



Anlagestrategie und Investment

Aktie – die „neue Sicherheit“ im Depot?

Definiert der Anleger „Sicherheit“ als Kaufkraftherhalt, so waren Aktien in der Historie über einen langen Anlagehorizont von über 10 Jahren so betrachtet „sicherer“ als Anleihen.

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



Inhalt

- 4 **Aktie – die „neue Sicherheit“ im Depot?**
- 4 **Wachstumsstory Aktie**
- 6 **Aktien: sicherer als Anleihen?**
- 8 **Aktien-Risikoprämien und Renditebeiträge – historischer Blick**
- 14 **Aktien-Risikoprämien und Renditebeiträge – ein Blick in die Zukunft**
- 16 **Aktien-Risikoprämien und Renditebeiträge – ein Alternativ-Szenario**
- 17 **Verstehen. Handeln.**

Impressum

Allianz Global Investors Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42 – 44
60323 Frankfurt am Main

Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn), Stefan Scheurer (st),
Seong Hyun Hwang

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter
www.allianzglobalinvestors.de
Alle Publikationen sind abonnierbar unter
www.allianzglobalinvestors.de/newsletter
Verpassen Sie auch unsere Podcasts nicht:
www.allianzgi.de/podcast

Aktie – die „neue Sicherheit“ im Depot?

Nach den weltweiten Rekordniveaus vieler Aktienmarktindizes sind Anleger verunsichert: Lohnt sich der Einstieg noch oder droht in naher Zukunft ein Absturz? Wir vergleichen die Aktienanlage damals mit heute und stellen fest: Aktien sind eine langfristige Wachstumsstory und das Fundament für ein Anhalten dieses Trends scheint intakt.



Mehr zum Thema „Behavioral Finance“ lesen Sie in unserer Studie „Überliste dich selbst!“, abrufbar unter: www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse

Mancher mag sich beim Lesen der Schlagzeilen über die Rekordstände der Aktien wünschen, mehr oder sogar überhaupt im Aktienmarkt investiert gewesen zu sein. Vermutlich ist der Grund des Zögerns bzw. des Nichthandelns in der Theorie der „Behavioral Finance“ zu suchen. Anleger sind in der Regel verlustavers und handeln eben nicht rein rational. Das heißt, steigende Verluste wiegen schwerer als zusätzliche Erträge. Und mit den Krisen des noch jungen Jahrhunderts, bei denen Aktienmärkte nahezu 50% verloren, sind viele ein „gebranntes Kind“. Die Gefahr dabei: Anlegeraugen zu verschließen und vielleicht verkennen, dass hinter der

Aktienanlage eine langfristige Wachstumsstory steckt. Aktien können über einen 30-jährigen Anlagezeitraum mehr „Sicherheit“ bieten als Staatsanleihen hoher Bonität und der Einstieg als Langfristinvestor in das Aktiensegment lohnt sich noch immer – zumindest wenn bei der „Sicherheit“ der Kaufkraftherhalt mit berücksichtigt wird.

Wachstumsstory Aktie

Die langfristige Erfolgsgeschichte der Aktien(anlage) ist eigentlich wenig überraschend. Ein Blick auf ihr Fundament, das reale volkswirtschaftliche Wachstum, zeigt: Über

die letzten 200 Jahre ist der Breitenwohlstand vor allem in den Industriestaaten enorm gewachsen. Gemessen am realen (inflationsbereinigten) Bruttosozialprodukt betrug das durchschnittliche Wachstum seit 1800 in den Industriestaaten wie den USA 3% p. a., UK 4% oder Frankreich 3% und in den Schwellenländern circa 4% p. a.¹ Der Aktionär, der mit der Aktie als Eigenkapitalanteil eine Beteiligung am Produktivvermögen eines Unternehmens bzw. auf makroökonomischer Ebene einer Volkswirtschaft hat, konnte in der Vergangenheit größtenteils an diesem Wohlstand partizipieren – nur wenige andere Anlageformen bieten das. Denn mit dem langfristigen Wirtschaftswachstum geht zumeist ein Gewinnwachstum einher – unabhängig davon, ob dieses aus steigenden Umsätzen, einem effizienteren Einsatz von Arbeitskräften und/oder Kapital generiert wurde oder ob der Umsatz im In- oder Ausland erwirtschaftet wurde. Der Aktionär sollte profitieren, vorausgesetzt er beteiligt sich an den erfolgreichen Firmen.

Ein Blick in die Vergangenheit der USA – wo die längste historische Zeitreihe verfügbar ist und sich Erkenntnisse daraus vielfach auch auf andere Regionen übertragen lassen – zeigt zudem: Die Unternehmensgewinne sind seit 1871 um knapp 4% p. a. nominal

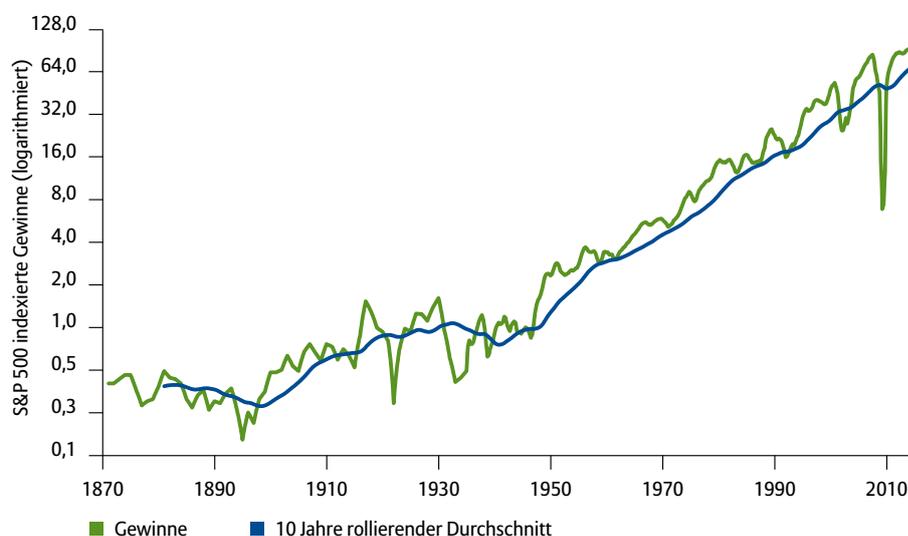
gestiegen, trotz zahlreicher tiefer Rezessionen (siehe Schaubild 1). So gab es in den letzten beiden Jahrhunderten verschiedene Krisen, von der Gründerkrise 1871 bis zur Finanz- und Schuldenkrise 2008, die von den Unternehmen zu überwinden waren. So sarkastisch es sich auch anhören mag – die wichtige Erkenntnis aus den Krisen nicht nur der letzten Jahre, sondern der ganzen Wirtschaftsgeschichte seit Entdeckung der Dampfmaschine Ende des 18. Jahrhunderts lautet: Krisen gehören zum Wohlstand dazu, sie sind Ausdruck einer „Schöpferischen Zerstörung“ (Joseph Schumpeter), die Altes zerstört und Neues schafft.

In Einklang mit dem Wachstum der US-Unternehmensgewinne kletterten auch die Kurse des amerikanischen Aktienmarktes in den letzten 213 Jahren. Der Kursindex des S&P 500 (Standard & Poor's) stieg im Zeitraum 1. Januar 1871 bis 31. Dezember 2013 von 4,44 auf 1.843 Indexpunkte, ein Anstieg von im Durchschnitt nominal rund 4,3% p. a. (siehe Schaubild 2). Werden die reinvestierten Beiträge der Dividenden hinzugerechnet, deren Rendite im Mittel circa 4,4% betrug und die gut die Hälfte der Performance ausmachen, so ergibt sich umgerechnet ein sogenannter Total Return (Performanceindex) von über 800.000 Indexpunkten. Das entspricht

¹ Geometrische Jahresdurchschnitte von 1800 bis Ende 2013; Quellen: New Maddison Data Project Database, 2013; International Monetary Fund (IMF), „World Economic Outlook“, 2013; Allianz Global Investors.

Schaubild 1: Gewinnwachstum dank „Schöpferischer Zerstörung“

S&P 500 Unternehmensgewinne von 1871 bis 2013 (indexiert, logarithmiert)



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Quelle: Robert J. Shiller Database, eigene Berechnungen, Allianz GI Capital Markets & Thematic Research; 31.12.2013

einem historischen Anstieg des S&P 500 von 8,7% p. a. Mit dem Aktiendepot der Ur-ur-ur-Großeltern im Gegenwert von damals 100 US-Dollar wären die Erben heute Millionäre mit einem Vermögenswert von circa 15 Millionen US-Dollar.

Folglich war die Aktienanlage eine Erfolgsgeschichte, wenngleich die Nerven des Anlegers durchaus strapaziert wurden. Langfristig stellen wir allerdings fest, dass Aktien sogar „sicherer“ erscheinen als Anleihen.

Aktien: sicherer als Anleihen?

Zugegeben – eine provokante These. Es kommt vor allem darauf an: Wie definiert der Anleger Sicherheit bzw. Risiko? Und welchen Anlagehorizont betrachtet er? Vielfach wird das Risiko einer Anlageklasse gemessen an ihrer jährlichen Schwankungsbreite, sprich Volatilität per annum. Und mit Blick auf diesen Risikomaßstab war die Aktie in der Vergangenheit in der Tat vielfach risikoreicher als andere Anlagen. Die jährlichen Schwan-

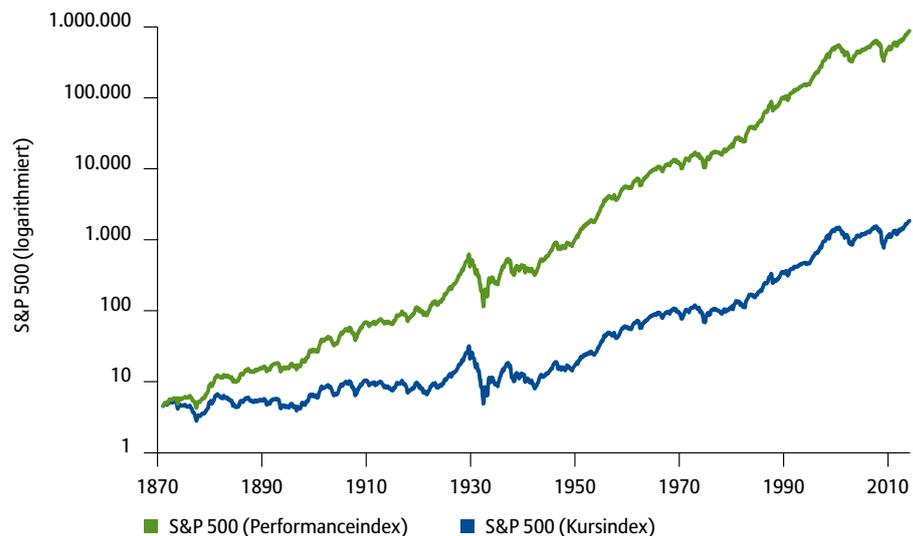
kungen reichten von –38% (im Jahr 1932) bis +67% (Jahr 1862, siehe Schaubild 3). Der maximale Verlust bei Staatsanleihen während eines Jahres von –22% (1864) fiel dagegen etwas geringer aus, es wurden aber auch „nur“ rund +35% im Optimum erzielt (1982). Der Einstiegszeitpunkt spielte somit keine ganz unbedeutende Rolle. Überraschend: Selbst mit kurzläufigen Geldmarktpapieren (3-Monats-T-Bills) erlitten die Sparer im Zuge inflationärer Tendenzen durchaus einen größeren Verlust. Die Renditespanne erstreckte sich hier von knapp –16% (1948) bis circa +24% (1801).

Das Risiko lässt sich zwar nicht ausschalten, aber es lässt sich steuern. Je länger der Anlagehorizont, desto unbedeutender scheint der Zeitpunkt des Aktienkaufs zu werden. Wer seine Ersparnisse zum Beispiel über einen Zeitraum von fünf Jahren für sich arbeiten lassen konnte, der musste über diesen Zeitraum während der letzten 213 Jahre in 36 Fällen Verluste erleiden. Bei einem rollierenden Zehnjahreszeitraum war das nur 16 Mal

Schaubild 2: Aktien – eine Wachstumsstory

Kurs- und Performance Index des S&P 500 von 1871 bis 2013

Durchschnittsrendite (inkl. Dividenden): 8,7% p. a.

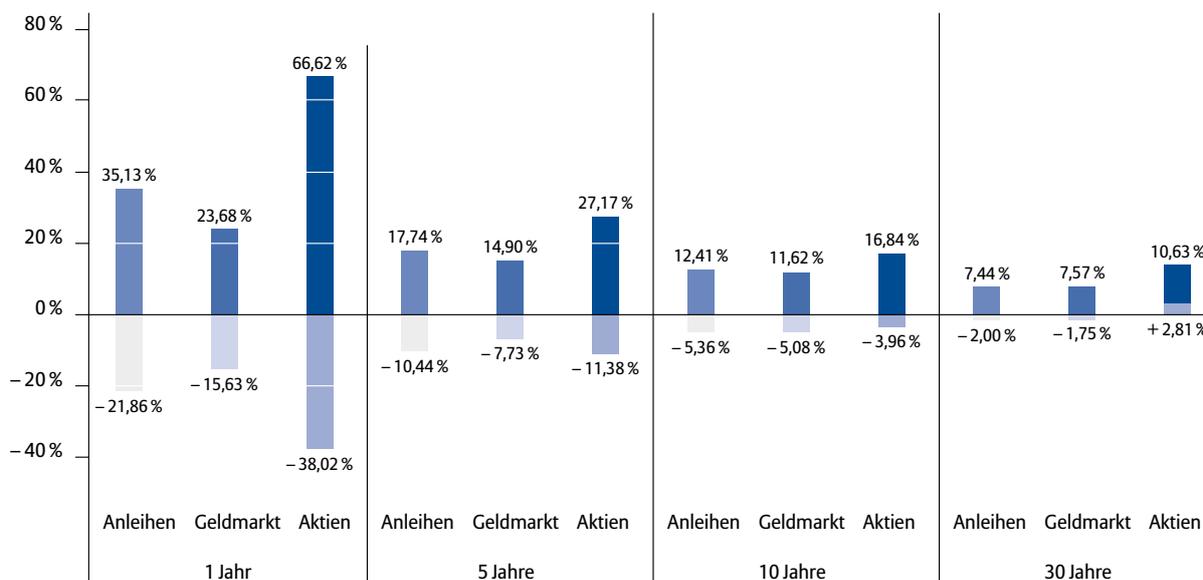


Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Quelle: Robert J. Shiller Database, eigene Berechnungen, Allianz GI Capital Markets & Thematic Research; 31.12.2013

Schaubild 3: Schwankungsbreiten traditioneller Anlageklassen von 1800 bis 2013

Höchst- und Tiefstwerte rollierender Anlageperioden von traditionellen Anlageklassen gemessen an realen Wertentwicklungen (p.a.) im Zeitraum 1800 bis 2013



Verwendete Benchmarks: Anleihen = 10-jährige US Treasuries (Total Return); Geldmarkt = 3-Monats US T-Bills (Total Return); Aktien = S&P 500 (Total Return) abzüglich der Inflation gemessen am US Consumer Price Index
Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Quelle: Jeremy Siegel database 1801 – 1900 & Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton 1900 – 2009, Datastream 2009–2013, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research; 31.12.2013

der Fall. Eine Beispielrechnung mit US-amerikanischen Aktien des S&P 500 verdeutlicht dies: Von 1800 an wurde die Performance für einen rollierenden Zeitraum über fünf Jahre gemessen (siehe Schaubild 3). Im schlechtesten Fall mussten im Durchschnitt der Jahre 1916 bis 1921 gut 11% Verlust per annum realisiert werden, im besten Fall wurden circa 27% Gewinn erzielt (1924 bis 1929). Interessant: Auch 10-jährige Staatsanleihen erlitten größere Verlustperioden über fünf Jahre. Von 1976 bis 1981 und von 1914 bis 1919 betrug hier der durchschnittliche jährliche Verlust sogar mehr als 10%.

Definiert der Anleger Sicherheit nicht als Schwankungsbreite der Kurse, sondern als Kaufkraftherhalt, das heißt unter Einbeziehung der Inflation, so waren Aktien in der Historie über einen langen Anlagehorizont von über 10 Jahren sogar „sicherer“ als Anleihen (siehe Schaubild 3). Bei der Analyse der 10-jährigen rollierenden Durchschnittsrenditen im selben

Zeitraum der letzten 213 Jahre waren die negativen Ausreißer für Aktien im Vergleich mit kurz- und langlaufenden Staatsanleihen sogar geringer. Ein Aktionär konnte in der Spitze im Zeitraum 1949 bis 1959 real durchschnittlich circa 17% p.a. verdienen, während er im Zuge des Ersten Weltkrieges von 1911 bis 1921 und der ersten Ölkrise 1965 bis 1975 beim Aktienkauf rund 4% p.a. verloren hätte.

US-Anleihebesitzer verzeichneten hingegen mit über –5% p.a. den größeren realen Verlust in der Anlageperiode 1971 bis 1981 – eine Phase stark gestiegener Inflation. Im Vergleich dazu fiel die negative Aktienmarkt-Performance von 2000 bis 2009 während des Platzens der Technologieblase und der Finanzkrise in Höhe von –3% p.a. noch moderat aus. Im Nachhinein wäre das Jahr 2009 übrigens ein guter Einstiegszeitpunkt gewesen, was die alte Börsenweisheit bestätigt: „Kaufen, wenn die Kanonen donnern.“

Bei noch weiterer Verlängerung des Anlagehorizontes stellen wir in der Analyse von rollierenden 30-jährigen Zeitperioden der letzten 213 Jahre immer positive reale Renditen bei Aktien fest. Im Schnitt betrug der Vermögenszuwachs nach Inflation 6,94% p. a. (siehe Schaubild 4). Die niedrigste 30-Jahresrendite betrug im Zeitraum 1903 bis 1933 2,81% p. a., die höchste 10,6% p. a. in der Periode 1857 bis 1887. Zugegeben, alles Zeiträume, die lange in der Vergangenheit liegen. Aber auch die jüngste 30-jährige Aktienmarktperiode kann sich trotz zahlreicher Kapitalmarktverwerfungen im historischen Vergleich sehen lassen. Hätte ein Aktionär im Jahr 1983 US-Aktien gekauft, hätte er einen realen Vermögenszuwachs von knapp 7,5% p. a. verbuchen können.

Hingegen war das Risiko eines realen Vermögensverlustes bei Festgeldanlagen (3-Monats-T-Bills) und Staatsanleihen (10-jährige Laufzeit, US-Treasuries) in den USA durchaus gegeben. So verzeichneten Anleger in Festgeldern in den Zeiträumen 1923 bis 1953 und den folgenden 30-Jahresperioden bis 1980 jeweils einen Kaufkraftverlust. Bei US-Staatspapieren waren es die Periode 1934 bis 1964 und die Folgeperioden bis 1985 – die Zeit der „Finanziellen Repression“. In der Spitze betrug der Verlust bei Festgeldern –1,75% p. a. (1933 bis 1963) und bei 10-jährigen Staatspapieren –2,00% p. a. (1950 bis 1980). Der maximale reale Ertrag mit einer kurzfristigen Geldanlage in Höhe von 7,57% p. a. wurde zwischen 1814 und 1844 erzielt. Das Rekordniveau 30-jähriger Renditen bei US-Staatsanleihen findet sich gar nicht so weit in der Historie: Im Zuge der Nullzinspolitik der Notenbanken sind die Renditen in den letzten Jahren nahe ihrer historischen Tiefststände gesunken. Die Folge: Der Anleiheinvestor verzeichnete in der 30-jährigen Anleihe-Hausse zwischen 1981 und 2011 den größten realen Wertzuwachs mit im Schnitt 7,44% p. a.

Ergo: Wer in volatile Werte investiert, sollte dies nur tun, wenn er das angelegte Kapital nicht kurzfristig für andere Zwecke benötigt. Langfristig und unter Berücksichtigung des Kaufkraftverlusts durch Inflation liegt das größere Risiko für den Anleger, der sein Ver-

mögen wahren bzw. ausbauen möchte, bei Anlagen in Festgeldern und Staatsanleihen höchster Bonität – und weniger bei Aktien. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld dürfte das Risiko bei langfristig zu erwartenden steigenden Zinsen und drohenden Kursverlusten in der Zukunft eher zu- als abnehmen.

Aktien-Risikoprämien und Renditebeiträge – historischer Blick

Bei genauerer Analyse offenbart die historische Zeitreihe rollierender 30-jähriger Renditen bei Aktien weitere für die Wertpapieranlage interessante Erkenntnisse. Beispielsweise lassen sich im Vergleich mit Staatsanleihen die ex-post Risikoprämien für Aktien ableiten, die der Aktionär unter anderem für das höhere (kurzfristige) Schwankungs- bzw. Haftungsrisiko entgolten bekommt. Im Mittel betrug der reale Renditeaufschlag über die letzten 213 Jahre durchschnittlich 3,7% p. a., wobei das Minimum im Zeitraum 1981 bis 2011 bei –0,4% p. a. lag. Das heißt Aktionäre waren in dieser Phase trotz höherer Volatilitäten real nicht besser gestellt als Anleiheinvestoren. In der Spitze, der Nachkriegszeit, betrug der Risikoaufschlag allerdings 11% p. a. (1943 bis 1973).

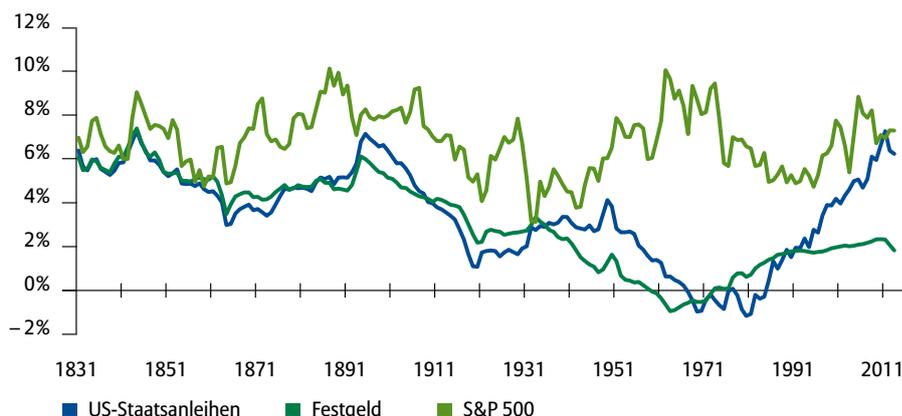
Bei weiterer Zerlegung der Prämie und Analyse der wichtigsten Treiber von Aktienmarkrenditen erscheinen die historisch großen Schwankungen der Risikoprämien wenig verwunderlich. So sollte sich die (nominale) langfristige Aktienmarktrisikoprämie aus der Differenz von Aktienrendite und realem risikofreien Zins, der Inflation sowie der Zeit- und Kreditprämie zusammensetzen (siehe Schaubild 5) – Größen, die über den Zeitablauf nicht konstant waren.

Eine weitere Form der historischen Renditebetrachtung ist, die Aktienmarktentwicklung in Renditebeiträge zu zerlegen – Komponenten resultierend aus:

- Dividendenbeiträgen.
- Gewinnwachstum der Unternehmen.
- Bewertungsexpansion der Aktienmärkte (gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis, bezogen auf die Konzerngewinne der letzten 12 Monate).

Schaubild 4: Aktie langfristig sicherer als Anleihen und Festgeld

Reale rolierende 30-Jahresrendite von US-Aktien, US-Staatsanleihen und Festgeld

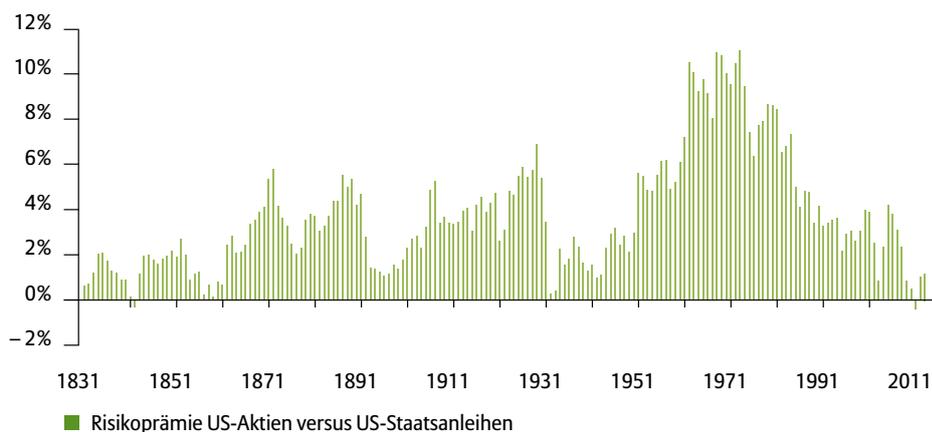


Verwendete Benchmarks: Anleihen = 10-jährige US Treasuries (Total Return); Geldmarkt = 3-Monats US T-Bills (Total Return); Aktien = S&P 500 (Total Return) abzüglich der Inflation gemessen am US Consumer Price Index
Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Quelle: Jeremy Siegel database 1801 – 1900 & Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton 1900 – 2009, Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research; 31.12.2013

Schaubild 5: Anleger partizipieren an der Risikoprämie

Risikoprämie von US-Aktien gegenüber US-Staatsanleihen (Differenz rolrender 30 Jahresrenditen)



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Quelle: Jeremy Siegel database 1801 – 1900 & Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton 1900 – 2009, Datastream 2009 – 2013, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research; 31.12.2013

Hierzu lohnt sich ein Blick auf die globalen Renditebeiträge (Tabelle 1) über die letzten Jahrzehnte seit 1970 (für Schwellenländeraktien seit 1996), die wir in einer Tabelle auf den Seiten 10 und 11 abgetragen haben und in der auch Zeitreihen für andere Aktienmärkte bzw. Regionen verfügbar sind.² So konnten alle Aktionäre in den weltweiten Anlage-

regionen ihr Vermögen (nominale Betrachtung) im Zeitraum 1970 bis Ende 2013 ausbauen. Die durchschnittlichen jährlichen Renditen beliefen sich auf knapp 7% (Japan) bis über 11% (Großbritannien). Schwellenländeraktien verzeichneten seit 1996 ein Plus von circa 7% p. a.

² Gemessen an den durchschnittlichen, monatlich annualisierten Renditen; Benchmark-Indizes: MSCI.

Tabelle 1: Renditebeiträge globaler Aktienmärkte weltweit seit 1970

	Global	USA	Europa	Deutschland	UK
1970–1979					
Rendite p. a.	7,94%	3,74%	10,45%	5,24%	11,21%
Rendite p. a. (EPS Wachstum)	8,82%	7,94%	9,20%	11,92%	13,90%
Rendite p. a. (KGV Wachstum)	-5,55%	-7,99%	-3,96%	-10,48%	-8,27%
Rendite p. a. (Dividendenrendite)	4,13%	4,24%	4,92%	4,38%	5,37%
Rendite p. a. (Residuum, unerklärt)	0,54%	-0,45%	0,29%	-0,58%	0,21%
1980–1989					
Rendite p. a.	18,13%	15,75%	15,98%	13,51%	20,00%
Rendite p. a. (EPS Wachstum)	6,44%	4,86%	7,88%	7,86%	9,40%
Rendite p. a. (KGV Wachstum)	8,23%	6,37%	4,87%	1,98%	6,66%
Rendite p. a. (Dividendenrendite)	3,67%	4,48%	4,62%	4,36%	5,02%
Rendite p. a. (Residuum, unerklärt)	-0,21%	0,04%	-1,39%	-0,70%	-1,08%
1990–1999					
Rendite p. a.	10,84%	16,95%	13,59%	13,19%	13,56%
Rendite p. a. (EPS Wachstum)	3,48%	7,53%	3,11%	5,15%	2,31%
Rendite p. a. (KGV Wachstum)	5,58%	7,44%	7,77%	6,10%	7,71%
Rendite p. a. (Dividendenrendite)	2,28%	2,50%	3,16%	2,75%	4,02%
Rendite p. a. (Residuum, unerklärt)	-0,49%	-0,51%	-0,46%	-0,81%	-0,48%
2000–2009					
Rendite p. a.	1,03%	-0,52%	3,32%	-0,07%	1,77%
Rendite p. a. (EPS Wachstum)	0,31%	-2,27%	3,73%	-0,78%	4,39%
Rendite p. a. (KGV Wachstum)	-2,11%	-0,64%	-4,24%	-1,37%	-6,29%
Rendite p. a. (Dividendenrendite)	2,17%	1,78%	3,00%	2,64%	3,35%
Rendite p. a. (Residuum, unerklärt)	0,66%	0,60%	0,83%	-0,56%	0,32%
2010–2013					
Rendite p. a.	11,33%	14,53%	8,76%	12,53%	9,15%
Rendite p. a. (EPS Wachstum)	19,19%	22,78%	6,52%	25,21%	2,17%
Rendite p. a. (KGV Wachstum)	-10,57%	-10,37%	-1,42%	-15,74%	3,24%
Rendite p. a. (Dividendenrendite)	2,64%	2,05%	3,63%	3,30%	3,57%
Rendite p. a. (Residuum, unerklärt)	0,07%	0,06%	0,04%	-0,25%	0,17%
1970–2013					
Rendite p. a.	9,69%	9,87%	10,65%	8,45%	11,41%
Rendite p. a. (EPS Wachstum)	6,30%	6,43%	6,31%	5,87%	7,11%
Rendite p. a. (KGV Wachstum)	0,41%	0,27%	0,69%	-0,50%	0,10%
Rendite p. a. (Dividendenrendite)	2,98%	3,09%	3,85%	3,45%	4,31%
Rendite p. a. (Residuum, unerklärt)	0,01%	0,08%	-0,19%	-0,36%	-0,10%

Verwendete Benchmarks: Deutschland: MSCI Germany TR, USA: MSCI USA TR, Aktien Global: MSCI World TR, Europa: MSCI Europa TR, UK: MSCI UK TR, Frankreich: MSCI France TR, Italien: MSCI Italy TR, Japan: MSCI Japan TR, Pazifik: MSCI Pacific TR, Emerging Markets: MSCI EM TR, Asien ex Japan: MSCI Asia ex Japan TR, Lateinamerika: MSCI Latin America TR, TR = Total Return; 31.12.2013. *Daten erst seit 01.01.1996 verfügbar.

Frankreich	Italien	Japan	Pazifik	Schwellenländer*	Asien ex Japan*	Lateinamerika*
10,37%	-1,43%	14,46%	3,34%			
-0,90%	n.a.	2,44%	8,95%			
5,29%	n.a.	9,26%	-7,03%			
5,61%	2,96%	2,57%	2,09%			
0,37%	n.a.	0,20%	-0,67%			
19,07%	24,61%	20,24%	24,16%			
16,97%	32,14%	8,77%	13,26%			
-1,12%	-10,23%	10,22%	9,53%			
4,82%	2,43%	1,17%	1,52%			
-1,59%	0,28%	0,08%	-0,15%			
Seit 01.01.1996						
13,41%	11,22%	-4,65%	-0,11%	1,90%	0,50%	9,75%
1,98%	-8,29%	-33,35%	-20,09%	-10,70%	-13,76%	5,87%
9,85%	17,94%	27,21%	18,95%	11,55%	11,53%	3,06%
2,98%	2,32%	0,81%	1,20%	1,82%	2,22%	2,49%
-1,39%	-0,75%	0,68%	-0,17%	-0,76%	0,50%	-1,68%
0,08%	-0,16%	-3,93%	0,34%	10,67%	8,39%	17,50%
2,57%	1,24%	5,50%	38,87%	9,39%	7,99%	12,49%
-5,93%	-6,52%	-11,94%	-39,31%	-2,18%	-3,23%	0,80%
2,94%	3,80%	1,19%	1,81%	2,45%	2,87%	2,97%
0,51%	1,32%	1,32%	-1,03%	1,01%	0,76%	1,24%
7,11%	-0,95%	10,65%	7,55%	3,34%	6,46%	-2,86%
1,59%	-18,48%	-44,31%	44,60%	13,26%	17,85%	-5,03%
1,67%	13,29%	53,56%	-41,25%	-12,67%	-14,51%	-0,90%
3,88%	4,33%	2,08%	2,77%	2,56%	2,94%	2,94%
-0,03%	-0,09%	-0,68%	1,42%	0,19%	0,19%	0,12%
9,97%	7,91%	6,73%	9,75%	7,09%	6,21%	11,25%
5,33%	1,10%	-7,91%	13,81%	5,78%	3,91%	8,44%
1,48%	3,77%	12,77%	-5,90%	-1,46%	-1,09%	-0,89%
4,00%	3,04%	1,48%	1,74%	2,43%	2,80%	2,95%
-0,84%	0,01%	0,38%	0,09%	0,35%	0,59%	0,75%

Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.
Quelle: Datastream, eigene Berechnungen Allianz GI Capital Markets & Thematic Research

Interessant: Es waren weniger gestiegene Bewertungen („multiple expansion“), die zum Renditeanstieg und in vielen Regionen zu neuen Rekordniveaus führten, sondern vor allem das Gewinnwachstum der Unternehmen. So sind die Gewinne je Aktie in den letzten 43 Jahren weltweit um 6,3% p.a. geklettert und trugen circa zwei Drittel zur Gesamtperformance bei. Das restliche Drittel machten die Dividenden aus, deren Rendite bezogen auf die Marktkapitalisierung im Schnitt circa 3% betrug. Besonders ausschüttungsfreundlich zeigten sich in der Vergangenheit europäische Konzerne. Hier war die Dividendenrendite mit knapp 4% deutlich höher als in den USA. Ein Phänomen, das übrigens auch heute zu beobachten ist. Die aktuelle Dividendenrendite Anfang 2014 von US-amerikanischen Aktiengesellschaften beträgt circa 2%, die der Europäer über 3%.

Ebenfalls interessant zu beobachten ist, dass sich die Aktienmarktbewertungen im Beobachtungszeitraum kaum verändert haben. Mit Ausnahme Japans war der Renditebeitrag marginal – sprich das Kurs-Gewinn-Verhältnis hat sich über die letzten Jahrzehnte kaum ausgeweitet. Für die Emerging Markets ist dieser Bewertungsmaßstab sogar leicht gesunken. Folglich scheint das Fundament, auf dem die Aktienmärkte aktuell fußen, stabil zu sein.

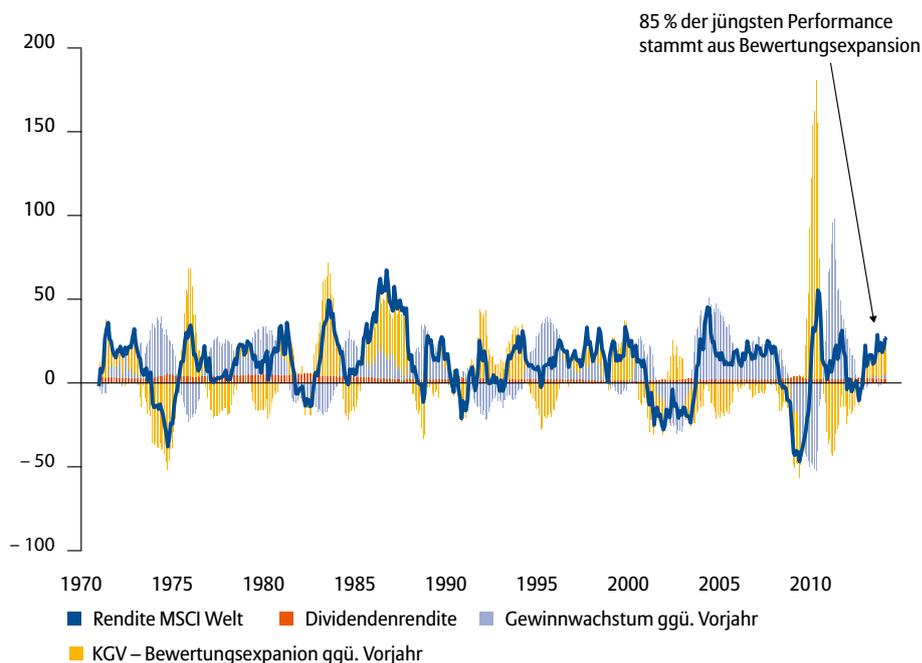
Ein Blick auf die Tabelle zeigt auch hier Schwankungen der Renditebausteine im Zeitverlauf. Während die Aktienmärkte in den 1970er Jahren vor allem vom Gewinnwachstum der Unternehmen getragen waren und die Bewertungen im Zuge der beiden Ölkrisen sogar gesunken sind (Ausnahme Frankreich und Japan), profitierten die Märkte in den 1980er und vor allem in den 90er Jahren größtenteils von einer deutlichen Bewertungsexpansion. Im Zuge der jüngsten Finanz- und Schuldenkrise gingen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse mit Ausnahme Japans allerdings wieder deutlich zurück. Die Performance im letzten Jahr 2013, was auch am aktuellen Rand zu beobachten ist, kam jedoch massiv aus einer Bewertungsexpansion – zugegeben auf Basis eines historisch niedrigen Niveaus. So hatte die Bewertungsexpansion globaler Aktienmärkte im Jahr 2013 einen Anteil von circa 85% an der Performance, im Falle des S&P 500 einen Anteil von über 70% und für Europa sogar von knapp 90% (siehe Schaubild 6a und 6b). Liquidität und eine größere Zuversicht der Marktteilnehmer waren die Haupttreiber. Der Konjunktur und den Gewinnen vorauslaufende Märkte sind sicher nicht ungewöhnlich – wichtig ist eben nur, dass die Realität im Jahr 2014 hinterherkommt.

Wie also sehen die Perspektiven für Aktien in 2014 und die Folgejahre aus?



Schaubild 6a: Renditebeitrag globaler Aktienmärkte weltweit von 01 / 1970 bis 02 / 2014

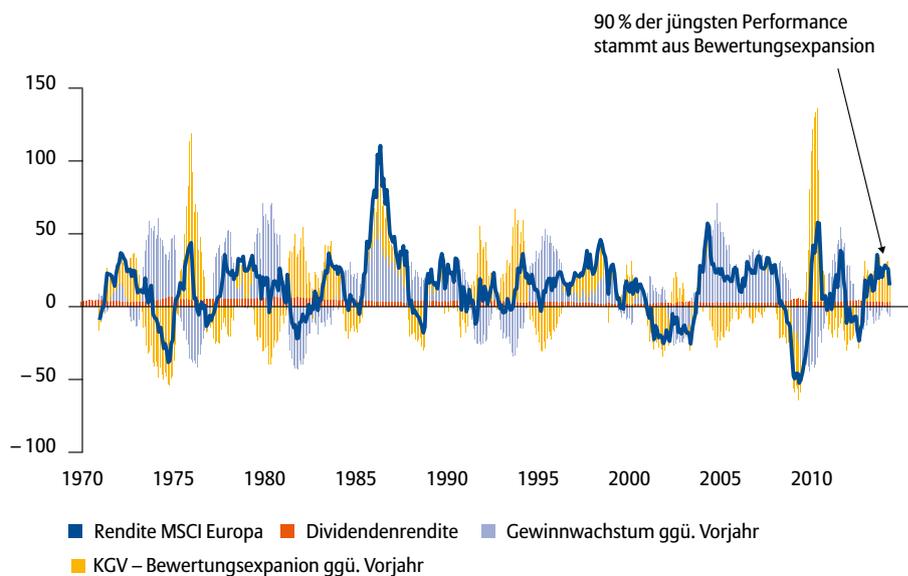
Beitrag von Dividenden, Konzerngewinnen und Bewertungen (KGV) zur Gesamtperformance des MSCI World (j/j)



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.
Quelle: Datastream, Allianz GI Capital Markets & Thematic Research, Stand: Februar 2014

Schaubild 6b: Renditebeitrag europäischer Aktienmärkte weltweit von 01 / 1970 bis 02 / 2014

Beitrag von Dividenden, Konzerngewinnen und Bewertungen (KGV) zur Gesamtperformance des MSCI Europa (j/j)



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.
Quelle: Datastream, Allianz GI Capital Markets & Thematic Research, Stand: Februar 2014

Aktien-Risikoprämien und Renditebeiträge – ein Blick in die Zukunft

Wie bereits erwähnt setzt sich die (nominale) langfristige Aktienmarktrisikoprämie aus der Differenz von Aktienrendite und realem risikofreien Zins, der Inflation sowie der Zeit- und Kreditprämie zusammen (siehe Schaubild 7). Eine wichtige Bedeutung bei der strategischen Assetallokation sollte daher ein Blick auf die zukünftigen Treiber der zu erwartenden Risikoprämien zukommen:

Risikofreier Zins: Im Paradigma der finanziellen Repression, in der sich die Staaten über künstlich niedrige (Real-)Zinsen entschulden, dürften die Notenbanken der Industriestaaten noch längere Zeit einen expansiven geldpolitischen Kurs fahren. Die Nullzinspolitik wird in den USA wohl mindestens bis Mitte 2015 und in Europa sowie Japan vermutlich sogar noch länger anhalten. Auch anschließend dürften die Notenbanken voraussichtlich die Zinsen länger niedrig halten als dies mit Blick auf das zu erwartende Wirtschaftswachstum normalerweise der Fall wäre. Damit würden sie den weiteren Schuldenabbau im privaten Sektor unterstützen – ein Prozess, der längst noch nicht abgeschlossen scheint. Auch wenn mit

dem Beginn des „Tapering“ der US-Federal Reserve in 2014 die Anleihekäufe der Notenbank reduziert werden, sollte noch reichlich Liquidität fließen. Die kurzfristigen (risikofreien) Zinsen dürften somit auf absehbare Zeit niedrig verankert und real – nach Abzug der Inflation – sogar negativ bleiben.

Inflation: Im Zuge des Schuldenabbaus der Staaten sowie des privaten Sektors wird das Wachstum in den nächsten 10 Jahren vermutlich gebremst bleiben. Folglich entwickeln sich Lohnanstiege in vielen Industriestaaten nach wie vor verhalten, sodass inflationäre Gefahren derzeit nicht in Sicht sind. Trotz der lockeren Geldpolitik sind die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer von rund 2% Ende 2013 niedrig verankert. Eine jährliche Preissteigerung der Konsumgüter in selber Größenordnung erscheint über die nächsten Jahre realistisch. Gleichwohl dürfte das Prinzip der Geldmengen- bzw. Inflationssteuerung der Zentralbanken Geschichte sein. Die einst hoch gepriesene Unabhängigkeit der Notenbanken ist nun fast geräuschlos unterhöhlt worden. Dieser Wandel kann dazu führen, dass bei einem wieder runder laufenden Konjunkturmotor in ferner Zukunft die Inflationserwartungen deutlich steigen.

Schaubild 7: Strategische Asset Allokation – Risikoprämien der Anlageklassen verdienen

				Kapitalisierungsprämie
		Liquiditätsprämie	Aktienprämie	Aktienprämie
	Kredit- und Konkursprämie	Kredit- und Konkursprämie	Kredit- und Konkursprämie	Kredit- und Konkursprämie
	Zeitprämie	Zeitprämie	Zeitprämie	Zeitprämie
Inflationserwartung	Inflationserwartung	Inflationserwartung	Inflationserwartung	Inflationserwartung
Realer risikofreier Zins	Realer risikofreier Zins	Realer risikofreier Zins	Realer risikofreier Zins	Realer risikofreier Zins
Geldmarkt	Staatsanleihen	Unternehmensanleihen	Aktien (Large Caps)	Aktien (Small Caps)

Quelle: Basiert auf Ibbotson und Siegel (1988), Allianz Global Investors Capital Markets and Thematic Research

Zeitprämie: Auch die Zeitprämie – gemessen an den Renditeaufschlägen von langfristigen gegenüber kurzfristigen Staatsanleihen – dürfte von der expansiven Geldpolitik geprägt sein. Während der Einfluss der Notenbanken auf die Zinsen am kurzen Ende groß ist, wird er bei zunehmender Laufzeit immer geringer. Eine Normalisierung der Zinsniveaus dürfte zwar langfristig weiter stattfinden, allerdings ist die Zinsstrukturkurve in den USA Ende 2013 bereits sehr steil. So liegt die Renditedifferenz zwischen 10- und 1-jährigen Staatspapieren mit rund 270 Basispunkten bereits nahe dem historischen Maximum. Mit Blick auf die stabil moderaten Inflationserwartungen der Investoren und deren Suche nach Rendite dürfte sich die Zeitprämie wohl nur moderat ausweiten.

Risikoprämie: Es ist davon auszugehen, dass der Aktionär auch zukünftig für das höhere (kurzfristige) Schwankungs- bzw. Haftungsrisiko eine Prämie verlangen wird. Eine Normalisierung der aktuell niedrigen Risikoprämien von Aktien gegenüber Staatsanleihen erscheint daher wahrscheinlich. Für die Risikoprämie dürfte der historische Mittelwert über die letzten 213 Jahre von durchschnittlich

3,7% p.a. ein guter Indikator sein, zumal die reichlich vorhandene Liquidität auf nach wie vor moderate Bewertungen trifft. Für Aktien der Schwellenländer sollten die Aktionäre nicht zuletzt dank der größeren Wachstumskraft mit einem darüber hinausgehenden Risikoaufschlag von rund 1% rechnen.

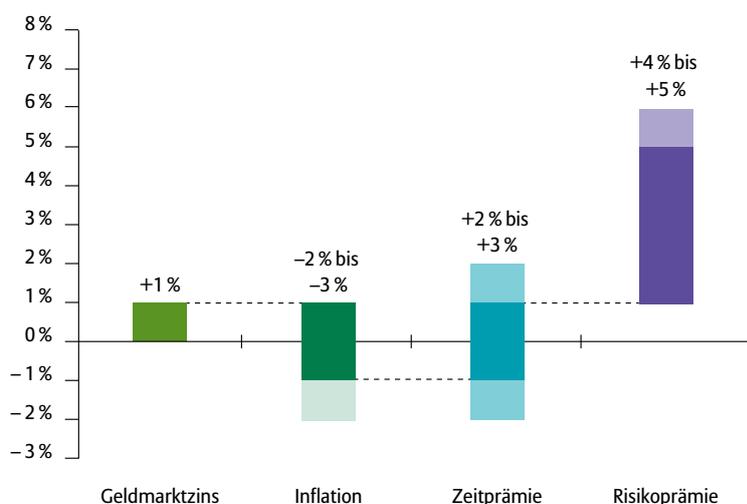
In der Addition erscheinen auf die nächsten 10 Jahre folgende durchschnittlich zu erwartende Renditetreiber realistisch (siehe Schaubild 8):

- Kurzfristiger risikofreier Zins in Höhe von 1%.
- Inflation von rund 2% bis 3%.
- Zeitprämie von 2% bis 3%.
- Risikoprämie bei Aktiennotierungen in den Industriestaaten von 4% bzw. 5% in den Schwellenländern.

Aus dieser schematischen Betrachtung lässt sich eine langfristig real zu erwartende Rendite des Aktienmarktes von circa 5% p.a. bzw. für Schwellenländer von 6% p.a. ableiten. Gleichwohl, und das hat ebenso die Vergangenheit gezeigt, dürften die Aktienmärkte auch zukünftig größeren Schwankungen unterliegen.

Schaubild 8: Die nächsten 10 Jahre – eine Indikation erwarteter Risikoprämien

Herleitung langfristiger zukünftig erwarteter Risikoprämien der Aktienmärkte



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.
Quelle: Datastream, Allianz GI Capital Markets & Thematic Research

Aktien-Risikoprämien und Renditebeiträge – ein Alternativ-Szenario

Eine alternative Plausibilitätsprüfung, die zukünftigen Renditetreiber von Aktien zu analysieren, ist unter anderem die Aufteilung in die Renditekomponenten Dividenden, Gewinnwachstum und Bewertungsexpansion. Auch hier kommen wir zu ähnlichen Ergebnissen:

Dividenden: Die aktuelle Dividendenrendite für US-amerikanische Aktien in Höhe von gut 2% – in Europa beträgt sie sogar 3% – scheint nachhaltig. So befinden sich beispielsweise die Ausschüttungsquoten der Unternehmen (Dividenden in Relation zu den Konzerngewinnen) mit 36% in den USA und 53% in Europa auf niedrigen bzw. moderaten Niveaus. Der Spielraum für weitere zukünftige Dividenderhöhungen scheint vorhanden, zumal das Wachstum der Gewinne und der Bestand an frei verfügbaren Mitteln (Cashflow) der Unternehmen weltweit 2014 vermutlich steigen wird.

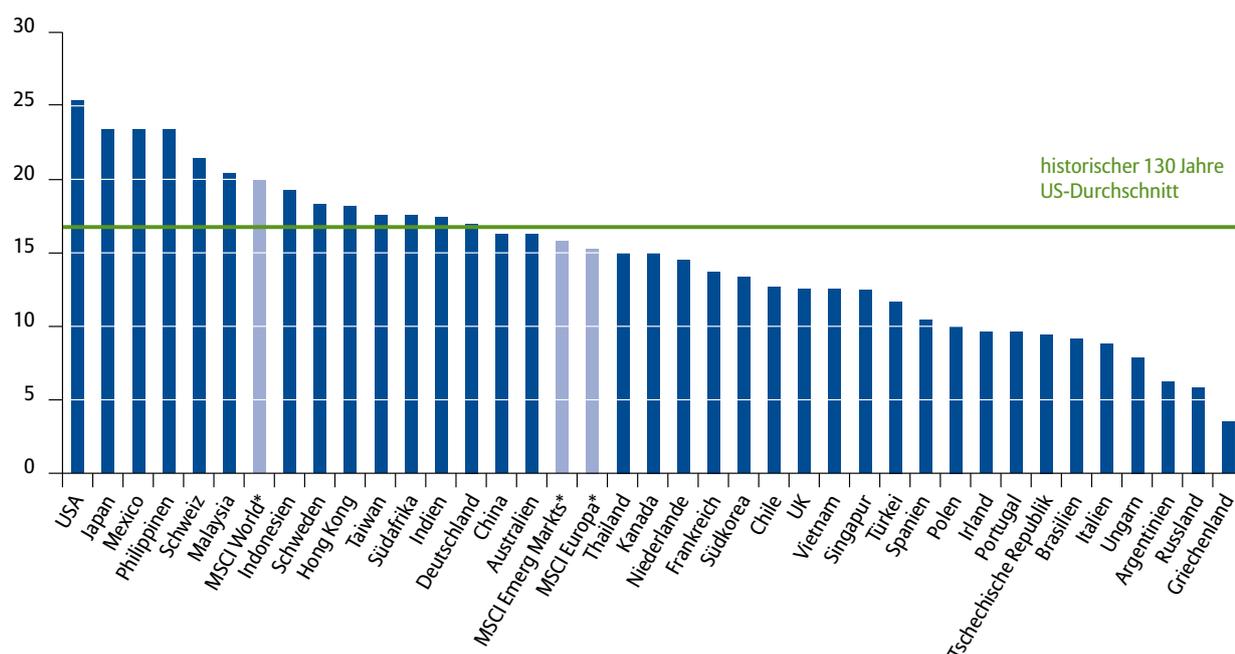
Gewinnwachstum: Insgesamt sollten die geldpolitischen Rahmenbedingungen das globale Wachstum weiter unterstützen – die Geldpo-

litik stellt gewissermaßen das Sicherheitsnetz für die Weltkonjunktur dar. Der einsetzende Lageraufbau in der Industrie sollte der Wirtschaftsdynamik in den entwickelten Volkswirtschaften zusätzlich zugutekommen. Daneben dürfte eine beschleunigte Investitionstätigkeit zum Wachstum beitragen. Allerdings werden die langfristigen Wachstumsraten der Volkswirtschaften in den entwickelten Staaten wahrscheinlich niedriger ausfallen als vor der Finanzkrise, da der anhaltende Abbau der Verschuldung im privaten und öffentlichen Sektor die Konjunktur bremsen dürfte. Die Volkswirtschaftliche Abteilung der Allianz geht von einem Potenzialwachstum (reale BIP) der USA bis 2023 im Mittel von circa 2,3% p.a. aus, in Europa erwartet sie 1,7% und in den Schwellenländern circa 4% p.a. – ein Wachstumsbeitrag, der mit Blick auf die historische Entwicklung auch für die Prognosen der durchschnittlichen Unternehmensgewinne langfristig angesetzt werden kann. Bei geschätzten Inflationsraten von durchschnittlich 2,5%, 2% bzw. 3% dürfte das Nominalwachstum rund 4% in den Industriestaaten und circa 8% in den aufstrebenden Nationen betragen.

Bewertungsexpansion: Am globalen Aktienmarkt liegen die zyklisch bereinigten

Schaubild 9: Aktien mit moderater Bewertung – insbesondere in Europa

Zyklus- und inflationsadjustierte Kurs/Gewinn-Verhältnis (Graham/Dodd or Shiller KGV) globaler Aktienmärkte



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft. Quelle: Allianz GI Economics & Strategy, Datastream, Stand: Februar 2014. *Zahlen für Regionalindizes ohne Inflationsbereinigung.



Kurs-Gewinn-Verhältnisse (sogenannte Graham-Dodd oder Shiller KGV) vielfach unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Dies gilt insbesondere für Europa und dort speziell für die Euro-Peripherie (siehe Schaubild 9). Die Aktien in den Schwellenländern – gemessen am MSCI Emerging Market Index – weisen im Schnitt keinen Bewertungsaufschlag mehr gegenüber den Aktienmärkten der entwickelten Staaten auf. Vielmehr sind die Bewertungen in den Emerging Markets so niedrig wie seit sieben Jahren nicht mehr, was ungefähr dem langfristigen Durchschnitt entspricht. Während bei europäischen Aktienmärkten mit einer weiteren leichten Bewertungsexpansion zu rechnen ist, erscheinen US-Aktien eher überdurchschnittlich bewertet. Insbesondere US-Aktien, aber auch Aktien der Schwellenländer, sollten vornehmlich durch ihr Gewinnwachstum und ihre Dividendenrendite getrieben sein.

In der Gesamtsicht erscheinen auf die nächsten 10 Jahre folgende durchschnittlich zu erwartenden Renditetreiber realistisch:

- Dividendenrenditen (inklusive Aktienrückkäufe) in den USA in Höhe von 3% p.a., in Europa und in den Schwellenländer von 3% bis 4% p.a.
- Reales Gewinnwachstum von 2% p.a. in den Industriestaaten und 4% p.a. in den Schwellenländern.
- Inflation von rund 2% bis 3%.
- Leichte Bewertungsexpansion für Aktienmärkte in Europa und keine weitere Ausweitung der Kurs-Gewinn-Verhältnisse für die USA und die aufstrebenden Staaten.

Daraus lässt sich eine langfristig real zu erwartende Rendite des Aktienmarktes in den Industriestaaten von rund 4% bis 6% p.a. bzw. für Schwellenländer von circa 7% p.a. ableiten. Bei letzteren könnte aber eine Abwertung der Währungen ins Kalkül gezogen werden, da die zu erwartenden Inflationsraten höher ausfallen als in den entwickelten Staaten.

Verstehen. Handeln.

Langfristig und unter Berücksichtigung des Kaufkraftverlustes durch Inflation liegt das größte Risiko für den Anleger, der sein Vermögen wahren bzw. ausbauen möchte, darin, keine Risiken einzugehen. Bei Anlagen in Festgeldern und Staatsanleihen höchster Bonität dürfte das Risiko im aktuellen Niedrigzinsumfeld bei langfristig zu erwartenden steigenden Zinsen und drohenden Kursverlusten in der Zukunft eher zu- als abnehmen. Reale Werte, wie Aktien, haben hingegen gute Aussichten, im kommenden Jahrzehnt ihre historische Erfolgsgeschichte fortzuschreiben, denn die langfristig zu erwartenden Risikoprämien erscheinen unverändert attraktiv. Investoren sollten bei ihrer strategischen (langfristigen) Vermögensaufteilung entsprechend über die aktuellen Unsicherheiten hinausblicken – vielleicht befinden wir uns bereits in einem goldenen Zeitalter für Aktien.

Dennis Nacken

Weitere Analysen von Global Capital Markets & Thematic Research

Risiko. Management. Ertrag.

- Investieren mit „Smart Risk“ in Zeiten finanzieller Repression
- Strategische Asset Allokation
- Risk Management in Zeiten des Schuldenabbaus
- Aktives Management
- Neue Zoologie des Risikomanagers der Kapitalanlage
- Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)
- Portfolio Health Check®: Vorbereitet sein für die „Finanzielle Repression“

Finanzielle Repression

- Der Abstieg vom Schuldengipfel
- Internationale Geldpolitik in Zeiten finanzieller Repression: ein Paradigmenwechsel
- Lautlose Entschuldung oder Schuldenschnitt: Finanzielle Repression und Regulierung
- Finanzielle Repression findet bereits statt
- Finanzielle Repression: Die lautlose Entschuldung

Dividenden

- Dividendenstrategien in Zeiten von großem Gewinnpessimismus
- Dividentitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Welt im Wandel

- Erneuerbare Energien – Investieren gegen den Klimawandel
- Der „grüne“ Kondratieff – oder warum Krisen gut sind
- Krisen – oder: die schöpferische Kraft der Zerstörung

Anleihen

- Zinsänderungsrisiko: Anatomie moderner Renten-Bärenmärkte
- Langfristiges Szenario für Schwellenländerwährungen
- High Yields
- Der Markt für US-High-Yield-Anleihen: groß, liquide und attraktiv
- Credit Spreads – Risikoprämien bei Anleihen
- Unternehmensanleihen
- Warum asiatische Anleihen?

Demografie – Pension – Langlebigkeitsrisiko

- Langlebigkeitsrisiko der betrieblichen Altersvorsorge
- Niedrige Rechnungszinsen im Bilanzstichtag – Auswirkungen auf die Internationale Bewertung von Pensionsverpflichtungen
- Grundwissen zur IFRS-Bilanzierung von Pensionsverpflichtungen
- Kompendium Zeitwertkonten
- Kompendium Insolvenzversicherung
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen
- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Überliste dich selbst: Die Odysseus-Strategie
- Überliste dich selbst – oder: Wie Anleger die „Lähmung“ überwinden können
- Überliste dich selbst – oder: Vom „intuitiven“ und „reflexiven“ Verstand
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise
- Erkenne dich selbst!

Alle unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:
<http://www.allianzglobalinvestors.de>

 @AllianzGI_DE folgen

www.twitter.com/AllianzGI_DE



Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück.

Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Europe GmbH (www.allianzglobalinvestors.eu), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Bockenheimer Landstr. 42–44, D-60329 Frankfurt/Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

www.allianzglobalinvestors.de

Allianz Global Investors
Europe GmbH
Bockenheimer Landstr. 42–44
60323 Frankfurt am Main



Stand: Februar 2014

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.