



Deutsche Aktien sind im Vergleich zu Anleihen derzeit besonders günstig bewertet: Börse Frankfurt.

BILD: MARTIN MOYTER/IMMAGINEBROKER/NESTOR

Attraktive Risikoprämien

Aus Bewertungssicht sind Aktien den Anleihen vorzuziehen. Das gilt auch für die Schweiz.

GREGOR MAST

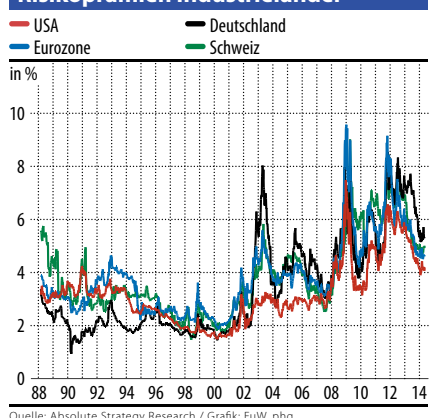
Aktien sind attraktiv bewertet, hört man dieser Tage immer wieder. Um diese Aussage zu untermauern, greifen Experten gerne auf das sogenannte Fed-Modell zurück, welches die Gewinnrendite des Aktienmarkts mit der Anleihenverzinsung vergleicht (vgl. Glossar unten). Die Differenz wird häufig als Aktienrisikoprämie bezeichnet.

Das Fed-Modell weist allerdings einen gravierenden Mangel auf: Zur Berechnung der Gewinnrendite, die dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) entspricht, wird auf den Gewinn pro Aktie des letzten oder den geschätzten Gewinn des nächsten Jahres zurückgegriffen. Weil Aktien den Anspruch auf einen langfristigen Zahlungsstrom verkörpern und die Gewinne über den Konjunkturzyklus stark schwanken, greift diese Betrachtung zu kurz. So werden die Gewinne im Aufschwung in der Regel über- und in der Rezession unterschätzt.

Umfassender Ansatz

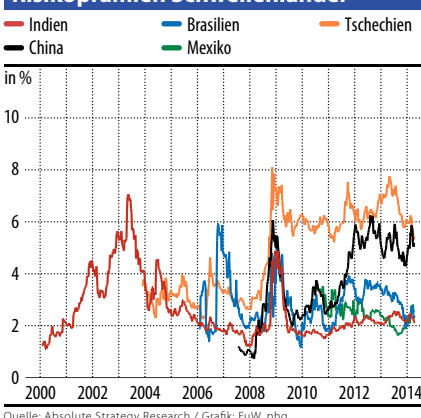
Einen umfassenderen Ansatz verfolgt die Londoner Analyseboutique Absolute Strategy Research (ASR), welche die Ak-

Risikoprämien Industrieländer



Quelle: Absolute Strategy Research / Grafik: FuW, phg

Risikoprämien Schwellenländer



Quelle: Absolute Strategy Research / Grafik: FuW, phg

tiensrisikoprämie aufgrund von neun Modellen schätzt. Darunter findet sich auch das Fed-Modell. Nur wird das KGV nicht ausschliesslich aufgrund der geschätzten, sondern auch mit den über zehn Jahre geglätteten sowie den langfristigen Trendgewinnen berechnet. Weiter kommen dividendenbasierte Methoden und Residual-Income-Modelle zur Anwendung. Der Mittelwert aller neun Modelle entspricht der von ASR errechneten Risikoprämie.

Und was sind die Erkenntnisse? Wie der unteren Grafik entnommen werden kann, bewegt sich die Prämie für die

meisten Märkte zwischen 4 und 6% und liegt damit über dem historischen Mittel. Aktien sind demnach attraktiv bewertet. Unter den besonders günstigen Börsenplätzen figurieren mit Tschechien, Russland, China und Ungarn viele Vertreter aus den Schwellenländern. Eher überraschend schneidet der deutsche Aktienmarkt ebenfalls in der Spitzengruppe ab. Die rekordtiefen Zinsen finden offensichtlich keinen Niederschlag in der Aktienbewertung. Dasselbe gilt mit leichten Abstrichen auch für die Schweizer Börse.

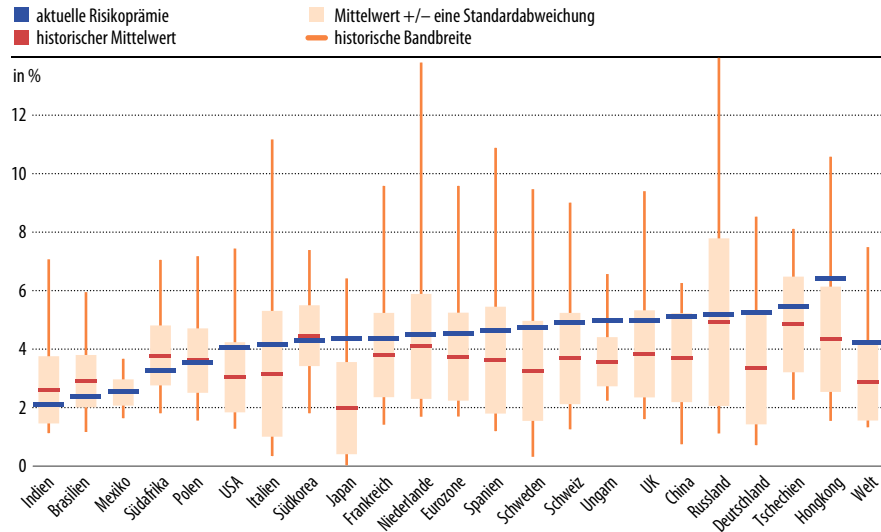
Die Schwellenländer dominieren jedoch nicht nur die Hitliste der attraktivsten Märkte, sondern stellen mit Indien, Brasilien, Mexiko, Südafrika und Polen auch die teuersten Börsen. Während die stolze Bewertung Indiens und Mexikos auch von anderen Indikatoren bestätigt wird, leidet Brasilien unter den hohen Zinsen. Sollten diese irgendwann sinken, dürften trotz der scheinbar hohen Bewertung kräftige Aktiengewinne locken.

Relatives Konzept

Anschauungsunterricht lieferten diesbezüglich die Börsen Italiens und Spaniens, deren Höhenflug durch fallende Staatsanleihenrenditen erst ermöglicht wurde. Hätten Anleger nur auf die Risikoprämie geschaut, wäre ihnen diese Chance entgangen. Charles Cara von ASR entgegnet jedoch zu Recht, dass man mit lokalen Staatsanleihen den Aktienmarkt geschlagen hätte – die Aussage des Bewertungsmodells war also nicht falsch.

Trotz der von ASR vorgenommenen Verbesserungen bleibt die Risikoprämie ein relatives Konzept. Im Vergleich zur kümmerlichen Verzinsung auf Anleihen wirken Aktien gegenwärtig tatsächlich attraktiv. Nur verspricht das nicht zwingend überdurchschnittliche Aktienrenditen – im Gegenteil: Wenn die Zinsen eines Tages steigen, relativiert sich das Bewertungsargument. Dasselbe gilt mit umgekehrten Vorzeichen für Länder mit (zu) hohen Zinsen. Beim Betrachten der Aktienrisikoprämie muss deshalb immer auch die Bewertung des Anleihenmarkts im Auge behalten werden.

Globale Aktienrisikoprämien im historischen Vergleich



Quelle: Absolute Strategy Research / Grafik: FuW, phg

Was ist die Aktienrisikoprämie?

Das Konzept der Aktienrisikoprämie ist in Anlegerkreisen äusserst beliebt. Trotzdem fehlt eine einheitliche Begriffsdefinition. Am besten greifbar ist die rückwärts gerichtete Betrachtung. Dabei entspricht die Risikoprämie der realisierten Performancedifferenz zwischen Aktien und Anleihen. Gemäss Finanztheorie müssen Aktien wegen des höheren Risikos langfristig besser abschneiden als Obligationen.

Für Anleger aufschlussreicher sind vorwärts gerichtete Konzepte. Am bekanntes-

ten ist wohl das nach der US-Notenbank benannte Fed-Modell, das die Gewinnrendite der Aktien – den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses – der Verzinsung am Anleihenmarkt gegenüberstellt. Je höher die Differenz, desto attraktiver sind Aktien im Vergleich zu Festverzinslichen bewertet. Weiter existieren umfragebasierte und implizite Risikoprämien. Letztere entsprechen der reinsten Form, sind aber von Annahmen abhängig und lassen sich deshalb nicht direkt beobachten. **GM**

«Wer auf den Dollar setzt, braucht Geduld»

DEVISENPROGNOSEN Vorerst wird der Euro noch fest notieren.

ANDREAS NEINHAUS

Es gibt Ereignisse, die erinnern an exakt gleiche Vorfälle in der Vergangenheit. Ein solches Déjà-vu lässt sich an den Devisenmärkten beobachten. Der Euro notiert rekordverdächtig fest zum Dollar, obwohl alles für eine Aufwertung der US-Valuta spricht, nicht zuletzt die Erwartung, dass die Notenbank in den USA die Zinsen früher straffen wird als die Europäische Zentralbank (EZB). Währungsanalysten sagen einen Rückgang des Euro-Wechselkurses voraus. Aber die Notierungen klettern nach oben...

Vor einem Jahr, im Mai 2013, kündigte die US-Notenbank erstmals an, sie werde die Anleiheaufkäufe bald zurückfahren. In Übersee wurde also bereits über die geldpolitische Wende nachgedacht, während die Eurozone von einem solchen Szenario weiter denn je entfernt war. Die Konstellation sprach für eine Aufwertung des Greenback. Viele Investoren gingen zu damals 1.29\$/€ respektive 96 Rp./\$ «Long-Dollar». Nur wertete sich der Dollar nicht auf. Diese Woche kostet 1€ 1.38\$, und für 1\$ müssen nur noch 88 Rp. bezahlt werden. Der Dollar hat sich damit 7% zum Euro und 10% zum Franken abgewertet.

Und was prognostizieren die Auguren heute? Richtig: einen stärkeren Dollar.

Goldman Sachs denkt um

Am Freitag schwenkte die letzte der von «Finanz und Wirtschaft» monatlich befragten Banken um und befindet sich nun mit den anderen im Lager der Dollarbullen. Goldman Sachs setzt auf eine schlechtere Aufwertung bis 1.34\$/€ in sechs und 1.30\$/€ in zwölf Monaten. Bislang hatte das Devisenteam unter der Leitung von Thomas Stolper einen auf 1.40\$ festen Euro prognostiziert und war damit, zumindest 2013, richtig gelegen. Dass der Wechsel ins Dollarlager fast zeitgleich mit dem Weggang Stolpers von der US-Bank zusammenfällt, mag Zufall sein.

Das Forex-Team unter neuer Leitung geht nun davon aus, dass sich das US-Wirtschaftswachstum dieses Jahr kräftig beschleunigt. Für sich genommen sollte das schon den Dollar stärken. Zusätzlich werde der Ölpreis sinken, was erfahrungsgemäss mit einem Anstieg des Dollarkur-

ses einhergehe. Die USA sind Nettoimporteur des Rohstoffs. Ein Preisrückgang verringert das Leistungsbilanzdefizit und entlastet den Abgabedruck auf dem Dollar. GS hat die Zusammenhänge eingehend untersucht (fuw.ch/160414-1).

«Wer auf den Dollar setzt, braucht Geduld», sagt Marcus Hettinger, verantwortlich für die Währungsprognosen bei Credit Suisse. Er argumentiert, dass die amerikanischen Wirtschaftsdaten noch nicht robust genug ausfallen, damit der Markt eine Leitzinserhöhung in den Dollarnotierungen einkalkuliert. Deshalb fehlt dem Greenback die Voraussetzung, um durchstarten zu können.

Auch mit Faktoren, die den Euro belasten, sei kurzfristig nicht zu rechnen: Die EZB werde die Zinsen so bald nicht senken. Hettinger geht von einer Lockerung frühestens im Sommer aus, vorausgesetzt, die Inflation bleibt tief. Auch ein Eurokurs über 1.40\$ würde die EZB dazu bringen, die Zinsen zu senken, um die Eurostärke zu brechen.

Interessante Kurschancen

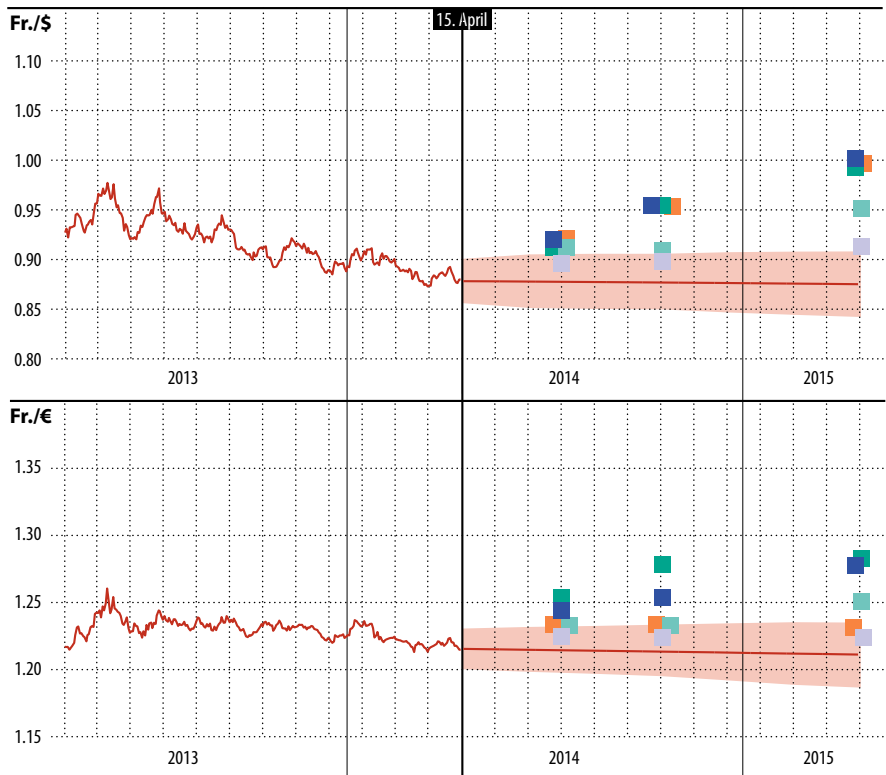
Dass die EZB etwas unternehmen muss, wird immer offensichtlicher. «Die Staaten können die Konjunktur nicht in Fahrt bringen, dazu braucht es die EZB», sagt UBS-Devisenstrateg Tom Flury. Die Grossbank hat sich für eine Erholung des Dollars positioniert. Die Aussichten seien interessant: Flury prognostiziert bis in einem Jahr 11 Rp. Gewinn gegenüber dem Franken und 15 US-Cts. zum Euro.

Nur läuft momentan die Entwicklung an den Devisenmärkten noch in die entgegengesetzte Richtung. Die Abgaben im Dollar, die derzeit zu beobachten sind, seien reine «Verleiderverkäufe», sagt Flury. «Investoren steigen aus ihren Dollarpositionen aus, nachdem sie lange an ihnen festgehalten und dem Gegenwind getrotzt haben.» Viele von ihnen seien von der Fed-Chefin Janet Yellen enttäuscht. Der Rückgang der US-Anleihenrenditen zusammen mit dem Dollar lege nahe, dass der Markt daran zu zweifeln beginne, ob das Fed die Anleiheaufkäufe überhaupt im versprochenen Tempo zurückfahre.

Wer also auch 2014 auf den Dollar setzt, braucht gute Nerven. Am Ende sollte er für seine Standfestigkeit diesmal aber belohnt werden.

Wechselkursprognosen

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



	Barclays Capital	Commerzbank	Credit Suisse	Goldman Sachs	UBS
Fr./\$ (Kassakurs: 0.88)					
3 Monate	0.92	0.88	0.91	0.91	0.92
6 Monate	0.96	0.89	0.91	0.96	0.96
12 Monate	1.00	0.91	0.95	0.98	0.99
Fr./€ (Kassakurs: 1.22)					
3 Monate	1.24	1.22	1.23	1.25	1.23
6 Monate	1.25	1.22	1.23	1.28	1.23
12 Monate	1.27	1.22	1.25	1.28	1.23
\$/€ (Kassakurs: 1.38)					
3 Monate	1.35	1.38	1.35	1.38	1.34
6 Monate	1.30	1.37	1.35	1.34	1.28
12 Monate	1.27	1.34	1.31	1.30	1.24