

Die Steuerung der Aktienquote im Portfolio

Die Zinsstrukturkurve in den USA ist invertiert. Ist es nun an der Zeit, Aktien im Portfolio zu verkaufen?

In einer Anhörung vor dem US Senat gab der einstige Vorsitzende der US Notenbank Alan Greenspan im Juli 2005 bekannt, dass die Zinsstrukturkurve für die Einschätzung von Rezessionsrisiken dramatisch an Stellenwert eingebüsst habe. Es sei nicht mehr zielführend, sich auf diesen Kapitalmarktindikator bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses abzustützen. Im darauffolgenden Jahr invertierte die Zinsstrukturkurve. Bereits 18 Monate später ereignete sich die schlimmste Rezession seit den 30er Jahren.

Was ist die Zinsstrukturkurve?

Die Zinsstrukturkurve zeigt die Rendite von Anleihen über verschiedene Laufzeiten. Im Normalfall ist die Rendite einer Anleihe mit kürzerer Laufzeit niedriger als die eines Langläufers. Das bedeutet, dass die Zinsstrukturkurve normalerweise steigt. Die Steigung der Zinsstrukturkurve lässt sich vereinfachend durch die Differenz zwischen den lang- und den kurzfristigen Zinssätzen messen. Im Englischen spricht man vom „Yield Spread“.

Am häufigsten verwendet wird der Yield Spread von 10-jährigen Regierungsanleihen und den 3-monatigen Schatzwechseln (T-Bills). Bisweilen wird auch die Differenz zwischen 10- und 2-jährigen Regierungsanleihen herangezogen.

Negativer US Yield Spread

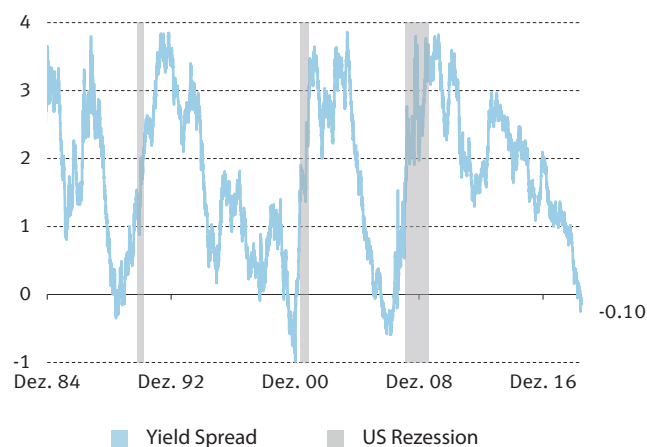
Der Yield Spread ist einer der verlässlichsten Frühindikatoren zur Prognose einer Rezession. Seit 1950 ging nahezu jeder Rezession in den USA ein negativer Yield Spread und damit eine Inversion der Zinsstrukturkurve voraus. Die Vorlaufzeit variierte dabei allerdings zwischen einem und 18 Monaten.

Jüngst zeigte sich in den USA erneut ein negativer Yield Spread. Die Differenz zwischen 10-jährigen Regierungsanleihen und 3-monatigen Schatzwechseln beträgt -0.10% (s. Grafik 1). Die Angst vor einer Rezession geht um.

Noch bevor eine Rezession eintritt, sinken oder fallen gar die Kurse an den Aktienmärkten. Der Yield Spread nimmt diese Bewegung meist vorweg. Er ist eines der wichtigsten Instrumente für die Steuerung der Aktienquote in einem Portfolio.

Grafik 1:

Yield Spread von 10-jährigen Staatsanleihen und 3-monatigen Schatzwechseln in % p. a.



Was zeigt der Yield Spread?

Der Zusammenhang zwischen dem Yield Spread und der Konjunktur wurde erstmals von Campbell Harvey, Finance-Professor an der Duke University (USA), untersucht. In seiner einstigen Dissertation beschreibt er, dass die langfristigen Zinssätze die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Zinsen widerspiegeln. Die kurzfristigen Zinssätze werden von der Zentralbank bestimmt. Folglich zeigt der Yield Spread an, wie restriktiv oder expansiv die aktuelle Geldpolitik der Zentralbank von den Marktteilnehmern eingeschätzt wird.

Liegen zum Beispiel die kurzfristigen Zinsen über den langfristigen, schätzt der Markt die kurzfristigen Zinsen als zu hoch ein. Die Geldpolitik der Zentralbank ist zu restriktiv. In diesem Fall rechnen die Marktteilnehmer mit einer oder mehreren Zinssenkungen, wovon die Aktienkurse profitieren.

Die Prognosegüte im globalen Vergleich

Es stellt sich die Frage, welcher Yield Spread, also welche Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen, einem neutralen geldpolitischen Kurs entspricht: genau null, ein leicht positiver oder gar negativer Wert?

Für die USA deutet die Empirie der Nachkriegszeit auf einen Wert von null hin. Für andere Regionen und Länder, wie die Eurozone oder die Schweiz, ist dieser Wert leicht positiv.

Die Steuerung der Aktienquote

Wie gut ist die Zinsstrukturkurve für die Prognose des Aktienmarktes? Lässt sich hiermit tatsächlich die Aktienquote eines Portfolios steuern?

Lassen Sie uns dies zunächst am Beispiel der USA untersuchen.

Der Einfachheit halber betrachten wir ein Portfolio, das entweder gänzlich in Aktien des S&P 500 Index investiert oder nur aus Cash besteht. Wir verkaufen alle Aktien im Portfolio, wenn der Yield Spread negativ ist (und halten zu 100% Cash). Demgegenüber kaufen wir zur Gänze Aktien, wenn der Yield Spread erneut bis auf +3% steigt. Da Aktienmarktkorrekturen mit einer zeitlichen Verzögerung eintreten, verwenden wir einen einfachen 3-monatigen Durchschnitt des Yield Spreads. Eine ganz simple Investitionsregel, mit überraschendem Erfolg.

Seit Dezember 1998 bis heute erzielte diese Strategie eine annualisierte Rendite von 9.7%, bei einer Volatilität von 15.9% p. a. Der S&P 500 Aktienindex hingegen weist eine niedrigere Rendite von lediglich 6.3% p. a. auf, bei zugleich höherem Risiko (19.3% p. a.).

Kleinere Korrekturen am Aktienmarkt können mit dem Yield Spread zwar nicht umschifft werden, wohl aber grössere Markteinbrüche.

Europäische und Schweizer Aktien

Die USA nehmen in der Entwicklung der Weltwirtschaft noch immer eine Vorreiterrolle ein. Zwar liesse sich der Yield Spread der USA auch für die Steuerung europäischer oder Schweizer Aktien verwenden, der Yield Spread einer jeden Region oder eines jeden Landes besitzt in den überwiegenden Fällen aber eine höhere Prognosegüte.

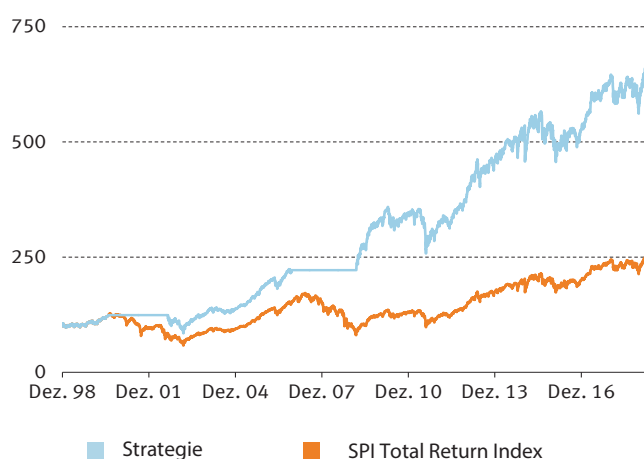
Portfolios mit europäischen oder Schweizer Aktien lassen sich identisch steuern. Dabei betrachten wir den Yield Spread von 10- und 2-jährigen Staatsanleihen, und erneut einen gleitenden Durchschnitt über 3 Monate. Im Gegensatz zum

Beispiel der USA empfiehlt es sich, die Aktien bei einem Yield Spread von +0.2% zu verkaufen. Der Wiedereinstieg erfolgt bei +1.5%.

Die Grafik 2 illustriert den Erfolg dieser einfachen Entscheidungsregel für Schweizer Aktien. Auch hier übertrifft die Rendite der Strategie den Aktienindex SPI deutlich, bei zugleich weniger Risiko.

Grafik 2:

Erfolg der Anlagestrategie für Schweizer Aktien



Ist es an der Zeit, Aktien zu verkaufen?

Aktuell liegt der Yield Spread in den USA bei -0.1%, in Europa und der Schweiz bei +0.4%. Der 3-monatige gleitende Durchschnitt ist überall jedoch oberhalb der kritischen Schwelle.

Glaubt man an die Zinsstrukturkurve als Rezessionsindikator, ist es noch nicht an der Zeit, Aktien im Portfolio unterzugewichten. Die jüngsten Zinsprognosen deuten darüber hinaus auf eher sinkende Leitzinsen. Dies dürfte den Yield Spread in naher Zukunft erneut ansteigen lassen.

Der Yield Spread ist unserer Meinung ein zentrales Instrument in der Steuerung der Aktienquote. Allerdings gibt es neben ihm noch weitere Finanzmarktdaten, ökonomische Frühindikatoren und (geo-)politische Ereignisse, die es mit Argusaugen zu beobachten gilt.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers