

Erschienen in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung am 11. Juni 2017

## **Die Risiken von Aktienanlagen werden überschätzt**

*von Prof. Dr. Christoph Kaserer*

Trotz der aktuellen Debatte um die Stärkung der privaten Altersvorsorge muss man festhalten, dass diese in Deutschland nach wie vor ein Schattendasein führt. Andere Länder, etwa die Niederlande, die Schweiz oder Großbritannien, haben in großem Umfang ein kapitalgedecktes Altersvorsorgesystem aufgebaut. Erschwerend kommt hinzu, dass hierzulande private Altersvorsorge in erheblichem Umfang der Staats- und Bankenfinanzierung dient, weil der überwiegende Anteil der Ersparnisse in Staatsanleihen und Pfandbriefe angelegt wird.

Es wird in diesem Zusammenhang oft argumentiert, dass die Abneigung der Deutschen gegenüber einer Aktienanlage kulturelle Hintergründe habe und in einer hohen Risikoaversion und fehlenden Aktienkultur begründet sei. Ich bin von diesem Argument nur mäßig überzeugt. Denn dabei wird übersehen, dass es für die niedrige Aktienquote bei Pensionskassen und Lebensversicherungen schlichtweg regulatorische Gründe gibt. Und mit der Schweiz und den Niederlanden haben wir zwei Nachbarn, bei denen die Altersvorsorge zu einem erheblichen Teil auf Aktienanlagen beruht. Der „kulturelle“ Unterschied zu diesen Ländern besteht wohl vor allem darin, dass wir es hierzulande seit vielen Generationen – genau genommen seit den Bismarck'schen Sozialreformen – gewohnt sind, dass sich der Staat um unsere Krankheits- und Altersvorsorge kümmert. Als Folge haben große Teile der Bevölkerung über die Jahrzehnte jegliches Interesse – und damit auch Verständnis – für die Geschehnisse auf den Kapitalmärkten verloren.

Dies ist vielleicht ein Teil der Erklärung, warum es hierzulande ein verbreitetes Misstrauen gegenüber Aktienmärkten gibt. Zumeist wird dies mit den überaus hohen Risiken dieser Märkte begründet, weshalb sie allenfalls für kurzfristige Spekulation, nicht aber für Zwecke der Altersvorsorge geeignet seien. Genau das Gegenteil ist aber richtig. Die langfristigen Risiken einer diversifizierten Aktienanlage werden überschätzt – und deren Vorteile unterschätzt. Dies möchte ich im Folgenden kurz erläutern.

Erstens: Es ist richtig, Aktienmärkte sind hohen Kursschwankungen ausgesetzt. Dies wird einer breiteren Öffentlichkeit immer dann bewusst, wenn es zu krisenhaften Erscheinungen kommt und die Kurse innerhalb von wenigen Tagen um 10 oder gar 20% fallen. Auch auf Jahresbasis betrachtet gibt es eine sehr hohe Volatilität. So hatten wir in Deutschland seit 1954 immerhin 11 Jahre, in denen die Kurse des Gesamtmarktes um mehr als 10% gefallen sind; gleichzeitig stiegen

sie in 20 Jahren um mehr als 20%. Das schlimmste Jahr war 2008, also die Kurse um knapp 40% fielen; das beste Jahr war 1954, als sie um 85% stiegen. Auch vergeht kein Jahrzehnt, in denen es nicht zu einer Krise am Aktienmarkt kommt. In den 2000er Jahren hatten wir sogar zwei große Krisen mit dem Zusammenbruch der Internetblase ab 2001 und der Finanzmarktkrise 2008/09.

So (ver-)störend diese Krisen für einen Anleger sein mögen, so unerheblich sind sie auf die lange Frist. Was viel mehr zählt ist folgendes: seit 1954 hat es in Deutschland noch nie einen dreißigjährigen Zeitraum gegeben, in denen man mit einer Aktienanlage weniger verdient hätte als mit einer Anlage in langfristige Staatsanleihen (gemessen am REXP). Und es gab auch nur einen einzigen 25-jährigen Zeitraum, in dem die Aktienanlage tatsächlich schlechter abschnitt als ein Staatsanleiheportfolio.

Für die USA, wo man über längere Zeitreihen verfügt, ist das Bild ähnlich. Seit dem Jahr 1928 gab es weder einen 30- noch einen 25-jährigen Zeitraum, in denen Aktien schlechter abgeschnitten hätten als langfristige Staatsanleihen. Und selbst bei einem zwanzigjährigen Zeitraum findet sich mit 1929 lediglich ein einziger Einstiegszeitpunkt, bei dem es am Aktienmarkt zu einer schlechteren Rendite kam als mit Staatsanleihen.

Selbstverständlich bedeutet dies nicht, dass man mit Sicherheit davon ausgehen kann, über einen 25- oder 30-jährigen Zeitraum in jedem Fall besser abzuschneiden als mit dem Erwerb einer Staatsanleihe. Japan ist ein Beispiel dafür, dass dies durchaus passieren kann. Aber empirisch betrachtet ist die Wahrscheinlichkeit dafür extrem niedrig.

Zweitens: Dabei muss man beachten, dass die bisherige Darstellung insoweit unrealistisch war, als eine Aktienmarktanlage für Altersvorsorgezwecke typischerweise ratierlich erfolgt. Man erbringt jedes Jahr oder jeden Monat eine gewisse Sparleistung, die dann am Aktienmarkt angelegt wird. Damit ist es nicht mehr von so großer Bedeutung, ob im Einstiegszeitpunkt die Bewertung an den Märkten überhöht ist. Vielmehr wird man manchmal zu günstigen, manchmal zu ungünstigen Kursen einsteigen. Dasselbe gilt im Übrigen auch für den Ausstiegszeitpunkt, weil niemand sein angespartes Vermögen am Tag der Pensionierung vollständig liquidieren wird. Vielmehr wird man auch in der Rentenphase immer wieder kleinere Anteile verkaufen. Insgesamt führt dies dazu, dass man über einen sehr langen Zeitraum, der durchaus 45 und mehr Jahre umfassen kann, immer wieder kleinere Sparbeiträge am Aktienmarkt anlegt bzw. veräußert. Extreme Ausschläge an den Börsen verlieren somit an Bedeutung. Dies ist ein wichtiger Aspekt, weil wir aus empirischen Untersuchungen wissen, dass solche extremen Ausschläge sehr viel häufiger vorkommen als es bei einer unterstellten Normalverteilung der Aktienrenditen der Fall sein dürfte.

Drittens: Und schließlich werden die Risiken einer Aktienanlage auch deshalb überschätzt, weil man über lange Zeiträume nicht davon ausgehen kann, dass die Aktienmärkte einem reinen Zufallsprozess (Random Walk) folgen. Vielmehr sprechen viele empirische – aber auch theoretische – Befunde dafür, dass es über die lange Frist ein „Mean-Reversion“-Verhalten gibt. Darunter versteht man eine Tendenz zur Rückkehr zum Mittelwert, was im vorliegenden Fall eine Rückkehr zu einer mittleren Bewertung bedeuten würde. Dies ist eine der zentralen Botschaften des wissenschaftlichen Werkes von Robert Shiller, für welches er im Jahr 2013 mit dem so genannten Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet wurde. Längere Phase, in denen die Aktienmärkte gemessen an ihren Fundamentaldaten überbewertet erscheinen, wechseln sich mit längeren Phasen einer Unterbewertung ab. Darauf deuten jedenfalls die von ihm vorgelegten Befunden, aber auch zahlreiche neuere Studien, hin.

Dieses Verhalten führt aber dazu, dass Risiken, die man in den kurzfristigen Aktienkursbewegungen beobachten kann, nicht auf die lange Frist hochgerechnet werden dürfen. Wegen der oben beschriebenen Tendenz zum Ausgleich, die sich technisch gesprochen in einer negativen Autokorrelation bemerkbar macht, ist das Risiko über einen sehr langen, also z.B. dreißigjährigen, Zeitraum deutlich niedriger als würde man dreißig isolierte Jahre aufaddieren. Dies lässt sich auch in folgender Weise ausdrücken. Ich habe weiter oben schon darauf hingewiesen, dass es in den USA seit 1928 keinen 25-jährigen Zeitraum gegeben hat, in denen Aktien schlechter abschnitten als die langfristige Staatsanleihe. Würde man von einem Random Walk und von den auf Jahresbasis beobachteten Renditeverteilungen ausgehen, käme man auf eine Wahrscheinlichkeit für dieses Ereignis in der Größenordnung von 5 bis 10%. Dies ist ein ganz erheblicher Unterschied, der genau in dieser Tendenz zum Mittelwert begründet ist.

Viertens: Und schließlich sind in meiner bisherigen Argumentation Strategien zur Risikoreduktion gar nicht berücksichtigt worden. Wer sich der Verlustrisiken gewärtigt ist, wird niemals seine gesamten Ersparnisse am Aktienmarkt anlegen und zudem mit fortschreitendem Alter den Aktienanteil in seinem Portfolio reduzieren. Auch gibt es Möglichkeiten, den Umfang der Marktrisiken, die man bei einer Aktienanlage zwangsläufig in Kauf nehmen muss, über die Auswahl von Sektoren und/oder Faktoren zu steuern.

Insgesamt zeigen diese Überlegungen, dass die Geldanlage auf Aktienmärkten natürlich mit erheblichen Risiken verbunden ist. Wer allerdings diese Anlage unter einer langfristigen Perspektive tätigt, sollte diese Risiken deutlich weniger hoch gewichten. Bedenkt man zudem, dass eine diversifizierte Anlage am Aktienmarkt die einzige Möglichkeit darstellt, sich am Produktivvermögen und damit an den Produktivitätszuwächsen und am weltweiten Wirtschaftswachstum in nennenswertem Umfang zu beteiligen, ist es mehr als bedauerlich, dass diese Anlageform in Deutschland nach wie vor ein Schattendasein führt.