

Vor dem Ende des «verflixten» siebten Jahrs nach dem Börsen-Crash

Aktien und Obligationen im Duell

Spricht die tiefe Risikoprämie auf Aktien für Obligationen?

Von Martin Jetzer*

Die Erfahrung lehrte bis anhin, dass Aktien in Zeiten konjunktureller Erholung insgesamt hoch im Kurs stehen. Im gegenwärtigen Aufschwung scheint dies jedoch nicht der Fall zu sein. Offenbar werden Investoren für das mit Aktienanlagen verbundene Risiko nicht ausreichend entschädigt. Martin Jetzer untersucht im folgenden die Entwicklung der Risikoprämie und empfiehlt auf Grund längerfristiger Überlegungen, traditionelle Anlagestrategien auf das Verhältnis zwischen Aktien und Obligationen hin zu überprüfen.

Mit der konjunkturellen Erholung der Weltwirtschaft müssten Investoren *Aktien* anderen Anlagemöglichkeiten zurzeit eigentlich *eindeutig vorziehen*. Zwar haben vor allem die zyklischen Werte im laufenden Jahr besser rentiert als Obligationen, doch am breiteren Markt haben sich die Hoffnungen der Marktteilnehmer bisher nicht erfüllt. Im Gegenteil: Die Begeisterung an den Börsen hielt sich nicht nur in engen Grenzen, sondern weitherum hat sich eine tiefgreifende Verunsicherung breitgemacht. Dies widerspricht jedoch der weit verbreiteten und in der Vergangenheit bewährten Faustregel, wonach ein erstarkendes wirtschaftliches Umfeld *für Aktien- und gegen Obligationenanlagen* spricht.

Erklärungsansatz reale Renditen

Ein Ansatz zur Erklärung dieses Phänomens liegt möglicherweise im *hohen Niveau der realen Renditen* – der Kehrseite der diesjährigen Obligationenbaisse: Mit sicheren Staatsanleihen kann ein Anleger in Europa eine Rendite von fast 9% (gemessen an langfristigen Ecu-Bonds) und in den USA eine solche von 7,7% erzielen, während der Aktionär darüber hinaus hinreichend für das *eingegangene Risiko* entschädigt werden möchte. Es stellt sich damit die Frage, ob die *Risikoprämie* – die Differenz zwischen erwarteter Aktien- und Obligationenperformance – noch gross genug ist, um ein deutliches Aktienübergewicht in einem traditionellen diversifizierten Portefeuille zu rechtfertigen. Da empirische Untersuchungen zeigen, dass die Aktienperformance stärker mit der *Risikoprämie* als mit dem *Kurs-Gewinn-Verhältnis* oder dem *Buchwert der Firma* korreliert, ist die Beantwortung der gestellten Frage für einen Anleger von entscheidender Bedeutung. Kurz vor Ende des «verflixten» siebten Jahrs nach dem Börsen-Crash vom 19. Oktober 1987 und vor dem Hintergrund der Verunsicherung an den Finanzmärkten scheint es angezeigt, einige *grundsätzliche Gedanken* zur Risikoprämie von Aktien und zu traditionellerweise verfolgten Anlagestrategien anzustellen.

Rätselhafte Outperformance von Aktien

Die Risikoprämie lässt sich leider nicht direkt messen, sondern nur abschätzen, indem man entweder die *historische Aktien- und Obligationenperformance* vergleicht oder aber den *aktuellen langfristigen Zinssatz auf Staatspapieren* der Gewinn- und – allenfalls – der Dividendenrendite gegenüberstellt. In ihr widerspiegelt sich die *Risikobereitschaft* der Anleger. Im Durchschnitt der *Periode 1926–1993* fiel die Risikoprämie mit etwa 5% in den Vereinigten Staaten hoch aus. Gemessen an der aktuellen Gewinnrendite (dem reziproken Wert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses)

und den herrschenden Wachstumsperspektiven liegt die Risikoabgeltung heute lediglich bei rund 2,5%. In der Nachkriegszeit wurden die Aktionäre mit einem Renditeaufschlag von durchschnittlich mehr als 6% für das eingegangene Risiko grosszügiger entschädigt. Wohl deshalb hegen sie heute *unrealistisch hohe Erwartungen*.

Finanzmarkttheoretiker suchen seit Jahren und bisher erfolglos nach plausiblen Modellen, welche die hohe *Outperformance* zu erklären in der Lage sind. Bemerkenswerterweise fiel die Risikoprämie *im neunzehnten Jahrhundert viel geringer* aus als im zwanzigsten. Es ist also keineswegs verwegen anzunehmen, dass sich der Ertragsverlauf von Aktien- und Obligationenanlagen *langfristig wieder annähern* könnte, was möglicherweise in den früheren achtziger Jahren bereits begonnen hat, Anfang dieses Jahrzehnts aber jäh unterbrochen wurde.

Enttäuscht von Obligationen ...

Weshalb stellt die Nachkriegszeit mit der hohen Risikoprämie einen *Sonderfall* dar, und warum ist die Rente heute viel *kleiner*? Dazu zwei Thesen: Die Outperformance von Aktien lässt sich, erstens, nicht so sehr auf eine ungewöhnliche Gewinn- und Aktienkursentwicklung zurückführen, sondern auf die *miserable Performance von Obligationenanlagen*. Teuerungsbereiniggt belief sie sich in Amerika seit 1926 auf durchschnittlich 1,6% im Jahr, in der Schweiz seit 1950 gar auf nur 1,2%. Die Vermutung liegt nahe, dass der konservative Anleger eine *höhere Rendite* erwartet hat. Nicht zu Unrecht orientierte er sich dabei weitgehend an den *Erfahrungen der Vergangenheit*, welche von Jahrzehnten relativer *Preisstabilität* geprägt waren. Von der mit der keynesianischen Feinsteuerung der Wirtschaft einhergehenden *monetären Destabilisierung*, die schliesslich in eine Phase chronischer Inflation mündete, wurden die Investoren überrascht. Es darf deshalb nicht verwundern, dass das *Vertrauen in festverzinsliche Anlagen sukzessive unterhöhlt* und die verlangte Risikoprämie bei

* Dr. Martin Jetzer ist Chefökonom der Guyerzeller Bank, Zürich.

einer alternativen Anlage in Aktien langsam *reduziert* wurde.

Für die Zukunft spricht einiges dafür, dass die *neue Generation von Notenbank-Gouverneuren* wenig von Feinsteuerung und mehr von *Geldwertstabilität* hält. Bezeichnenderweise nehmen Preisstabilität und Budgetdisziplin im Vertrag von Maastricht, der den Weg zur Europäischen Währungsunion vorzeichnet, eine zentrale Rolle ein. Wird eine neue Ära geldpolitischer Disziplin Realität, ist das *heutige Renditeniveau zu hoch* und

die *Risikoprämie am Aktienmarkt zu niedrig* bemessen. Sie müssten sich auf die Dauer normalisieren, indem sich die Obligationenkurse über kurz oder lang *erholen*. Die *Abgeltung des Risikos* auf Aktien dürfte dann wieder eine *steigende Tendenz* aufweisen. Bis es allerdings soweit ist, werden die Aktienbörsen vermutlich *weiterhin einen eher enttäuschenden Verlauf* nehmen.

... und überrascht vom Börsen-Crash

Die Folgen des Börsen-Crash von 1929–1931 und 1987 zeigten – zweitens – ebenfalls Wirkung auf den Verlauf der Aktienkurse und mögen die hohe Risikoprämie in der Nachkriegszeit teilweise erklären. Die Konsequenzen des Börsenkollapses Anfang der dreissiger Jahre waren *nachhaltig*. Noch Jahrzehnte danach investierten Anleger lieber in Obligationen als in Aktien, was *dämpfend auf die Zinssätze* wirkte, rentierten Obligationen in diesen Jahren zeitweise doch nur mit 2,5%. Aktien waren also billig, Obligationen teuer und die Risikoprämie folglich *grosszügig bemessen*. Nur langsam änderte sich dies, wobei der Ausbau des teils freiwilligen, teils erzwungenen *Versicherungssparens* als Katalysator wirkte. Die *institutionellen* Anleger standen im Wettbewerb um Performance, weshalb sie immer mehr in riskantere Anlagen, also Aktien, investierten. Dieser *Strukturwandel an den Finanzmärkten* manifestierte sich in steigenden Aktien- und stagnierenden Obligationenkursen, eine Scherenbewegung, die durch die hohe *Teuerungsrate* zusätzlich verstärkt wurde.

Im Unterschied zum Kurssturz von 1929, als es fast ein *Vierteljahrhundert* dauerte, bis die Verluste ausgeglichen waren, nährte der Kurseinbruch im Jahre 1987 das Vertrauen in die Aktien zusätzlich, egalisierten doch die meisten Aktienindizes ihren Rekordstand vom Sommer 1987 *innert weniger als drei Jahren*. Kein Wunder, dass es die Obligation als Anlagemedium im heutigen Umfeld schwer hat, *sich gegen die Dividendenpapiere durchzusetzen*. Obwohl Aktien heute nicht billig sind, hat sich doch die *durchschnittliche Dividendenrendite* der wichtigsten Börsenindizes von knapp unter 5% im Jahre 1987 auf gegenwärtig deutlich unter 3% vermindert. Dieser Abwärtstrend ist um so bemerkenswerter, als er in eine Phase historisch hoher Realzinsen fällt, ein weiterer Hinweis auf die heute geringe Risikoprämie.

Dies ist den weltweit tätigen Unternehmen nicht entgangen. Da Aktienkapital relativ billig geworden ist, refinanzieren sie sich zurzeit vorzugsweise durch *Aktienemissionen* und weniger durch Fremdkapital.

Veränderte fundamentale Faktoren

Die zwei genannten Gründe tragen wesentlich dazu bei, den Abwärtstrend der Risikoprämie zu erklären. Obwohl er sich in fast allen Industrieländern manifestiert, gibt es *länderspezifische Ausprägungen*. Die langfristige *schweizerische Risikoprämie* (1926–1993) z. B. entspricht zwar ziemlich genau der *amerikanischen*, in den vergangenen 30 Jahren übertraf die Performance eines Schweizer *Aktienportefeuilles* (real 5,6%) diejenige erstklassiger *Obligationen* (1,6%) allerdings deutlicher, als dies in den USA zu beobachten war. Zum einen lag dies am *ausserordentlich tiefen Zinsniveau* in der Schweiz, das die Langfrist-Performance empfindlich drückte, zum anderen an der *konservativeren Anlagepolitik* der hiesigen institutionellen Anleger.

Die diesjährige *Obligationen-Baisse* ist nur auf dem Hintergrund der monetären Instabilität der vergangenen dreissig Jahre zu verstehen. Wurden Aktienanlagen nach dem Krieg argwöhnisch be-

trachtet, so richtet sich die Skepsis heute mit ebenso gutem Grund, aber ebenso kurzsichtig gegen die *Festverzinslichen*. Bei den zurzeit herrschenden Nominal- und Realzinsen ist das *Risiko eines neuen, langfristigen Teuerungszyklus gering*. Die im Zuge des Konjunkturaufschwungs zu erwartende Beschleunigung des Preisauftriebs dürfte nicht von Dauer sein, auch wenn die Erfahrungen seit 1960 das Gegenteil nahelegen. Es ist davor *zu warnen, langfristige Trends* unbesehen weiter in die Zukunft *zu extrapolieren*. Auf Dauer dürften Aktien weiterhin *besser rentieren* als Obligationen, aber kaum mehr *so deutlich* wie in der jüngeren Vergangenheit. *Bestehende Anlegerstrategien* wären demnach entsprechend *zu überdenken*.