

Welche Aktienstrategie fährt man in unsicheren Zeiten?



Von Andreas Riedel
Aktienanalyst
Dresdner Bank (Schweiz) AG

Mit den massiven Kursverlusten schrieb das vergangene Börsenjahr Geschichte. Was mit der sogenannten Subprime-Problematik begann, weitete sich nach und nach zu einer handfesten Finanz- und Wirtschaftskrise aus, in deren Verlauf das Vertrauen in das Finanzsystem stark erschüttert wurde. Dieser Vertrauensverlust führte zu einem bisher nicht dagewesenen Ausmass an Rettungspaketen. Mit dem beherzten und konsequenten Eingreifen von Notenbanken und Regierungen hat sich die erste Panik vor einem Krisenszenario à la 1929 gelegt.

Dennoch bleibt der konjunkturelle Ausblick schwach. Immer klarer zeich-

net sich ab, dass die verschärften Kreditvergabebedingungen sowie eine generelle Stimmungsverschlechterung bei Konsumenten und Unternehmen eine nachhaltige Störung des Wachstums darstellen. Auch wenn die Zahlen schwächer ausfallen dürften als zunächst erwartet, gehen wir in der zweiten Jahreshälfte 2009 von einer Konjunkturerholung aus.

In dieser unsicheren Zeit ist eine defensive Strategie – und deren konsequente Umsetzung – von zentraler Bedeutung. In einem Aktienportfolio müssen dementsprechend verschiedene Aspekte berücksichtigt werden. Zuerst sollte der Investor je nach Risiko-

fähigkeit seine Aktienquote individuell festlegen. Wir empfehlen, derzeit den Aktienanteil ziel zu halten. Auf makroökonomischer Ebene ist neben der Länder- und Sektorstrategie auch eine gründliche Analyse der Unternehmen (Wer gewinnt Marktanteile? Wie gesund ist die Bilanz? Managementqualität etc.) vonnöten.

USA und Europa

Beginnend bei der übergeordneten Länderstrategie sollten die USA übergewichtet werden. Mit den diversen Rettungspaketen bzw. monetären Hilfen haben die USA die Basis für eine Markterholung gelegt, und die tiefe Aktienbewertung sollte weitere Kursverluste begrenzen. Gleichwohl erwarten wir bis zum Beginn eines neuen Aufwärtstrends eine anhaltend volatile Phase. Während sich die USA früher

im Zyklus bewegen, läuft Europa traditionell hinterher. Dies dürfte auch im aktuellen Fall zutreffen. Die Perspektiven für das 1. Quartal 2009 bleiben somit verhalten. Wir empfehlen deshalb, Europa eher unterzugewichten.

Schwellenländer und Osteuropa

Grosses Interesse zeigten die Anleger in den letzten Jahren bei den Schwellenländern. Doch auch hier dürften die negativen realwirtschaftlichen Folgen der globalen Finanzmarktkrise im laufenden Jahr deutliche konjunkturelle Bremsspuren hinterlassen. Vor allem in export- und technologiesensitiven Volkswirtschaften wie Singapur, Hongkong, Südkorea oder Taiwan wird sich das BIP-Wachstum im Vergleich zum Vorjahr aller Voraussicht nach mehr als halbieren, da diese Länder überproportional negativ von der Rezession in den USA und in Europa betroffen sein werden. Asien könnte somit 2009 das schwächste Wachstum seit der Krise in den Jahren 1997/98 aufweisen. Am Aktienmarkt rechnen wir mit einer Bodenbildung im 1. Halbjahr 2009, was dann selektive Chancen an Märkten wie China oder Hongkong (H-Aktien) bieten würde, und empfehlen eine neutrale Gewichtung.

Auch in Osteuropa hinterlässt die wirtschaftliche Abschwächung zunehmend Spuren am Aktienmarkt. Im Zentrum steht die Frage nach dem Wirtschaftswachstum, welches zuvor hauptsächlich über ausländische Investoren finanziert wurde. In Russland bleibt die Lage angesichts der hohen Korrelation des Marktes mit dem Ölpreis volatil. Eine Erholung des Ölpreises sehen wir erst im späteren Jahresverlauf. Neben der Währungsentwicklung bleibt auch die politische Lage ein Belastungsfaktor, so dass die niedrige Bewertung allein noch nicht zu einer positiveren Einschätzung des russischen Aktienmarktes ausreicht. Auch hier bleiben wir bei einer neutralen Einschätzung.

KGV-Tiefs während der Rezessionen seit den 70er Jahren

Datum	Index-Tief MSCI Europe	Neuer Bullenmarkt gestartet am	Gewinntief Indexgewinne	KGV auf Basis der Gewinne der vergangenen 12 Monate			
				Bullenmarkt vor/nach Gewinntief in Monaten	Markttief KGV	Start nächster Bullenmarkt KGV	Gewinntief KGV
Anfang 70er	2.1.75	27.10.76	30.4.76	-6	5.5	10.0	13.8
Ende 70er/ Anfang 80er	28.3.80	28.9.81	29.1.82	4	7.0	8.0	10.0
Anfang 90er	16.1.91	25.8.92	31.5.93	9	10.2	14.4	21.8
Platzen der Internetblase	12.3.01	12.3.03	30.4.03	1	15.7	15.7	20.0
Aktuelle Finanzkrise	3.3.09 (?)				8.7		
Durchschnitt					9.6	12.0	16.4

Quelle: MSCI, Datastream, Morgan Stanley Research, eigene Berechnungen

Zyklische Sektoren

Ein Blick auf die unterschiedlichen Sektoren zeigt ebenfalls ein gemischtes Bild, und da sich die konjunkturelle Spirale weiter nach unten dreht, raten wir zurzeit zu Vorsicht bei zyklischen Sektoren. Eine Untergewichtung der Industrie sowie der konsumlastigen Gebrauchsgüter (u.a. Autos, Medien, Einzelhandel) wird empfohlen. Bei den Sektoren Grundstoffe und Energie stehen die Rohstoffpreise im Zentrum und ein weiterer Abwärtstrend ist hier kurzfristig nicht auszuschliessen. Im Verlauf des Jahres kann hier allerdings eine Erholung eintreten.

Finanztitel oder defensive Werte?

Die Kursentwicklung der Finanzwerte bleibt kurzfristig abhängig von den Nachrichten rund um den US-Rettungsplan (Einführung einer «Bad Bank»?) und weiteren weltweiten Aktionen. Die Hoffnung richtet sich auch auf ein durch diese Wirkungskette wiederbelebtes Kreditgeschäft. Viele Details bleiben zunächst allerdings unklar, und die damit verbundene Unsicherheit lässt die Spreads der Unternehmensanleihen in diesem Sektor in die Höhe schiessen. Zudem erwarten wir weitere Rekapitalisierungsmassnahmen. Das vor der Krise gesehene Ertragsniveau werden Finanzwerte wohl auf Jahre hinaus nicht wieder erreichen. Wo sich schlussendlich ein Boden bildet, bleibt abzuwarten, zumal die Banken in einer geschwächten Verfassung aus dem Zyklus herausgehen werden. Der «normale» Abschrei-

bungszyklus bei Konsumentenkrediten oder Kreditkartenkonten im Zuge einer konjunkturellen Abschwächung hat gerade erst begonnen.

Somit bleiben defensive Sektoren für die kommenden Monate noch die erste Wahl. Hier haben die Sektoren Telekom (hohe Cash-flows, hohe Dividendenrenditen) sowie Healthcare (Schwerpunkt Europa) die beste Ausgangslage. Auch der IT-Sektor bietet hohe Cash-flows und damit eine geringe Gefahr von Belastungen durch verschärfte Kreditvergabebedingungen.

Konjunktur und Märkte

Die Gewinnsituation der Unternehmen ist eng mit der konjunkturellen Entwicklung verknüpft. In vergangenen Zyklen verstrichen zwischen Hoch und Tief durchschnittlich 20 Monate. Der Markt eskomptiert bereits einen Rückgang der Gewinne im Ausmass vergangener Rezessionen, und die Anlegerstimmung wird somit ein allfälliges Überschiessen der Erwartungen wesentlich mitbestimmen. Wir rechnen nicht mit einer tiefen und lange anhaltenden Rezession und halten die aktuell eingepreisten Rückgänge für insgesamt übertrieben. Ein Nichteintreffen des eingepreisten Negativszenarios dürfte daher ausreichen, um neues Kurspotential freizusetzen.

Die obenstehende Tabelle zeigt – am Beispiel Europa – die mit den ausgewiesenen Gewinnen der vergangenen 12 Monate berechneten KGVs bei Markttiefständen. Im derzeitigen Zyklus (bisheriger Tiefstand am 3.3.2009)

belief sich das KGV auf rund 8.7. Berücksichtigen wir einen Rückgang der Unternehmensgewinne im typischen Rezessionsmuster, würde das KGV auf rund 10 steigen. So gesehen sind die Märkte auf Kurs. Die Tabelle lässt zudem erkennen, dass die Märkte normalerweise bereits einige Monate vor dem Gewinntief drehen. Das Beispiel 2000/03 zeigt aber, dass die Anleger in Phasen besonderer Unsicherheit abwarten, bis sich die Wende tatsächlich abzeichnet. Dies könnte durchaus auch dieses Mal der Fall sein.

Unternehmensgewinne

Die Unternehmensergebnisse für das 4. Quartal 2008 zeigten ein sehr heterogenes Bild, wobei die Enttäuschungen überwogen. Langsam zeichnet sich ab, welche Unternehmen sich in dieser Krise besser behaupten können. Und genau diese Unternehmen sollten im Auge behalten werden, da sie wie Phoenix aus der Asche mit Marktanteilsgeinnen gestärkt aus der Krise aufsteigen können. Stimmen nun neben der Bewertung auch die weichen Faktoren, sollte die entsprechende Aktie unter Berücksichtigung der Aktienquote sowie der Regionen- und Sektorgewichtung ins Portfolio eingefügt werden. Die zahlreichen Faktoren, die es hierbei zu berücksichtigen gilt und die anhaltend hohe Volatilität der Märkte verdeutlichen den hohen Stellenwert einer professionellen Anlageberatung oder einer erstklassig gemanagten Vermögensverwaltung.

www.dresdner-bank.ch ●