

Von langfristigen Trends, schwarzen Schwänen und Kurzfristpsychosen an den Aktienmärkten



Von Prof. Dr. Erwin W. Heri
Professor für Finanztheorie
an der Universität Basel
VR-Präsident Valartis Group

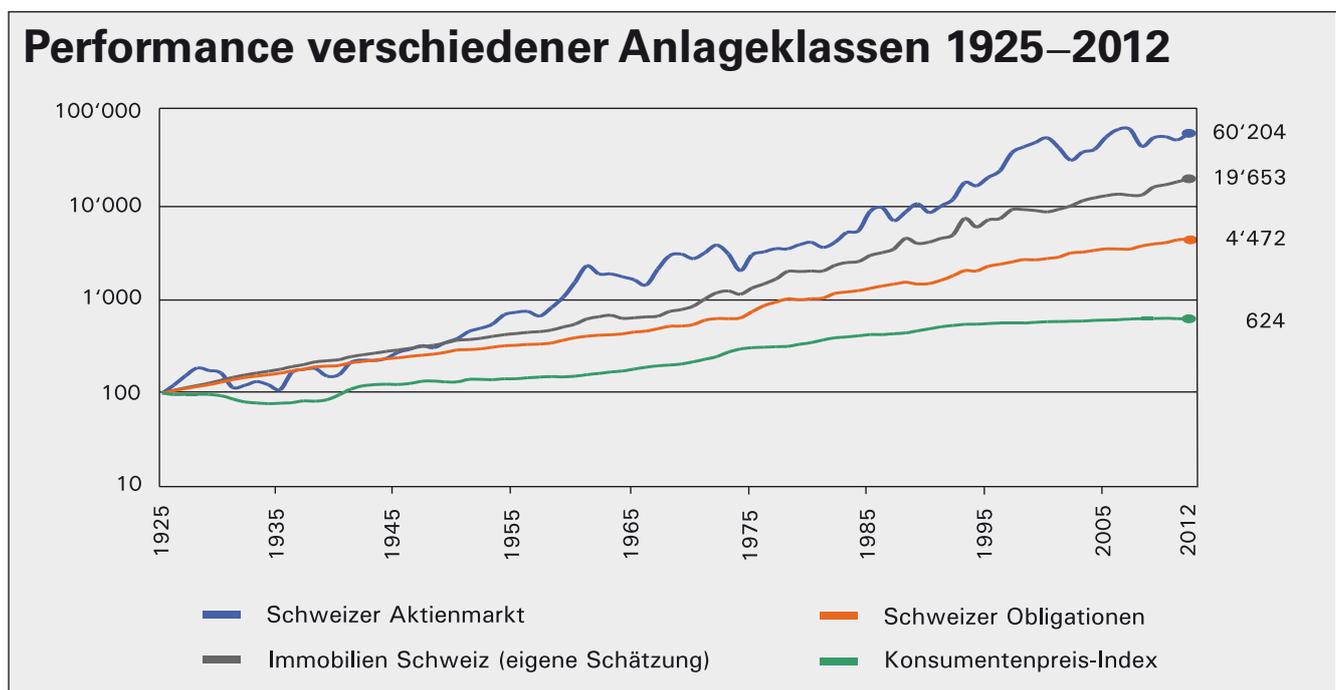
Die Kernaussage in meiner letzten Kolumne (PRIVATE 1/2013), dass kurzfristige Prognosen von Finanzmarktpreisen nicht nur gefährlich sondern auch unredlich seien, hat mir einige böse Kommentare eingespielt. Natürlich

nicht von akademischer Seite. Da wird nämlich mehr oder weniger akzeptiert, dass die kurzfristige Dynamik an hochorganisierten Märkten oft nicht prognostizierbare Zufallsprozesse hervorbringt. Sondern aus denjenigen Lagern, die von der Illusion leben, man müsse halt auf die richtigen Leute und die richtigen Theorien hören, dann könne man an den Aktienmärkten systematisch auch kurzfristig erfolgreich agieren. Andere Kommentatoren meinten, die Aussage der Nicht-Prognostizierbarkeit würde nicht nur kurzfristig, sondern auch für die lange Frist gelten. Börsenkurse seien – unabhängig von irgendwelchen Zeithorizonten – nicht voraussehbar, denn grundsätzlich könne jede Firma wegen irgendwelcher schwarzen Schwäne in der Zukunft irgendeinmal untergehen. Solche und ähnliche Überlegungen bilden dann wohl die Basis dafür, dass auch in Beiträgen an sich kompetenter Wirtschaftsblätter plötzlich Artikel erscheinen, die das, was an den Aktienmärkten geschieht, nicht mehr ökonomisch, sondern nur mehr über Anleihen aus dem Glücksspiel zu erklären versuchen («Das Pokerface der Börse», NZZ, 1.3.2013, S. 35), weil man der etwas komischen

Meinung ist, dass «... sowohl Börsenhandel als auch Poker Nullsummenspiele (seien) und der Gewinn einer Partei immer der Verlust einer anderen (sei)». Solche Überlegungen mögen beim Handel von Optionen richtig sein, bei der Analyse der Entwicklung an den Aktienmärkten, sprich: der Börsenkapitalisierung, sind sie es sicher nicht. Im Übrigen tragen solche Arbeiten nicht dazu bei, dass in der breiten Öffentlichkeit das Verständnis dafür, wie Aktienmärkte funktionieren und was wirtschaftlicher Sinn und Zweck einer Aktienbörse und eines Handels von Unternehmen auf einem freien Markt ist, verbessert wird.

Dies bringt uns zurück zu den langfristigen Tendenzen an den Aktienmärkten und der Frage, ob auch in dieser längerfristigen Sicht reine Zufallsprozesse vorherrschen oder ob wir nicht vielleicht doch Triebkräfte finden, welche die langfristigen Tendenzen auf Basis ökonomischer Gegebenheiten erklären können.

Die nachfolgende Abbildung liefert (wieder einmal) Einsicht in die langfristigen Entwicklungen der drei wichtigsten Anlagekategorien sowie der Konsumentenpreis-inflation in unserem



Land. All dies basierend auf den Indizes für Schweizer Aktien, Schweizer Obligationen und einem Index für Immobilieninvestitionen. Das Datenset beginnt im Jahre 1925 und geht bis Ende 2012. Die Wertschriften- und die Inflationsdaten werden seit vielen Jahren regelmässig von der Banque Pictet & Cie erarbeitet. Die Immobilienkurve zeichnet bis 1960 eigene Schätzungen für einen Immobilienindex, von 1961 bis 2008 den Rüd Blass Immobilienindex (equally weighted) und ab 2009 den SIX Real Estate TR Index.

Im Prinzip repräsentieren die drei Kurven das grobe Ergebnis einer einfachen Buy-and-Hold Anlagestrategie in den verschiedenen Anlageinstrumenten. Der Aktienindex stieg über die Gesamtperiode von 100 auf über 60'000, der Immobilienindex von 100 auf rund 20'000 und der Obligationenindex steht aktuell bei rund 4'500 Punkten. Alle drei Anlagekategorien haben reale Renditen abgeworfen, da sie allesamt über der Inflation liegen. Die Kurven aller drei Anlageinstrumente weisen offensichtlich einen positiven Trend auf. Dabei ist derjenige der blauen Kurve – der Aktien – steiler als derjenige der beiden anderen, weist aber ebenso offensichtlich auch wesentlich höhere kurzfristige Schwankungen auf – mehr Rendite, mehr Risiko. Aus der Darstellung geht auch hervor – ein Faktum welches in der letzten Kolumne bereits betont wurde – dass es in gewissen Phasen durchaus lange (z.T. 10 Jahre und mehr) gedauert hat, bis einmal erreichte Höchststände der blauen Kurve nach einem Einbruch wieder erreicht wurden.

Ein weiteres erkennbares Phänomen ist auch, dass die Schwankungen der Kurse, die wir in den letzten 15 Jahren gesehen haben – Schwankungen von denen viele meinen, sie seien ein Phänomen der jüngsten Zeit –, im historischen Rückblick kein Novum sind – déjà vu. Mehrfach. Einfach vergessen. Nun mögen die obigen Zahlen in ihren Grössenordnungen etwas verwirrend sein. Der Indexanstieg von 100 auf über 60'000 für den Aktienbereich bezeichnet aber einen durchschnittlichen jährlichen Anstieg von lediglich rund 7,5%, die Performance im Immobilienbereich liegt dagegen bei rund 6% und bei den Obligationen bei

rund 4,5%. Keine wirklich dramatischen Unterschiede, mag man meinen. Die Differenz von rund 3 Prozentpunkten p.a. zwischen den Aktien und den Obligationen, die sogenannte Risikoprämie, kumuliert aber über den Zinseszins-Effekt über die lange Zeitspanne die beeindruckend daher kommende nominale Differenz von rund 55'000 Indexpunkten. Der Zinseszins-Effekt ist denn auch das am meisten unterschätzte Phänomen einer langfristigen Anlagestrategie.

Interessant sind im Kontext der obigen Darstellung zwei Fragen. Erstens, diejenige nach den Treibern der langfristig trendmässigen Aufwärtsbewegung der blauen Aktienkurve. Und zweitens die Frage nach den kurzfristigen Ausschlägen derselben. Die kurzfristige Dynamik ist in der letzten Kolumne thematisiert worden. Sie hat mit Informationsprozessen und schwarzen Schwänen zu tun. Bei der Erklärung für die langfristigen Trends helfen uns fundamentalökonomische Grössen, insbesondere die Gewinnentwicklung der im Index sich befindenden Unternehmen. Aus amerikanischen Langfristuntersuchungen bis zurück in die Mitte des vorletzten Jahrhunderts wissen wir, dass der trendmässige Anstieg der Bewertungen an den Aktienmärkten unter anderem einhergeht mit einem trendmässigen Anstieg der Unternehmensgewinne (vgl. dazu beispielsweise E.W. Heri, Das verlorene Jahrzehnt, Verlag Neue Zürcher Zeitung, 2011, S. 43) – etwa so, wie uns die Finanztheorie dies zu erklären versucht. Nicht in jedem Jahr, nicht immer 1:1, aber eben in der längerfristigen Tendenz.

Und warum werden solche Zusammenhänge einem breiteren Publikum nicht häufiger und offener dargelegt? Weil, erstens, das kollektive Interesse und das kollektive Gedächtnis für historische Zusammenhänge, gerade an den Finanzmärkten, oft fehlt. Weil, zweitens, die kurze Frist ganz grundsätzlich nach wie vor an verschiedensten Orten ein Riesengeschäft ist. Und schliesslich weil die kurzfristigen Schwankungen – der kurzfristige «Lärm» – an diesen Märkten so gross sind, dass der relativ langweilig daher kommende langfristige Trend oft kaum sichtbar wird.

www.erwinheri.ch

Geld macht glücklich,
wenn man es in umweltbewusste Firmen investiert. Gerne informiert Sie der Kundenberater Ihrer Kantonalbank über unsere mehrfach ausgezeichneten Nachhaltigkeitsfonds.



Aktuelle Analysen und Meinungen
jetzt auf unserem Blog.