

## Ist die historische Aktienrendite ein guter Hinweis auf die künftige Entwicklung? – Höherbewertungseffekt fällt weg

# Aktienbewertungsniveau wird sich nicht nochmals erhöhen

Von **Manuel Ammann**  
und **Michael Verhofen**

Welche Rendite eine Aktienanlage in Zukunft abwirft, ist eine von Privatanlegern und Institutionellen gleichermaßen gestellte Frage. Um die mögliche Rendite einer Anlage zu schätzen, werden häufig die in der Vergangenheit erzielten Renditen herangezogen. Modelle des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen zeigen jedoch, dass diese die zukünftigen Erträge vermutlich übertreffen. Für die Schweiz wird geschätzt, dass die zu erwartende Rendite an der Börse 1,2 bis 1,8 Prozentpunkte unter der historischen liegt, weil die Aktienerträge der vergangenen dreissig Jahre beträchtlich von einer Bewertungserhöhung getrieben worden sind.

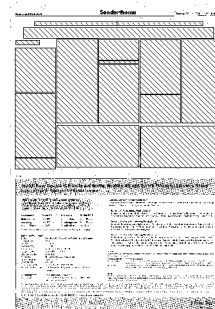
### Risiko wird entschädigt

Auf lange Sicht kann ein Aktionär grundsätzlich davon ausgehen, aber nie sicher sein, dass die Rendite eines diversifizierten Aktienportfolios höher sein wird als die Rendite einer Geldmarktanlage. Die Differenz zwischen der Rendite einer Aktienanlage und einer Geldmarktanlage wird als Marktrisikoprämie bezeichnet. Die Marktrisikoprämie ist eine Entschädigung für das höhere Risiko, das mit einer Aktienanlage verbunden ist. In der Vergangenheit erwirtschafteten Schweizer Aktien zwischen 1975 und 2003 eine durchschnittliche Rendite von 8,6%. Im gleichen Zeitraum betrug der durchschnittliche Geldmarktzinssatz 3,7%, woraus sich eine Überrendite von knapp 5% ergibt. Die Frage ist nun, ob diese Rendite auch für die Zukunft erwartet werden kann. Die benutzten Modelle basieren auf der An-

nance an der Universität St. Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen; Michael Verhofen, lic. oec. HSG, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen, Universität St. Gallen.

nahme, dass langfristig ein stabiles Verhältnis zwischen dem Preis einer Aktie und unternehmensspezifischen Fundamentaldaten wie Dividenden und Gewinnen besteht. Der Börsenkurs spiegelt also langfristig den Unternehmenserfolg. Welche Implikationen haben diese Faktoren für die Annahme zukünftiger Aktienrenditen? Im ersten Modell, dem Dividendenmodell, entspricht die Aktienrendite der Summe der Dividendenrendite und dem Dividendenwachstum. Das zweite Modell, das Gewinnmodell, verwendet an Stelle des Dividendenwachstums das Gewinnwachstum. Im Beobachtungszeitraum betrug die Dividendenrendite 2,1% pro Jahr, das Dividendenwachstum 5,4% und das Gewinnwachstum 4,8%.

Für die Vergangenheit ergibt sich auf Basis dieser Fundamentaldaten für das Dividendenmodell eine Marktrisikoprämie von rund 3,8% (Dividendenrendite plus Dividendenwachstum abzüglich Verzinsung der Geldmarktanlage), im Gewinnmodell eine Prämie von 3,2% (Dividendenrendite plus Gewinnwachstum abzüglich Verzinsung der Geldmarktanlage). Die Grafik eins veranschaulicht die Schätzung der Marktrisikoprämie über einen rollenden Zeitraum von jeweils fünf Jahren. In den letzten 25 Jahren konnte ein Anleger, der ein diversifiziertes Aktienportfolio über mindestens fünf Jahre hielt, meistens eine höhere Rendite erwirtschaften als mit einer reinen Geldmarktanlage. Nur wer in den Jahren 1982 bis 1985, 1991 und 1992 sowie zu Beginn des Jahres 2003 aus dem Aktienmarkt ausgestiegen wäre, hätte mit einem Geldmarktengagement mehr verdient. Insgesamt waren Aktien also lang-



Dr. Manuel Ammann ist ordentlicher Professor für Fi-

fristig eine lukrative Anlage.

### Abweichungen sind erklärbar

Die Schätzungen des Dividendenmodells schwanken bis Mitte der Neunzigerjahre um einen Wert von 2 bis 3%, d. h., ein Anleger konnte grundsätzlich erwarten, mit Aktien im Durchschnitt eine 2 bis 3% höhere Rendite als mit Geldmarktpapieren zu erwirtschaften. Nach einem markanten Anstieg und einem anschließenden beträchtlichen Rückgang während der IT-Blase lässt das Dividendenmodell Ende 2003 einen Wert von 3,9% erwarten. Die Schätzungen des Gewinnmodells liefern in den Neunzigerjahren ähnliche Ergebnisse wie das Dividendenmodell. Abweichungen zeigen sich in den Achtzigerjahren, wobei das Gewinnmodell die später realisierte Aktienrendite insgesamt besser prognostiziert hat. Das Gewinnmodell scheint dem Dividendenmodell also leicht überlegen zu sein. Dies ist insofern nicht besonders erstaunlich, als die traditionelle Dividendenzahlung zunehmend durch den Rückkauf von Aktien und Nennwertrückzahlungen ergänzt worden ist.

Besonders interessant ist folgende Beobachtung: Über den gesamten Zeitraum betrug die tatsächliche Überrendite von Aktien 5%, während durch Fundamentaldaten nur 3,8% (Dividendenmodell) bzw. 3,2% (Gewinnmodell) erklärt werden können. Fundamentaldaten können die historische Aktienrendite somit nur zu 64 bzw. 76% begründen. Die Frage bleibt, woher die restlichen 1,2 bzw. 1,8% Rendite der vergangenen 30 Jahre kamen.

Die Hauptursache für diese «Zusatzrendite» sind Bewertungsänderungen, wie eine weiterführende Analyse zeigt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (P/E) ist von 1975 bis 2003 von unter 10 auf über 20 gestiegen und das Kurs-Dividenden-Verhält-

nis von unter 35 auf knapp 70, wie Grafik zwei zeigt. Der Kapitalmarkt bewertet also Aktien heutzutage deutlich höher als vor 25 Jahren. Ein wesentlicher Teil der historischen Überrendite kam entsprechend durch die Höherbewertung der Aktien und nicht durch die Gewinn- und Dividendenentwicklung der Unternehmen zu Stande. Die historische Aktienrendite kann daher als eine Summe zweier Komponenten aufgefasst werden. Ein Teil ist auf fundamen-

tale Faktoren (Dividendenzahlung und Gewinn- bzw. Dividendenwachstum) zurückzuführen, ein anderer Teil auf Bewertungsänderungen. Für die Hinweise auf zukünftige Aktienrenditen sind deshalb zwei Fragen zu stellen. Wie werden sich die Fundamentaldaten entwickeln? Inwieweit ändert sich die Bewertung von Aktien am Kapitalmarkt?

### Tiefere Renditen

Prognosen für die Bewertung und die Entwicklung der Fundamentaldaten sind mit viel Unsicherheit behaftet. Da im historischen Vergleich Aktien heute bereits relativ hoch bewertet sind und die Bewertungen nicht unendlich wachsen können, erscheint es plausibel anzunehmen, dass die Erhöhung des Bewertungsniveaus der letzten Jahrzehnte keine nachhaltige Fortsetzung findet. Entsprechend wird sich die langfristige Aktienmarktentwicklung an der Veränderung der Fundamentaldaten orientieren.

Unter der Annahme, dass das Gewinnwachstum in der Schweiz in bisherigen Bahnen verläuft, aber der Höherbewertungseffekt wegfällt, werden die künftig zu erwartenden langfristigen Aktienrenditen etwa 1,2 bis 1,8% unter den historischen Werten liegen.

