



Aktienkurse erklimmen neue Rekordstände. Und jetzt?



Angesichts der langfristigen Kursentwicklung von Aktien erstaunt eine Frage immer wieder: Machen Investitionen nach Rekordständen Sinn? Die kurze Antwort nach dem Blick auf das Wesen von Aktienkursen und in die Statistik lautet: Ja.

Christian Hefli, Anlagespezialist Investment Center

Von unten links nach oben rechts

Eine einfache Antwort auf die oben gestellte Frage wäre: Schauen Sie sich den Kursverlauf eines beliebigen Aktienindex über eine längere Frist an. Mit einiger Wahrscheinlichkeit steigt die Kurve sukzessive an, mehr oder weniger gleichmässig. Dies bestätigt das Bonmot, wonach sich Aktiengraphiken von unten links nach oben rechts lesen lassen. Dies bedeutet aber auch, dass man mitunter einen langen Atem braucht. Die Stichworte sind hier die Risikofähigkeit und -bereitschaft von Anlegerinnen und Anlegern. Die Frage lässt sich aber auch umdrehen: Wieso sollten Kurse nach einem Rekordstand nicht weiter steigen können? Die Unterstellung wäre nämlich, dass die Kurse mangels Alternativen oder liquiditätsbedingt und ohne Bezug zur Realität gestiegen und damit übertrieben sind. Dies kann ohne Weiteres so sein, beispielsweise eindrücklich belegt durch die «Dotcom»-Zeit um die Jahrtausendwende, an die sich viele erinnern. Auch der Risikoappetit der Anlegerschaft spielt eine Rolle. Die relevante Fragestellung ist deshalb: Was drücken Aktienkurse eigentlich aus, was sind die entsprechenden Treiber und welcher Wert ist fair?

Zinsen, Gewinne und Bruchrechnen

Simpel ausgedrückt spiegelt der Aktienkurs den Barwert aller künftigen Gewinne, er ist also nicht vergangenheitsbezogen. Die Gewinne werden in Analystenmodellen geschätzt, in die Zukunft hochgerechnet und abgezinst. Allerdings ist diese Aufgabe keine leichte und sogar die Unternehmen selbst tun sich mitunter mit belastbaren Prognosen schwer. Hinzu kommt, dass dem Diskontsatz, also dem angewendeten Zinssatz, grosses Gewicht zukommt. Additive Unschärfe ist die Konsequenz. Nebst dem beschriebenen Verfahren, welches in einen absoluten Firmenwert mündet, lassen sich verschiedene relative Vergleichsgrößen beziehen. Das wohl bekannteste Mass ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Statt die Gewinne in die Unendlichkeit aufzurechnen, begnügt man sich mit einer Prognose für die nächsten ein bis drei Jahre. Der erwartete Gewinn pro Aktie wird ins Verhältnis zum Kurs gesetzt. Diese Zahl kann nun mit den Werten anderer Firmen, Branchen oder Länderindizes verglichen werden. Steigen die Aktienkurse überproportional zu den Gewinnen, steigt auch das KGV und als Anlegerin und Anleger müssen Sie sich fragen, ob diese Ausweitung gerechtfertigt ist.

Anlagepolitik und taktische Positionierung

Risikoprämie und Wahlen

Ein Ausreissen des Kurs-Gewinn-Verhältnisses kann zeitweise durchaus toleriert werden. Beispielsweise können wachsende Gewinne ungenügend in den Schätzungen reflektiert sein. Aktuelles Beispiel liefert eine kleine Zahl amerikanischer Tech-Werte mit Exponierung zum Themenbereich «Künstliche Intelligenz» (KI). Bisher haben die berichteten Gewinne die Erwartungen übertroffen und das scheinbar zu hohe KGV war letztlich gerechtfertigt. Auch die Risikoprämie von Aktien spielt eine Rolle. Sie bezeichnet die Entschädigung für das eingegangene Risiko gegenüber einer risikolosen Anlage wie zum Beispiel Staatsanleihen. Sinkende Anleiherenditen bedeuten somit, dass Aktien als Alternative attraktiv bleiben. Vorbehältlich der sauberen Trennung zwischen Ursächlichkeit und Korrelation ist auch der Blick in die Tiefen der Statistiken erhellend. Eine besagt, dass in den auf einen Rekordstand in US-Aktien folgenden Jahren keine schlechteren Renditen folgten als in Jahren ohne Höchststände. Mit Blick auf den mit Spannung erwarteten Wahlherbst in Amerika ist ein weiteres Resultat erhellend: In den letzten hundert Jahren lieferten US-Aktien in neun von zehn Wahljahren deutlich positive Renditen. Ohne eine drastische Verschlechterung der Konjunktur und der Möglichkeit für Unternehmen, ihre Gewinne zu steigern, spricht nichts gegen neue Rekordstände.

Anlagepolitik im März

Allen Unkenrufen über schwierige wirtschaftliche Verhältnisse zum Trotz hat die Mehrheit der Firmenabschlüsse für das abgelaufene Jahr die Analystenerwartungen erfüllt oder übertroffen. Dies gilt nicht nur für US-Technologiewerte, sondern branchenübergreifend und weltweit. Entsprechend besteht, trotz teilweise stolzer Bewertungen, Kurssteigerungspotential. Daran ändern auch punktuell über den Erwartungen liegende Inflationskennzahlen nichts. Aus Bewertungssicht sind US-Aktien nicht günstig und die Konzentration der Performance auf einige wenige Wachstumstitel bringt eine gewisse Korrekturanfälligkeit mit sich. Der DAX verbuchte Höchststände, aber wie an anderen europäischen Börsen ist das zyklische Profil eher ungünstig, trotz moderater Bewertungen. Dies im Gegensatz zu Schweizer Aktien. Deren Charakteristik passt gut

zum insgesamt verhaltenen Konjunkturbild. Anleihen bieten sich nach wie vor als ansprechende Alternative an. Die US-Zinsen sind attraktiv, wir rechnen aber noch mit leicht steigenden Renditen, weshalb wir vorerst bei unserer neutralen Gewichtung bleiben. Anders bei den Schwellenländern, wo wir unser Übergewicht beibehalten.

Mit Blick auf die aktiven politischen Krisenherde und die erwarteten Zinssenkungen bleiben wir in Gold neutral gewichtet. Die Bewertung von Schweizer Immobilienfonds hat sich deutlich erhöht und reflektiert die gestiegenen Diskontsätze sowie die geringe Liquidität ungenügend. Wir vergrössern deshalb unser Untergewicht.

Bewertung	--	-	=	+	++
Liquidität				•	
Anleihen		•			
Schweiz	•				
Europa			•		
Nordamerika			•		
Schwellenländer				•	
Aktien				•	
Schweiz				•	
Europa			•		
Nordamerika			•		
Pazifik			•		
Schwellenländer			•		
Alternative Anlagen				•	
Gold			•		
Immobilien	•				
Übrige				•	

-- / - Empfehlung, von einer Anlageklasse weniger zu halten
= Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung
+ / ++ Empfehlung, von einer Anlageklasse mehr zu halten

Anlageklassen im Detail

Anleihen

↘ Im Februar stiegen die Renditen der Staatsanleihen in vielen Regionen deutlich an. Die USA oder Deutschland beispielsweise müssen für ihre zehnjährigen Papiere 0.3% mehr Zins anbieten als noch vor Monatsfrist. Höher als erwartet ausgefallene Inflationsdaten waren dafür verantwortlich. Bemerkenswerte Ausnahme dieser Entwicklung war wieder einmal die Schweiz. Die Teuerungsraten kamen weiter zurück. Dies wirkte sich auch auf die Zinsmärkte aus. Die Renditen verharrten, im Gegensatz zu anderen Regionen, auf tiefem Niveau. Die Erwartungen des Marktes betreffend Zinssenkungen der US-Notenbank sind nach dem jüngsten Renditeanstieg praktisch identisch mit den Prognosen der Fed. Damit dürfte es aus unserer Sicht zu einer Konsolidierung an den Anleihemärkten kommen. Wir bestätigen unsere Übergewichtung in Schwellenländeranleihen und nehmen auch sonst keine Änderungen bei unserer Positionierung vor.

Wir empfehlen:

- Anleihen in CHF untergewichten
- Anleihen in EUR und USD neutral gewichten
- Anleihen in Schwellenländern übergewichten

Währungen

Der Schweizer Franken war auch im Februar nicht gefragt. Er büsste sowohl gegenüber dem US-Dollar wie auch gegenüber dem Euro rund zwei Prozent an Wert ein. Damit setzte sich der Trend des Januars fort. Ähnlich verhielt es sich mit einer anderen als «sicherer Hafen» geltenden Währung: Auch der japanische Yen büsste nochmals deutlich an Terrain ein. Angesichts der sich besser als von vielen Ökonomen erwartet haltenden Konjunktur in den USA und damit einhergehend dem Aufschub erster Zinssenkungen sind diese Währungen derzeit weniger gefragt.

Wir empfehlen:

- EUR und USD neutral gewichten

- ↘ / ↘ Untergewichtung: Empfehlung, von einer Anlageklasse weniger zu halten
- Neutral: Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung
- ↗ / ↗ Übergewichtung: Empfehlung, von einer Anlageklasse mehr zu halten

Aktien

↗ Der Februar bereitete den Aktieninvestorinnen und -investoren viel Freude – allerdings nur wenn man weltweit diversifiziert war und nicht nur auf Schweizer Aktien setzte. Getrieben von sehr erfreulichen Jahresabschlüssen vieler Unternehmungen legte vor allem der US-Aktienmarkt deutlich zu. Die bereits hohen Erwartungen an die Technologiefirmen konnten teilweise sogar deutlich übertroffen werden. Auch die Schwellenländeraktien entwickelten sich mit Avancen von rund acht Prozent ähnlich gut. In China scheint sich allmählich eine Bodenbildung der konjunkturellen Schwächephase abzuzeichnen. Auch die Ergebnisse der Regionen Europa und Pazifik können sich mit Kursfortschritten von rund fünf Prozent sehen lassen. Eher bescheiden waren die Kursfortschritte erneut bei den Schweizer Aktien. Die Ergebnisse der Index-Schwergewichte waren enttäuschend und führten zu Kursrückschlägen. Die Bewertungen des Schweizer Marktes sind damit aber so attraktiv wie seit Jahren nicht mehr. Dies spricht aus unserer Sicht für eine Übergewichtung wie das im Vergleich zu anderen Märkten weniger zyklische Profil.

Wir empfehlen:

- Schweizer Aktien übergewichten
- Europa, Pazifik, Schwellenländer und USA neutral gewichten

Alternative Anlagen

→ Die Schweizer Immobilienfonds sind nach den jüngsten Kursanstiegen noch teurer geworden. Aus unserer Sicht sind die höheren Diskontsätze ungenügend reflektiert, weshalb wir unsere Untergewichtung in dieser Anlagekategorie vergrössern. Beim Gold bestätigen wir unsere neutrale Positionierung. Mit dem Aufschub der ersten Zinssenkungen in Richtung Sommer fehlt zwar derzeit ein unmittelbarer Kurstreiber, doch schätzen wir die Diversifikationseigenschaften im Portfolio.

Wir empfehlen:

- Gold neutral gewichten
- Schweizer Immobilienfonds untergewichten

Entwicklung der Märkte

Aktien: Rekordstände und gute Berichtssaison

Aktien	Entwicklung 2024 in CHF *	Entwicklung 2024 in EUR *
Schweiz	3.9 %	0.4 %
Deutschland	10.2 %	6.5 %
Europa	14.1 %	10.3 %
USA	13.1 %	9.4 %
Japan	14.3 %	10.5 %
Schwellenländer	5.3 %	1.8 %
Alternative Anlagen		
CH-Immobilienfonds	4.0 %	0.5 %
Öl (Brent) USD/Fass	82.96	8.7 %
Gold CHF/Kg	60'977.00	9.4 %

* per 7. März 2024

Teilweise attraktive Anleiherenditen

Geld- und Kapitalmarkt	7. März 2024	Ende 2023	Veränderung
SNB Leitzins CHF	1.75 %	1.75 %	0.00 %
EZB Einlagezins EUR	4.00 %	4.00 %	0.00 %
10 Jahre Staatsanleihen CH	0.72 %	0.70 %	0.02 %
10 Jahre Staatsanleihen DE	2.31 %	2.02 %	0.29 %
10 Jahre Staatsanleihen US	4.10 %	3.88 %	0.22 %
10 Jahre Staatsanleihen JP	0.71 %	0.61 %	0.12 %
Währungen			
EUR/CHF	0.9610	0.9289	3.46 %
USD/CHF	0.8787	0.8414	4.43 %
EUR/USD	1.0937	1.1040	-0.93 %

Impressum

Herausgeberin Schaffhauser Kantonalbank | Vorstadt 53 | 8201 Schaffhausen | +41 52 635 22 22 | info@shkb.ch

Redaktion Investment Center | **Redaktionsschluss** 7. März 2024, erscheint monatlich

Diese Publikation finden Sie auch unter www.shkb.ch/publikationen

Disclaimer Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen basieren nicht auf der Finanzanalyse der Schaffhauser Kantonalbank und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig informativen Zwecken und ersetzen weder eine persönliche Beratung durch eine fachkundige Person noch sind sie alleinige Grundlage für Anlage- oder andere Vermögensentscheide. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf die vorliegende Publikation keine Anwendung. Finanzinstrumente sind risikobehaftete Investitionen und unterliegen insbesondere Wert-, Wechselkurs- und Ertragsschwankungen. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Die Marktlage und damit der Wert von Finanzinstrumenten kann rasch ändern und sowohl steigen als auch fallen und ist von der Bonität des Emittenten abhängig. Machen Sie eine persönliche Bedürfnis-/Risikoanalyse, bevor Sie Anlage- oder andere Vermögensentscheide treffen. Die Schaffhauser Kantonalbank verwendet alle zumutbare Sorgfalt, um die Richtigkeit und Genauigkeit der publizierten Informationen sicherzustellen. Dennoch kann sie keinerlei Zusagen über die Korrektheit, Zuverlässigkeit und Wahrheit machen.