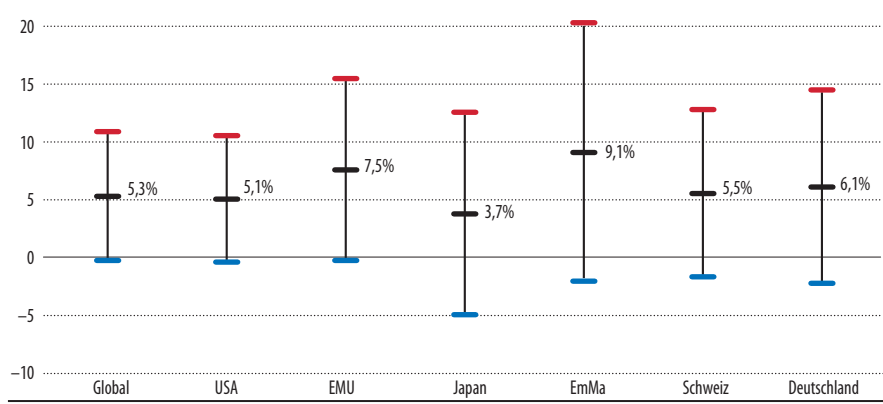




Achterbahn Aktienmarkt: Positive Renditen im nächsten Jahrzehnt.

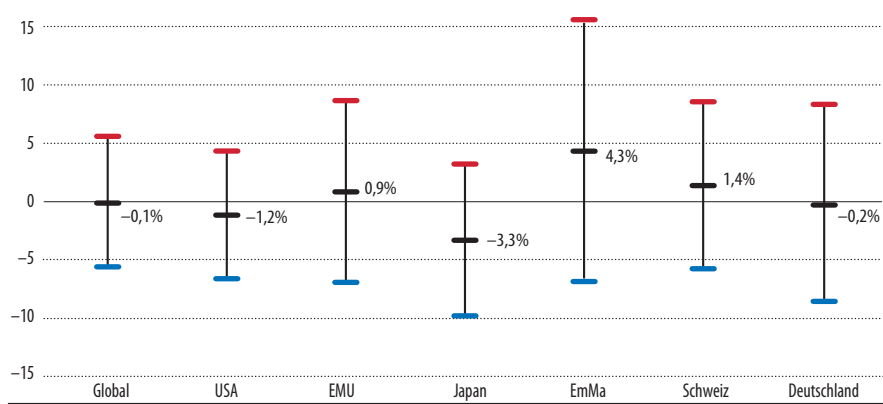
**Aktienrenditen in den nächsten 10 Jahren in Lokalwährung (Kernszenario)**

Die mögliche Rendite beschreibt den durchschnittlichen Gesamtertrag pro Jahr über die nächsten 10 Jahre. Obere und untere Bandbreite sind so festgelegt, dass die jährliche Rendite mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% im angegebenen Intervall liegt.



**Aktienrenditen in den nächsten 10 Jahren in Lokalwährung (Worst-Case-Szenario)**

Die mögliche Rendite beschreibt den durchschnittlichen Gesamtertrag pro Jahr über die nächsten 10 Jahre. Obere und untere Bandbreite sind so festgelegt, dass die jährliche Rendite mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% im angegebenen Intervall liegt.



# Der Sommer bringt Euro-Tiefkurse

**MONATLICHE WECHSELKURSPROGNOSE** Druck auf die Gemeinschaftswährung nimmt vorerst zu

Der Euro ist schwer unter Druck geraten. Am Montag notierte er zeitweise nur 1.207 \$/€. Die Zweifel wachsen, ob sich Griechenland in der Eurozone halten kann. Die monatlich von «Finanz und Wirtschaft» befragten Devisenspezialisten rechnen nicht mit einer raschen Erholung der Gemeinschaftswährung, sondern stellen sich auf einen heißen Sommer ein. Momentan ist nicht der Contrarian gefragt, der einen kühlen Kopf behält und bewusst gegen die herrschende Panik wettet. Sondern man folgt besser dem Herdeninstinkt: dem ungunstigen Gefühl, dass noch manche negative politische Überraschung und bisher nicht berücksichtigte Finanzierungslücke ansteht. Diese Ungewissheiten werden sich, darin sind sich alle einig, negativ auf den Kurs des Euros auswirken. Notierungen unter 1.20 \$ pro 1 € sind kaum noch aufzuhalten.

**Keine Unterstützung**

Das Sentiment sei negativ, argumentiert Bernd Berg von der Credit Suisse. Schon nach dem EU-Gipfel hätten sich die Umstände gegen den Euro gewendet. Dieser habe an «Zinsunterstützung» verloren, weil die Europäische Zentralbank Anfang des Monats die Leitzinsen herabgesetzt habe. Der leichte Renditevorteil von Euro gegenüber Dollaranlagen am Geldmarkt schmolz daraufhin. Ausserdem beschloss die US-Zentralbank keine weitere geldpolitische Lockerung (QE3). Sie hätte damit den Dollarkurs sicherlich gedrückt,

stattdessen bleibt der Greenback solide unterstützt. Auch das ist eine negative Erkenntnis für alle, die auf eine rasche Kurserstärkung des Euros gesetzt hatten. Die mittelfristigen Annahmen der Experten sind unverändert. Commerzbank und Credit Suisse sehen wenig Erholungspotenzial für den Euro und lassen durchblicken, dass die Prognosen bald schon tiefer liegen könnten. Barclays Capital geht von einer stetigen Abschwächung aus und erwartet, dass 1 € ab dem nächsten Jahr dauerhaft weniger als 1.20 \$ kosten wird. Das Researchteam kalkuliert in einer separaten Langfristprognose Jahresdurchschnitte von 1.16, 1.17, 1.18 und 1.19 \$/€ in zwei, drei, vier resp. fünf Jahren. Für Goldman Sachs ist dieses Szenario schwer vorstellbar. Es sei denn, man nehme an, dass der Euro ein halbes Jahrzehnt lang unter seiner fundamental fairen Kursbewertung bleibt. Denn gemäss den Berechnungen des Devisenteams der Bank ist der Euro schon heute unterbewertet – zum ersten Mal seit neun Jahren. Es bezieht sich dabei auf den um Inflationsdifferenzen bereinigten gewichteten Durchschnitt der Wechselkurse gegenüber den Haupthandelspartnern der Eurozone. Goldman Sachs gesteht zwar zu, dass der Euro in der nahen Zukunft abwertungsverdächtig bleibt. Aber mittelfristig dürften auch die fundamentalen Schwächen der USA nicht ausgeklammert werden: das hohe Leistungsbilanzdefizit und der Zwang, die Staatsfinanzen zu sanie-

# Ansehnliche Renditen im nächsten Jahrzehnt

Die Modellierung langfristiger Aktienrenditen auf Basis von Fundamentaldaten stimmt positiv

ANDREAS HOMBERGER

Neben der Diskussion über die Schuldenkrise fragen sich momentan viele Anleger, ob die Dekade 2012 bis 2022 wiederum ein verloreres Jahrzehnt für Aktienanlagen wird. Geprägt von den Nullrenditen im letzten Jahrzehnt und den aktuellen ökonomischen Herausforderungen erwarten viele Investoren für die Zukunft keine grossen Renditechancen. Eine Modellierung auf Basis der momentan verfügbaren bzw. geschätzten ökonomischen Daten ergibt jedoch ein verhalten optimistisches Bild. Gründe für den Optimismus sind eine moderate Bewertung sowie im historischen Vergleich hohe Dividendenrenditen.

**Chancen modellieren**

Basis der Modellierung ist eine Dekomposition der möglichen Aktienrenditen in vier Komponenten: aktuelle Dividendenrenditen, Aktienrückkäufe (abzüglich Nettoneu-emissionen), Dividendenwachstum und Veränderungen der Bewertung. Die Summe dieser vier Faktoren ergibt die mögliche durchschnittliche Aktienrendite pro Jahr über das nächste Jahrzehnt.

Die aktuelle Dividendenrendite kann direkt am Markt beobachtet werden. Bei Aktienrückkäufen und Nettoneu-emissionen liegen keine sauberen Daten vor, sodass wir auf Schätzungen aus wissenschaftlichen Dokumenten zurückgreifen. Das Dividendenwachstum sollte langfristig in etwa dem Wachstum des Volkseinkommens im jeweiligen Währungsraum entsprechen. Das Wirtschaftswachstum wird mit zwei Ansätzen modelliert.

Zum einen wird das reale Trendwachstum für die nächste Dekade verwendet, das anhand eines empirischen Modells von Wellershoff & Partners geschätzt wird. Dieses Modell baut auf drei Faktoren auf: Demografie, Entwicklung der Spar- und der Investitionsquoten sowie Ausbreitung des technologischen Fortschritts. Zum anderen muss die Inflationsrate für die nächste Dekade geschätzt werden. Dies geschieht mit komplexen Modellen (sogenannten vektorautoregressiven Modellen) sowie einer qualitativen Analyse. Die Ver-

änderungen der Bewertung werden auf Basis des zyklisch adjustierten Kurs-Gewinn-Verhältnisses (Shiller-KGV) analysiert, das die aktuellen Preise durch den Durchschnittsgewinn der letzten zehn Jahre dividiert.

Um die Bewertungsanpassung zu bestimmen, braucht es drei Parameter: das aktuelle Shiller-KGV, eine Schätzung für das neutrale Shiller-KGV (vgl. Textbox) und den Zeitraum zur Anpassung an den neutralen Wert (hier zehn Jahre). Die aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnisse können aus den Marktdaten bestimmt werden. Für die neutralen KGV wurden Werte festgelegt, die konsistent mit der historischen Entwicklung und unserer Einschätzung von fairen Shiller-KGV sind.

Werden nun die vier Komponenten zusammengefasst, erhält man folgende Werte für die möglichen Renditen der Aktien in Lokalwährung während der nächsten zehn Jahre (vgl. Grafik 1): Für die Industrieländer ergeben sich im Kernszenario mit Ausnahme Japans mögliche nominale Renditen pro Jahr zwischen etwa 5 und 7,5%. Für die USA und die Europäische Währungsunion sind die Werte recht unterschiedlich. In Europa sind Dividendenrendite und Bewertungsveränderung sehr positiv, während in den USA die Werte wesentlich schwächer ausfallen. Die möglichen Renditen für Schwellenländer sind deutlich höher als für Industrieländer. Die

Gründe hierfür sind schnelleres Wirtschaftswachstum, höhere Inflation sowie die moderate Bewertung. Die obere Grenze für die möglichen Renditen liegt zwischen 10 und 20%, während die untere Grenze bei 0 bis 5% liegt.

**Besser als erwartet**

In einem Worst-Case-Szenario, bei dem das reale Wirtschaftswachstum um 0% für die Industrieländer sowie 2,5% für die Schwellenländer beträgt und die neutralen Shiller-KGV auf historische Tiefwerte gesetzt werden, resultieren immer noch mögliche Renditen von etwa 0% (vgl. Grafik 2). Im Gegensatz zu heute wären vor zehn Jahren die möglichen Renditen viel tiefer ausgefallen. Damals waren die Bewertung extrem hoch – das Shiller-KGV für die USA betrug etwa 45. Die Dividendenrendite hingegen war mit ca. 1,15% viel tiefer, und die möglichen Renditen lagen für das Kernszenario bei 0%.

Das Modell hat jedoch drei kritische Aspekte: Die Annahme, dass Gewinne und Dividenden auf einem Horizont von zehn Jahren in Einklang mit dem BIP wachsen, ist empirisch ein sehr kurzer Zeitraum. Zudem gibt es kein Modell zur analytischen Bestimmung von neutralen KGV. Drittens liegen, wie erwähnt, keine sauberen Daten zur Schätzung von Aktienrückkäufen und Nettoneu-emissionen vor.

Mit realistischen Annahmen zur ökonomischen Entwicklung der nächsten zehn Jahre können also Aktienmarkrenditen pro Jahr von etwa 5 bis 7,5% für Industrie- und etwa 9% für Schwellenländer erreicht werden. Mit dem gleichen Modell konnten zu Beginn der letzten Dekade nur Renditen um 0% erwartet werden. Die ansehnlichen Erwartungen werden gestützt durch derzeit hohe Dividendenrenditen und moderate Bewertungen. Das langsamere Wirtschaftswachstum macht sich zwar negativ bemerkbar, reicht aber nicht aus, um die positiven Effekte zu neutralisieren. Für viele Investoren dürften diese Renditeperspektiven deutlich besser sein, als sie es derzeit erwarten.

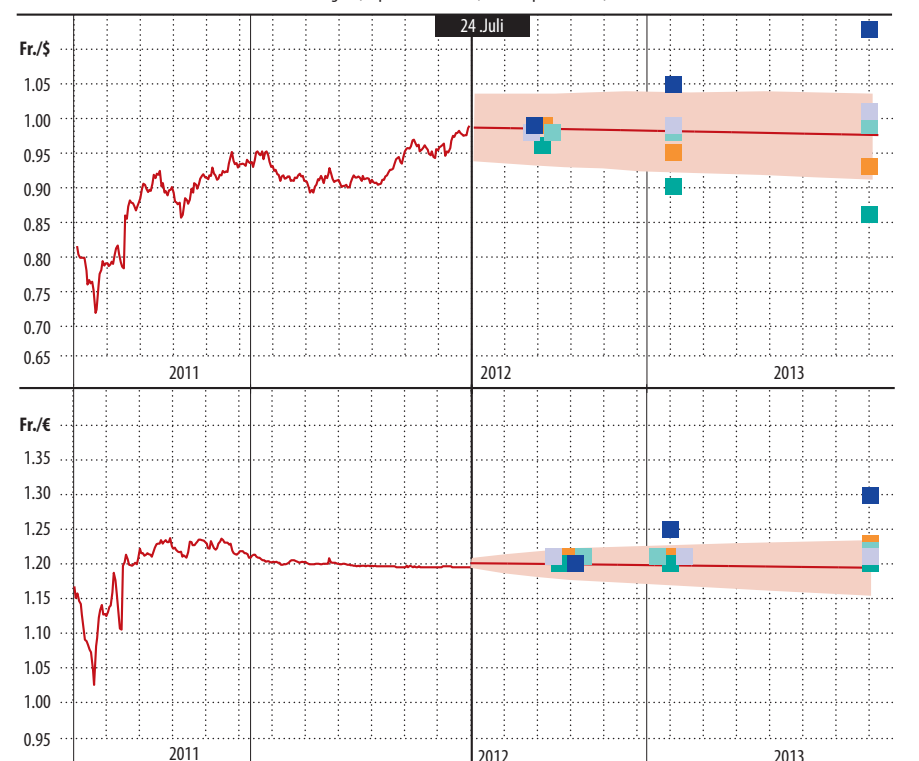
Andreas Homberger ist Chief Investment Officer der Privatbank Maerki Baumann.

## Shiller-KGV

Das sogenannte **Shiller-KGV** ist definiert als Quotient aus aktuellem Indexstand und durchschnittlichem Indexgewinn der letzten zehn Jahre. Das Shiller-KGV **eliminiert den Einfluss des Wirtschaftszyklus auf das KGV** und eignet sich besser als Bewertungsmaß und Prognosevariable als das normale KGV. «**Neutrale KGV richten sich an langfristigen historischen Durchschnitt**en aus sowie an unserer (subjektiven) Einschätzung, inwieweit es in den nächsten zehn Jahren Abweichungen davon geben könnte. Die Durchschnittswerte liegen für Industrieländer bei rund 15 und für Schwellenländer bei etwa 11. **AH**

**Wechselkursprognosen**

Forward-Kurs, d.h. Kassakurs unter Berücksichtigung der Zinsdifferenz zum Terminusdatum  
Vom Markt erwartete maximale Kursschwankungen (implizite Volatilität, Basis: Optionskurse)



	Barclays Capital	Commerzbank	Credit Suisse	Goldman Sachs	UBS
<b>Fr./\$ (Kassakurs: 0.99)</b>					
3 Monate	0.99	0.98	0.98	0.96	0.99
6 Monate	1.05	0.99	0.98	0.90	0.95
12 Monate	1.13	1.01	0.99	0.86	0.93
<b>Fr./€ (Kassakurs: 1.20)</b>					
3 Monate	1.20	1.21	1.21	1.20	1.21
6 Monate	1.25	1.21	1.21	1.20	1.21
12 Monate	1.30	1.21	1.22	1.20	1.23
<b>\$/€ (Kassakurs: 1.21)</b>					
3 Monate	1.21	1.23	1.23	1.25	1.22
6 Monate	1.19	1.22	1.23	1.33	1.28
12 Monate	1.15	1.19	1.23	1.40	1.32