

Das verlorene Jahrzehnt

Von Klaus Spremann und Patrick Scheurle*

* Prof. Dr. Dr. h.c. Klaus Spremann, Patrick Scheurle, Universität St. Gallen.

Das Jahrzehnt Anfang 1999 bis Ende 2008 war für Aktienanleger nicht gut. Aktien Schweiz brachten ein Totalergebnis (vor Steuern) von 2%, Obligationen hingegen 40%. Im Jahrzehnt 89-98 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 Seiten fühlten. Die historischen Daten belegen: zwischen 1955 und 2008 gab es bei Aktien keine schlechtere Zehnjahresperiode als 1999 bis 2008.

Jahre	Aktien	Bonds	Jahre	Aktien	Bonds	Jahre	Aktien	Bonds
55-64	154%	34%	70-79	26%	92%	85-94	203%	63%
56-65	123%	39%	71-80	49%	89%	86-95	131%	72%
57-66	92%	39%	72-81	14%	73%	87-96	149%	72%
58-67	215%	46%	73-82	7%	86%	88-97	433%	73%
59-68	258%	51%	74-83	70%	93%	89-98	397%	75%
60-69	189%	41%	75-84	166%	96%	90-99	353%	81%
61-70	79%	38%	76-85	192%	78%	91-00	528%	85%
62-71	38%	48%	77-86	197%	62%	92-01	316%	78%
63-72	103%	51%	78-87	99%	56%	93-02	162%	75%
64-73	63%	48%	79-88	148%	50%	94-03	112%	58%
65-74	17%	48%	80-89	174%	47%	95-04	145%	66%
66-75	84%	65%	81-90	108%	46%	96-05	170%	53%
67-76	126%	87%	82-91	178%	55%	97-06	176%	45%
68-77	66%	93%	83-92	189%	55%	98-07	78%	37%
69-78	19%	96%	84-93	242%	69%	99-08	2%	40%

Tabelle 1: Zehnjahresrenditen seit 1955 (Berechnungen basieren auf Indices der Bank Pictet & Cie)

Doch man muss weder einen Schwarzen Schwan herbeirufen noch die bisherige Wissenschaft 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 Goldilook ziehen könnten.

Trotzdem bleibt angesichts der Finanz- und Wirtschaftskrise der schale Geschmack, dass die Theorie vielleicht doch nicht so die Wirklichkeit trifft. Hierzu liegen zahlreiche

wissenschaftliche Ergebnisse vor. Eine der Forschungsrichtungen stellt die Schätzwerte für die zu erwarteten 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%) genannt. Doch diese Grössen sind aus historischen Renditen geschätzt und mit Schätzfehlern behaftet. In der Tat wurden für die wichtigsten Märkte die Daten bis auf den Jahresanfang 1926 zurück konstruiert. Die dafür berichteten Renditen wirken für Anleger ansprechend, sofern sie sich durch die grossen Einbrüche der Weltwirtschaftskrise (1929-1931), der Zeit zwischen 1960 und 1975 sowie eben des letzten Jahrzehnts 1999-08 nicht abschrecken lassen. Immerhin haben zwei Perioden das Bild insgesamt aufgeheitert, nämlich die Jahre 1940-1961 sowie die Periode 1982-2000. Inzwischen sind auch Finanzmarktdaten für die Zeit vor 1926 verfügbar, doch der Vermögensverwalter zeigt sie seiner Anlagekundschaft 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).

E. Fama und K. French haben deshalb „realwirtschaftliche“ Schätzmethoden für die Aktienrenditen herangezogen.¹ In deren Kern werden Renditen, die nicht-kotierte 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 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 sechzig 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.² 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

¹ E. Fama und K. French: The Equity Premium. Journal of Finance LVII, 2002.

² R. Mehra und E. C. Prescott: The equity premium: A puzzle. Journal of Monetary Economics 15 (1985), 145-161.

schlechten Zeiten zum Leben verwendet. Nach Mehra und Prescott sollte die Risikoprämie für Aktien nur 1% betragen. Irgend etwas stimmt also nicht mit den üblichen Schätzwerten.

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 Krise 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.³ Allerdings ist umstritten, ob die Erklärungen ausreichen, 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 können, die Wunder- und Wachstumszeit 1940-1961 mit der Verbreitung privater, haltbarer Produkte (Fernsehen, Auto, Kühlschrank) verbunden werden, während die Jahre 1982-2000 gemeinhin die der Verbreitung von PC, Mobiltelefonie und Internet sind. In beiden Fällen haben die neuen Produkte tiefgreifend die Gesellschaft verändert. Von daher wären die historischen Aktienrenditen als 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. Scheinbar gibt es eine Urne für Zufallsziehungen mit zehn Kugeln. Auf einer der Kugeln steht, dass uns die kommende Dekade Krisen bringen wird, auf den neun anderen Kugeln ist von einem innovativen Aufschwung zu lesen.

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.

³ T. Rietz: The equity risk premium: a solution, Journal of Monetary Economics 22 (1988), pp. 117–131. R. Barro: Rare Events and the Equity Premium, 2005.