

Das verlorene Jahrzehnt

Schweizer Aktien mit einer Gesamt-Performance von nur 2 Prozent im Zeitraum 1999 bis 2008

Von Klaus Spremann und Patrick Scheurle*

Die Schätzwerte für die Performance der Aktien-Anlage sind mit Fehlern behaftet. In Zukunft sind hohe Renditen wohl nur zu erwarten, wenn ein neuer Strom an Innovationen entsteht.

Das Jahrzehnt von Anfang 1999 bis Ende 2008 war für Aktienanleger nicht gut. Aktien Schweiz brachten ein Totalergebnis (vor Steuern) von 2%, Obligationen hingegen 40%. Im Jahrzehnt 1989 bis 1998 war es ganz anders: Der Aktionär erhielt insgesamt 397%, der Obligationär 75%. Verständlich, dass sich vor der Wende des Jahrtausends viele Investoren auf der sicheren und komfortablen Seite fühlten. Wie die historischen Daten belegen, gab es zwischen 1955 und 2008 bei Aktien keine schlechtere Zehnjahrperiode als 1999 bis 2008.

Ein schaler Nachgeschmack bleibt

Man muss die bisherige Wissenschaft nicht als Irrweg abtun, um das verlorene Jahrzehnt zu erklären. Dass der Aktionär in einem gerade beginnenden Jahrzehnt nicht einmal ein positives Gesamtergebnis erhält, ist nicht so selten. Unter Standardannahmen beträgt die Wahrscheinlichkeit für ein Zehnjahres-Totalergebnis unter der Nulllinie mehr als 10%. Beim Blick in die Zukunft sollten wir uns daher nicht wundern, wenn wir vielleicht dreimal hintereinander ein Bärenjahrzehnt «ziehen», genauso wie wir fünfmal hintereinander eine Karte mit grossen Kursgewinnen ziehen könnten.

Trotzdem bleibt angesichts der Finanz- und Wirtschaftskrise der schale Nachgeschmack, dass die Theorie vielleicht doch nicht die Wirklichkeit trifft. Hierzu liegen zahlreiche wissenschaftliche Ergebnisse vor. Eine der Forschungsrichtungen stellt die Schätzwerte für die zu erwartenden Aktienrenditen in Frage. Noch vor einiger Zeit hiess es, der Aktionär könne 8% bis 10% jährlich erwarten. Anstelle der genannten (nominalen) Aktienrendite wird auch die Risikoprämie genannt, die Mehrrendite gegenüber der Obligationenrendite (4% bis 5%). Diese Grössen sind aber anhand von historischen Renditen geschätzt und mit Fehlern behaftet. In der Tat wurden für die wichtigsten Märkte die Daten bis auf den Jahresanfang 1926 zurück konstruiert. Die dafür angegebenen Renditen wirken für Anleger ansprechend, sofern sie sich durch die grossen Einbrüche der Weltwirtschaftskrise (1929 bis 1931), der Zeit zwischen 1960 und 1975 sowie eben des letzten Jahrzehnts 1999 bis 2008 nicht abschrecken lassen. Inzwischen sind auch Finanzmarktdaten für die Zeit vor 1926 verfügbar, doch der Vermögensverwalter zeigt sie seiner Kundschaft besser nicht. Die politisch unruhige Zeit um den Ersten Weltkrieg hatte in vielen Ländern auf der ökonomischen Seite instabile Parallelen, etwa die

starke Deflation (1920/21).

Zu hohe Risikoprämien einkalkuliert?

E. Fama und K. French haben deshalb «realwirtschaftliche» Schätzmethode für die Aktienrenditen herangezogen. Dabei werden Renditen, die nichtkotierte Unternehmen bringen (Ausschüttungen plus Gewinne bei Verkäufen von Beteiligungen), mit Aktienrenditen (Dividenden plus Kursgewinne) verglichen. In der Gegenüberstellung wirken die historischen Aktienrenditen unerklärt hoch, besonders jene, die sich an der Börse etwa seit 1950 eingestellt haben. Vielleicht sind die ab dem Jahr 1950 realisierten Aktienrenditen nicht fundamental begründet, sondern das Resultat des Zustroms breiter Schichten von Investoren (mit preistreibender Wirkung). Da solche Einflüsse nicht nachhaltig sind, zeichnen die historischen Renditen der letzten 60 Jahre für die Zukunft eine zu optimistische Erwartung.

Auch die ökonomische Theorie deutet darauf hin, dass der Schätzwert von 8% bis 10% für die Aktienrendite zu hoch gegriffen sein dürfte: Das Risk-Premium-Puzzle geht auf R. Mehra und E. C. Prescott 1985 zurück. Selbstverständlich verlangen die Halter von Aktien eine Prämie für die Risikoübernahme. Deren Höhe hängt davon ab, wie ausgeprägt ihre Risikoaversion ist. Um sie zu bestimmen, bieten sich verschiedene Messungen an. Eine der Messmethoden berücksichtigt, wie stark Anleger darauf bedacht sind, ihren Konsumstrom über die Zeit hinweg zu glätten: Geldvermögen wird in guten Zeiten akkumuliert, in schlechten Zeiten zum Leben verwendet. Nach Mehra und Prescott sollte die Risikoprämie für Aktien nur 1% betragen.

Das Risk-Premium-Puzzle hat andere Erklärungsversuche und heftige Debatten provoziert. T. A. Rietz brachte 1988 die Idee auf, dass Investoren (aufgrund grosser Turbulenzen in der Vergangenheit) auch für die Zukunft tiefe Krisen erwarten könnten. Sie würden deshalb eine «Krisenprämie» als Kompensation für das Halten von Wertpapieren verlangen. Bleibt die Krise aus, dann erweisen sich die Wertpapierrenditen im Rückblick als unüblich hoch. R. Barro hat diese Idee aufgegriffen und durch Unterscheidung zweier Krisenszenarien und einen internationalen Vergleich ausgebaut. Allerdings ist umstritten, ob dies ausreicht, die beobachtbare «Übertreibung» bei der Risikoprämie zu erklären. Immer mehr Ökonomen denken, dass es in der Vergangenheit unerwartete positive Entwicklungen gegeben haben könnte. In der Tat kann die Wachstumszeit 1940 bis 1961 mit der Verbreitung privater Produkte (Fernsehen, Auto, Kühlschrank) verbunden werden, während dies für die Jahre 1982 bis 2000 für PC, Mobiltelefonie und Internet gilt. In beiden Fällen haben die neuen Produkte tiefgreifend die Gesellschaft verändert. So wären die historischen Aktienrenditen eine Wirkung überraschender technologischer Innovationsschübe.

Folglich könnten hohe Aktienrenditen für die kommenden Dekaden nur erwartet werden, wenn ein neuer Strom von Innovationen und von neuen Produkten und Dienstleistungen

entsteht, sei es im Energiebereich, in der Verkehrstechnologie oder in der Infrastruktur unserer Städte. Ob hinter den zufällig zustande kommenden Grundmustern für das Börsenklima einer Dekade Regelmässigkeiten stehen, wissen wir heute noch nicht. Durchaus könnte es Wellen geben, wie sie in den nach N. Kondratieff benannten Zyklen angesprochen werden, weil sie mit langfristigen Zinstrends zusammenhängen oder die Erwartungshaltung einer ganzen Generation prägen.

* Prof. Dr. Dr. h. c. Klaus Spremann ist Direktor am Swiss Institute of Banking and Finance der Universität St. Gallen. Patrick Scheurle ist Doktorand am Lehrstuhl von Prof. Spremann.