

## Kursentwicklung von Aktien und Investmentfonds "Kein Grund zur Verunsicherung"

**Mit seinen finanzmathematischen Untersuchungen zur Wertentwicklung von Aktien, festverzinslichen Wertpapieren und Aktienfonds hat Prof. Richard Stehle von der Humboldt-Universität zu Berlin in den letzten Jahren viel Aufmerksamkeit gefunden.**

**FondsMagazin:** Aufgrund der turbulenten Kursentwicklung an den internationalen Börsen sind zahlreiche deutsche Geldanleger stark verunsichert. Müssen sich Aktionäre oder Aktienfonds-Anleger Sorgen machen?

**Stehle:** Ich sehe keinen Grund, warum sich deutsche Aktionäre verunsichert fühlen sollten. In den vergangenen 12 bis 15 Monaten gab es nur am Neuen Markt Kurseinbrüche auf breiter Front. Andere wichtige Barometer für deutsche Aktien fielen im genannten Zeitraum kaum oder stiegen sogar. Erweitert man die Betrachtung auf den Zeitraum 30. Juni 1999 bis 18. Juni 2001, so zeigt sich noch stärker, dass es sich in erster Linie um ein Phänomen des Neuen Marktes handelt. In dem genannten Zwei-Jahres-Zeitraum hat sich lediglich der NEMAX 50 mit einem Rückgang von minus 66 Prozent negativ entwickelt, der DAX stieg im gleichen Zeitraum um 9 Prozent, der MDAX um 19 und der SDAX um 4 Prozent.

Das repräsentativste Barometer der Wertentwicklung deutscher Aktien ist der CDAX, denn er enthält zusätzlich zu den im DAX, MDAX, SDAX und NEMAX 50 einbezogenen 250 Aktien rund 540 weitere Unternehmen aus dem Amtlichen Handel, dem Geregelteten Markt und dem Neuen Markt. Der CDAX stieg in den vergangenen zwei Jahren um insgesamt 2,62 Prozent. Alle genannten Indizes beziehen zwar die Bardividende, nicht aber die Körperschaftsteuergutschrift, die im Schnitt circa 1,2 Prozent pro Jahr beträgt, in die Performance-Berechnung ein. Insgesamt haben danach deutsche Anleger mit Aktien in den beiden vergangenen Jahren also rund 5 Prozent verdient, eine zwar nicht ideale, aber keineswegs beunruhigende Situation.

**FondsMagazin:** Das klingt zwar gut, trotzdem sind die Anleger verunsichert. Woran liegt dies aus Ihrer Sicht?

**Stehle:** Die Berichterstattung in den Medien hat sich in den vergangenen beiden Jahren viel zu stark auf den Neuen Markt konzentriert - zuerst als sich Ende 1999 bis Mitte Herbst 2000 die Kurse in diesem Marktsegment stark nach oben entwickelten, dann im Zusammenhang mit den Kursstürzen Ende 2000 bis heute. Über die normalen Entwicklungen in anderen Segmenten wurde vergleichsweise wenig berichtet. Die Aktien des MDAX waren beispielsweise im Sommer 1999 insgesamt mehr als doppelt so viel wert wie die Aktien am Neuen Markt. Meiner Einschätzung nach haben die Medien in den vergangenen zwei Jahren dem Neuen Markt zehnmal so viel Aufmerksamkeit gewidmet wie den Aktien des MDAX.

Doch trotz aller Turbulenzen: Nach meiner Meinung sollten Anleger auch weiterhin Aktien des Neuen Marktes halten, allerdings nur als kleinen Teil (3 bis 10 Prozent) ihres gesamten Aktienportefeuilles.

Meine auf die relevanten Modelle gestützte Prognose ist, dass mit Neuer-Markt-Aktien in Zukunft langfristig im Schnitt 2 bis 4 Prozent pro Jahr mehr zu verdienen ist als mit Blue-Chip-Aktien. Die höhere Rendite ist aber das Entgelt für das höhere Risiko dieser Aktien, das sollten Anleger auf jeden Fall beachten.

**FondsMagazin:** Sie haben die Wertentwicklung von Aktien vor allem langfristig, also über einen Zeitraum von Jahrzehnten, unter die wissenschaftliche Lupe genommen. Was ist dabei herausgekommen?

**Stehle:** Ich befasse mich nunmehr seit mehr als drei Jahrzehnten intensiv mit der Wertentwicklung von Aktien. Zur Zeit haben wir ein präzises Bild der Wertentwicklung deutscher Blue-Chip-Aktien seit 1948, also über fünf Jahrzehnte. Nach der Währungsreform und dem damit verbundenen Kurssturz von 87 Prozent gab es zunächst aus Aktionärssicht eine Periode "fetter" Jahre, 1949 bis 1960. In den 15 Jahren von 1961 bis 1975 verdienten Aktionäre mit deutschen Blue-Chip-Aktien insgesamt aber nur so viel wie Sparbuchinhaber (2,41 Prozent pro Jahr). Seither hatten wir bis einschließlich 1999 gute Jahre, 1993 bis 1999 sogar extrem gute. Trotz des gewaltigen Kurssturzes 1948 haben Aktionäre mit deutschen Blue-Chip-Aktien seither im Schnitt nominal über 11 Prozent Rendite erzielt, real über 8 Prozent.

Den hohen historischen Langfristrenditen stehen allerdings auch Risiken gegenüber, insbesondere für Anleger, die ihr Geld nur für wenige Jahre anlegen. Diejenigen, die ihr Geld nur für fünf Jahre anlegten, haben zu Beginn der 60er und zu Beginn der 70er Jahre pro Jahr 4 bis 6 Prozent verloren, das summiert sich auf einen Verlust von 20 bis 25 Prozent in fünf Jahren. Die Aktienanlage eignet sich deshalb insbesondere zum mittel- bis langfristigen Vermögensaufbau.

## "Aktien schlagen Renten mit hoher Wahrscheinlichkeit"

**FondsMagazin:** Und wie sieht die Wertentwicklung bei Aktien im Vergleich zu anderen Anlagen, zum Beispiel der Anlage in festverzinsliche Wertpapiere, aus?

**Stehle:** Für Anleger mit einem hohen Einkommensteuersatz waren deutsche Blue-Chip-Aktien in den vergangenen 50 Jahren im Vergleich zu festverzinslichen Werten besonders günstig, da Kurssteigerungen bei langfristig gehaltenen Aktien nicht versteuert werden müssen. Anders sieht es bei Rentenpapieren aus, deren Ertrag ja zum größten Teil aus Zinsen besteht. Verzinsen sich diese beispielsweise mit nominal 6 Prozent und zahlt ein Anleger 50 Prozent Einkommensteuer, dann verbleiben nach Steuern nur 3 Prozent, wenn er seine Freibeträge schon ausgeschöpft hat. Real, also nach Berücksichtigung der Inflation, verbleibt also fast nichts. Der Besitz von Rentenpapieren direkt oder über Fonds war für Anleger nach der Währungsreform nur lukrativ, falls sie die Zinsen nicht versteuern mussten.

**FondsMagazin:** Ihre Untersuchungen können sich selbstverständlich nur mit der Vergangenheit beschäftigen. Welche Schlüsse lassen sich daraus für die Zukunft ziehen?

**Stehle:** Wir können ziemlich sicher sein, dass Aktien langfristig eine höhere Rendite erzielen als festverzinsliche Wertpapiere. Je länger die Anlagedauer, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass Aktien Renten schlagen. Es gibt aber keine Anlagedauer, bei der wir sagen können, Aktien schlagen Renten mit absoluter Sicherheit. Ich halte es für realistisch, von einer zukünftigen Renditedifferenz vor Steuern von im Durchschnitt 3 bis 4 Prozentpunkten pro Jahr auszugehen.

**FondsMagazin:** Im Mai 2001 haben Sie eine neue Studie zur langfristigen Entwicklung von Aktienfonds veröffentlicht. Was sind die wichtigsten Ergebnisse?

**Stehle:** Gemeinsam mit meinem Mitarbeiter Olaf Grewe arbeite ich an einer Performance-Analyse von Fonds mit Anlageschwerpunkt deutsche Aktien. Die Untersuchung erstreckt sich auf die Jahre 1973 bis 1998.

Bei Anwendung der gängigen Performancemaße und ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages ergibt sich eine unterdurchschnittliche Entwicklung, eine so genannte Underperformance gegenüber dem DAX oder dem DAX 100 von 1,5 Prozentpunkten pro Jahr. Die Performancemaße, in der üblichen Anwendungsform, berücksichtigen allerdings nur unzureichend, dass alle Fonds in der Betrachtungsperiode weniger riskant als das DAX- oder das DAX-100-Portefeuille waren. Letztere schwankten zwischen 20 und 80 Prozent stärker als die einzelnen Fonds. Von den 18 untersuchten Fonds waren mehrere extrem groß, manche winzig. Die großen Fonds erzielten im betrachteten Zeitraum tendenziell eine höhere Rendite als die kleinen. Fazit: Unsere Untersuchung zeigt, dass im betrachteten Zeitraum Anleger mit den genannten Fonds renditemäßig genauso gut abschnitten wie bei einer Direktanlage in deutschen Aktien.

<b>Renditen im Überblick</b>									
Vierteljährliche Indexstände und -renditen sowie Gesamtrendite seit 30.6.1999 für verschiedene Segmente des deutschen Aktienmarktes									
	<b>30.06.99</b>	<b>30.09.99</b>	<b>30.12.99</b>	<b>31.03.00</b>	<b>30.06.00</b>	<b>29.09.00</b>	<b>29.12.00</b>	<b>26.03.01</b>	<b>18.06.01</b>
<b>DAX-30</b>									
Indexstand	5378,52	5149,83	6958,14	7599,39	6898,21	6798,12	6433,61	5726,97	5869,04
Rendite im letzten Vierteljahr		-4,25%	+35,11%	+9,22%	-9,23%	-1,45%	-5,36%	-10,98%	+2,48%
Gesamtrendite seit 6/30/99		-4,25%	+29,37%	+41,29%	+28,25%	+26,39%	+19,62%	+6,48%	+9,12%
Gesamtrendite seit 6/30/00						-1,45%	-6,74%	-16,98%	-14,92%
<b>MDAX</b>									
Indexstand	3991,08	4083,46	4103,82	4468,07	4423,27	4941,63	4675,34	4427,88	4738,56
Rendite im letzten Vierteljahr		+2,31%	+0,50%	+8,88%	-1,00%	+11,72%	-5,39%	-5,29%	+7,02%
Rendite seit 6/30/99		+2,31%	+2,82%	+11,95%	+10,83%	+23,82%	+17,14%	+10,94%	+18,73%
Gesamtrendite seit 6/30/00						+11,72%	+5,70%	+0,10%	+7,13%
<b>SDAX</b>									
Indexstand	2908,55	2824,76	2883,52	3345,93	3266,90	3336,35	3073,23	2964,13	3015,18

Rendite im letzten Vierteljahr	-2,88%	+2,08%	+16,04%	-2,36%	+2,13%	-7,89%	-3,55%	+1,72%	
Rendite seit 6/30/99	-2,88%	-0,86%	+15,04%	+12,32%	+14,71%	+5,66%	+1,91%	+3,67%	
Gesamtrendite seit 6/30/00					+2,13%	-5,93%	-9,27%	-7,71%	
<b>NEMAX50</b>									
Indexstand	4295,55	3350,75	5089,76	7415,47	5941,16	5212,58	2869,01	1619,23	1467,31
Rendite im letzten Vierteljahr	-21,99%	+51,90%	+45,7%	-19,88%	-12,26%	-44,96%	-43,56%	-9,38%	
Rendite seit 6/30/99	-21,99%	+18,49%	+72,63%	+38,31%	+21,35%	-33,21%	-62,30%	-65,84%	
Gesamtrendite seit 6/30/00					-12,26%	-51,71%	-72,75%	-75,30%	
<b>CDAX</b>									
Indexstand	457,72	439,07	564,44	633,16	574,76	560,39	508,49	454,75	469,73
Rendite im letzten Vierteljahr	-4,07%	+28,6%	+12,17%	-9,22%	-2,5%	-9,26%	-10,57%	+3,29%	
Rendite seit 6/30/99	-4,07%	23,32%	+38,33%	+25,57%	+22,43%	+11,09%	-0,65%	+2,62%	
Gesamtrendite seit 6/30/00					-2,5%	-11,53%	-20,88%	-18,27%	

<b>Erläuterungen</b>	
DAX	die 30 nach der Börsenkapitalisierung grössten und dem Börsenumsatz stärksten Unternehmen des Amtlichen Handels
MDAX	die weiteren 70 grössten und umsatzstärksten Unternehmen des amtlichen Handels
SDAX	die 100 grössten und umsatzstärksten Unternehmen des SMAX
NEMAX 50	die 50 liquidesten Werte des Neuen Marktes
CDAX	alle an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten deutschen Aktien des Amtlichen Handels, des Geregeltten Marktes und des Neuen Marktes.  Zusätzlich zu den im DAX, MDAX, SDAX und NEMAX50 einbezogenen 250 Aktien enthält der CDAX circa 540 weitere Aktien aus dem  Amtlichen Handel, dem Geregeltten Markt und dem Neuen Markt.
Es handelt sich jeweils um die Performance-Versionen der Indizes.	
Quellen: www.exchange.de, Datastream	