

Verlierer Gewinner
 Aktie Anleihe

Das Capital-Renditedreieck.

Je länger der Anlagezeitraum, desto deutlicher ist der Renditevorteil der Aktie – die entsprechende Spalte zeigt mehr dunkel- als hellrote Kästchen. Links steht jeweils die Aktienrendite, rechts die Rendite festverzinslicher Wertpapiere.

Lesebeispiel: Wer sein Geld am 1. Januar 1974 für 20 Jahre in Aktien anlegte, erzielte eine durchschnittliche Jahresrendite von 13,0 Prozent vor Steuern und Inflation. Wer auf Anleihen setzte, mußte sich mit 8,3 Prozent begnügen.

Alle Angaben in Prozent vor Steuern und Inflation. 1996 bis einschließlich 31. August.

Renditevergleich. In der Finanzbranche tobt ein Streit um die rentabelste Altersvorsorge. Capital hat nachgerechnet: Langfristig schlagen Aktien die festverzinslichen Anleihen.

Des Rätsels Lösung

Jürgen Gaulke, Frank Joachim Müller

Als Finanzvorstand der Allianz Leben legte Jürgen Förterer täglich 60 Millionen Mark an und drehte kräftig an den Rädern des Kapitalmarkts. Vor sechs Monaten wechselte Förterer in den Vorstand der genossenschaftlichen R+V Versicherung. Zum Januar 1997 rückt er

dort an die Spitze. Plötzlich überrascht Förterer, früher eher ein Stiller im Lande, die Finanzwelt mit provokanten Thesen: Die Aktie sei zur Altersvorsorge so geeignet „wie eine Kettensäge zum Brotschneiden“. Förterer setzt lieber auf Anleihen: „Seit 1959 haben festverzinsliche Wertpapiere eine höhere Rendite erwirtschaftet als Aktien.“

Für einen typischen Lebensversicherer, der 80 Prozent seiner Kundengelder in Anleihen, aber nur elf Prozent in Aktien und fünf in Immobilien investiert, ist diese Aussage konsequent – aber auch falsch: Förterer, Chef des Kapitalanlageausschusses im Verband der Lebensversicherer, unterschätzt bei seinen Rechenkünsten die Aktienrendite zwi-

schen 1959 bis 1977: Er ignoriert Steuereffekte. Das fand Professor Richard Stehle von der Humboldt-Universität zu Berlin für Capital heraus (siehe „Steuerfehler“).

Stehle, Direktor des Instituts für Bank-, Börsen- und Versicherungswesen, entwickelte zusammen mit Capital das Renditevergleichsdreieck. Es hilft Anlegern, sich zurechtzufinden. Denn der Streit um die rentabelste Altersvorsorge tobt zunehmend heftiger. Anleihen- und Aktienlobbyisten trommeln ungeniert mit Studien, die angeblich die Überlegenheit ihres jeweiligen Produkts beweisen. Sie dienen vor allem ihrem Auftraggeber – das Ergebnis steht oft vor Forschungsbeginn schon fest. (siehe auch „Wunschergebnis“). Stehle kritisiert: „Die gewählten Methoden sind meistens aus wissenschaftlicher Sicht nicht zu halten.“

Das Capital-Dreieck dokumentiert: Je länger der Anlagehorizont, desto deutlicher ist der Renditevorteil der Aktie. Im ersten Anlagejahr dagegen siegen beide Anlageformen seit 1985 gleich häufig.

Capital vergleicht Aktien und Renten vor Steuern: Jeder Anleger zahlt unterschiedliche Steuersätze, die sich zudem jederzeit ändern können. Künftig könnte der Fiskus sogar Kursgewinne besteuern (siehe auch Seite 17). Den Zinsfreibetrag führte der Bundesfinanzminister erst 1993 ein.

Wer Renditen fair vergleichen will, muß die drei häufigsten Fehler anderer Studien vermeiden:

Falscher Vergleichszeitraum. Zankapfel sind vor allem die fünfziger Jahre – ein Aktieneldorado. Die Aufbaujahre nach dem Zweiten Weltkrieg mit rekordhohem Wirtschaftswachstum und niedrigen Zinsen analysieren Aktienfreunde besonders gerne, Aktiengegner lassen sie lieber außen vor. Das Capital-Dreieck betrachtet nur die letzten drei Jahrzehnte: Erst seit 1967 existieren hochwertige Börsen- und Rentenindex-Zahlen, die zum Renditevergleich taugen: Der REX Performance-Index deutscher festverzinslicher Wertpapiere und der Deutsche Aktienindex DAX. Beide eignen sich als Renditebarometer eines Privatanlegers (siehe „Mit dem DAX rechnen“).

Falscher Börsenindex. Seit dem 1. Januar 1988 erfaßt der Deutsche Aktienindex die Rendite aus Sicht eines

Privatanlegers. Sie besteht aus Kurssteigerungen, Dividenden, Gratisaktien, Bezugsrechten und anderen Vermögensvorteilen. Fast alle DAX-Vorläufer ignorierten und ignorieren jedoch die Aktiendividenden. Die Folge beschreibt Stehle: Die Indizes der „FAZ“, des Statistischen Bundesamts und der Frankfurter Privatbank Hardy (inzwischen eingestellt, aber weiter genutzt) „weisen die Aktienrendite im Schnitt vier Prozent zu niedrig aus“. Einzige Ausnahme: Der Index der Börsenzeitung, der jedoch für Stehle aus einem anderen Grund ausscheidet: „Er gewichtet die Aktien in seinem Portefeuille nach Regeln, die nicht sinnvoll sind.“

Grund genug für Stehle, den DAX vor 1988 nach den heutigen DAX-Regeln zurückzurechnen. Die 30 „Blue chips“ qualifizieren sich jedes Jahr neu nach der Marktkapitalisierung – Zahl der Aktien multipliziert mit dem Kurswert. Deshalb ändert der DAX sein Portefeuille ständig. Aktuelle Beispiele: Continental und Metallgesellschaft fielen heraus, die Münchner Rück rückte ein, die Telekom folgt.

Analog rechnete Stehle das Portefeuille vor 1988 zurück. BMW beispielsweise war in den sechziger Jahren ein mittelständischer Wachstumswert. Stehle packte ihn 1970 ins Portefeuille, auf Rang 25. Bis 1988 verbesserte sich BMW auf Rang 14 (heute Rang 15) und erhielt im Börsenindex entsprechend stärkeres Gewicht. Umgekehrt erging es Hoechst. Heute belegen die Hessen Rang sieben im DAX, dabei waren sie nach Stehles Rechnung 1970 noch Spitzenreiter – mit entsprechend hohem Gewicht im Index.

Mißachteter Steuersatz. Wer die Indizes für Aktien und Renten fair vergleichen will, muß beide Indizes auf der Basis des gleichen Steuersatzes berechnen. Der Nullsteuervergleich bietet sich an: Der REX Performance-Index für Renten unterstellt Steuerfreiheit. Der DAX hingegen impliziert einen Steuersatz von 30 Prozent, vor 1994 sogar 36 Prozent. Grund: Der Deutsche Aktienindex weist Kurssteigerung und Dividende für die 30 Blue chips aus. Steuerpflichtige Privatanleger erhalten jedoch zusätzlich vom Finanzamt eine Gutschrift in Höhe der Dividenden-Körperschaftsteuer, die das Unternehmen an den Fiskus zahlte. Die tatsächliche Akti-

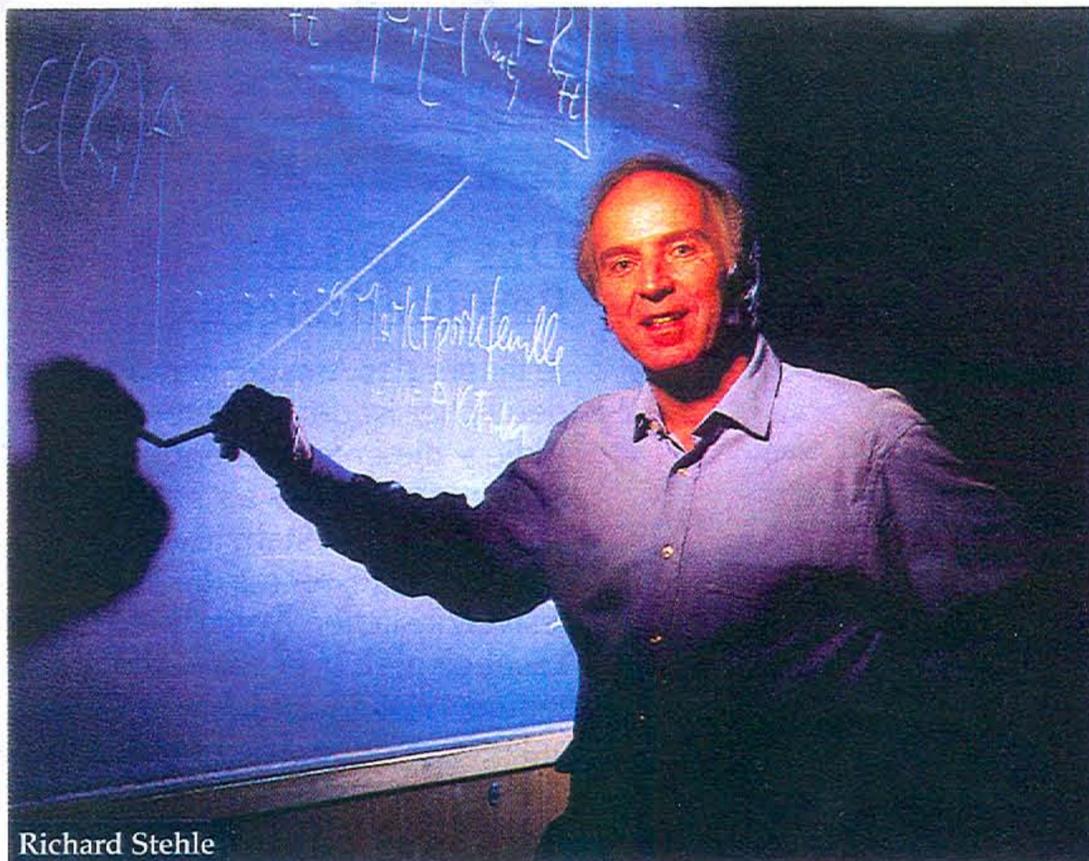
enrendite liegt deshalb höher als der DAX.

Förterers fataler Fehler: Er errechnete die Aktienrendite nur für die zweite Hälfte seines Vergleichszeitraums auf Nullsteuerniveau. In den ersten 18 Jahren belastete er Aktien mit 36 Prozent Steuer, die Anleihen ließ er dagegen steuerfrei. Folge: Bei Jürgen Förterer gewinnen Anleihen im gesamten Zeitraum knapp gegen Aktien. Professor Richard Stehle rückt die Rechnung zurecht: Bei Steuergleichheit haben Aktien klar die Nase vorn (siehe „Steuerfehler“).

Dieses Ergebnis ist viel mehr als akademische Spielerei. Für Förterer ist es eine Hiobsbotschaft: Nur eine rentable Kapitalanlage kann staatliche Förderung erwarten. Die aktuelle Diskussion um die Steuerreform stellt das Privileg der Lebensversicherung in Frage. Sie ist nach zwölf Jahren für Privatanleger steuerfrei und deshalb attraktiv. Aktienlobbyisten fordern in Bonn mit Vehemenz Gleichbehandlung. Höhere Aktienrenditen kommen ihnen gerade recht, besonders langfristig: Sie empfehlen die Aktie als gute Altersvorsorge-Alternative zur Lebensversicherung und sehen sich auf dem Vormarsch.

Noch schätzen nach der jüngsten Allensbach Umfrage 80 Prozent der Bundesbürger die Lebensversicherung als gute und sichere Altersvorsorge (siehe Streitgespräch „Ich würde mehr rausholen“). Nur jeder fünfte hält Aktienfonds für geeignet.

Niemand braucht sich indes sein Brot mit der Kettensäge zu schneiden, wenn er die Investment-Usancen der Lebensversicherer nicht nachahmt. Gerade gutverdienenden Privatanlegern bieten Anleihen alles andere als eine rentable Altersvorsorge: Für Steuerzahler mit dem Spitzensatz (56 Prozent inklusive Kirchensteuer und Solidaritätszuschlag) errechnete Stehle für Bundesanleihen und Obligationen seit 1967 eine Realrendite nach Inflation und Steuer von minus 0,2 Prozent. Das sei, so der Berliner Ökonomie-Professor kurz und prägnant, „Geldvernichtung“.



Richard Stehle

Methode. Richard Stehle, Professor an der Humboldt-Universität Berlin, über Performance-Messungen von Aktien und Anleihen.

Mit dem DAX rechnen

Der Deutsche Aktienindex DAX ist ein praktisches Renditebarometer. Er entspricht dem Portefeuille-Wert eines Privatanlegers, der am 1. Januar 1988 gemäß den DAX-Kriterien 1000 Mark anlegte und die jährlichen Ausschüttungen seinem Portefeuille hinzufügte. Damals startete der DAX mit 1000 Punkten und wird seither im Minutentakt aktualisiert.

Der für die Zeit vor 1988 vielgenutzte „Mella-DAX“ ignoriert unter anderem die Dividenden vor 1981 gänzlich. Wir* haben den DAX ebenfalls zurückgerechnet, nach dem heutigen DAX-Auswahlkriterium Marktkapitalisierung – Anzahl der Aktien multipliziert mit dem aktuellen Kurswert. Das DAX-Portefeuille ändert sich laufend. Unsere Rückrechnung unterstellt, daß Aktionäre von ihrer Gesamtdividende 36 Prozent Steuern bezahlen müssen: Das entspricht der Körperschaftsteuer-Gutschrift, die der DAX nicht enthält.

Ein Rechenbeispiel: Am 1. Januar 1993 stand der DAX offiziell bei 1545. Die Jahresrendite eines inländischen Aktionärs mit 36 Prozent Steuersatz errechnet sich mit Hilfe des „geometrischen Mittels“ der fünf Jahresrenditen. Ergebnis: 9,1 Prozent. Das entspricht der fünften Wurzel aus 1,545 (1545 dividiert durch 1000).

Für den Privatanleger haben wir im Capital-Dreieck einen Index auf Nullsteuerniveau kalkuliert: 1655 am 1. Januar 1993. Jetzt ist der DAX mit dem REX Performance-Index für Anleihen vergleichbar: Der REXP unterstellt stets einen Steuersatz von Null. Die jährliche Rendite des Nullsteuer-DAX ergibt 10,6 Prozent (geometrisches Mittel).

Mit anderen Worten: Fünf Jahre lang verzinste sich die ursprüngliche Einlage von 1000 Mark jedes Jahr im Schnitt mit 10,6 Prozent. Zins und Zinseszins machen daraus 1655 Mark.

Der REX Performance-Index, ein verlässliches Barometer der Vorsteuerrendite von Bundeswertpapieren, verzinste sich im gleichen Zeitraum nur mit 6,4 Prozent (geometrisches Mittel).

Alternativ, aber methodisch nicht korrekt, läßt sich eine durchschnittliche Jahresrendite auch mit dem arithmetischen Mittel berechnen. Wer im Capital-Dreieck die Jahresrenditen 1988, 1989, 1990, 1991 und 1992 addiert und durch fünf teilt, erhält 12,8 Prozent. Damit wäre die Aktienrendite 2,2 Prozent höher. Kein Wunder: Das arithmetische Mittel der Rendite ist stets höher als das geometrische.

* R. Stehle, R. Huber, J. Maier in „Kredit und Kapital“, Heft 2, 1996. Den Aufsatz, sowie weitere Aufsätze zum Thema Renditevergleiche, können Capital-Leser anfordern: Prof. R. Stehle, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Humboldt Universität, Spandauer Str. 1, 10178 Berlin. Fax: (030) 20935666

Lobbyisten-Studien. Mit schiefen Rechnungen drücken Lebensversicherer und Bausparkassen die Aktien – zum Wohl ihrer Produkte.

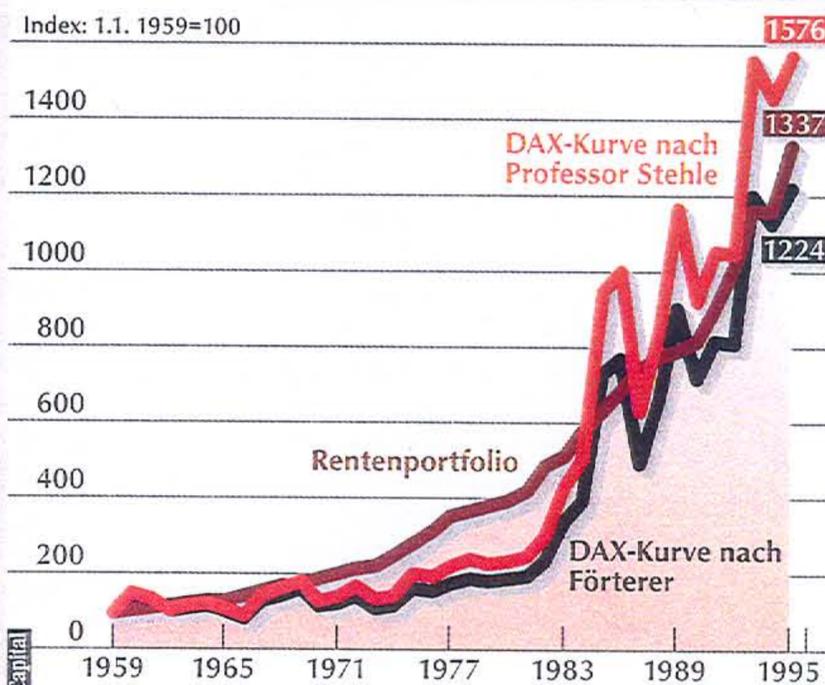
Steuerfehler

Ein methodischer Fauxpas mit fataler Folge: R+V-Vorstand Jürgen Förterer stützt seinen Renditevergleich zwischen Aktien und Anleihen scheinbar seriös auf die DAX-Zahlen von Professor Richard Stehle – mit einem eindeutigen Ergebnis, das Förterer allerorts präsentiert: Anleihen schlagen Aktien seit 1959. Leider hat Förterer die Grundlagen übersehen: Der DAX simuliert die Rendite eines Anlegers, der 30 Prozent Steuern zahlt (vor 1994 sogar 36 Prozent). Der REX Performance-Index für festverzinsliche Wertpapiere betrachtet die Rendite hingegen stets

vor Steuern. Um beide Anlagestrategien fair zu vergleichen, rechnete BWL-Professor Stehle den DAX für den gesamten Zeitraum auf Nullsteuerniveau um. Ergebnis: Aktien (rote Kurve) schlagen Anleihen (braune Kurve) zwischen 1959 und 1995 locker um 239 Prozentpunkte. Förterer bringt den Stehle-DAX erst ab 1977 auf Nullsteuerniveau. In den für den Zinseszins-Effekt wichtigen 18 Anfangsjahren drückt Förterer damit die Aktienrendite. Nur so erhält er das ihm genehme Ergebnis (schwarze Kurve): Anleihen schneiden danach um 113 Prozentpunkte besser ab.



Jürgen Förterer



RICHTIG
Die Indizes für Aktien und Anleihen unterstellen für den gesamten Zeitraum den gleichen Steuersatz, nämlich Null.

FALSCH
Förterer setzt den Steuersatz des DAX erst ab 1977 auf Null – dadurch schneiden Anleihen besser ab.

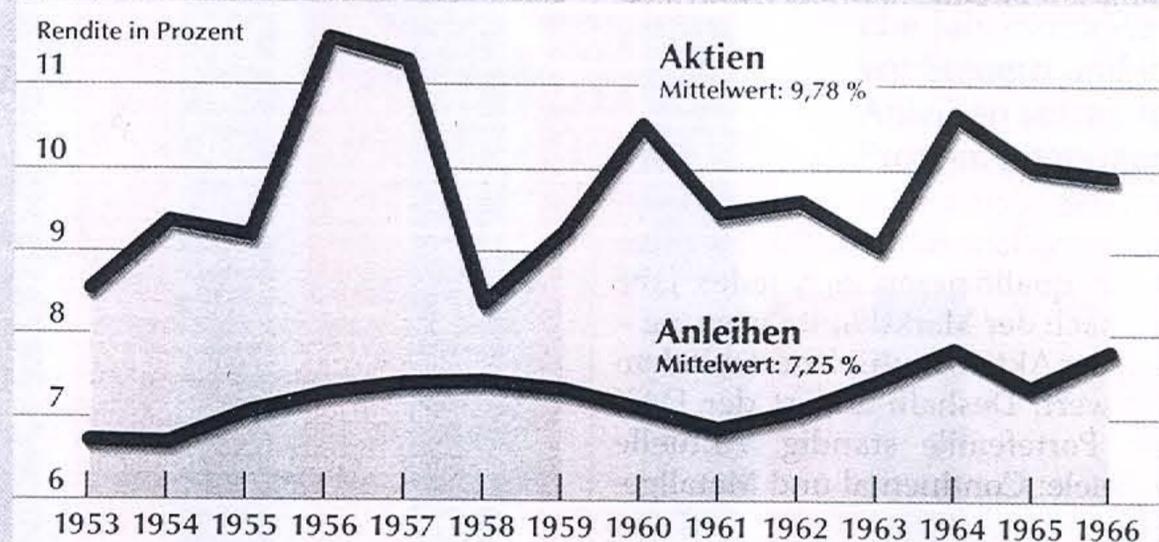
Methoden-Puzzle. Die privaten Bausparkassen machten ihre eigene Rechnung auf. Wenig überraschend: Das Eigenheim liegt vorne.

Wunschergebnis

Im Streit der Aktien- und Rentenlobbysten wollte der Verband der Privaten Bausparkassen nicht hinten anstehen. In seinem Auftrag untersuchte das Hamburger Gewos-Institut die Wertentwicklung der Eigenheime seit 1970. Das wunschgemäße Ergebnis: Das Eigenheim liegt mit einer Jahresrendite von 8,5 Prozent vor Anleihen, Aktien, Gold und Sparbuch. Grundlage der Studie ist ein 1970 neu erstelltes Einfamilienhaus mit 120 Quadratmetern Wohnfläche, das damals 100 000 Mark kostete. Nach 25 Jahren ist das Haus 768 000 Mark wert – oh-

ne staatliche Eigenheimförderung. Gewos legt eine Wertsteigerung nach eigenem Index zugrunde. Vom Endwert zieht es 22 Prozent Altersabschlag ab. Für die Eigennutzung unterstellt Gewos fiktive Mieteinnahmen, die in das Eigenheim investiert werden.

Wenig erstaunlich: Aktien erhöhen ihren Wert nur von 100 000 Mark auf 500 000 Mark. Grund: Gewos rechnet mit dem Mella-DAX, den unter anderem die Bundesbank veröffentlicht. Der enthält bis 1981 keine Dividendenerträge. Capital kommt für den gleichen Zeitraum auf 1,16 Millionen Mark.



Anmerkung: 30 Jahre lang wird jeden Monat ein konstanter Betrag (zum Beispiel 100 Mark) in deutsche Aktien oder Bundesanleihen investiert. Quelle: Christoph Kaserer.

Capital

Sparplan. Wer 30 Jahre lang monatlich den gleichen Betrag in Aktien statt Renten investiert, hat am Ende 64 Prozent mehr Geld.

Spitzenwerte

Die Zahl der Renditevergleiche aus den Research-Abteilungen von Banken, Fonds und Versicherungen ist kaum zu überschauen. Selten ist darunter ein Renditevergleich zwischen Aktien und Anleihen für einen Sparplan. Anleger können auch monatliche Beträge sparen, anstatt einen hohen Betrag jahrelang ruhen zu lassen.

Im Auftrag von Capital ermittelte Christoph Kaserer, Assistent am Lehrstuhl für Bank- und Kreditwirtschaft an der Universität Würzburg, was ein Anleger verdient, der 30 Jahre lang monatlich einen konstanten Betrag entweder in deutsche Aktien oder Anleihen investierte.

Dazu rechnete Kaserer den Rentenperformance-Index REXP zurück, dessen Daten nur bis 1967 reichen. Zur Vereinfachung hat er für die ersten 14 Jahre die Jahresrenditen verwendet, erst danach die genaueren Monatsdaten. „Aber der Unterschied ist minimal“, so Kaserer.

Sein Ergebnis: Mit Aktien hat der Anleger nach 30 Jahren in jedem Fall die Nase vorn.

● Das beste Rentenergebnis lag bei 136 603 Mark (Auszahlung 1993). Am schlechtesten schnitt der Anleger 1983 ab: Er erhielt nur 110 473 Mark.

● Das schlechteste Aktienergebnis betrug 151 257 Mark (1987) – der Anleger hätte sein Geld also unmittelbar nach dem Aktiencrash im September bekommen. Der Aktienspitzenwert lag mehr als doppelt so hoch bei 280 520 Mark (1985).

● Durchschnittlich konnten Zinsanleger nur 122 634 Mark erzielen, Aktienbesitzer dagegen 201 057 Mark – knapp zwei Drittel mehr.

● Die Jahresrendite von Aktien schwankte auf hohem Niveau zwischen 8,38 und 11,57 Prozent. Die Anleihen pendelten zwischen 6,69 und 7,84 Prozent. Im Schnitt lagen Aktien 2,53 Prozentpunkte besser.

„Das immer wieder beschworene Risiko von Aktien ist eine Chimäre“, sagt Kaserer. Er leitet daraus eine brisante Forderung ab: „Volkswirtschaftlich gibt es keinen Grund, nur die Lebensversicherung steuerlich zu subventionieren.“