



## Aktienmarkt Schweiz: Immer noch rekordhohe Differenz zwischen Dividenden- und Geldmarktrendite

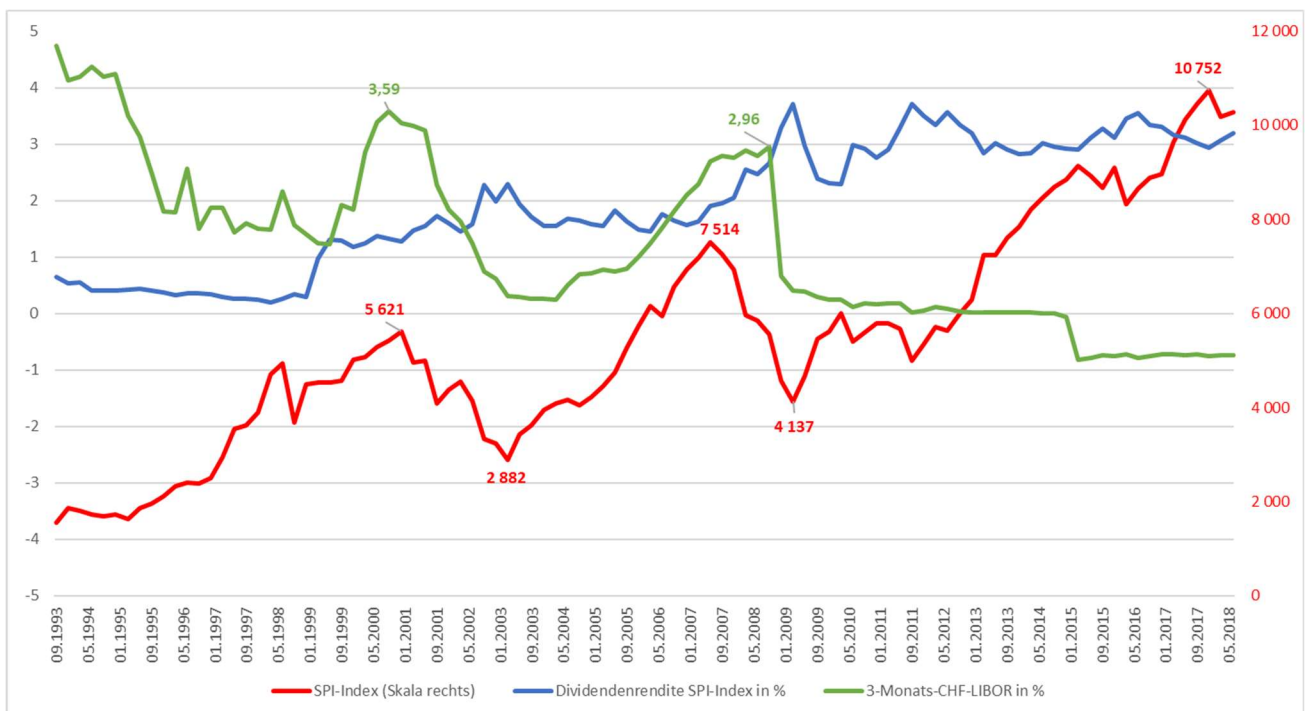
Zürich, 16. Juli 2018

Blog von Peter Bänziger, CIO und Partner Belvalor

Im Anschluss an den Vergleich zwischen der US-Geldmarktrendite und der Dividendenrendite des US-Aktienmarktes (diese liegen etwa auf gleichem Niveau, siehe Artikel vom 27. Juni 2018) wurde ich gefragt, wie denn dieser Vergleich bei den Schweizer Aktien aussähe. Wir betrachten dazu die Zahlen der letzten 25 Jahre (Quelle: Bloomberg, Quartalsdaten) in der Grafik 1 und untersuchen, ob und allenfalls wann der einfache Vergleich zwischen der Geldmarktrendite und der Dividendenrendite eine Aussagekraft aufweist. Zunächst stellen wir fest, dass die Dividendenrendite am Schweizer Aktienmarkt (blaue Linie) von einem Niveau von unter einem Prozent in den 90er Jahren in die Gegend von etwa 3.5 % seit dem Jahre 2009 angestiegen ist und immer noch auf diesem hohen Niveau liegt. Im gleichen Zeitraum

sank die Geldmarktrendite (grüne Linie) von etwa 5 Prozent (mit zwei zwischenzeitlichen scharfen Wiederanstiegen auf etwa 3 bis 3.5 %) in den negativen Bereich, wo sie seit 2015 bei etwa minus 0.75 % verharret. Der Aktienmarkt (rote Linie, Skala rechts) stieg über diesen Zeitraum stark an, von rund 1'562 Punkten am 30.9.1993 bis 10'287 Punkte Ende Juni 2018. Dies entspricht einer Performance von rund 559 % oder 7.9 % pro Jahr. Diese erfreuliche Entwicklung erforderte aber zuweilen ein stabiles Nervenkos-tüm: Der Schweizer Aktienmarkt halbierte sich zwischen 2001 und 2003 von 5'621 auf 2'882 Punkte und auch nach dem Höchst im Jahre 2007 verlor der Markt in der Finanzkrise rund 45 %, von anderen, im Nachhinein unbedeutenden Korrekturen, ganz abgesehen.

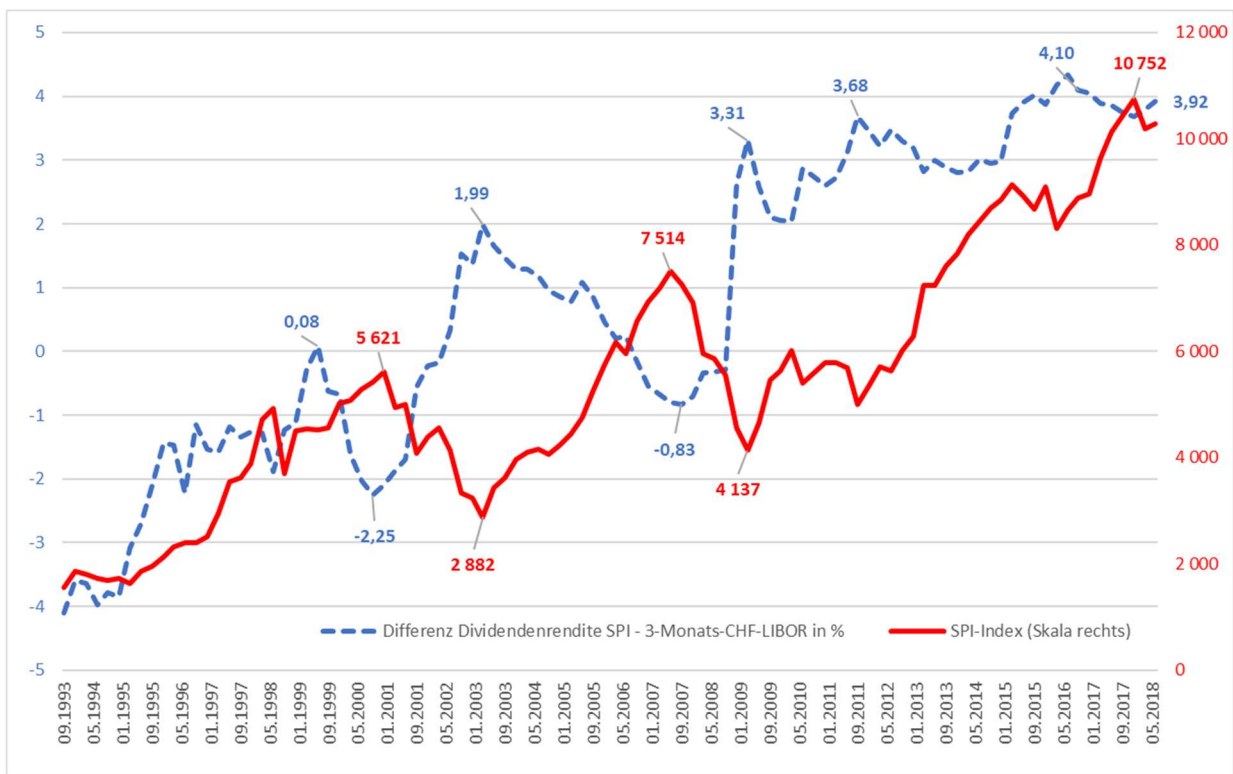
**Grafik 1: Entwicklung des Schweizer Aktienmarktes, des 3-Monats-CHF-Libors und der Dividendenrendite**



Weil Grafik 1 etwas unübersichtlich ist, habe ich in der folgenden Grafik 2 wiederum die Differenz zwischen der Dividendenrendite des Schweizer Aktienmarktes und der risikofreien Rendite am Geldmarkt (3-Monats-Libor) berechnet (gestrichelte blaue Linie) und sie mit der Entwicklung des Schweizer

Aktienmarktes verglichen. Ein positiver Wert bedeutet, dass die Dividendenrendite höher lag als die Geldmarktrendite und umgekehrt.

**Grafik 2: Vergleich der Differenz zwischen Dividendenrendite des SPI minus 3-Monats-LIBOR und der Entwicklung des Schweizer Aktienmarktes**



Wir beginnen in den 90er Jahren. Obwohl die Rendite am Geldmarkt höher war als die Dividendenrendite (die Differenz liegt im negativen Bereich), stieg der Aktienmarkt an. 1999 lag die Dividendenrendite zum ersten Mal um 0.08 % höher als die Zinsen am Geldmarkt. Die Zinserhöhungen und gleichzeitig der Anstieg des Aktienmarktes auf das damalige Rekordniveau (5'621 Punkte) im Jahr 2001 drückten diese Differenz auf minus 2.25 %. Damit war also am Geldmarkt risikolos eine deutlich höhere Rendite zu erzielen als mit Dividenden. Die Folge davon: Der Aktienmarkt halbierte sich, während gleichzeitig die Renditedifferenz auf den neuen Rekordwert von 1.99 % anstieg. Dies hatte die nächste Hausse zur Folge, die den Schweizer Aktienmarkt bis auf 7'514 Punkte führte, wobei die Renditedifferenz aufgrund dieser Übertreibung (das weiss man manchmal erst

im Nachhinein) und gleichzeitig steigender Zinsen wieder in den Negativbereich (- 0.83 %) rutschte. Der nachfolgende Kursverlust und die Zinssenkungen im Zuge der Finanzkrise hoben diese Differenz in neue Sphären. Der Wert von 3.31 % im Jahre 2009 hatte mehr als eine Verdoppelung der Kurse zur Folge. Seit-her bleibt diese Differenz auf diesem erhöhten Niveau um die 4 %.

Was bedeutet das? Betrachtet man nur diesen einen Faktor, nämlich die Differenz zwischen Dividendenrendite und risikofreiem Zinssatz am Geldmarkt, müsste der Schweizer Aktienmarkt eigentlich weiter ansteigen. Einen «Crash» (wie einige dieser Propheten bei jeder Marktkorrektur kommen sahen) hat es jedenfalls aus einer solchen Konstellation in den letzten 25 Jahren nie gegeben.