

Aktien gewinnen gegenüber Obligationen wieder an Attraktivität

Obwohl an den Aktienmärkten derzeit noch grosse Unsicherheit herrscht und sich viele Anleger mit dem Gedanken tragen, ihre Aktienquote zugunsten von Anleihen abzubauen, ist die Bank Leu der Meinung, dass das Zeitalter der Aktien vermutlich erst noch bevorsteht.



*Von Claudine Hänny
Investment Office Bank Leu, Zürich*

Das Gros der Analysten ist zur Zeit der Meinung, dass mit Aktien in Zukunft tiefere durchschnittliche Renditen erzielt werden, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Die Zeiten der zweistelligen jährlichen Performanceraten von Aktien über mehrere Jahre hinweg scheinen ein Ende gefunden zu haben. Viele Anleger stellen sich deshalb die Frage, ob sie nun ihr Vermögen nicht besser in Obligationen investieren sollen als in Aktien. Um diese Frage beantworten zu können, muss die relative Performance von Aktien gegenüber Obligationen näher betrachtet werden.

Diese zeigt, welche Anlageklasse im Vergleich eine höhere Rendite abwirft.

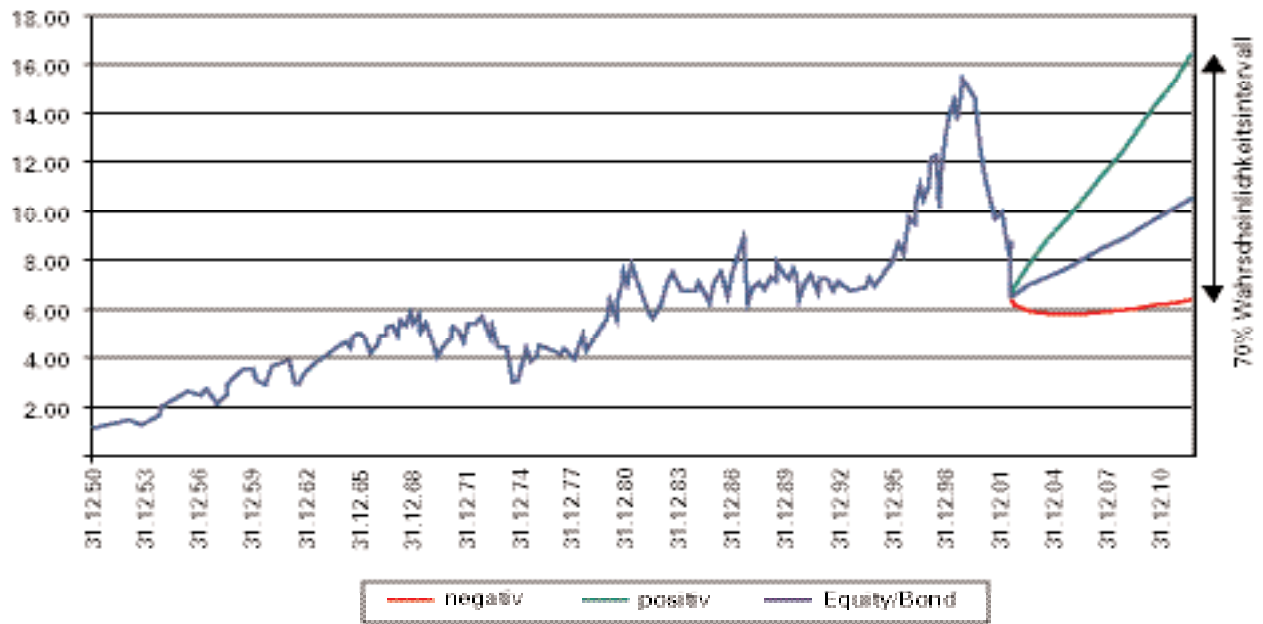
Grafik 1 zeigt die kumulierte relative Performanceentwicklung von Aktien und Obligationen in den USA seit 1950. Da Aktien in der Regel ein höheres Risiko aufweisen als Anleihen, erwarten Investoren für das Tragen dieses Risikos eine höhere Rendite. Diese sogenannte Risikoprämie ergibt sich aus der Überschussrendite von Aktien gegenüber risikolosen Anlagen, wie z.B. Regierungsanleihen. In den 100 Jahren von 1900 bis 2000 betrug die durchschnittliche Risikoprämie für US-Aktien gegenüber Anleihen rund 5%. Die Risikoprämie, also die höhere Rendite von Aktien im Vergleich zu Obligationen, ist der Grund, weshalb die Linie in Grafik 1 eine positive Steigung aufweisen sollte. Bis zum Jahr 2000 war dies auch mehrheitlich der Fall. So wiesen im Zeitraum von 1950 bis 2000 Aktien gegenüber Obligationen eine deutliche Outperformance auf. Hätte ein Anleger 1950 100% seines Vermögens in Aktien investiert, wäre sein Portfolio heute rund 6mal höher, als wenn er den gesamten Betrag in Anleihen angelegt hätte. Vor dem grossen Einbruch im September 2000, hätte der Anleger mit 100% Aktien sogar 15mal so viel verdient, wie wenn er 1950 sein gesamtes Vermögen in Obligationen investiert hätte.

Über die gesamte Periode gab es allerdings immer wieder kleinere Rückgänge der relativen Performance,

die jeweils mit starken Einbrüchen an den Aktienmärkten einhergingen, wie z.B. Anfang der 1970er Jahre oder 1987. Auch der Boom an den Börsen in den 1990er Jahren bis hin zur Über-treibung der Aktienmärkte wird durch den extremen Anstieg der Kurve in dieser Periode deutlich. Seit dem Jahr 2000 ist die relative Outperformance aber noch markanter gefallen, als sie in den Jahren zuvor angestiegen ist. So wurde in nur zwei Jahren der über 20 Jahre hinweg aufgebaute relative Performancevorteil von Aktien gegenüber Anleihen zunichte gemacht.

Wichtig für einen Anlageentscheid ist heute aber eine Prognose über die zukünftige Entwicklung der relativen Performance. Um eine solche Prognose für die nächsten zehn Jahre zu machen, haben wir ein einfaches Rechenmodell aufgestellt. In diesem sind wir von einer aktuellen Obligationenrendite für 10jährige US-Staatsanleihen von 4,7% ausgegangen. In unserem Szenario prognostizieren wir die Zinsen für 10jährige US-Anleihen im Jahr 2012 auf 7%. Daneben haben wir die Annahme getroffen, dass die Zinskurve positiv ist und ihr aufgrund der heutigen Obligationenrendite und der für das Jahr 2012 erwarteten Rendite eine konstante Steigung von 0,23 zugewiesen. Das heisst, im Jahr 2002 gehen wir von den aktuellen 4,7% aus, 2003 von 4,93% usw., bis wir im Jahr 2012 die 7%-Rendite erreicht haben. Die jährliche Rendite des Aktien-

Grafik 1: USA: Aktienrendite / Anleihenrendite kumuliert



Die Grafik zeigt die kumulierte relative Performanceentwicklung von Aktien und Obligationen in den USA seit 1950. Die Risikoprämie, also die höhere Rendite von Aktien im Vergleich zu Obligationen, ist der Grund, weshalb die Linie meistens eine positive Steigung aufweist. In den kommenden Jahren wird sich die relative Performanceentwicklung mit 70%iger Wahrscheinlichkeit zwischen der roten und der grünen Linie bewegen.

markts ergibt sich sodann aus den jeweiligen jährlichen Anleihenrenditen plus einer konstanten Risikoprämie. Unserem Beispiel legen wir eine erwartete jährliche Risikoprämie von 5% zugrunde. Dazu haben wir aus Plausibilitätsgründen die historische durchschnittliche Risikoprämie des US-Aktienmarktes der vergangenen 100 Jahre in die Zukunft extrapoliert.

Ausgehend von unseren Prognosen, d.h. steigenden Zinsen in den nächsten zehn Jahren, sowie einer konstanten Risikoprämie von 5%, wird aus Grafik 1 ersichtlich, dass die Kurve

mit 70%iger Wahrscheinlichkeit zwischen der roten und der grünen Linie bewegen – unter der Voraussetzung natürlich, dass die getroffenen Annahmen der Zinsentwicklung und der Risikoprämie stimmen. Im schlimmsten Fall würde also die relative Performance von Aktien noch bis 2005 abnehmen und erst danach eine Kehrtwende vollziehen. Das Resultat dieses Modells ist stark abhängig von der gewählten Risikoprämie. Je höher diese ist, desto höher ist auch die relative Performance von Aktien gegenüber Bonds.

schenzeitlich auf unter 4% gefallen. Die Kurse von Obligationen steigen bekanntlich bei sinkenden Zinsen, während sie bei steigenden Zinsen fallen. Das bedeutet, dass während der letzten 20 Jahre Obligationen überdurchschnittlich vom sinkenden Zinsniveau profitiert haben. Es kann sogar mit guten Gründen behauptet werden, dass die letzten 20 Jahre das Zeitalter der Bonds waren! Stehen wir nun am Beginn einer Wende?

Vieles spricht dafür, dass das Investieren in Aktien in den kommenden Jahren die attraktivere Anlageart darstellen wird. So sind die Renditen von Festverzinslichen auf historischen Tiefstständen, und ihr weiteres Abwärtspotential ist daher begrenzt, können doch Zinsen schlecht in den Minusbereich fallen. Sobald die Konjunktur wieder anzieht, was wir ab Mitte 2003 erwarten, werden die Zinsen tendenziell ansteigen. Das bedeutet für Obligationen fallende Kurse und somit einen relativen Attraktivitätsgewinn für Aktien.

Vergleicht man die aktuelle Baisse mit den vier grösseren Crashes im letzten Jahrhundert, erkennt man, dass die Märkte nach grossen Einbrüchen mehrheitlich eine überdurchschnittliche Rendite erzielen.

(blaue Linie) von nun an wieder nach oben dreht. Das bedeutet, dass Aktien gegenüber Anleihen wieder eine relative Outperformance aufweisen sollten. Die grüne Linie zeigt die Standardabweichung nach oben und die rote jene nach unten. Die relative Performanceentwicklung wird sich also

Ein wichtiger Faktor wurde im beschriebenen Modell indessen nicht berücksichtigt: Die Tatsache, dass die Zinsen momentan auf historisch tiefen Niveaus liegen. So sind beispielsweise die 10jährigen US-Treasurys von über 13% Anfang der 1980er Jahre in Folge der stark gefallen Inflation zwi-

Wir sind der Meinung, dass das Zeitalter von Aktien erst noch bevorsteht, obwohl die erwarteten Renditen zurückgekommen sind!

Ein weiterer Punkt, der für Aktienengagements spricht, geht aus Grafik 2 hervor. Diese zeigt den Verlauf einer Franken-Aktienstrategie während des aktuellen Kurseinbruchs sowie mögliche Erholungspfade basierend auf früheren Aktienmarktkorrekturen. Mit 70%iger Wahrscheinlichkeit wird der seit September 2000 andauernde Einbruch zwischen Anfang 2005 und Ende 2013 wieder ausgeglichen sein. Unter der Annahme einer Jahresrendite von rund 10% wäre das einstige Kursniveau im Herbst 2008 wieder erreicht. Vergleicht man die aktuelle Baisse mit den vier grösseren Crashes im letzten Jahrhundert, erkennt man, dass die Märkte nach grossen Einbrüchen mehrheitlich eine überdurchschnittliche Rendite erzielen. So hat der SPI beispielsweise nach dem Kurssturz 1998 in den darauf folgen-

den zwei Jahren durchschnittlich 26% p.a. rentiert. Nach der Korrektur von 1990 hat er in den beiden darauf folgenden Jahren mit einer durchschnittlichen Performance von rund 20% p.a.

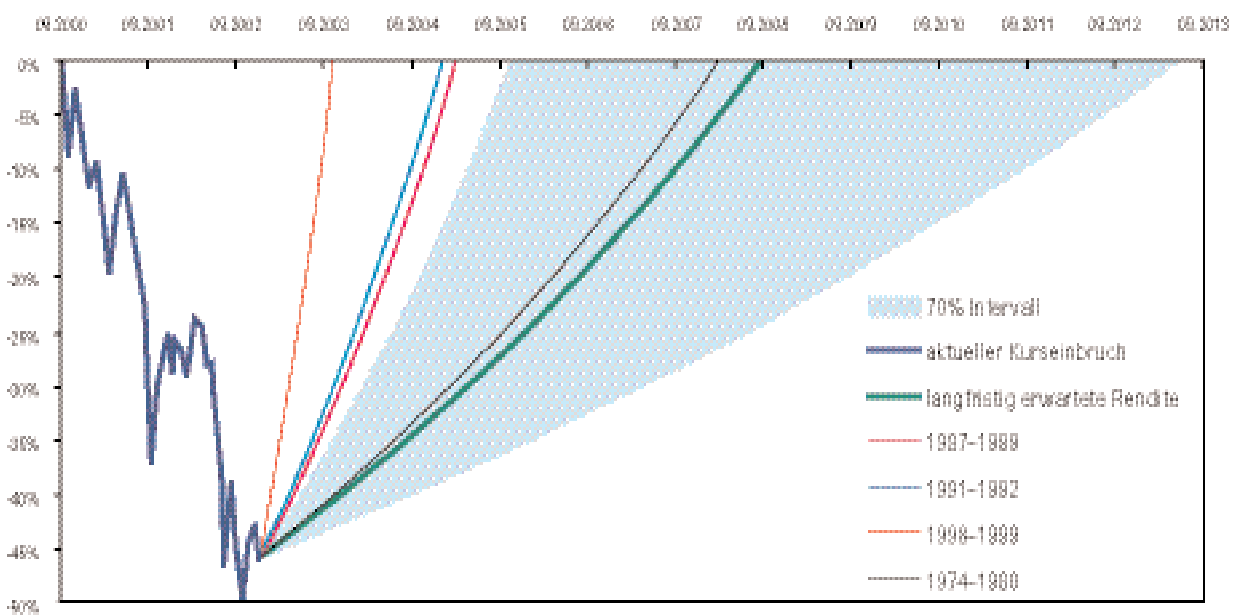
Ende gefunden, und auch der gegenwärtige wird eines Tages vorbei sein. ●

Obwohl an den Aktienmärkten derzeit noch grosse Unsicherheit herrscht und sich viele Anleger mit dem Gedanken tragen, ihre Aktienquote zugunsten von Anleihen abzubauen, sind wir der Meinung, dass das Zeitalter der Aktien vermutlich erst noch bevorsteht.

die langfristige Durchschnittsrendite ebenfalls deutlich übertroffen. Es ist deshalb nicht auszuschliessen, dass sich die Aktienmärkte, nachdem sie den Tiefpunkt einmal erreicht haben, viel schneller erholen, als solche Modelle prognostizieren.

Obwohl an den Aktienmärkten derzeit noch grosse Unsicherheit herrscht und sich viele Anleger mit dem Gedanken tragen, ihre Aktienquote zugunsten von Anleihen abzubauen, sind wir der Meinung, dass vermutlich das Zeitalter von Aktien erst noch vor uns steht! Jeder Bärenmarkt hat einmal ein

Grafik 2: Erholungsszenarien des aktuellen Aktienmarkteinbruchs



Die Grafik zeigt den Verlauf einer Franken-Aktienstrategie während des aktuellen Kurseinbruchs sowie mögliche Erholungspfade basierend auf früheren Aktienmarktkorrekturen. Mit 70%iger Wahrscheinlichkeit wird der gegenwärtige Einbruch zwischen Anfang 2005 und Ende 2013 wieder ausgeglichen sein.