

Wie geht es an der Börse weiter?

Wenig Zuversicht zu spüren

- **Anleger schwanken zwischen Euphorie und Pessimismus**
- **Kräftige Haussephasen sind selten**

Von Klaus Spremann

Auch wenn heute allgemein von Übertreibungen gesprochen wird: Wer hatte nach dem ersten markanten Einbruch der Börse von April bis September 2001 nicht erwartet, alles werde durch einen baldigen Kursaufschwung korrigiert? Statt dessen kam ein zweites Debakel, von Januar bis September 2002, und auch danach hofften die Aktionäre. Doch wieder keine Korrektur – es kam der dritte Einbruch von November 2002 bis März 2003.

Die Aktionäre verzagten, sie sprachen vom Bruch alter Vorstellungen. Die Buy-and-hold-Strategie, die kläglich versagt hatte, wurde im Wechsel der Paradigmen durch den stürmischen Erfolg von Hedge funds und marktneutralen Anlagen verdrängt. Viele Privatanleger sind in den Geldmarkt geflüchtet. Überraschend zeigte sich dann in den letzten Monaten ein Rally an der Börse, und wer Aktien treu blieb, konnte den dritten Einbruch ausmerzen. Indessen bleiben die beiden Löcher von früher in den Depots.

Wenig Zuversicht in die Zukunft der Finanzmärkte ist zu spüren. Das jüngste Kursrally, so ist zu hören, sei nicht einmal von institutionellen Investoren getragen worden. Der seit 24 Monaten erwartete Wirtschaftsaufschwung lässt ungewöhnlich lange auf sich warten, und einige Branchen befinden sich in einer Lage, die nachhaltiger trüb ist als ein zyklisches Tief. Man denke etwa an die Versicherer. In den Nachbarländern der Schweiz sind einige, bis vor kurzem finanziell stolze Unternehmen und Banken in arger Not. Wie schnell hat sich für Länder wie Deutschland eine Position finanzieller Unabhängigkeit in die Enge der Verschuldung gekehrt. Überall in Europa wird für gesellschaftliche Fragen, die für immer gut geregelt schienen, Reparaturbedarf sichtbar. So für die Krankenversicherung, die Altersversorgung und überhaupt das Verhältnis zwischen Jung und Alt auf kollektiver Ebene.

Diskontinuität

Viele Menschen sehen heute deutliche Zeichen für eine Diskontinuität der Erwartungen und Haltungen mit den ökonomischen und gesellschaftlichen Entwicklungen. Plötzlich sind Trends ins Bewusstsein gerückt, die bislang kaum beachtet worden sind und dem erhofften Weiterlaufen der Dinge wie gehabt den Boden entziehen. Seit Jahren sind die Gewinne der Unternehmen erodiert, was hier mit Bilanztricks kaschiert wird, dort zu einem Grounding oder einem Konkurs führt. Manager betrachten die Unternehmen als Selbstbedienungsladen. Die Bevölkerung weigert sich, lieb gewordene Forderungen und die Versorgungsmentalität zu korrigieren. Solche Entwicklungen könnten einem nachhaltigen zyklischen Aufschwung an den Finanzmärkten durchaus im Wege stehen.

Die im Titel gestellte Frage ist brennend aktuell. Haben wir einen Bruch mit alten Börsengesetzen? Und wenn das so ist, wie lauten die neuen Regeln? Die Frage kann kurz-

fristig nicht beantwortet werden. Technische und fundamental orientierte Analysten bieten eine Fülle von Vorhersagen für die kommenden Wochen und Monate. Hier soll weder eine weitere kurz- oder mittelfristige Prognose hinzugefügt noch eine neuerliche Kritik an ihnen geübt werden. Die Handreichungen sind ohnehin durch die These der Informationseffizienz in ihrer Kraft eingeschränkt.

Finanzmärkte eignen sich für spekulative Positionen. Informierte Akteure können schnell handeln. Kurse antizipieren daher in Kürze alles, was anhand irgendwelcher Nachrichten erschlossen werden kann. Alles, was erwartet werden kann, ist in den Kursen daher schnellstens vorweggenommen. Somit reagieren die Notierungen nur noch, wenn es gänzlich neue Informationen gibt. Sie sind überraschend und zufällig. Daher folgen, so die um 1960 von Harry Roberts an der University of Chicago geprägte Market efficiency hypothesis (MEH), die Kurse einem Zufallsprozess – einem Random walk.

Sofern die MEH zutrifft, kann daher niemand vorhersehen, wie die Kurse in den kommenden Wochen aussehen werden. Es gibt zwar neuere Erkenntnisse, die die früher als absolut angesehene Gültigkeit der MEH beträchtlich relativieren – hierzu gehören die Entdeckung serieller Autokorrelationen für High-frequency-Daten, die in Faktormodellen erkannte Bedeutung makroökonomischer Einflüsse und die sich ändernde Volatilität (Heteroskedastizität) und ihre Modellierung etwa durch ARCH-Prozesse – der Erfinder dieser Prozesse, Robert F. Engle, wurde jüngst mit dem Nobelpreis geehrt. Das ermöglicht eine aktive Asset allocation.

Trotz dieser Abweichungen können wir am Modell des Random walk (als gutes, wenngleich nicht perfektes Modell) festhalten, weil hier ein anderer Punkt vertieft werden soll: Die Vertreter der MEH sagen nichts dazu, wie die zahlenmässige Höhe der Parameter des Random walk bestimmt werden soll. Konkret geht es um den Erwartungswert der Rendite auf ein Aktienportfolio. Die Renditeerwartung bestimmt den Drift, die treibende Kraft, deren Wirkung sich langfristig zeigt.

Schätzung der Rendite

Wie also kann die Renditeerwartung für Aktien bestimmt werden? Oder wie kann die Risikoprämie geschätzt werden, das heisst, der Unterschied zwischen der Renditeerwartung für Aktien und dem Zins beziehungsweise der Gesamrendite eines Obligationenportfolios? Jeder weiss, dass die Renditeerwartung für Aktien 9% und die Risikoprämie 5% betragen sollte – auch wenn jüngst vorsichtiger, tiefere Schätzungen genannt werden. Doch wie können diese Zahlen bestimmt werden?

Der traditionelle Weg besteht darin, die historischen Renditen an den Finanzmärkten als Stichprobe aufzufassen und die gesuchten Parameter des Random walk mit statistischen Methoden zu schätzen. Nimmt man die von Pictet aufbereiteten Daten für die Schweiz, ergeben sich für die 77 Jahre von 1926 bis 2002 als Mittelwert der (einfachen) Aktienrenditen 9,69% und als Mittelwert der Obligationenrenditen 4,65%, was die genannte Zahl von 5% für die Risikoprämie bestätigt.

Leider macht es wenig Sinn, das Zeitfenster auf einen aktuelleren Abschnitt zu verkleinern, weil die Bestimmung der gesuchten Renditeerwartung wie in jeder statistischen Schätzung einem Fehler unterliegt. Um ihn zu reduzieren, sind Werte eines möglichst grossen Zeitraums zu verwenden. Für die USA gibt es Langfristdaten seit 1802, für andere Länder seit 1900. Zwei bekannte Bücher haben diese Angaben für verschiedene Länder aufbereitet: Jeromy Siegel in «Stocks for the long run» und Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton in «Triumph of the Optimists». Hier sind die Daten für die Schweiz übrigens bis

auf das Jahr 1910 zurückkonstruiert. Die durchschnittliche Aktienrendite von 1910 bis 1925 (ab dann setzen die Pictet-Daten ein) muss nominal (nur) 1,8% betragen haben.

Soweit zur Schätzung der Renditeerwartung anhand der Beobachtung der Finanzmärkte. Grundsätzlich sollten die Renditen das Geschehen der realen Wirtschaft spiegeln, und dies weist einen zweiten Weg für die Bestimmung der Rendite. Offensichtlich können auf kurze Sicht Finanz- und Realwirtschaft recht unterschiedlich verlaufen. Unternehmer sind stets verhalten optimistisch (sonst würden sie ihre Sache hinwerfen), Finanzinvestoren schwanken zwischen euphorischer und zutiefst pessimistischer Einschätzung. Doch auf längere Sicht müssen die beiden Grössen immer wieder zusammenkommen, so wie es das Gleichnis von André Kostolany verlangt: Der Herr (Realwirtschaft) geht mit seinem Hund (Finanzwirtschaft) spazieren. Der Hund läuft einmal voran, dann hinterher, doch insgesamt gesehen legen sie den Weg gemeinsam zurück. Folglich kann die langfristige Rendite, die mit Aktien verbunden ist, anhand der Realwirtschaft geschätzt werden.

An diese zweite Möglichkeit zur Bestimmung der Renditeerwartung hat man sich in den letzten Monaten wieder erinnert. Es wird untersucht, welche Dividendenrendite Aktien haben und wie daneben die Unternehmen im Laufe der Zeit wachsen. Letzteres wird durch das Wachstum der Dividendensumme bestimmt. Die Summe aus Dividendenrendite und Wachstumsrate der Dividenden muss dann noch um Einzahlungen der Investoren (für Kapitalerhöhungen) korrigiert werden, denn aussenfinanziertes Wachstum darf nicht als Wirtschaftsergebnis betrachtet werden.

Zu viel vorweggenommen

Ergebnisse zum Equity premium, also zur Risikoprämie, haben Eugene F. Fama und Kenneth R. French 2002 im «Journal of Finance» vorgestellt: Geht man allein von den historischen Renditen an den Finanzmärkten aus, dann ergibt sich in den USA für 1872 bis 2000 eine Überrendite von 5,57%, die Aktien gegenüber Bonds hatten. Schätzt man hingegen die Risikoprämie anhand der Realwirtschaft, dann beträgt sie nur 3,54%. Das ist ein grosser Unterschied. Offensichtlich sind Hund (die Finanzwirtschaft) und Herr (Realwirtschaft) getrennte Wege gegangen.

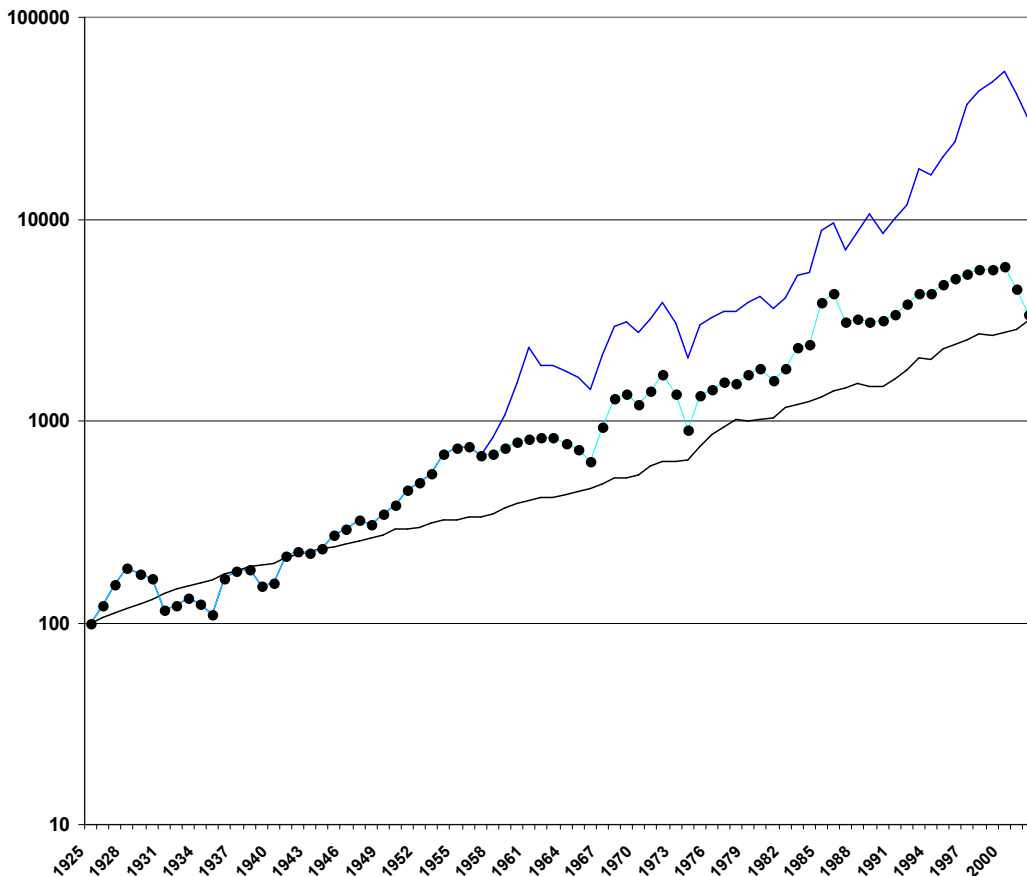
Fama und French haben entdeckt, dass dieser Unterschied nur auf die letzten fünfzig Jahre zurückzuführen ist. In der Zeitspanne von 1872 bis 1950 sind Realwirtschaft (Risikoprämie 4,17%) und Finanzwirtschaft (Risikoprämie 4,40%) noch ähnlich verlaufen, während für 1951 bis 2000 die Realwirtschaft auf eine Risikoprämie von nur 2,55% und die Finanzwirtschaft auf eine von 7,43% führt.

Diese Untersuchungen sprechen eine klare Sprache: Was Unternehmen den Aktionären real bieten, ist in den letzten fünfzig Jahren im Vergleich zur Zeit davor zurückgefallen. Doch was die Finanzinvestoren mit dem Handel von Aktien sich selbst geboten haben, ist in dieser Periode deutlich gestiegen und hat sich von der realen Wirklichkeit dramatisch gelöst. Hund und Herr sind zwischen 1872 und 1950 zusammen spazieren gegangen, doch ab 1950 hat der Herr seinen Schritt verlangsamt, während sich der Hund losgerissen hat und mit schnellem Schritt davongelaufen ist.

Wie war das in der Schweiz? Der den Pictet-Daten zu Grunde liegende Aktienindex ist von 100 (1926) auf 31061,4 (2002) gestiegen. Selbst in Relation zu Obligationen – die in denselben 77 Jahren von 100 auf 3155,9 gestiegen waren. Diese Relation von fast 10:1 im Endergebnis wird auch immer wieder herangezogen, um die Überlegenheit von Equity im Vergleich zu Debt herauszustellen. Selbstverständlich unterlag die Anlage in Aktien grossen Schwankungen, immer wieder gab es Aufwärts- wie Abwärtsphasen – nicht erst in den letzten drei Jahren. Im Nachhinein stechen zwei Aufwärtsphasen besonders ins Auge.

In den vier Jahren 1958 bis 1961 haben Aktien 242% zugelegt, in den dreizehn Jahren 1988 bis 2000 gar 668%.

Diese Schübe können nachträglich gut mit dem besonderen realwirtschaftlichen Klima in Verbindung gebracht werden. Die Jahre 1958 bis 1961 standen im Zeichen des Wirtschaftswunders der Nachkriegszeit, das damals in vielen Ländern einen konjunkturellen Aufschwung brachte. 1988 bis 2000 waren die Jahre des Informationstechnologie-booms.



Die Abbildung zeigt die Wertentwicklung (1.1926 = 100 Franken) eines Obligationenportfolios (unten), eines Aktienportfolios (oben) und eines Portfolios, welches fast immer in Aktien angelegt war, in den beiden Boomphasen 1958-1961 und 1988-2000 jedoch in Obligationen. Dieses Portfolio hat ein deutlich höheres Risiko als das reine Obligationenportfolio, aber kein merklich besseres Ergebnis gezeigt.

Es darf sogar behauptet werden, dass diese beiden Phasen der wirtschaftlichen Prosperität mit einer gewissen Treffsicherheit hätten prognostiziert werden können. Immerhin hatte sich die Verhältnisse in der Nachkriegszeit zunehmend stabilisiert, und der sich beschleunigende Aufschwung war vor 1958 zu erkennen. Ähnliches gilt für die Jahre des IT-Booms 1988 bis 2000: IBM brachte den PC 1982 heraus, und die Möglichkeit des Internets zeichnete sich damals am Horizont ab.

Was nun, wenn ein Schweizer Finanzinvestor die beiden Boomphasen verschlafen hätte? Wir konstruierten ein Portfolio, das stets zu 100% in Aktien angelegt war mit Ausnahme der beiden speziellen Perioden 1958 bis 1961 und 1988 bis 2000. Die Wertentwicklung (1926 gleich 100 Franken) eines Aktien-, eines Obligationen- und dieses Spezialport-

folios, das fast immer in Aktien angelegt war, ist in der untenstehenden Grafik aufgezeigt. Nur in den beiden Boomphasen 1958 bis 1961 und 1988 bis 2000 wurde statt in Aktien in Obligationen angelegt.

Das Resultat ist ernüchternd: Dieses spezielle Konstrukt hat ein deutlich höheres Risiko als die reine Obligationenanlage, aber kein merklich besseres Ergebnis gezeigt. Mit dem Spezialportfolio sind 3352 Fr. entstanden im Vergleich zu 3156 Fr. (wäre man stets in Obligationen investiert gewesen). Der Investor, der so unglücklich agierte, erhielt nur einen unwesentlich kleineren Ertrag wie jemand, der permanent Obligationen hielt. Der Schluss: Aktien sind nur deshalb besser als Obligationen, weil es in den vergangenen fünfzig Jahren zwei bemerkenswerte Boomphasen gab. Werden sie ausgeklammert, bringen Aktien kein überlegenes Anlageergebnis.

So drängt sich eine Antwort auf die im Titel gestellte Frage auf: Aktien sind höchst interessant, wenn eine Phase kommt, die einen Kursschub auslöst. In sonstigen Zeiten sind sie uninteressant und wegen der Risiken in ihrer Performance den Bonds weit unterlegen. In den letzten fünfzig Jahren gab es zwei solche Boomphasen, und deshalb scheinen Aktien für viele Anleger auf die längere Sicht generell ein sehr gutes Anlageinstrument zu sein. Doch das kann ein Fehlschluss sein. Wenn die nächste Zukunft uns keine Hausse beschert, werden Aktien enttäuschen – es sei denn, die Finanzwirtschaft läuft der Realwirtschaft nochmals davon.

Was einen Aufschwung auslöst

Stehen wir jetzt vor einer neuen Boomphase? Wo ist möglicherweise der Keim dafür zu erkennen? Paul Krugmann zeigt in «The Return of Depression Economics» Bedingungen auf, unter denen sich ein Aufschwung der Realwirtschaft bildet. Zwei Arten von Bedingungen müssen unterschieden werden.

Erstens: Oft wird ein realwirtschaftlicher Aufschwung durch einen Input-Schub ausgelöst. Plötzlich können neue Arbeitskräfte in das Wirtschaftsleben integriert werden, oder die Allokationseffizienz der Ressourcen steigt, etwa im Nachgang zu Restrukturierungen. Solche Schübe wirken jedoch meistens nur einmalig. Ihre Wirkung flacht sich nach einigen Jahren ab, und sie münden daher früher oder später in einen Börsencrash.

Zweitens: Nachhaltiges Wachstum und nachhaltig höhere Renditen an der Börse gehen stets mit einer Steigerung der Produktivität einher. Eine höhere totale Faktorproduktivität (TFP) steht in Verbindung mit dem technischen Fortschritt, und dieser wird durch Innovationen, Investitionen und Verbesserungen in der Infrastruktur begünstigt. So bilden letztlich diese Fragen den Schlüssel: In welchen Branchen haben die Unternehmen die Möglichkeit, Innovationen zu fördern und Investitionen zu machen? In welchen Ländern hat der Staat die benötigten Mittel, um die Infrastruktur zu fördern? Wo wird hingegen nur verlagert und abgebaut, wo verfällt die Infrastruktur? Hier haben sich einige Länder klar besser positioniert als andere, und genau in diesen Staaten wird es mit der Börse langfristig aufwärts gehen.