

S

SECURITY

Kapitalanlage Aktiengesellschaft

Studie der Security KAG

Aktien -

eine interessante Strategie für langfristige Investitionen?



Analyse per 13. November 2008 (Update: 27. Juli 2009)¹

¹ 23.07.09, Winkler: Eine vereinfachte Berechnungsmethode zur Darstellung der erwarteten langfristigen Wertentwicklung auf Seite 6 wurde zugunsten der aussagekräftigeren Berechnung unter Annahme der stetigen Normalverteilung ersetzt, ff. Aussagen sinngemäß adaptiert.

Inhaltsverzeichnis

1. Ausgangssituation	3
2. Risiko- und Ertragsverhalten von Aktien und Anleihen.....	4
3. Ist ein Aktieninvestment überhaupt sinnvoll?	6
4. Stellen Aktienindizes die Realität dar?	9
5. Saisonalität der Aktienmärkte	10
6. Conclusio.....	14

1. Ausgangssituation

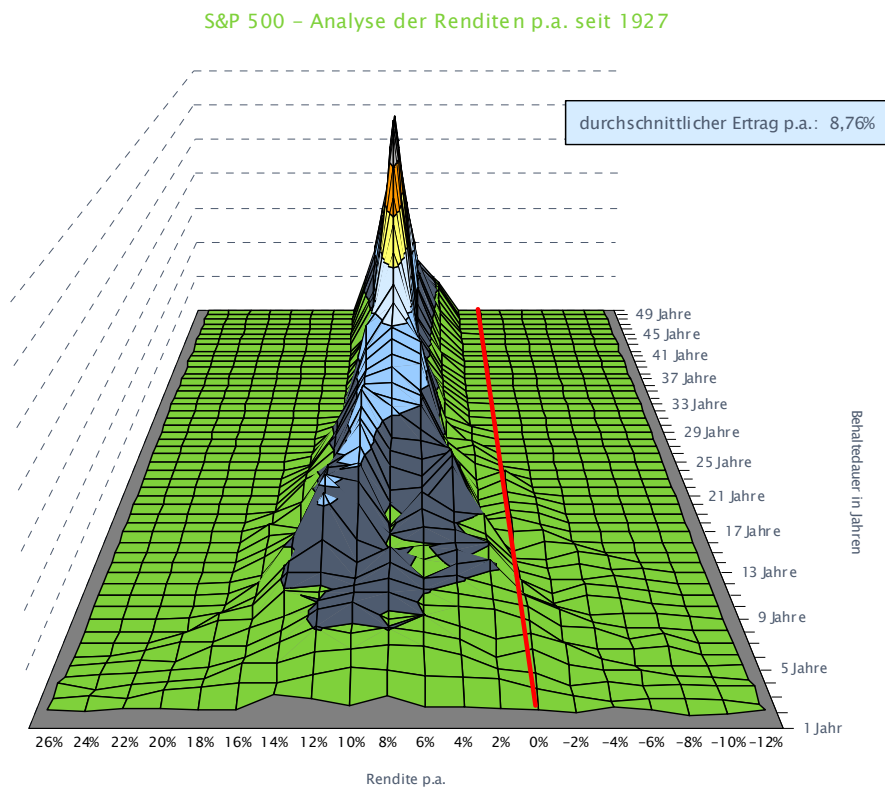
Bei diversen Kundengesprächen wurde an uns die Bitte herangetragen, die Vor- und Nachteile herkömmlicher Investments, allen voran Aktien und Anleihen, zu analysieren und in einer Studie zusammen zu fassen. Es wird allgemein angenommen, dass Aktien einerseits ein höheres Ertragspotential aufweisen als ein vergleichbares Anleiheninvestment, auf der anderen Seite allerdings auch deutlich höhere Risiken.

2. Risiko- und Ertragsverhalten von Aktien und Anleihen

Im ersten Schritt unserer Studie wurde das Rendite-/Risikoverhalten von Anleihen und Aktien analysiert.

Die Aktienanalyse basiert auf langfristige S&P 500 Daten, die seit 1927 zur Verfügung stehen. Um die Aussagekraft zu erhöhen, wurden auch Dividenden berücksichtigt.

Abbildung 1: Verteilung der Renditen des S&P 500 je nach Behaltdauer
(Source: Bloomberg, eigene Berechnungen)

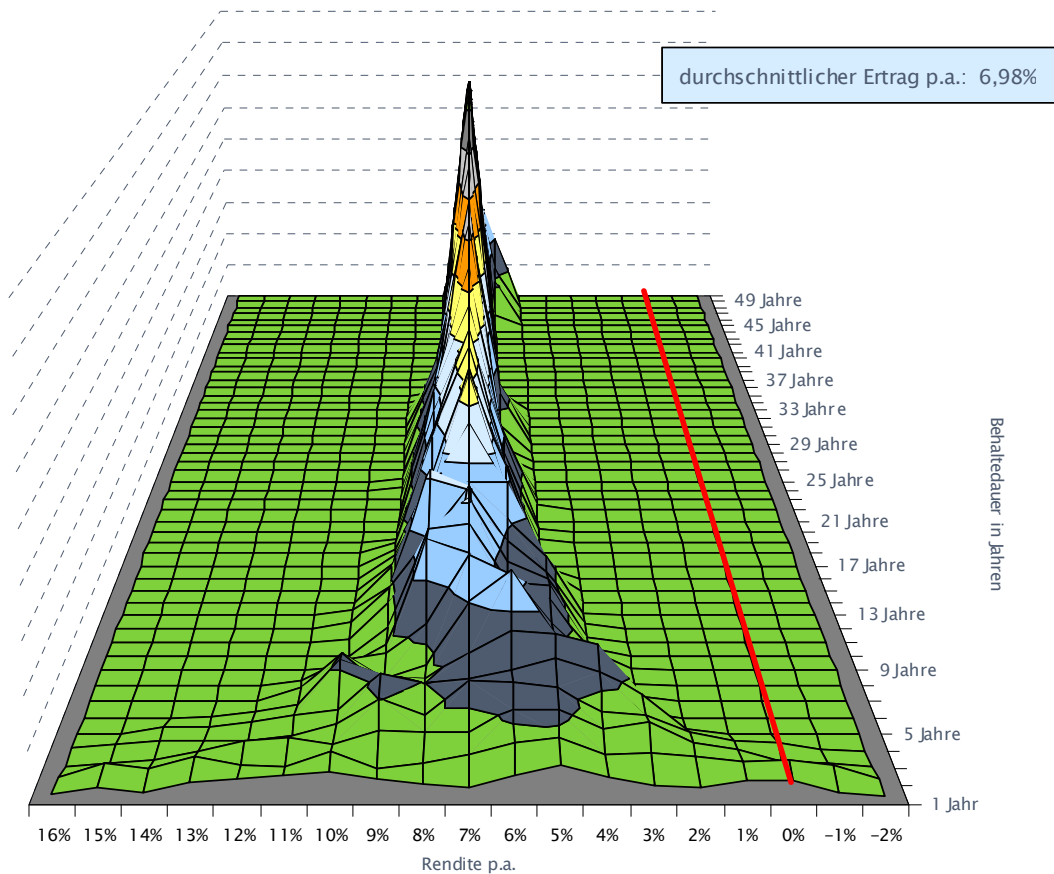


Anhand dieses Beispiels wird bereits ersichtlich, wie wichtig die Veranlagungsdauer für einen Aktieninvestor ist. Bei kurzfristigen Veranlagungen muss der Investor mit extremen Schwankungen rechnen. Wenn der Veranlagungshorizont allerdings 15 Jahre oder mehr beträgt, werden die Schwankungsbreiten immer geringer und die Renditen nähern sich dem langfristigen Mittelwert von 8,76% an.

Zusätzlich wurde eine ähnliche Analyse für Anleihen durchgeführt, deren Basis Erträge deutscher Bundesanleihen seit 1956 darstellen.

Abbildung 2: Verteilung der Renditen deutscher Bundesanleihen je nach Behaltdauer
(Source: Bloomberg, eigene Berechnungen)

Deutsche Bundssanleihen – Analyse der Renditen p.a. seit 1956

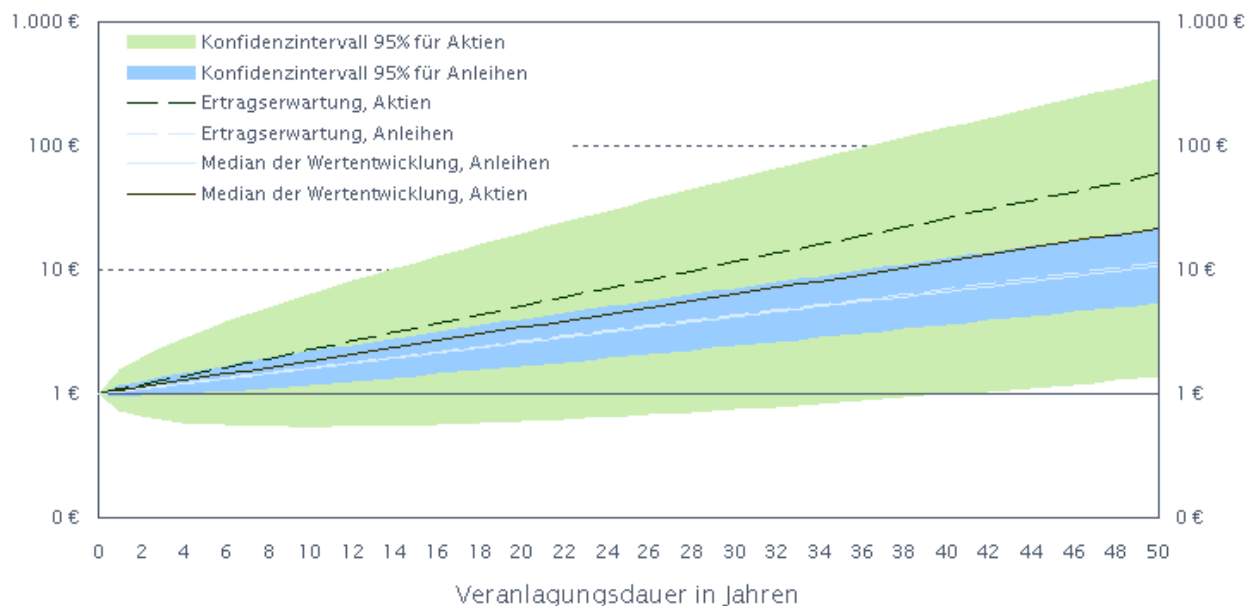


Die Schwankungsbreiten sind in diesem Beispiel deutlich geringer als bei einem vergleichbaren Aktieninvestment. Die historische Rendite, die im Mittel einen Wert von 6,98% erreichte, ist aufgrund der aktuellen Zinslandschaft nicht zu erreichen. Aus diesem Grund müssten eventuelle Prognosen anhand der aktuellen Zinsstruktur erarbeitet werden.

3. Ist ein Aktieninvestment überhaupt sinnvoll?

Ein kritischer Leser wird an der Frage nicht vorbeikommen, ob ein Aktieninvestment überhaupt Sinn macht, da der langfristige Mehrertrag in der Vergangenheit nur 1,78% beträgt und der Investor zusätzlich mit deutlich höheren Schwankungen rechnen muss.

Abbildung 3: Erwartete Entwicklung Aktien und Anleihen im Zeitablauf
(Source: Eigene Berechnungen)



Berechnungsgrundlage:

Die Renditeerwartungen entsprechen langfristig realistischen Ertragsschätzungen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktsituation.

1. Aktien:

- Ertragsprognose: 8,50%
- Volatilitätsprognose: 20,00%

2. Anleihen:

- Ertragsprognose: 5,00%
- Volatilitätsprognose: 5,00%

In der Abbildung 4 wurde einerseits der Erwartungswert von Aktien und Anleihen sowie die Schwankungsbreite (Konfidenz-Niveau: 95%) dargestellt. Auch anhand dieser Simulation wird ersichtlich, dass Aktien wesentlich höhere, temporäre Schwankungen aufweisen. Wenn der Anleger allerdings einen sehr langfristigen Veranlagungshorizont hat, ist es aus Sicht eines Investors sinnvoll, in Aktien zu investieren, da mit einer hohen Wahrscheinlichkeit eine bessere Performance generiert werden kann, als mit einem Renteninvestment.

Die durchschnittliche Veranlagungsdauer in einen Fonds beträgt keine 5 Jahre. Wie man der Abbildung 4 entnehmen kann, ist gerade in diesem Bereich die Schwankungsbreite der Renditen am höchsten. Damit werden sämtliche kurzfristigen Ertragsprognosen ad absurdum geführt, da Glück einen entscheidenden Erfolgsfaktor darstellt.

Wenn der Anleger allerdings bereit ist, sein Geld zumindest 15 Jahre zu veranlagen, ist eine Investition in Aktien im Mittel lohnender, als es mit Renten möglich wäre. Zu diesem Zeitpunkt liegt die Ertragserwartung bereits über dem Konfidenzintervall des Renteninvestments.

Bei einem Veranlagungszeitraum von 20 Jahren und mehr sind mit Aktien bereits deutlich höhere Erträge möglich, als es mit Renteninvestments denkbar wäre. Verantwortlich hierfür sind Zinseszinsseffekte, die bei langen Laufzeiten einen entscheidenden Einfluss auf das Gesamtergebnis haben.

So liegt die Ertragserwartung von Aktien auf 50 Jahren etwa beim fünffachen des Anleiheninvestments. Selbst der Median der Aktienentwicklung ist etwa doppelt so hoch wie der Median des Renteninvestments.

Abbildung 5: Nominelle Wertentwicklung Aktien und Anleihen
(Source: Bloomberg, eigene Berechnungen)

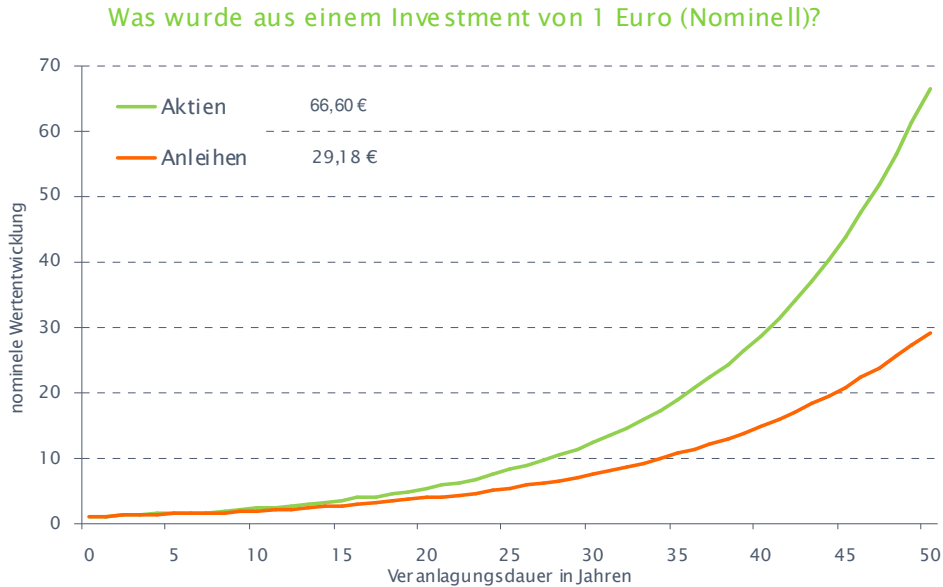
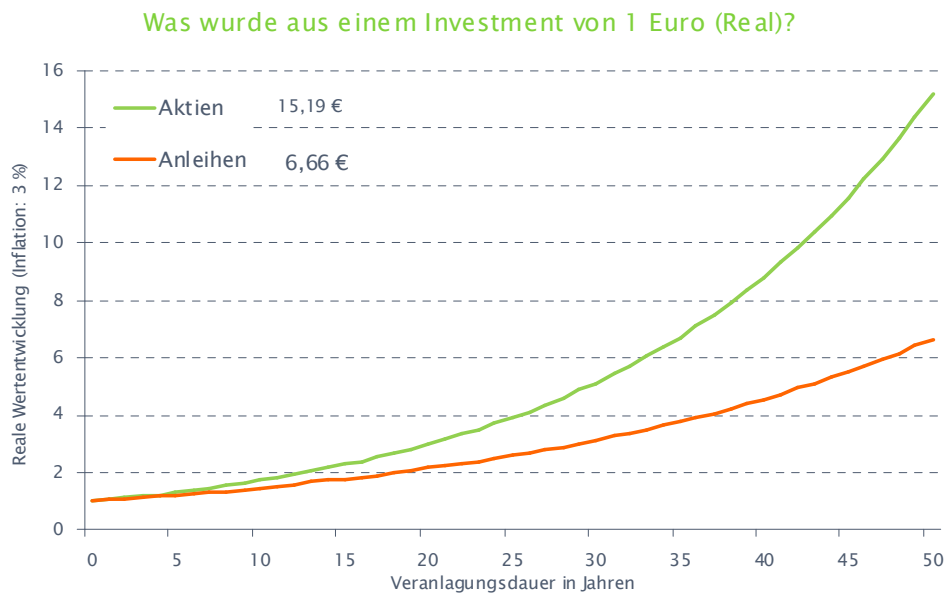


Abbildung 6: Nominelle Wertentwicklung Aktien und Anleihen
(Source: Bloomberg, eigene Berechnungen)



In Abbildung 5 und 6 sind die Auswirkungen des Zinseszinses auf nomineller und realer Basis dargestellt. Auch hier wird ersichtlich, dass trotz der scheinbar geringen Zinsdifferenz von 1,78% ein wesentlich höherer Mehrertrag mit einem Aktieninvestment generiert werden konnte.

4. Stellen Aktienindizes die Realität dar?

In den einzelnen Analysen wurde bisher davon ausgegangen, dass der S&P 500 die Aktienentwicklung widerspiegelt – aber entspricht die Entwicklung eines Aktienindex wirklich der Realität? Diese Frage möchten wir anhand des renommierten amerikanischen S&P 500 Index behandeln. Dieser Index dient oft als zugrundeliegende Benchmark, an der man langfristig Strategien testen und Handelsregeln definieren kann, da Daten bis 1928 vorliegen und dieser ein Sammelsurium der 500 größten börsennotierten amerikanischen Unternehmen darstellt. Die Marktkapitalisierung betrug per 31. März 2009 6,84 Trillionen USD und entspricht damit knapp 75 % des Börsenwertes der USA. Weltweit existieren 31.877 Aktien – am Beispiel des S&P 500 wird ersichtlich, dass bereits 1,57% der börsennotierten Unternehmen ca. 25% der globalen Marktkapitalisierung entsprechen. Die Auswahlkriterien für den Index bestehen bereits seit mehr als 50 Jahren – aber spiegeln diese „willkürlich“ ausgewählten Titel wirklich die Realität wider?

Ein anderes Beispiel gefällig? Der MSCI World wird für viele globale Aktienfonds als Benchmark angegeben, da der Index die größten Unternehmen rund um den Globus zusammenfasst. Betrachten wir beispielsweise die 3 Jahres-Performance per 30.3.2009:

MSCI World Local Currency:	- 41,69%
Median aller 27222 börsennotierter Unternehmen:	- 19,78%

Der Unterschied in der Wertentwicklung ist signifikant – damit ist bei herkömmlichen Indizes ein deutlicher „Large-Cap-Bias“ zu erkennen. Zusätzlich ist anzumerken, dass sämtliche Indizes laufend adaptiert werden. Wenn ein Investor beispielsweise 1950 in die 500 größten Unternehmen der USA investiert hätte, also die „Buy-and-Hold“ Strategie verfolgte, waren Firmenpleiten zu verzeichnen. Im S&P 500 können diese aber weitestgehend ausgeschlossen werden, da insolvenzgefährdete Unternehmen in der Regel Kursabschläge hinnehmen müssen und aufgrund der niedrigeren Marktkapitalisierung eliminiert werden.

5. Saisonalität der Aktienmärkte

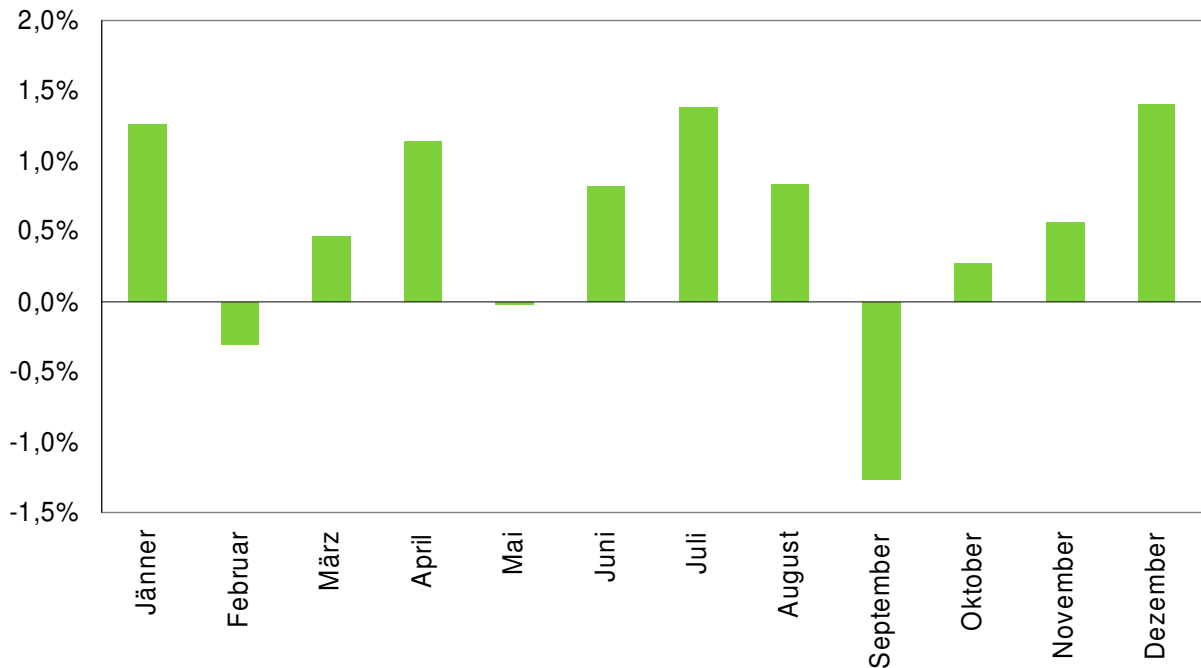
Viele Börsenweisheiten rund um das Thema Saisonalität kursieren in diversen Anlageratgeber – anbei ein paar Beispiele:

- Sell in May, and go away!
- Jänner-Effekt
- Year-End Effect
- September – der schwächste Börsenmonat

Diese Aussagen haben wir zum Anlass genommen, auch der Saisonalität der Aktienindizes, die rationell nicht erklärt werden kann, in dieser Studie gebührenden Platz einzuräumen.

Als Basis unserer Analysen dienen Monatsdaten des S&P 500 zwischen Dezember 2007 und Februar 2009. Wir haben die jeweiligen Monatswertentwicklungen im historischen Bereich getestet und sind zu folgendem Ergebnis gekommen:

Durchschnittliche Monatsrenditen des S&P 500 (1927 - 2008)

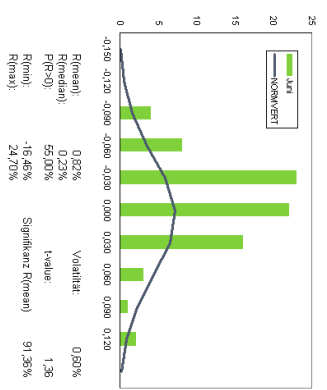
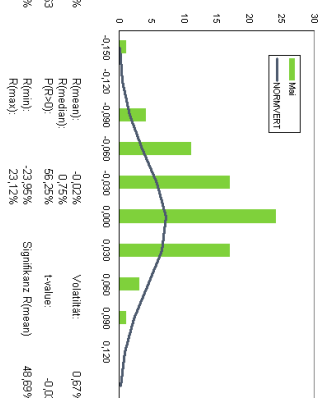
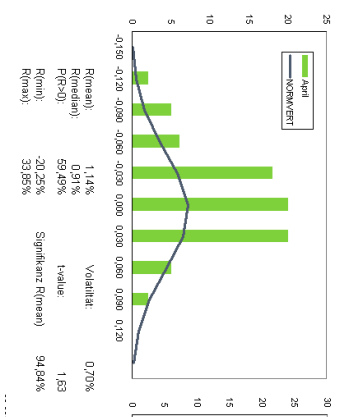
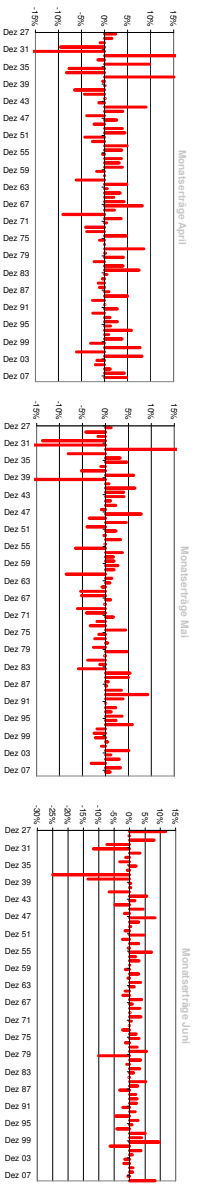


In dieser Grafik ist bereits ersichtlich, dass die Durchschnittsrenditen beispielsweise im September deutlich negativ sind – ist es also zu empfehlen, darauf basierend eine Handelsentscheidung zu treffen? Um diese Frage zu beantworten, ist es notwendig für jedes einzelne Monat eigene Berechnungen und Signifikanztests durchzuführen.

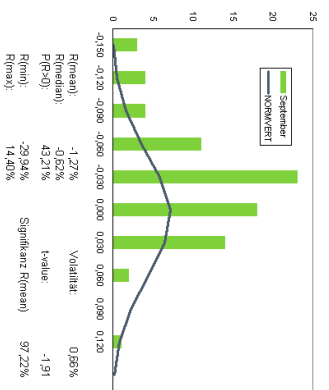
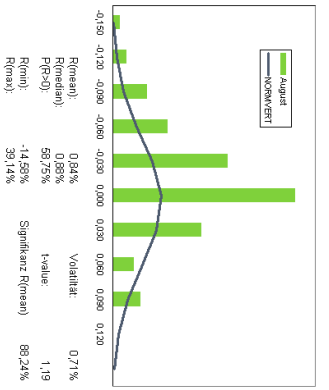
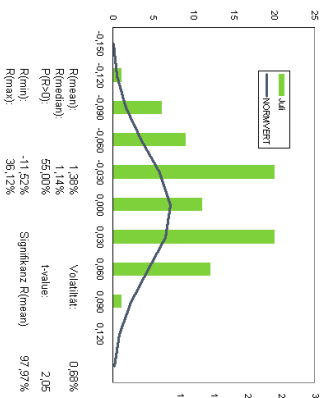
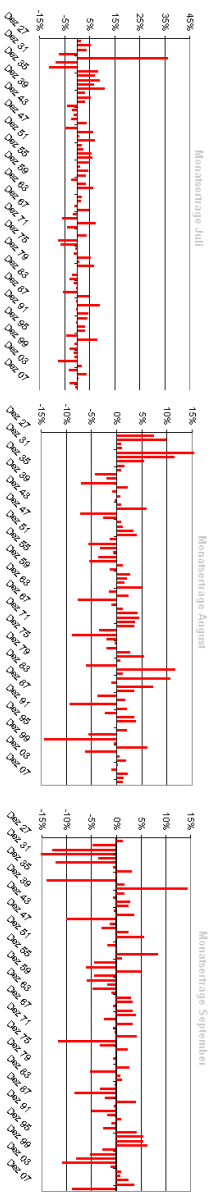
Ergebnisse Jänner – März:



Ergebnisse April – Juni:



Ergebnisse Juli – September:



Ergebnisse Oktober – Dezember:



Wie in den einzelnen Analysen ersichtlich ist, kann aufgrund diverser saisonaler Effekte keine signifikante Strategie erarbeitet werden, da sämtliche t-values² zu geringe Werte aufweisen und die Entwicklung eher dem Zufallsprinzip gleicht. Die höchsten t-values erreichten der Jänner- und der Jahresendeffekt – allerdings ist es, wie in unseren Analysen ersichtlich, nicht ratsam, Handelsentscheidungen dahingehend zu treffen.

² Dem aufmerksamen Beobachter ist sicher nicht entgangen, dass t-values über 2 nicht als signifikant angesehene werden. Durch das Testen von 12 Monaten ist es unerlässlich, die Signifikanzlevels um die Anzahl der Tests zu bereinigen, also deutlich anzuheben.

6. Conclusio

Wenn ein Investor sein Geld in Aktien investiert, muss er mit extremen temporären Schwankungen rechnen. Bei entsprechendem Veranlagungshorizont macht es allerdings durchaus Sinn, diese hohen Schwankungen auf sich zu nehmen, da Aktien ein wesentlich höheres Ertragspotential aufweisen und mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit die Anleihen-Performance übertroffen werden kann.

Josef Obergantschnig, CIIA

Stefan Winkler, CPM

Graz, 13. November 2008