

## Das verflixte siebte Jahr?

Am Aktienmarkt steigt die Unsicherheit - sichern Sie Ihr Portfolio für den Ernstfall ab

In den vergangenen Wochen ist die Unsicherheit an den globalen Aktienmärkten spürbar gestiegen. Die Angst vor einer Aktienmarktbaissse wächst. Vor allem wenn man sich die Periodizität der Baissen vor Augen führt. Denn Aktienmarktbaissen gab es in den Jahren 1987, 1994, 2001 und 2008 - und insofern in einem Siebenjahresrhythmus. Führt man die Zahlenfolge weiter, erscheint das heutige Jahr 2015. Stehen wir unmittelbar vor einem Aktiencrash? Oder anders formuliert, gibt es „das verflixte siebte Jahr“ auch am Aktienmarkt? Schauen wir uns zunächst an, was allen grossen Aktienmarktbaissen der Vergangenheit gemein war. Nahezu allen grossen Krisen ging eine zu restriktive Geldpolitik der US Notenbank Federal Reserve voraus. Doch was bedeutet in diesem Zusammenhang „zu“ restriktiv?

### Wichtiger Faktor Geldpolitik

Ob eine Geldpolitik zu restriktiv ist, lässt sich am einfachsten an der Zinsstrukturkurve erkennen. Die Zinsstrukturkurve gibt die Zinssätze von Staatsanleihen für verschiedene Laufzeiten wieder. Normalerweise ist der Zinssatz für Obligationen mit kürzerer Laufzeit niedriger, für Langläufer höher. Denn über eine längere Frist ist das Risiko für Anleger grösser, was durch einen höheren Zinssatz zu entschädigen ist. Ist die Geldpolitik nun zu restriktiv, sind die kurzfristigen Zinsen zu hoch. Die sogenannten Laufzeitprämien, das sind die Differenzen zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen (wir verwenden die Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen und 3-monatigen US Staatsanleihen), werden negativ. Dies signalisiert, dass die Liquidität an den Finanzmärkten zu niedrig ist. In der Folge kann es zu Engpässen und einer Baisse am Aktienmarkt kommen. In den Aktienmarktkrisen der Vergangenheit war dies stets der Fall. Aktuell sind die Laufzeitprämien jedoch positiv.

Betrachten wir in einem nächsten Schritt, wie das makroökonomische Umfeld für Aktien ist. Wir analysieren zu diesem Zweck einen Korb von globalen Frühindikatoren. Zu diesen gehören unter anderem die Rohstoffpreise für Industriemetalle, Einkaufsmanagerindizes, aber auch Frühindikatoren renommierter Organisationen und Institute wie der OECD. Derzeit divergieren die Frühindikatoren. Einige sind positiv, andere negativ. In der Summe überwiegen derzeit die positiven Zeichen, wenn auch nur leicht. Aus unserer Sicht besteht damit ein aussichtsreiches, wenn auch volatiles Umfeld.

### Die Gewinnerwartungen der Firmen

In den ersten beiden Schritten haben wir die Geldpolitik der US-Zentralbank und die makroökonomischen Frühindikatoren betrachtet. Da vor allem das Signal letzterer nicht

eindeutig ist, wollen wir eine Stufe tiefer gehen und uns die Gewinne der Unternehmen näher anschauen. Vor allem geht es um die zu erwartenden Gewinne verschiedener Aktiensektoren. Ein Aktiensektor ist ein Teil des globalen Aktienindex MSCI All Country World. Dieser setzt sich aus insgesamt 10 Sektoren wie beispielsweise Gesundheit, Energie und Finanzwesen zusammen. In den vergangenen Wochen sind insbesondere die Gewinnerwartungen zweier Sektoren gesunken, Energie sowie Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe. Die zu erwartenden Gewinne aller weiteren Sektoren sind robust, wie Grafik 1 zeigt. In Zeiten von Aktienmarktbaissen hingegen sind die Gewinnerwartungen nahezu aller Sektoren gesunken. Dies trifft aktuell nicht zu. Aus dieser Perspektive betrachtet liegt der Schluss nahe, dass wir derzeit eine Korrektur, nicht aber eine Krise am Aktienmarkt erleben.

### Reifer Börsenzyklus

Die Aktienmärkte sind die letzten sieben Jahre fast ausschliesslich gestiegen. Die makroökonomischen Frühindikatoren divergieren und die Gewinnerwartungen sind überwiegend robust. In diesem reifen Stadium des Börsenzyklus sollte sich ein Anleger die Frage stellen, wie sein Portfolio strukturiert sein sollte. Sollten Sie eher weniger Aktien im Portfolio halten, und wenn Aktien, welche? In einem Umfeld historisch niedriger Zinsen rentieren Obligationen kaum. Aus diesem Grund scheint uns eine Untergewichtung von Anleihen zu Gunsten von Aktien weiterhin als klug.

Im Bereich der Aktien gibt es verschiedene Strategiemöglichkeiten. Diversifikation lautet auch hier die Devise. Streuen Sie Ihr Geld, indem Sie in Aktien mit verschiedenen Eigenschaften investieren. In der Vergangenheit haben sich in einem reifen Stadium der Aktienmarktentwicklung vor allem Aktien mit hoher Qualität, günstiger Bewertung und/oder geringen Kursschwankungen bewährt.

### Qualität ist gefragt

Die Qualität einer Aktie kann auf verschiedene Weise gemessen werden. In der Praxis erfolgt die Beurteilung eines Unternehmens häufig anhand der Profitabilität, Finanzierung oder Liquidität. Insbesondere auf lange Sicht haben sich Qualitätsaktien sehr gut entwickelt. Vor allem in Krisenzeiten neigen sie dazu, weniger als der Gesamtmarkt an Wert zu verlieren.

### Günstig bewertet?

Bei der Bewertung einer Aktie liegt der Fokus auf dem Preis. Gesucht werden Aktien, deren Kurs im Verhältnis zum Gewinn, Umsatz oder Buchwert niedriger ist als bei Vergleichsunternehmen. Aber Vorsicht: Meist werden diese Kennzahlen

dann attraktiv, wenn die Gewinnsschätzungen der Unternehmen und somit deren Aktienkurs sinken.

### Bewährte Anomalie

Die klassische Finanzmarkttheorie besagt, dass ein höheres Risiko mit einer höheren Rendite entschädigt wird. Empirisch ist allerdings ein anderes Phänomen zu beobachten. Langfristig überstiegen die Renditen risikoarmer Aktien jene risikoreicherer Titel. Als „risikoarm“ gelten dabei Aktien, deren Kurs über die Zeit nur wenig schwankt. Meist sind dies Aktien aus den Sektoren Basiskonsumgüter, Gesundheit, Versorger und Telekommunikation. Grafik 2 illustriert die Entwicklung des globalen Aktienindex MSCI All Country World gegenüber seinem volatilitätsarmen Pendant.

### Sicher durch den Winter

Angesichts der positiven Entwicklung am Aktienmarkt über die vergangenen sieben Jahre ist es bei einer Verschlechterung

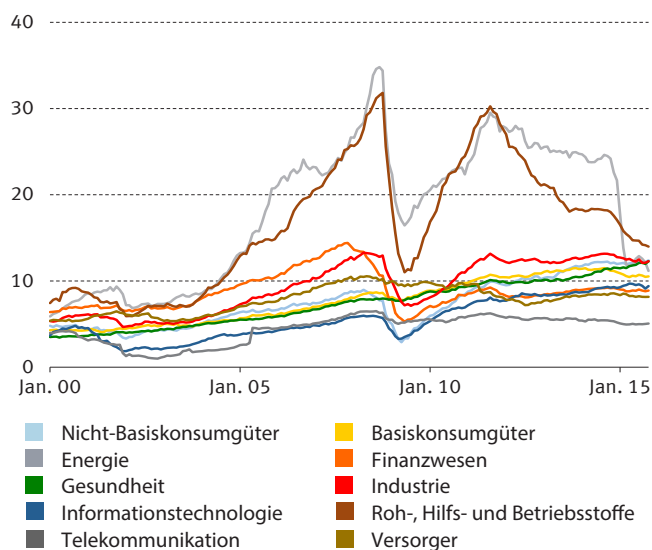
der Frühindikatoren ratsam, sich zumindest partiell abzusichern. Dies kann in Form obiger defensiver Aktienstrategien sein, oder durch verschiedenste Finanzinstrumente. Jedes dieser Instrumente hat dabei seine Vor- und Nachteile. Geeignete Absicherungsinstrumente bilden Put-Optionen, Index-Futures, Volatilitäts-Futures oder Short ETFs. Letztere sind unserer Meinung nach für einen Privatanleger am besten geeignet. Short ETFs sind an der Börse kotierte Fonds, deren Preisentwicklung invers zur Entwicklung des Aktienindex ist. Sie besitzen den Vorteil, dass sie bereits in geringen Mengen eingesetzt werden können, vergleichsweise günstig sind und kein Verfalldatum aufweisen.

Wie Sie sich auch entscheiden, ob Sie an den Siebenjahresrhythmus glauben oder nicht, die Struktur Ihres Portfolios anpassen oder sich absichern möchten, beachten Sie stets eines: Agieren Sie umsichtig!

Grafik 1:

Quelle: Bloomberg

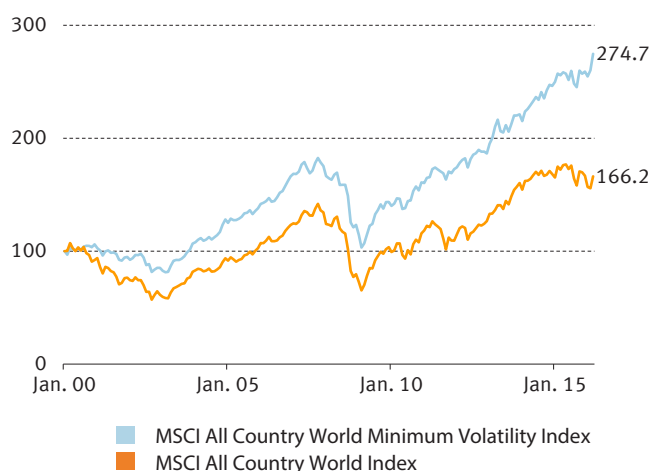
IBES 12-Monats-Gewinnschätzung je Aktie in USD



Grafik 2:

Quelle: Bloomberg

Indexierte Wertentwicklung in USD



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