

Standpunkt

August 2002

Die Risikoprämie für Aktien
oder „Muss man in diesen
Zeiten noch Aktien haben?“

©2002. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Die Risikoprämie für Aktien oder „Muss man in diesen Zeiten noch Aktien haben?“

- ◆ Die historische Risikoprämie von Aktien über Renten lag im Schnitt über die 16 wichtigsten Märkte über 101 Jahre bei 4-5% p.a.
- ◆ Die 80er und 90er Jahre erlebten bedingt durch „Neues Paradigma der Wirtschaftspolitik“ und New Economy-Euphorie eine der größten Haussen der Geschichte, sowohl am Aktien- als auch am Rentenmarkt.
- ◆ Nach dem Platzen der TMT-Blase erwarten wir unterdurchschnittliche Erträge am Aktien- und Rentenmarkt auf Sicht 5-10 Jahre (Return to the mean).
- ◆ Dennoch fürchten wir keine japanischen Verhältnisse, denn „Neues Paradigma“ und New Economy sind nicht nur heiße Luft, und die Zentralbanken haben dazugelernt.
- ◆ Asset Allocation Entscheidungen werden in einer „Low Return Welt“ komplexer, da immer mehr „Alternative Assets“ in die Asset Allocation Entscheidungen eingehen.

Die Risikoprämie für Aktien oder „Muss man in diesen Zeiten noch Aktien haben?“

Die Ausgangslage

Nach einer 2 ½ jährigen Baisse an den globalen Aktienmärkten stellen sich viele Investoren die Frage, warum sie in diesem Marktumfeld überhaupt noch Aktien haben sollen. Insbesondere viele institutionelle Anleger in Deutschland, die bis weit in die 90er Jahre kaum in Aktien investiert waren und diese dann erst im späten Verlauf der Bullenmärkte der 90er Jahre aufgestockt haben, sehen sich mit ernsthaften Problemen konfrontiert. Sie haben – bedingt durch aufwendige Entscheidungsprozesse – sehr lange gebraucht, um sich zu Aktieninvestments durchzuringen, so dass sie den Großteil der Hausse der 80er und 90er Jahre verpasst haben. Daher verfügen sie heute kaum über stille Reserven, während sie die Baisse voll trifft. Sie sind schon aus Gründen der (begrenzten) Risikotragfähigkeit gezwungen, Aktieninvestments abzubauen, unabhängig davon, ob diese aus langfristigen Überlegungen heraus als sinnvoll angesehen werden oder nicht. Dies verstärkt die Baisse an den Aktienmärkten weiter, was wiederum zusätzlichen Verkaufsdruck auslöst.

Auch wenn uns klar ist, dass es vielen Investoren in diesem Umfeld trotz aller Grundbekenntnisse nicht mehr möglich ist, ihre langfristigen Asset Allocation-Entscheidungen aufrecht zu erhalten, wollen wir in diesem Artikel – abseits der Tagesvolatilität – für die ursprüngliche Grundsatzüberlegung der Anleger die Lanze brechen. Was sind die Gründe, warum Investoren, Analysten und Berater die Aktie als Anlagevehikel in den letzten Jahren als attraktiv erachtet haben? Was hat von diesen Überlegungen auch heute noch Gültigkeit, und welche „Glaubenssätze“ muss man revidieren?

Aktien schlagen Renten?

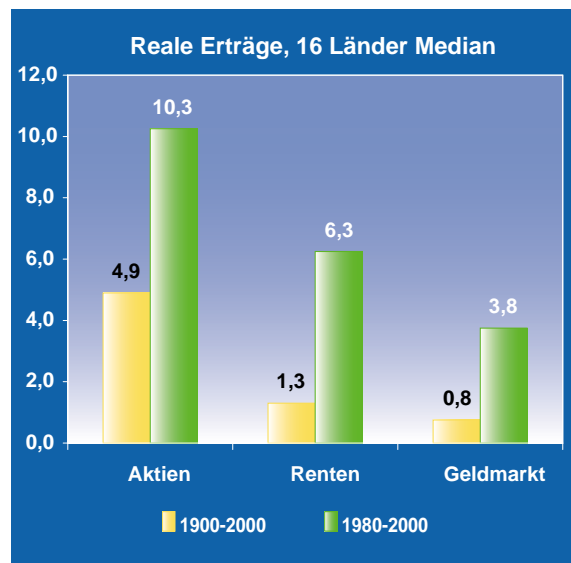
Die Abbildung 1 gibt die ganz grundsätzliche Antwort auf die Frage „Warum Aktien?“. Die Tabelle basiert auf Daten der London School of Economics.¹ In der Zeit von 1900 bis 2000 haben Aktien im Jahresdurchschnitt deutlich höhere (reale) Erträge geliefert als Renten, und zwar über alle 16 in der Analyse betrachteten großen Märkte hinweg. Die Überperformance der Aktien über Renten (die sogenannte **empirische bzw. historische Risikoprämie**) betrug dabei im Durchschnitt pro Jahr rund 4-5%. Dieser Mehrertrag von Aktien im Vergleich zu Renten ist auf lange Sicht (theoretisch) die Entschädigung für das höhere Risiko von Eigenkapital (Aktien) im Vergleich zu Fremdkapital (Renten). Der jährliche Durchschnittsertrag von Renten und Geldmarktanlagen lag zudem nur wenig über der Inflationsrate, so dass diese Assets im Prinzip (selbst vor Steuer) nur der realen Werterhaltung dienten, während Aktien real deutliche Wertsteigerungen aufweisen konnten.

Die Ergebnisse der Langfriststudie werden vom Grundsatz her von vielen anderen Untersuchungen bestätigt², auch wenn man an den Details einige Kritik festmachen kann (Survivorship Bias der ausgewählten Länder und Indizes, Bereinigung von Hyperinflationen und Kriegsperioden, Konzentration auf Staatsanleihen bei der Anlageklasse Renten, mangelnde Berücksichtigung von Nachsteuerrenditen u. a.).

Abbildung 1:

Realer Ertrag von Assetklassen verschiedener Länder 1900-2000				
	Aktien	Renten	Geldmarkt	Risikoprämie
Australien	7,5	1,1	0,4	6,4
Belgien	2,5	-0,4	-0,3	2,9
Canada	6,4	1,8	1,7	4,6
Dänemark	4,6	2,5	2,8	2,1
Deutschland	3,6	-2,2	-0,6	5,8
Frankreich	3,8	-1,0	-3,3	4,8
Irland	4,8	1,5	1,3	3,3
Italien	2,7	-2,2	-4,1	4,9
Japan	4,5	-1,6	-2,0	6,1
Niederlande	5,8	1,1	0,7	4,7
Südafrika	6,8	1,4	0,8	5,4
Spanien	3,6	1,2	0,4	2,4
Schweden	7,6	2,4	2,0	5,2
Schweiz	5,0	2,8	1,1	2,2
UK	5,8	1,3	1,0	4,5
USA	6,7	1,6	0,9	5,1
Median	4,9	1,3	0,8	4,8

Abbildung 2:



Die Crux mit der Aktienrisikoprämie

Die eigentlichen Probleme für die uns hier interessierende Frage – „Was bedeutet das für unsere Asset Allocation Entscheidungen heute?“ – kommen von zwei Aspekten:³ Einerseits ist die (empirische) Risikoprämie nicht konstant, sondern die jährlichen Erträge von Aktien und Renten sowie die daraus resultierenden Risikoprämien schwanken stark im Zeitverlauf. Die oben angesprochenen realen Erträge von Aktien und Renten und die historische Outperformance von Aktien über Renten um 4-5% gelten nicht immer und nicht zu jedem Zeitpunkt, sondern sind Aussagen über die ganz lange Sicht. Die Abbildung 2 zeigt diese Erfahrung sehr deutlich. Die empirischen (realen) Erträge von Aktien (Median der betrachteten 16 Länder) betragen in der Zeit von 1980 bis Ende 2000 10 ¼% und lagen damit um etwa 5 ½% über dem langjährigen Durchschnitt. Auch die Erträge von Renten und Geldmarktanlagen lagen in diesen 20 Jahren wesentlich höher, als es die historischen Erfahrungen bis dahin nahegelegt hätten. Diese großen Schwankungen der jährlichen Erträge der unterschiedlichen Asset Klassen machen die Beantwortung der Frage: „Was ist die optimale Asset Allocation für die nächsten fünf Jahre auf Basis der historischen Erfahrungen?“ naturgemäß sehr schwierig.

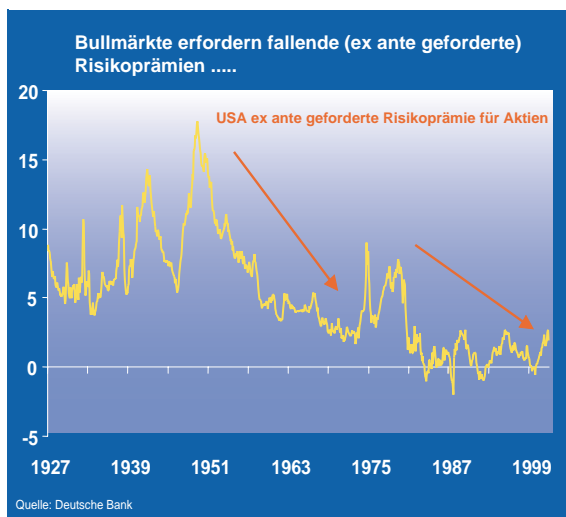
Dies wird aber noch durch einen zweiten Kritikpunkt an den empirischen Risikoprämien erschwert. Man muss die empirischen nämlich unterscheiden von den **theoretischen, über die Marktpreise ex ante eingeforderten und eskomptierten Risikoprämien**.⁴ Vergleicht man die Bewertung der Aktienmärkte mit den Renditen von Staatsanleihen (oder Geldmarktzinsen), kann man die aktuell ex ante von den Märkten geforderte Risikoprämie für Aktien berechnen. Die exakte Definition und Berechnung dieser impliziten Risikoprämien ist nicht ganz eindeutig, und bei den einzelnen Investmentbanken wird man sehr unterschiedliche Schätzungen für die impliziten Risikoprämien finden, so dass eher die historische Entwicklung der (stets gleich berechneten) impliziten Risikoprämien als der Vergleich der verschiedenen Berechnungen der Risikoprämien aus verschiedenen Studien relevant ist. Die einfachste Form zur Berechnung der ex ante geforderten Risikoprämien für den DAX wäre zum Beispiel, unter Verwendung der Konsens-Gewinnschätzungen des DAX für das kommende Jahr, eine Gewinnrendite des DAX – also ein umgekehrtes KGV – zu berechnen

$$(\text{Gewinnrendite} = \frac{\text{Gewinnschätzung (2003)}}{\text{aktueller Indexstand (DAX)}})$$

und davon die Rendite von 10jährigen Bundesanleihen abzuziehen. Eine etwas komplexere Formel wird später ausgeführt.

Es leuchtet direkt ein, dass eine Hausse am Aktienmarkt zu wachsenden Kurs-Gewinn-Verhältnissen und fallenden Gewinnrenditen führt. Damit verläuft die Entwicklung der empirischen Risikoprämien unglücklicherweise mathematisch gerade invers zu den ex ante geforderten Risikoprämien. Das bedeutet, dass die Aktienmärkte gerade dann unattraktiv werden, wenn die empirischen Risikoprämien aufgrund einer langen Hausse des Aktienmarktes besonders hoch sind, denn dann sind die theoretischen, im Markt geforderten Risikoprämien (die sozusagen das Maß der Absicherung für das Risiko des Aktienmarktes darstellen) besonders klein. Gerade dann, wenn die Verführung besonders groß ist, aufgrund der hohen empirischen Risikoprämien das Interesse auf den Aktienmarkt zu richten, ist es weniger vorteilhaft, in den Aktienmarkt zu investieren, weil dann die Bewertungen hoch sind. Dies war auch die Falle, die viele Investoren zum Ende der Hausse der 90er Jahre in den Aktienmarkt gelockt hat, zu einem Zeitpunkt, als die Attraktivität bereits geschwunden war. Die Abbildung 3 zeigt dies deutlich. Mit der Aktienmarkthausse der 80er und 90er Jahre ist die in den Märkten ex ante geforderte Risikoprämie gesunken, während die empirische Outperformance der Aktienmärkte exorbitant war. Umgekehrt ist in den letzten zwei Jahren die ex ante geforderte Risikoprämie wieder gestiegen, weil der Bärmarkt deutlich gemacht hat, dass Aktienmärkte risikobehaftet sind. Diese Baisseerfahrung hält heute aber viele Anleger von Aktieninvestments ab, obwohl die gestiegene eingepreiste Risikoprämie das Risiko eines Einstiegs viel niedriger macht als vor zwei Jahren.

Abbildung 3:



Return to the mean?

Wie sieht nach dem Platzen der New Economy Blase, dem Ende des Bullenmarktes der 80er und 90er Jahre und einer 2 ½ jährigen Baisse heute unsere Ausgangsbasis für die kommenden Jahre aus? Was kann man abseits von der Tagesvolatilität zu den Ertragsersparungen an den Märkten in den kommenden Jahren sagen?

Ausgangspunkt ist die historische Erfahrung, dass die Aktienmärkte über ganz lange Sicht einen realen Return von 4-5% und die Bondmärkte einen Realertrag von 1-2% erwarten lassen. Andererseits waren die Erträge von 1980-2000 in allen Asset Klassen wesentlich höher. Die Aktienmarktkorrektur der letzten 2 ½ Jahre hat die 20jährigen Durchschnitte bereits etwas gedrückt, die Überperformance der letzten Jahrzehnte aber noch nicht ganz beseitigt. Das lässt erwarten, dass die Erträge in den kommenden 5-10 Jahren eher niedrig ausfallen werden, wenn man in irgendeinem Sinne an ein Return to the mean auf lange Sicht glaubt.⁵ Die Erträge insbesondere an den Aktienmärkten, aber auch an den Rentenmärkten dürften in den kommenden Jahren also nicht nur niedriger liegen als im Durchschnitt der letzten 20 Jahre, sondern sogar niedriger als im langfristigen Durchschnitt (der letzten 101 Jahre), wenn eine Korrektur der Überperformance der letzten Jahre zum langfristigen Durchschnitt erfolgt.

„Neues Paradigma“ und New Economy

Um in etwa eine Einschätzung zu erhalten, mit welchen Returnerwartungen für die Aktienmärkte man in die kommenden Jahre gehen kann, ist in erster Linie die Frage zu beantworten, welche Faktoren zu der Hausse der 80er und 90er Jahre geführt haben, was von diesen positiven Faktoren heute noch nachwirkt, und was durch die jüngsten Entwicklungen nach dem Platzen der New Economy Blase und des Kampfes gegen den Terror endgültig Makulatur geworden ist.

Grundlage der Hausse der beiden vergangenen Jahrzehnte waren neue Entwicklungen in Wirtschaft, Politik und Gesellschaft, die zu starken Veränderungen des fundamentalen Umfelds für die Kapital-

märkte geführt haben. Man kann geradezu von einem „Neuen Paradigma der Wirtschaftsordnung“ sprechen. Dabei sind als Bestimmungsfaktoren des „Neuen Wirtschaftsparadigmas“, das sich seit Beginn der 80er Jahre etablierte und nach dem Zusammenbruch des Kommunismus Anfang der 90er Jahre weiter an Fahrt gewann, folgende Punkte zu nennen:

Abbildung 4:



Die Veränderungen in Wirtschaft, Politik und Gesellschaft hatten unmittelbare Konsequenzen für die Kapitalmärkte. Die offeneren (Güter-, Kapital- und Arbeits-) Märkte, die Globalisierung und der Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsleben führten zu steigender Produktivität, fallenden Inflationsraten und Zinsen, ein Effekt, der durch das Ende des kalten Krieges (Friedensdividende) und die wachsende Macht der Finanzmärkte verstärkt wurde (Kritiker wie George Soros sprechen bereits von Marktfundamentalismus). Die unabhängiger werdenden Zentralbanken waren zu einer effektiveren Zentralbankpolitik in der Lage und verschafften sich so über längere Sicht den Spielraum, um die Wirtschaft mit sehr flexibler Geldpolitik unterstützen zu können, weil es weniger Inflationsgefahren zu bekämpfen galt. Die größere Produktivität erhöhte die Chancen für gestiegenes Gewinnwachstum trotz niedriger Preismacht. Die Inflationserwartungen, wichtiger Bestandteil der Risikoprämien für Aktien, sanken allmählich, da sowohl die Inflation

als auch die Volatilität der Inflation zurückgingen. Dies führte insgesamt zu einer Höherbewertung der Finanzmärkte. Mit anderen Worten generierte das „Neue Wirtschaftsparadigma“ ein nahezu ideales Umfeld für die Kapitalmärkte und entfachte einen Tugendkreis, der unmittelbar auf die Börsenkurse ausstrahlte.⁶

Um den Prozess der Höherbewertung der Kapitalmärkte durch das „Neue Paradigma“ und die Etablierung der New Economy quantitativ aufzuzeigen, greifen wir auf ein einfaches Bewertungsinstrument für Aktien zurück, das den Aktienkurs als Barwert der zukünftigen Dividenden bestimmt, wobei man unterstellt, dass die Dividenden mit einer konstanten Rate wachsen. (Dividend Discount Model mit Constant Dividend Growth Annahme).

$$P = \frac{E_1 * DPR}{RF + ERP - G}$$

Dabei ist P der Aktienkurs (oder Indexstand), E_1 der Gewinn des Folgejahres, DPR die Ausschüttungsquote, RF der risikolose Zins, ERP die (ex ante geforderte) Risikoprämie und G das (als konstant unterstellte) Gewinnwachstum. Die Formel zeigt deutlich, warum das „Neue Wirtschaftsparadigma“ und die New Economy zu treibenden Faktoren an den Aktienmärkten wurden. Höhere Gewinne und Gewinnwachstumsraten ($E_1 \uparrow$, $G \uparrow$), fallende Zinsen ($RF \downarrow$) sowie Inflationserwartungen und sinkende Risikoprämien ($ERP \downarrow$, denn in einem permanent steigenden Markt erkannten die Anleger gar nicht mehr, dass sie risikobehaftete Assets erwarben) führten zu einer permanenten Höherbewertung der Aktien und einer Hausse an den Märkten.

Die Diskussion um das „Neue Paradigma der Wirtschaftspolitik“ und die New Economy setzte genau die Triebkräfte in Bewegung, die die Aktienkurse antrieben. Insgesamt kam es zu einer Aktienhausse, die ihre stärksten Antriebe in fallenden Zinsen und euphorischen Gewinnwachstumserwartungen hatte (vgl. Abbildung 5). Es ist aber festzuhalten, dass die Hausse der 80er und 90er Jahre durchaus auf realen Gegebenheiten und Verbesserungen des fundamentalen Umfelds basierte (das „Neue Paradigma“ und die New Economy sind nicht nur heiße Luft), die

erst in der Schlussphase in Überoptimismus und „Irrational Exuberance“ endete, was sich in den letzten 2 ½ Jahren allmählich wieder korrigierte.

Abbildung 5:



Wo stehen wir?

Dies führt uns zur entscheidenden Frage: Was bleibt vom „Neuen Paradigma der Wirtschaftspolitik“ und der New Economy erhalten? Sind die Faktoren, die die Aktienhausse verursacht haben, nach dem Platzen der TMT-Blase für immer tot? Oder gelten einige der Annahmen der letzten Jahrzehnte noch immer, auch wenn man anerkennen muss, dass manche Hoffnungen übertrieben waren?

Wir sind keineswegs pessimistisch, was die fortwährende Gültigkeit einiger Teile des „Neues Paradigmas“ und der Effizienz der New Economy angeht. Aus unserer Sicht ist klar, dass die Kombination von Marktöffnung, Globalisierung, weniger Staat und New Economy tatsächlich auch langfristig Produktivitätsgewinne bringt, auch wenn diese nicht so hoch ausfallen, wie während der New Economy Euphorie gedacht. Die neuen Techniken haben tatsächlich eine Zukunft und verändern die Welt. Dies sollte garantieren, dass die Inflation und damit die Zinsen auch in den kommenden Jahren eher niedrig bleiben. Durch den Siegeszug der Telekommunikation und des Internets wurde der Marktzugang von Wettbewerbern einfacher, die Transparenz des Marktes

größer, die Globalisierung perfekter, und der Wettbewerb insgesamt schärfer. Was man während der TMT-Euphorie falsch eingeschätzt hat ist die Tatsache, dass die Etablierung der New Economy über den steigenden Verdrängungswettbewerb und die Kannibalisierung („Jurassic Parc“) dem Verbraucher letztlich stärker zugute kommt als den Unternehmen oder den Aktionären. Die New Economy ist für die Unternehmensgewinne und damit die Aktienkurse wesentlich weniger spektakulär als für das makroökonomische Umfeld. Es wurde tatsächlich ein Wirtschaftspfad hoher Produktivität, niedriger Inflation und Zinsen und hohen Wachstums erreicht, aber ohne dass die Profitabilität der Unternehmen so gesteigert wurde wie in den 90er Jahren erhofft. Vielleicht ist dies einer der Gründe, warum sich gerade im Jahr 2002 Realwirtschaft und Aktienmärkte so stark entkoppelt haben.⁷

Auch wenn wir langfristig an die Gültigkeit des „Neuen Paradigmas“ und die wachsende Rolle der New Economy glauben, gibt die jüngste Entwicklung in der Politik auch einigen Anlass zur Skepsis. Die US-amerikanischen Managementkonzepte als Teil des „Neues Paradigmas“ scheinen nach den Ereignissen bei Enron, Tyco International, Global Crossing, Adelphia und Worldcom weitgehend diskreditiert. Das Vertrauen in Unternehmen, Wirtschaftsprüfer und Analysten ist erschüttert. US-Präsident Bush hat zudem mit vielen Entscheidungen klar gemacht, dass er sich im Kriegszustand sieht, und dass dieser Krieg gegen den Terror Präferenzen verschoben hat. Höhere Steuern für ausländische Unternehmen, Strafzölle, immer höhere Subventionen für US-Landwirte haben den Hauch von Protektionismus und Isolationismus. Die geänderte US-Politik bedeutet mehr Staat, höhere staatliche Verschuldung, weniger Offenheit und weniger internationale Zusammenarbeit. Big Government scheint auf dem Vormarsch. Die Friedensdividende wird dadurch geschmälert. Zudem wirken die Folgen der geplatzten Blase an den Märkten nach. Die Exzesse sind keineswegs alle abgebaut, und die Marktberreinigung dürfte noch eine ganze Zeit dauern. Auch die Tatsache, dass den Investoren wieder klarer wurde, dass die Welt von Risiken bestimmt ist, wird die nächsten Jahre beeinflussen. Die ex ante eingepreisten Risikoprämien dürften damit über den Normalprämien der 90er Jahre bleiben.

Insgesamt glauben wir, dass das „Neue Paradigma“ zwar an Kraft verloren hat, dass aber einige positive Effekte erhalten bleiben werden. Die Globalisierung, der Rückzug des Staates und der Weg zur liberaleren Gesellschaft und Wirtschaft haben jüngst einen Dämpfer hinnehmen müssen, werden sich aber letztlich als unumkehrbar erweisen, auch wenn die kommenden Jahre nicht ganz einfach sein werden. Auf Basis dieser moderat optimistischen Annahmen wollen wir versuchen, eine grobe Schätzung für mögliche Aktienreturns in den kommenden Jahren abzugeben. Als Basis nutzen wir einen ganz einfachen volkswirtschaftlichen Ansatz zur Prognose von Aktienmarktreturns.⁸ Dabei legt man wieder das einfache Dividend Discount Modell mit Constant Dividend Growth Annahme zu Grunde.

$$K = \frac{D_1}{P} + G$$

Dabei ist

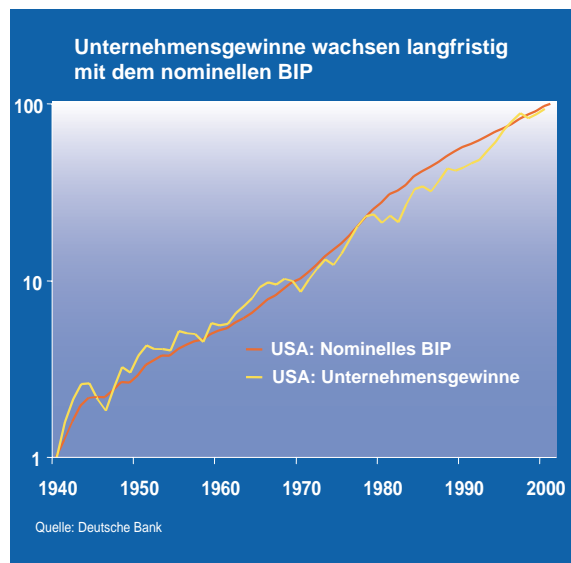
K der (langfristige) Ertrag der Aktienanlagen,

$\frac{D_1}{P}$ ist die Dividendenrendite und

G ist die langfristige Wachstumsrate der Dividenden oder Gewinne.

Das langfristige Ertragspotential des Aktienmarktes ergibt sich also in grober Einschätzung als Summe aus Dividendenrendite und Dividendenwachstum. Berücksichtigt man zusätzlich, dass das Dividenden-/Gewinnwachstum und das ökonomische nominale Wachstum auf lange Sicht in etwa übereinstimmen (vgl. Abbildung 6), ergibt sich der Langfristreturn des Aktienmarktes als Summe aus Dividendenrendite und nominalem Wirtschaftswachstum. (Dabei wird implizit unterstellt, dass auf lange Sicht keine wesentliche KGV Expansion oder Kontraktion stattfindet.) Am Beispiel der USA und Deutschlands wollen wir nun eine Schätzung wagen.⁹

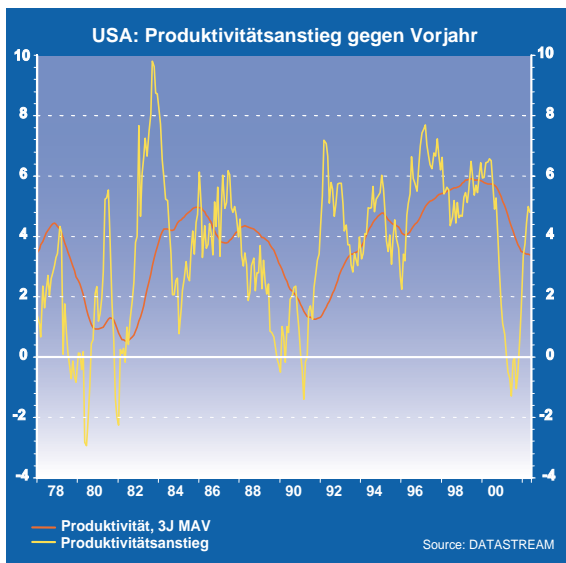
Abbildung 6:



Eine einfache Schätzung der Aktienrisikoprämie für die USA

Das Realwachstum ergibt sich als Summe von Bevölkerungswachstum und Produktivitätsanstieg. Das Bevölkerungswachstum in den USA wird für die kommenden Jahre von der UNO auf 1% geschätzt.¹⁰ Wir schätzen das Produktivitätswachstum auf 2,5%, also relativ hoch, da wir von den positiven Nachwirkungen von „Neuem Paradigma“ und New Economy überzeugt sind (vgl. Abbildung 7). Damit kommt man auf ein erwartetes langfristiges Realwachstum von 3,5%. Die langfristige Konsensprognose für die Inflation in den USA beträgt 2,5%. Damit ergibt sich als Schätzung des langfristigen Nominalwachstums der US-Volkswirtschaft 6%, was damit unsere Schätzung für das langfristige Gewinn- und Dividendenwachstum ist. Bei einer aktuellen Dividendenrendite von 1,8% im S&P 500 folgt eine langfristige Ertragsersparnis am US-Aktienmarkt von 7,8%. Bei einer Rendite 10jähriger Treasuries von 4,5% ergäbe sich eine erwartete Risikoprämie am US-Markt von 3,3%, damit deutlich weniger, als viele Marktteilnehmer langfristig als normal erachten.¹¹

Abbildung 7:



◆ Nominales Wachstum	
– Wachstum der Bevölkerung	0,0%
– Produktivitätswachstum	2,0%
– Inflation	2,0%
◆ Nominales Langfristwachstum	4,0%
◆ Dividendenrendite Dax 100	2,5%
◆ Langfristertrag Aktienmarkt	6,5%
◆ 10J Bundrendite	4,7%
◆ Erwartete Risikoprämie	1,8%

Eine Schätzung der Risikoprämie für Deutschland

Macht man obige Schätzung auch für Deutschland, so kommen zwei Negativfaktoren zum Tragen. Zum einen wird in Deutschland wie in fast ganz Europa die Bevölkerung in den kommenden Jahrzehnten allmählich schrumpfen. Auf kürzere Sicht kann man von einer stagnierenden Bevölkerung ausgehen, aber hier spielen natürlich viele Faktoren wie z. B. die Familien- und Zuwanderungspolitik eine Rolle, was Prognosen recht schwierig macht. Zum anderen sind die Produktivitätsgewinne des „Neuen Paradigmas“ und der New Economy in Deutschland wegen der geringeren Flexibilität an den Arbeitsmärkten und der geringeren Liberalisierung an den Gütermärkten weniger ausgeprägt als in den USA. Man muss daher seriöserweise etwas pessimistischere Annahmen für Deutschlands Aktienreturns machen. Umgekehrt würde ein Durchbruch bei Liberalisierung und Öffnung auch in Deutschland dem Aktienmarkt zusätzliches Potential verschaffen. In Zahlen sieht unsere Schätzung für die Langfristerträge am deutschen Aktienmarkt wie folgt aus:

Zusammenfassung und Folgerungen für die Asset Allocation

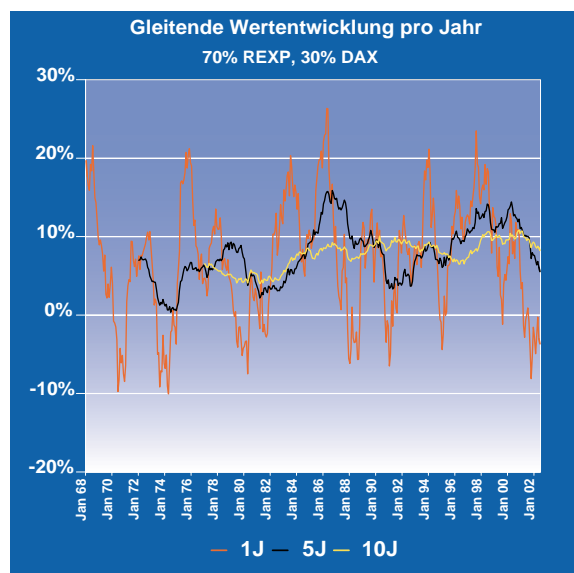
Aus vielerlei Gründen gehen wir in den kommenden Jahren von Erträgen am Aktienmarkt aus, die mit 6-8% unter dem Durchschnitt der letzten exorbitant guten 20 Jahre, ja sogar unter dem langfristigen Durchschnitt der letzten 100 Jahre liegen, glauben aber nicht an ein Desaster wie im Japan der 90er Jahre oder während der Weltwirtschaftskrise. Die eher niedrigen Returnerwartungen sind dennoch Anlass genug, strategische Asset Allocation Entscheidungen grundlegend zu durchdenken.¹²

Aus unserer Sicht spricht einiges dafür, dass man auch in den kommenden Jahren Aktien haben muss, wenn man auch über die Gewichtung zwischen Aktien- und Rentenprodukten – vor dem Hintergrund geminderter Risikotragfähigkeit bei vielen Institutionen – gründlich nachdenken sollte. Die Aktie bleibt ein Muss, auch wenn man sich von der Hoffnung verabschieden muss, dass die Aktie das Allheilmittel für renditehungrige Anleger sein kann.

Es gibt zwei gute Gründe, die für die fortgesetzte Bedeutung der Aktie als Anlagevehikel sprechen. Einerseits ist zu erwarten, dass angesichts des niedrigen Zinsniveaus auch die Erträge des Rentenmarktes eher unterdurchschnittlich sein werden. Dabei hilft es wahrscheinlich nur einem Teil der Investoren, dass der Ertrag real gesehen gar nicht so schlecht sein dürfte, denn wir erwarten sehr niedrige Inflationsraten. Da aber die meisten Anleger in nominalen Größen denken, dürfte der Rentenmarkt nicht in der Lage sein, Erträge in der Größenordnung zu erwirtschaften, die die meisten Anleger als notwendig und befriedigend erachten. Dies macht Aktien als Portfoliobestandteil weiter attraktiv. Zweitens sollten institutionelle Portfolios schon aus Diversifikationsgründen stets Aktien und Renten beinhalten. Wenn man eines aus den letzten Jahren lernen konnte, war es, dass Risikostreuung bei der strategischen Ausrichtung von Portfolios Trumpf ist. Viele Trends und Entwicklungen sind kaum prognostizierbar und laufen so schnell und dramatisch ab, dass der Anleger kaum noch reagieren kann, wenn er auf dem falschen Fuß erwischt wird (man findet beispielsweise gute Gründe, sowohl Inflation als auch Deflation als Risikoszenario der kommenden Jahre anzusehen). Dies lässt Diversifikation zum Top-Thema bei der Asset Allocation werden.

Wie groß die jeweilige Gewichtung von Aktien und Renten sein muss, hängt dabei stark von der Lage des Investors (Risikotragfähigkeit) und seiner Risikobereitschaft ab, denn ob 3% Mehrertrag von Aktien im Vergleich zu Renten bei höherem Risiko ausreicht oder nicht, ist stark subjektiv geprägt. Was die jüngste Entwicklung aber auch zeigt (vgl. Abbildung 8), ist die Tatsache, dass es in einer „Low Return Welt“ schwieriger wird, die früher als normal angesehenen jährlichen Erträge von rund 10% zu erwirtschaften.

Abbildung 8:



Vor diesem Hintergrund wird das Thema „Alternative Asset Klassen“ zur Diversifikation über Staatsanleihen und Blue Chip-Aktien hinaus in den kommenden Jahren an Dringlichkeit nicht verlieren. Ob High Yield oder Venture Capital, ob Small Caps oder Hedge Funds, ob Unternehmensanleihen oder Private Equity, ob Rohstoffe, Immobilien oder Emerging Markets: alles was Diversifikation und Mehrertrag bringen kann, wird an Bedeutung für die Asset Allocation gewinnen, denn die Konzentration auf die traditionellen Anlageklassen reicht in einer „Low Return Welt“ einfach nicht aus. Die Entscheidungsfindung der Investoren wird dadurch aber sicherlich nicht einfacher.

Literaturverzeichnis

¹ Dimson / Marsh / Staunton: Triumph of the Optimists, 101 Years of Global Investment Returns, Princeton 2002

² Ibbotson Associates: 1999, 2000, 2001, Stocks, Bonds, Bills and Inflation Yearbook, Chicago; Siegel: Stocks for the Long Run, zweite Auflage, New York 1998; Robertson / Wright: The Good News and the Bad News about Long-Run Stock Market Returns, University of Cambridge, September 1998

³ Leibowitz (Forum Chair): Equity Risk Premium Forum, AIMR, November 2001; Assness, Stocks versus Bonds: Explaining the Equity Risk Premium, Financial Analysts Journal, März/April 2000; Yergin / Stanislaw: The Commanding Heights, New York, 1999

⁴ Cornell: The Equity Risk Premium, The Long-Run Future of the Stock Market, New York 1999

⁵ Bernstein: What Rate of Return Can You Reasonably Expect... or What Can the Long Run Tell Us about the Short Run?, Financial Analysts Journal, März/April 1997

⁶ Bugos: Return of the Risk Premium, The Golden-Bar Report, Oktober 2000; Infectious greed, Financial Times, Frankfurt / London, 21. Juli 2002

⁷ Buchalet: Wall Street's risk premium at historical highs, JCF Outlook, Juli 2002

⁸ Ibbotson / Chen: The Supply of Stock Market Returns, Ibbotson Associates, Chicago, 2001;

Cornell: What ist the Long Term Risk Premium for Equities?, Präsentation auf der 5. Jahrestagung Portfoliomanagement, Frankfurt, 2002; Cohen: The Long-run Behaviour of the S&P Composite Price Index and its Risk Premium, London, Januar 2000

⁹ Feinman: What can we expect for asset returns in the long run, DeAM, New York, 2000; Ilmanen / Byrne / Gunasekera / Minikin: Stocks Versus Bonds, Schroder SalomonSmithBarney, Juni 2002; Schneider (ed): Renditetrends bis 2030, Deutsche Bank Research, Dezember 2001; Baz / Cassard / Cooper: The Bond is Back - Update, Deutsche Bank, Global Markets Research, Juli 2002

¹⁰ UNO - Department of Economic and Social Affairs - Population Division: World Population Prospects: The 2000 Revision, Februar 2001

¹¹ Coy: How Risky Is the Risk Premium?, Business Week, 25. Dezember 2000

¹² Arnott / Ryan: The Death of the Risk Premium - Consequences of the 1990's, First Quadrant, Investment Management Reflections, No. 1, 2000

Verfasser: Werner Krämer

Tel.: 069 / 50 60 6 - 141



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29