

## Langfristige Aktienmarktentwicklung

## Zehn Jahre lang an der Börse nichts verdient – wirklich?

Die enttäuschende Entwicklung der weltweiten Aktiennotierungen über die letzten zwölf Monate hat wieder einmal die notorischen Nörgler auf den Plan gerufen, die schon immer gewusst haben, dass man sich an den Aktienmärkten eigentlich nur Risiken, aber kaum Erträge einhandelt. Allenthalben finden sich Grafiken und Darstellungen von Börsenindizes wie SMI und MSCI World über die vergangenen zehn Jahre, die aufzeigen, dass sich die entsprechenden Notierungen heute etwa am gleichen Ort befinden wie 1998. «Ausser Spesen nichts gewesen» oder «Zehn Jahre nichts verdient» sind noch moderate Töne. Ähnliche Vorwürfe müssen sich auch Anlageberater anhören, die ihrer Kundschaft seit Jahren Aktien mit dem Argument empfehlen, es gebe langfristig keine Alternative zu einem vernünftig diversifizierten Aktienportfolio. Die lange Frist, mit welcher man bei dieser historisch zurückblickenden Argumentation arbeitet, liegt dabei in der Regel bei rund zehn Jahren. Das letzte Dezenium scheint dieser Argumentation zu widersprechen. Tut es das wirklich?

Zunächst sei darauf hingewiesen, dass vielerorts die Sache mit dem «vernünftig diversifizierten Aktienportfolio» nicht wirklich für bare Münze genommen wird. Noch immer ist oft die Meinung zu hören, es gebe ein paar echte Blue Chips, die über jeden Zweifel erhaben seien, und da erübrige sich die ganze «Diversifikationsgeschichte». Das mag vielleicht so scheinen – die Evidenz spricht aber dagegen. Wer gesehen hat, was um die Jahrhundertwende (oder auch in den vergangenen Monaten) mit einigen dieser Titel geschehen ist, hat gelernt, was die Finanztheorie damit meint, dass «unsystematische Risiken» an den Märkten nicht belohnt werden.

Zum Zweiten gilt es auch, sich beim Beurteilen der längerfristigen Finanzmarkt-Entwicklung die richtigen Konzepte anzusehen. Preisindizes wie der SMI oder der nichtadjustierte MSCI World, die nur die Kursentwicklung abbilden, liefern sicher



**Prof. Dr. Erwin W. Heri** ist Chairman der Valartis Bank AG (vorm. OZ Bankers AG) und Dozent an der Universität Basel.

## «Dividenden tragen einiges zur langfristigen Gesamtperformance von Aktien bei.»

### Abwechselnd für Stocks schreiben:

**Prof. Dr. Erwin W. Heri**, Chairman der Valartis Bank AG (vorm. OZ Bankers AG) und Dozent an der Universität Basel **Dr. Konrad Hummler**, Teilhaber Bank Wegelin, St. Gallen **Dr. Fleur Platow**, Finanzexpertin und Seminarleiterin «Frauen und Finanzen», Zürich **Dr. Burkhard P. Varnholt**, Mitglied der Geschäftsleitung und Chef Investment Officer der Bank Sarasin & Co. **Hans-Peter Hausheer**, Senior Economist UBS, Wealth Management Research **Dr. Anja Hochberg**, Leiterin internationale Volkswirtschaft bei Credit Suisse, Zürich

nicht die richtigen Messlatten. Der Gesamtertrag eines Aktienengagements besteht nämlich aus Kurssteigerung und Ausschüttungen, in der Regel Dividenden. Nun mögen Dividenden vielen in diesem Kontext nicht besonders relevant erscheinen, weil sie nominell nicht besonders gross sind und bei Privatanlegern oft einfach auf dem Konto «verschwinden». Immerhin tragen sie aber über die zur Diskussion stehende lange Zeit einiges zur Aktien-Gesamtperformance bei. Entsprechend falsch ist es, sich bei der Beurteilung langfristiger Entwicklungen auf reine Preisindizes wie den SMI zu berufen (wobei noch zu diskutieren wäre, ob ein Index wie der SMI den Markt überhaupt repräsentiert). Entweder korrigiert man die entsprechenden Preisindizes um die bezahlten Ausschüttungen, oder man verwendet sogenannte Total-Return-Indizes wie SPI oder Dax. So hat der um die Ausschüttungen korrigierte SMI während der vergangenen zehn Jahre um mehr als 40 Prozent zugelegt, der etwas breiter gefasste SPI gar um über 50 Prozent.

Auch das mag vielen nicht besonders beeindruckend vorkommen. Dies hat aber nicht selten damit zu tun, dass vielerorts jahrelang zu hohe Erwartungen an Aktienengagements geknüpft waren. Es ist hinlänglich bekannt, dass Aktienmärkte über langfristige Perioden eine Gesamttrendite zwischen sechs und acht Prozent erbringen. Das steht in Zusammenhang mit dem Wirtschaftswachstum und mit der Entwicklung der Unternehmensgewinne. So ist das Welt-Sozialprodukt während der vergangenen zehn Jahre um rund 40 Prozent angestiegen, in der Schweiz eher weniger. Die aggregierten Unternehmensgewinne ihrerseits haben sich in der Schweiz über die gleiche Zeitperiode um etwa 50 Prozent erhöht. So arg daneben liegt also die Entwicklung der Aktienbörsen über die letzten zehn Jahre nicht – wenn man die Messung konzeptionell richtig angeht und sich ab und zu wieder auf vernünftige Erwartungen zurückbesinnt. ■