

# Welche Rendite kann am Aktienmarkt erwartet werden?

Historische Aktienrenditen werden künftig kaum noch erreicht

**Die Höhe der zukünftigen Marktrisikoprämie ist von grosser Bedeutung für langfristige Anlageentscheidungen. Wir zeigen auf, dass historische Aktienrenditen aufgrund von Bewertungsveränderungen zukünftige Aktienrenditen überschätzen. Gemäss unseren Modellrechnungen muss die Renditeerwartung im Vergleich zur historischen Marktrisikoprämie um mindestens 1.2 bis 1.8 Prozentpunkte gesenkt werden.**

In der langen Frist kann der Aktionär erwarten – allerdings nie sicher sein –, dass die Rendite einer Aktienanlage höher ist als die Rendite einer Geldmarktanlage. Diese Marktrisikoprämie, das heisst die Differenz zwischen der Rendite eines Marktindex und der Rendite kurzlaufender Geldmarktanlagen, kann als eine Entschädigung für das höhere Risiko von Aktien im Vergleich zu Geldmarktanlagen angesehen werden. Die entscheidende Frage ist dabei, welche Marktrisikoprämie realistischerweise in Zukunft vom Aktienmarkt erwartet werden kann.

## Historische Rendite als Ausgangspunkt

Die historische Rendite einer Aktienanlage ist häufig ein Ausgangspunkt für die Schätzung der Marktrisikoprämie. Der Datastream-Swiss-Market-Index zeigt für den Zeitraum 1975 bis 2003 eine Rendite für Schweizer Aktien von 8.6 Prozent. Bei einem durchschnittlichen Geldmarktzinssatz von 3.7 Prozent ergibt sich für den betrachteten Zeitraum eine historische Risikoprämie von zirka 5.0 Prozent für den Schweizer Aktienmarkt.

Die historische Marktrisikoprämie ist jedoch nur bedingt für die Schätzung der zukünftigen Marktrisikoprämie geeignet, da vielfältige volkswirtschaftliche Veränderungen eine Anpassung erforderlich machen können.

## Schätzung auf Basis von Fundamentalfaktoren

Wir benutzen ein einfaches Verfahren zur Schätzung der zukünftigen Marktrisikoprämie. Dieses nimmt an, dass sich der Preis einer Aktie nicht losgelöst von Fundamentalfaktoren wie Dividenden und Gewinnen bewegen kann, sondern dass langfristig ein stabiles Verhältnis zwischen dem Preis einer Aktie und den Fundamentaldaten besteht. Auf der Basis dieser Annahme wurden das Dividendenmodell und das Gewinnmodell entwickelt.

Das Dividendenmodell betrachtet die durchschnittliche Aktienrendite als die Summe aus der durchschnittlichen Dividendenrendite und dem durchschnittlichen Dividendenwachstum. Das Gewinnmodell verwendet an Stelle des durchschnittlichen Dividendenwachstums das durchschnittliche Gewinnwachstum als zweiten Faktor.

Unser Verfahren ist jedoch nicht limitiert auf Gewinne und Dividenden, sondern es kann grundsätzlich auf alle Fundamentalfaktoren erweitert werden, die den Unternehmenswert beeinflussen. Konkret sind vor allem der Umsatz, der Free Cash Flow sowie der EBIT<sup>1</sup> zu nennen.

## Empirische Resultate

Als Datengrundlage unserer Berechnungen dient der Datastream Swiss Market Index im Zeitraum von 1975 bis 2003. Der risikofreie Zinssatz wurde durch einen dreimonatigen Interbankenzinssatz angenähert. Im beobachteten Zeitraum konnten folgende Werte gemessen werden:

- durchschnittliche Aktienrendite: 8.6 Prozent pro Jahr;
- durchschnittliche Rendite einer Geldmarktanlage: 3.7 Prozent pro Jahr;
- Überrendite von Aktien über Geldmarktanlagen: 5.0 Prozent pro Jahr;
- durchschnittliche Dividendenrendite: 2.1 Prozent pro Jahr;
- durchschnittliches Dividendenwachstum: 5.4 Prozent pro Jahr;
- durchschnittliches Gewinnwachstum: 4.8 Prozent pro Jahr.



### Manuel Ammann

Prof. Dr. oec., ordentlicher Professor für Finance, Direktor Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, Universität St. Gallen

### Michael Verhofen

lic. oec. HSG, wissenschaftlicher Mitarbeiter Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, Universität St. Gallen

Das Dividendenmodell führt somit zu einer durchschnittlichen Marktrisikoprämie von zirka 3.8 Prozent (Dividendenrendite plus Dividendenwachstum abzüglich Verzinsung der Geldmarktanlage). Das Gewinnmodell führt zu einer Marktrisikoprämie von zirka 3.2 Prozent (Dividendenrendite plus Gewinnwachstum abzüglich Verzinsung der Geldmarktanlage).

## Schätzung der Marktrisikoprämie

Die Grafik 1 veranschaulicht die Schätzung der Marktrisikoprämie über einen Zeitraum von jeweils fünf Jahren. Wie aus dem Verlauf der Überrenditen der Aktien ersichtlich ist, konnte ein Anleger, der ein breit diversifiziertes Portfolio an Aktien für mindestens fünf Jahre hielt, über diesen Zeitraum in der Regel mehr Geld verdienen als mit einer 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 einer Geldmarktanlage mehr verdient.

Das Dividendenmodell, das die langfristig im Durchschnitt zu erwartende Aktienrendite schätzen soll, zeigt einen wesentlich flacheren Verlauf auf. Bis Mitte der 90er-Jahre schwankt die Schätzung um einen Wert von 2 bis 3 Prozent, das heisst, ein Anleger konnte grundsätzlich erwarteten, im Durchschnitt eine um 2 bis 3 Prozent höhere Rendite mit Aktien als mit Geldmarktpapieren zu erwirtschaften. Nach einem starken Anstieg gegen Ende der 90er-Jahre und einem anschliessenden Fall nach dem Platzen der Internetblase, lässt das Dividendenmodell im 2003 einen Wert von 3.9 Prozent erwarten.

Im Gewinnmodell lässt sich in den 90er-Jahren ein ähnliches Verhalten wie im Dividendenmodell beobachten. Zu Beginn der 80er-Jahre wurde jedoch über einen mehrjährigen Zeitraum eine deutlich tiefere Aktienrendite als im Dividendenmodell geschätzt, was letztlich auch besser der späteren Realisierung entsprach. Zwischen 1984 und 1990 prognostizierte das Gewinnmodell eine höhere Aktienrendite als das Dividendenmodell und lag damit wiederum näher an den tatsächlich realisierten Werten.

**Bewertungsänderungen waren von grosser Bedeutung**

Der Unterschied zwischen der historischen Überrendite (5.0 Prozent) und der mithilfe der beiden Modelle ermittelten Marktrisikoprämie (3.8 beziehungsweise 3.2 Prozent) beträgt 1.2 Prozent für das Dividendenmodell beziehungsweise 1.8 Prozent für das Gewinnmodell. Oder anders ausgedrückt: Fundamentaldaten können die historische Aktienrendite nur zu 64 beziehungsweise 76 Prozent erklären.

Die Frage stellt sich deshalb: Woher kamen die restlichen 1.2 beziehungsweise 1.8 Prozent Rendite der letzten 30 Jahre?

Die Grafik 2 zeigt das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) und das Kurs/Dividenden-Verhältnis (KDV) und liefert eine Erklärung für das Renditephänomen. Das rollierende Fünf-Jahres-KGV ist im Beobachtungszeitraum von unter 10 auf über 20 gestiegen und das KDV von unter 35 auf knapp 70.

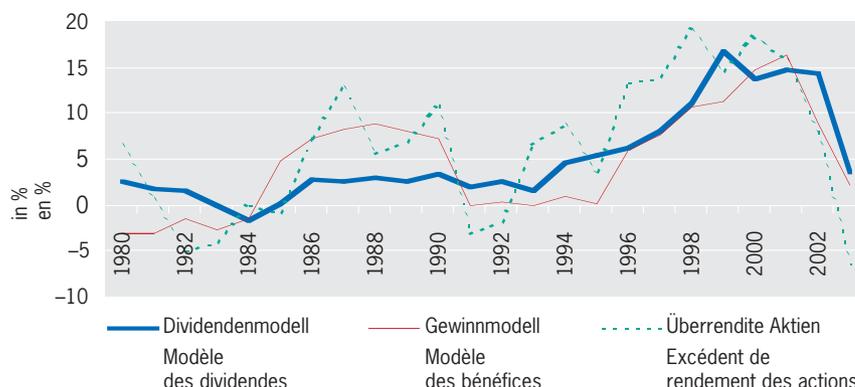
Eine wichtige Schlussfolgerung ist also, dass der Kapitalmarkt Aktien im Jahr 2003 deutlich höher bewertet als 25 Jahre zuvor und dass historische Aktienrenditen als Summe von Änderungen in den Fundamentaldaten und von Bewertungsänderungen aufgefasst werden können. Ein wesentlicher Teil der historischen Marktrisikoprämie kam also durch eine Höherbewertung der Aktien zustande und nicht durch die Gewinn- und Dividendenentwicklung der Unternehmen.

**Prognose der zukünftigen Aktienrenditen**

Für die Prognose zukünftiger Aktienrenditen ist deshalb die Frage zu stellen, inwieweit sich die Fundamentaldaten ändern und inwieweit sich die grundsätzliche Bewertung von Aktien am Kapitalmarkt ändert.

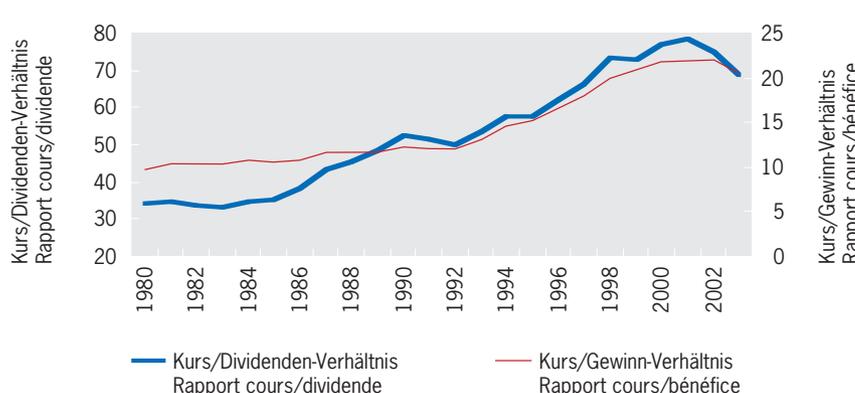
**Grafik 1: Geschätzte Marktrisikoprämie am Schweizer Aktienmarkt**  
(Gleitende Durchschnitte über 5 Jahre)

**Graphique 1: Prime de risque du marché estimée sur le marché suisse des actions**  
(Moyennes mobiles sur 5 ans)



**Grafik 2: Bewertungsratios am Schweizer Aktienmarkt**  
(Gleitende Durchschnitte über 5 Jahre)

**Graphique 2: Ratios d'évaluation sur le marché suisse des actions**  
(Moyennes mobiles sur 5 ans)



Da sich die Bewertung nicht unbeschränkt weiter erhöhen kann, ist damit zu rechnen, dass der Höherbewertungseffekt in der Zukunft geringer ausfallen wird. Da die Aktien heute im historischen Vergleich bereits relativ hoch bewertet sind (Grafik 2), nehmen wir in unserem Modell an, dass keine weitere Bewertungserhöhung (aber auch keine Bewertungsreduktion) stattfinden wird, sondern dass sich die langfristige Aktienmarktentwicklung nur an den Veränderungen der Fundamentaldaten orientieren wird.

Somit ist davon auszugehen, dass die erwartete zukünftige Risikoprämie um 1.2 bis 1.8 Prozentpunkte geringer sein wird als in der Vergangenheit. Wird zudem in Betracht gezogen, dass das Gewinnmodell tendenziell zuverlässiger ist als das Dividendenmodell, dann muss sogar damit

gerechnet werden, dass die Reduktion eher bei 1.8 als bei 1.2 Prozentpunkten liegt.

**Enger Zusammenhang zwischen Gewinn- und Wirtschaftswachstum**

Im Beobachtungszeitraum betrug das nominale Wirtschaftswachstum, das heisst die Summe aus realem Wirtschaftswachstum und Inflationsrate, in der Schweiz im Durchschnitt zirka 4.1 Prozent, während das durchschnittliche Gewinnwachstum mit zirka 4.8 Prozent etwas höher war. Der Unterschied von 0.7 Prozent kann zum Beispiel durch ein verstärktes Wachstum der Unternehmen im Ausland erklärt werden.

Für die Vergangenheit gilt daher, dass sich die Überrendite von Aktien in einer Gesamthöhe von 5.0 Prozent approximativ wie folgt zusammengesetzt hat:

- Différence zwischen nominalem Wirtschaftswachstum und Geldmarktanlage: 0.4 Prozent;
- verstärktes Gewinnwachstum relativ zum Wirtschaftswachstum: 0.7 Prozent;
- Bewertungsänderungen: 1.8 Prozent;
- Dividendenrendite: 2.1 Prozent.

Für die folgende Überlegung gehen wir davon aus, dass keine weiteren Bewertungsänderungen eintreten und sich das verstärkte Gewinnwachstum relativ zum Wirtschaftswachstum nicht fortsetzen wird.

Wird zudem angenommen, dass die Differenz zwischen dem nominalen Wirtschaftswachstum und der Geldmarktanlage bei 0.4 Prozent bleibt und sich die Dividendenrendite von 2.1 Prozent ebenfalls nicht verändert, kann somit eine zukünftige Überrendite der Aktien über Geldmarktanlagen in der Grössenordnung von 2.5 Prozent erwartet werden.

### Schlussfolgerung

Die Aktienrenditen der vergangenen 30 Jahre wurden in beträchtlichem Aus-

mass von einer Bewertungserhöhung (Erhöhung der Price/Earnings-Ratios, Verringerung der Dividendenrendite) getrieben. Fällt dieser Effekt in der Zukunft weg, womit zu rechnen sein dürfte, dann muss die Renditeerwartung im Vergleich zur historischen Risikoprämie um 1.2 bis 1.8 Prozentpunkte gesenkt werden.

### Fussnote

<sup>1</sup> EBIT: Gewinn vor Zinsen und Steuern.

## Quel rendement escompter sur le marché des actions?

Le rendement historique des actions conduit à surestimer leur rendement futur

**Le montant de la future prime de risque consentie par le marché est d'une importance cruciale dans le cadre des décisions de placement prises sur le long terme. Nous montrons que les rendements historiques sur les actions conduisent à surestimer les rendements futurs des actions, parce que le mode d'évaluation a changé. Conformément à nos modèles de calcul, le rendement attendu doit être révisé à la baisse d'au moins 1.2 à 1.8 points par rapport à la prime de risque historique du marché.**

Sur une longue échéance, l'actionnaire peut toujours espérer dégager un rendement plus élevé sur un placement en actions que sur un engagement dans le marché monétaire, sans toutefois en avoir la moindre garantie. Cette prime de risque du marché, c'est-à-dire, la différence entre un indice du marché et le rendement des placements de courte échéance sur le marché monétaire, peut être considérée comme une compensation du risque plus élevé que représentent les actions par rapport aux engagements sur le marché financier. La question déterminante, c'est de savoir quelle prime de risque on est en droit d'attendre à l'avenir du marché des actions.

### Le rendement historique comme point de départ

Le rendement historique d'un placement en actions sert souvent de repère pour évaluer la prime de risque du marché. Le Datastream Swiss Market Index montre pour la période de 1975 à 2003 un rendement de 8.6% pour les actions suisses. Le taux d'intérêt moyen servi sur le marché monétaire durant cette période ayant été de 3.7%, il en résulte durant la même période une prime de risque historique de l'ordre de 5% pour le marché des actions suisse.

Cependant, l'utilisation de la prime de risque historique du marché pour augurer de la prime de risque future est sujette à caution, étant donné qu'une économie nationale peut être soumise à une multitude d'évolutions susceptibles d'engendrer des corrections.

### Supputation sur la base de facteurs fondamentaux

Nous utilisons un procédé simple pour établir nos pronostics concernant la prime de risque future du marché. Il se fonde sur la prémisse que le prix d'une action ne peut évoluer indépendamment de facteurs fondamentaux tels que les dividendes et les bénéfices, mais qu'il existe au contraire sur le long terme un rapport



### Manuel Ammann

Prof. Dr ès sc. écon., professeur ordinaire des finances, directeur de l'Institut suisse des banques et finances, Université de St-Gall

### Michael Verhofen

lic. ès sc. écon. USG, collaborateur scientifique de l'Institut suisse des banques et finances, Université de St-Gall

stable entre le prix d'une action et les données fondamentales. Sur la base de ces hypothèses, le modèle des dividendes et le modèle des bénéfices ont été mis au point.

Le modèle des dividendes considère le rendement moyen des actions en tant que somme du revenu moyen en dividendes et de la croissance moyenne des dividendes. Le modèle des bénéfices substitue à la croissance moyenne des dividendes la croissance moyenne des bénéfices comme second facteur.

### Résultats empiriques

Les données qui ont servi de base à nos calculs ont été tirées du Datastream Swiss Market Index pour la période de 1975 à 2003. La valeur approximative du taux d'intérêt sans risque a été calculée au moyen d'un taux interbancaire sur trois mois. Dans la période observée, les paramètres suivants ont été recensés:

- Rendement moyen des actions: 8.6% par an,
- Placement moyen sur le marché monétaire: 3.7% par an,
- Excédent de rendement des actions par rapport aux placements sur le marché monétaire: 5.0% par an,
- Revenu moyen en dividendes: 2.1% par an,
- Augmentation moyenne des dividendes: 5.4% par an,
- Augmentation moyenne du bénéfice: 4.8% par an.

Avec le modèle des dividendes, on obtient donc en moyenne une prime de risque du marché d'environ 3.8% (revenu en dividendes plus augmentation des dividendes, moins rémunération du placement sur le marché monétaire). Le modèle des bénéfices aboutit à une prime de risque du marché de l'ordre de 3.2% (revenu en dividendes plus augmentation des bénéfices, moins rémunération du placement sur le marché financier).

### **Evaluation rotative de la prime de risque du marché**

Le graphique 1 (voir p. 21) représente l'évaluation de la prime de risque du marché sur une période rotative de chaque fois cinq ans. Comme le démontre l'évolution de l'excédent de rendement des actions, un investisseur qui détenait un portefeuille d'actions largement diversifié sur une période d'au moins cinq ans a généralement gagné plus d'argent que s'il s'était engagé sur le marché monétaire.

Les seuls investisseurs qui s'en seraient mieux sortis avec un placement sur le marché monétaire auraient été ceux qui auraient tourné le dos au marché des actions dans les années 1982 à 1985, 1991 et 1992, ainsi qu'au début de l'année 2003.

### **La grande importance des changements dans l'évaluation**

La différence entre l'excédent de rendement historique (5.0%) et la prime de risque du marché déterminée à l'aide des deux modèles (3.8 et 3.2% respectivement) est de 1.2% pour le modèle des dividendes et 1.8% pour le modèle des bénéfices. En d'autres termes, les données fondamentales peuvent seulement expli-

quer le rendement historique des actions à 64 et 76% respectivement.

Mais alors d'où provenaient les 1.2 et 1.8% dégagés au cours de ces 30 dernières années?

Le graphique 2 (voir p. 21) montre le rapport cours/bénéfice (RCB) et le rapport cours/ dividende (RCD) et fournit une explication du phénomène de rendement. Durant la période sous revue, le rapport cours/bénéfice a grimpé de moins de 10 à plus de 20 pendant les périodes rotatives de cinq ans et le rapport cours/dividende a passé de moins de 35 à tout juste 70.

Une conclusion importante qui en découle, c'est que la valorisation des actions était nettement plus élevée en 2003 que 25 ans auparavant et que les rendements historiques sur les actions peuvent être considérés comme la somme des changements au niveau des données fondamentales et des changements dans l'évaluation. Une partie essentielle de la prime de risque du marché a donc été le résultat d'une valorisation accrue des actions et non de la progression des bénéfices et des dividendes des entreprises.

### **Pronostics de rendement futur des actions**

Pour les pronostics de rendement futur des actions, on devra donc faire la part des choses entre le changement effectif des données fondamentales et le changement de l'évaluation des actions sur le marché des capitaux.

Etant donné que la valorisation ne peut pas augmenter indéfiniment, il faut s'attendre à voir l'effet des gains de valorisation diminuer à l'avenir. Et comme le niveau d'évaluation des actions est aujourd'hui déjà relativement élevé en comparaison avec les données historiques (graphique 2), nous supposons dans notre modèle qu'il ne se produira plus de gain de valorisation (ni de perte non plus), mais que le marché des actions se contentera sur le long terme de s'aligner sur l'évolution des données fondamentales.

On peut donc penser qu'à l'avenir, la prime de risque sera inférieure de 1.2 à 1.8 points par rapport au passé. Et comme le modèle des bénéfices tend à être plus fiable que le modèle des dividendes, la réduction de 1.8 paraît plus plausible que celle de 1.2 points.

### **Lien étroit entre la croissance des bénéfices et de l'économie**

Durant la période sous observation, la croissance nominale de l'économie, c'est-à-dire, la somme de la croissance conjoncturelle effective et du taux d'inflation, oscillait en moyenne autour de 4.1% en Suisse, tandis que la croissance moyenne des bénéfices était légèrement supérieure: environ 4.8%. Une explication possible de la différence de 0.7% est celle d'une expansion intensifiée des entreprises à l'étranger.

Par le passé, l'excédent de rendement des actions de 5% se composait donc en gros des éléments suivants: la différence entre la croissance économique nominale et le placement sur le marché monétaire: 0.4%; l'augmentation plus rapide des bénéfices que de la croissance économique: 0.7%; les changements dans l'évaluation: 1.8%; le revenu en dividendes: 2.1%.

### **Conclusion**

Le rendement tiré des actions au cours des trente années écoulées était en large mesure le fait d'une valorisation accrue (hausse des ratios P/E, diminution du rendement en dividendes). Si cet effet est supprimé à l'avenir, et tout permet de le croire, les attentes de rendement devront être révisées à la baisse de 1.2 à 1.8 points par rapport à la prime historique.