auf-/ausbauen», «abbauen» oder «absichern»? Eine allgemeingültige Antwort gibt es selbstverständlich nicht.

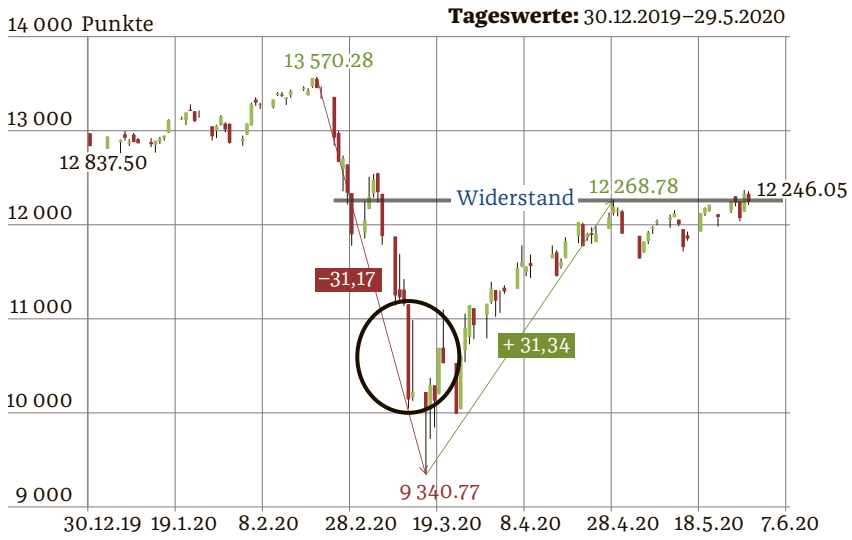
«Halten» kann all jenen nahegelegt werden, die wirklich langfristig unterwegs sind, d.h. mit einem Anlagehorizont von mindestens fünf – oder besser – von zehn und mehr Jahren. In einer sehr langen Sicht, d.h. gemessen am Aufwärtstrend (Trendkanal) seit Ende 1925, ist der Aktienmarkt Schweiz nur moderat (gut 5%) zu teuer. Mit ein wenig Toleranz kann man gar von einer «fairen» Bewertung sprechen. Es gelten die oben erwähnten Verlustrisiken, d.h. rund 1/6 bei einem Anlagehorizont von fünf Jahren und rund 1/25 bei einem Anlagehorizont von zehn Jahren.

Für den «Auf-/Ausbau» eines diversifizierten Schweizer Aktienportfolios ist es womöglich zu spät oder zu früh (siehe Abbildung 1). Wer dennoch investieren möchte, tut dies mit Vorteil etappiert, z.B. Monat für Monat mit einem festen Betrag. Nach «oben» ist man auf diese Weise ein wenig dabei; nach «unten» profitiert man vom Effekt sinkender Durchschnittspreise (Cost-Averaging-Effekt).

Wer für die kommenden Wochen/Monate mit einer grösseren Korrektur rechnet, sollte statt eines «Abbaus» die Absicherung in Erwägung ziehen. Dazu eignen sich der Kauf von Put-Optionen oder der Kauf von Short-Mini-Futures.

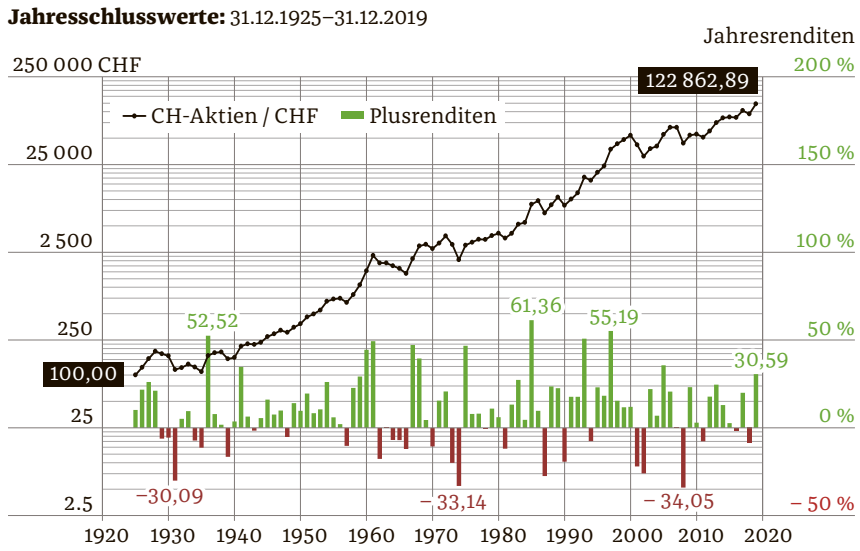
Swiss Performance Index

Tageswerte: 30.12.2019–29.5.2020



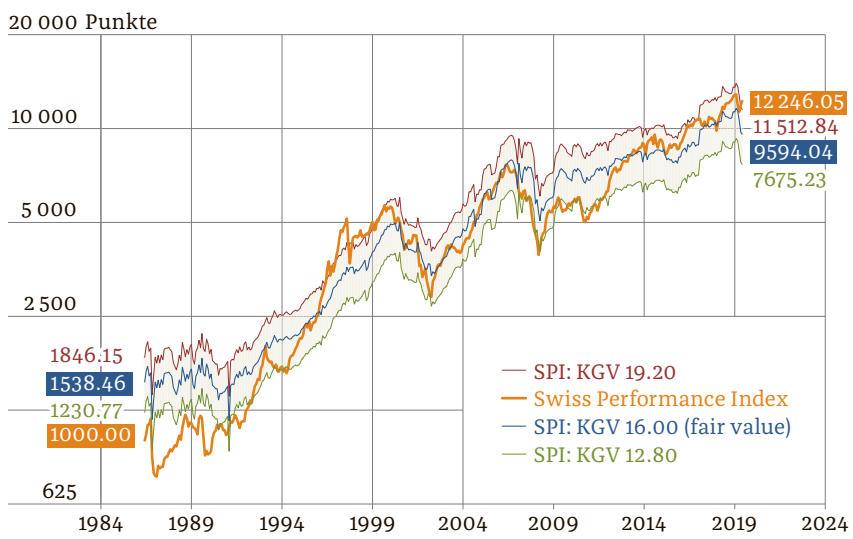
Wertentwicklung von Schweizer Aktien

Jahresschlusswerte: 31.12.1925–31.12.2019



Aktienbarometer Schweiz: P/E-Konzept (KGV-Konzept)

Monatsschlusswerte: 31.5.1988–29.5.2020



Quelle: SIX Swiss Exchange, Thomson, Bloomberg, Banque Picted, Grafik: Max Lüscher-Marty

Wegweiser zur Anlagekompetenz

Der in Zizers wohnhafte Buchautor **Max Lüscher-Marty** lehrt, coacht und schreibt seit nunmehr vierzig Jahren in den Bereichen Geldanlage und Bankkredit. Seine Bücher haben Generationen von Bank- und Finanzfachleuten auf dem Weg zu eidgenössischen Diplomen begleitet. Mit seinem neuesten Werk richtet sich der Autor an eine breitere Leserschaft. Der **«Wegweiser zur Anlagekompetenz»** ist eine Art Reiseführer durchs Anlageuniversum und richtet sich an alle, die von Berufs wegen mehr wissen müssen, generell aber an all jene, die in Geldfragen wirklich mehr wissen wollen. In vierzehn Kapiteln werden auf rund 550 Textseiten **alle relevanten Basis- und Derivatprodukte** differenziert dargestellt, kritisch hinterfragt und mit Fakten und Zahlen unterlegt. Neben den Chancen, welche die Produkte einzeln und im Verbund eröffnen, werden ganz besonders die damit verbundenen Risiken und Wege zur Risikoreduktion aufgezeigt. Das Buch ist – als Print- und/oder als E-Book-Version – im Buchhandel erhältlich. (BT)