

JEREMY J. SIEGEL

AKTIEN
FÜR DIE
EWIGKEIT

DAS STANDARDWERK FÜR DIE RICHTIGE PORTFOLIO-
STRATEGIE UND EINE KONTINUIERLICHE RENDITE

FBV

© des Titels »Aktien für die Ewigkeit« von Jeremy J. Siegel (978-3-89879-978-2)
2016 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

Vorwort

Im Juli 1997 rief ich Peter Bernstein an und sagte zu ihm, ich würde nach New York kommen und mich freuen, mit ihm zu Mittag zu essen. Ich hatte auch noch einen Hintergedanken. Sein Buch *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street* und das *Journal of Portfolio Management*, das er gegründet hatte und dessen Herausgeber er war, gefielen mir ganz ausgezeichnet. Ich hoffte auf eine kleine Chance, dass er die Einführung für die zweite Ausgabe von *Langfristig Investieren* schreiben würde.

Seine Sekretärin vereinbarte ein Treffen im Circus auf der Upper East Side, das zu seinen Lieblingsrestaurants gehörte. Er kam mit seiner Frau Barbara und trug ein Exemplar der ersten Ausgabe meines Buchs unter dem Arm. Als er auf mich zukam, fragte er, ob ich es signieren würde. Ich sagte »natürlich«, und antwortete, es wäre eine Ehre für mich, wenn er ein Vorwort für die zweite Ausgabe schreiben könnte. Er lächelte. »Natürlich!«, rief er. Dann führten wir eine Stunde lang ein höchst faszinierendes Gespräch über das Publizieren, akademische und professionelle Trends in der Finanzszene und auch darüber, was uns beiden an Philadelphia und an New York am besten gefiel.

An dieses Gespräch dachte ich zurück, als ich im Juni 2009 erfuhr, dass er im Alter von 90 Jahren verstorben war. In den 12 Jahren seit unserer ersten Begegnung war er produktiver gewesen als je zuvor, hatte drei weitere Bücher geschrieben, darunter sein bekanntestes, *The Remarkable Story of Risk*. Trotz der bemerkenswerten Geschwindigkeit, die er beibehielt, fand er immer Zeit, bei den nächsten beiden Ausgaben meines Buchs sein Vorwort zu aktualisieren. Als ich seine Worte in der vierten Ausgabe las, war mir klar, dass diese Einsichten, Frustrationen und Belohnungen eines Langfristanlegers heute noch so relevant sind wie vor fast zwei Jahrzehnten, als er sie schrieb. Ich kann Peter keine größere Ehre erweisen, als seine Weisheit hier noch einmal wiederzugeben:

Manche Menschen empfinden die Arbeit des Datensammelns als todlangweilig. Andere sehen sie als Herausforderung. Jeremy Siegel hat eine Kunstform daraus gemacht. Man kann das Ausmaß, die sprachliche Klarheit und die schiere Freude nur bewundern, mit denen Professor Siegel Beweise liefert, die seine Argumente für langfristige Aktieninvestments stützen.

Aber dieses Buch liefert viel mehr, als der Titel verspricht. Sie lernen nebenbei auch viel über Wirtschaftstheorie, garniert mit der faszinierenden Geschichte der Kapitalmärkte und der US-Volkswirtschaft. Indem er die Geschichte mit maximalem Effekt nutzt, verleiht Professor Siegel den Zahlen ein Leben und eine Bedeutung, die sie in einem

weniger fesselnden Setting niemals hätten. Zudem setzt er sich mutig mit allen historischen Episoden auseinander, die seiner These widersprechen könnten. Er bleibt in dieser Auseinandersetzung siegreich – einschließlich der verrückten Jahre in den 1990ern. Mit dieser vierten Ausgabe setzt Jeremy Siegel seinen fröhlichen und bemerkenswerten Weg fort, Werke von großem Wert über das Thema zu schaffen, wie man am Aktienmarkt am besten investiert. Seine Beiträge über Behavioral Finance, Globalisierung und ETFs haben das bisherige Material mit neuen Einsichten und wichtigen Themen bereichert. Im ganzen Buch hat er Aktualisierungen, wertvolles Faktenmaterial und überzeugende neue Argumente hinzugefügt, die für langfristige Aktienengagements sprechen. Ob Sie im Bereich des Investierens ein Anfänger oder ein erfahrener Profi sind – Sie werden beim Lesen dieses Buchs viel lernen.

Jeremy Siegel ist nie zurückhaltend, und seine Argumente in dieser Ausgabe demonstrieren, dass er nichts an Kühnheit verloren hat. Der interessanteste Aspekt im ganzen Buch ist die doppelte Schlussfolgerung, was gute und schlechte Nachrichten betrifft. Einerseits rechtfertigt die globalisierte Welt heute höhere Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGVs) als früher. Aber das ist nicht nur ein Segen, denn höhere KGVs bedeuten, dass die durchschnittlichen Gewinne in Zukunft niedriger ausfallen werden als früher.

Ich werde mich mit dieser Prognose nicht auseinandersetzen, aber man hätte Ähnliches auch über andere Gegebenheiten in der Vergangenheit sagen können, tragische wie glückliche. Eine der wichtigen Lektionen aus der Geschichte lautet, dass kein wirtschaftliches Umfeld dauerhaft bestehen bleibt. Wir haben nicht die geringste Ahnung, welche Probleme oder Siege in ferner Zukunft liegen, also in 20 Jahren oder mehr, und welchen Einfluss diese Kräfte auf angemessene KGVs haben werden.

Das ist in Ordnung. Professor Siegels wichtigste Bemerkung über die Zukunft geht über diese kontroverse Prognose höherer KGVs und niedrigerer realisierter Gewinne hinaus. »Obwohl diese Renditen vielleicht geringer sein werden als in der Vergangenheit«, schreibt er, »gibt es überwältigende Gründe zu glauben, dass Aktien das beste Investment für alle bleiben werden, die stetige, langfristige Gewinne suchen.«

»Überwältigende Gründe« ist eine Untertreibung. Die Risikoprämien von Aktien müssen langfristig intakt bleiben, wenn das System überleben soll. Im kapitalistischen System können und sollten Anleihen langfristig keine höhere Rendite bringen als Aktien. Anleihen sind Verträge, die man vor Gericht einklagen kann. Aktien versprechen ihren Eigentümern gar nichts – Aktien sind riskante Investments, die einen starken Glauben an die Zukunft erfordern. Aktien sind also nicht per se »besser« als Anleihen, aber wir verlangen von Aktien eine höhere Rendite als Kompensation für die höheren Risiken. Würde man von Anleihen langfristig eine höhere Rendite erwarten als von Aktien, wären auch die Kurse so, dass Risiko keine Belohnung brächte. Das ist eine unhaltbare Situation. Aktien müssen »das beste Investment für alle bleiben, die stetige, langfristige Gewinne suchen«, sonst würde unser System enden, und zwar nicht mit einem Wimmern, sondern mit einem Knall.«

Einführung

Die vierte Ausgabe von *Langfristig Investieren* wurde 2007 geschrieben. Weil viele meiner gleichaltrigen Kollegen in den vergangenen Jahren das Tempo ihrer Forschungsarbeiten reduziert hatten, wurde ich oft gefragt, warum ich so hart an einer weiteren Ausgabe dieses Buchs arbeitete. Mit ernstem Gesicht antwortete ich: »Ich glaube, dass in den letzten sechs Jahren einige wichtige Dinge passiert sind.«

In der Tat gab es einige solche Ereignisse! In den Jahren 2008 und 2009 kam es zur tiefsten wirtschaftlichen Rezession und zum schlimmsten Börseneinbruch seit der Großen Rezession in den 1930er-Jahren. Die Störungen waren so umfassend, dass ich die Arbeit an dieser Ausgabe unterbrach, bis ich mir ein besseres Bild von den Ursachen und Folgen der Finanzkrise gemacht hatte, von der wir uns noch immer nicht ganz erholt haben.

Folglich habe ich diese Ausgabe stärker verändert als irgendeine der früheren. Nicht weil die Schlussfolgerungen der früheren Ausgaben revidiert werden mussten. Der Anstieg des US-Aktienmarkts auf neue Rekordhochs 2013 bekräftigt sogar die zentrale Aussage dieses Buchs: dass Aktien in der Tat das beste langfristige Investment für diejenigen sind, die deren kurzfristige Volatilität auszuhalten lernen. Die langfristige Realrendite eines diversifizierten Depots aus Stammaktien blieb praktisch unverändert bei den 6,7 Prozent, die schon in der ersten Ausgabe von *Langfristig Investieren* genannt wurden, wo die Renditen bis einschließlich 1992 untersucht wurden.

Die Konfrontation mit der Finanzkrise

Wegen der schweren Auswirkungen der Finanzkrise war ich der Meinung, dass die Ereignisse der letzten Jahre das Hauptthema dieser neuen Ausgabe sein müssen. Folglich habe ich zwei Kapitel hinzugefügt, in denen die Ursachen und die Folgen des finanziellen Zusammenbruchs geschildert werden. Kapitel 1 stellt die wichtigsten Schlussfolgerungen meiner Forschungen über Aktien und Anleihen vor und zeigt, wie Anleger, Geldmanager und Akademiker Aktien im letzten Jahrhundert betrachtet haben.

Kapitel 2 beschreibt die Finanzkrise und weist, wo das gerechtfertigt ist, die Schuld daran den CEOs der riesigen Investmentbanken, den Regulierern und dem Kongress zu. Ich lege die Serie fataler Fehler dar, die dazu führte, dass Standard & Poor's, die größte Rating-Agentur der Welt, ihr begehrtes AAA-Rating an Subprime-Hypotheken vergab, verbunden mit der idiotischen Aussage, sie seien so sicher wie US-Staatsanleihen.

Kapitel 3 analysiert die außerordentlichen Auswirkungen der Finanzkrise auf die Finanzmärkte: den noch nie dagewesenen Anstieg des »LIBOR-Spreads«, der die Kapitalkosten der Banken misst, den Zusammenbruch der Aktienkurse, der zwei Drittel ihres Werts vernichtete, und die Tatsache, dass die Renditen kurzfristiger US-Staatsanleihen zum ersten Mal seit den finsternen Tagen der 1930er-Jahre auf null und sogar darunter fielen.

Die meisten Ökonomen glaubten, unser System aus Einlagensicherung, Margin-Erfordernissen und finanziellen Regulierungsmaßnahmen habe die genannten Ereignisse praktisch unmöglich gemacht. Der Einfluss der Kräfte, die zur Krise führten, war den Ereignissen bemerkenswert ähnlich, die nach dem Aktien-Crash 1929 eintraten, nur dass diesmal nicht Aktien, sondern hypothekengesicherte Wertpapiere die Hauptschuld trugen.

Obwohl die Fed kläglich daran scheiterte, die Krise vorherzusagen, ergriff Chairman Ben Bernanke nie gesehene Maßnahmen, um die Finanzmärkte offen zu halten, indem er sie mit Liquidität überschwemmte und die Garantie für Kredite und kurzfristige Einlagen in Billionenhöhe übernahm. Diese Aktionen bliesen die Bilanz der Fed auf fast vier Billionen Dollar auf. Das war das Fünffache des Niveaus vor der Krise und warf viele Fragen auf, wie die Fed diesen Anreiz wieder abwickeln wollte.

Die Krise veränderte auch die Korrelation zwischen den Asset-Klassen. Die Korrelation zwischen den Aktienmärkten dieser Welt stieg deutlich, was die Diversifikationsgewinne des globalen Investierens reduzierte, während US-Staatsanleihen und der Dollar zu »sicheren« Assets wurden, was eine ungeahnte Nachfrage nach staatlich garantierten Schuldverschreibungen auslöste. Alle Rohstoffe, einschließlich Gold, litten während der schlimmsten Phasen des wirtschaftlichen Abschwungs, aber die Edelmetalle erholten sich, weil man befürchtete, die expansive Politik der Zentralbank werde zu höherer Inflation führen.

In Kapitel 4 geht es um langfristige Themen, die unser wirtschaftliches Wohlergehen betreffen. Während des Wirtschaftsabschwungs stieg das US-Haushaltsdefizit auf 1,3 Billionen Dollar, das relativ zum BIP höchste Niveau seit dem Zweiten Weltkrieg. Die Verlangsamung des Produktivitätswachstums löste Befürchtungen aus, die Verbesserung des Lebensstandards werde sich markant verzögern oder sogar zum Stillstand kommen. Das wirft die Frage auf, ob unsere Kinder die erste Generation sein werden, deren Lebensstandard unter den ihrer Eltern sinken wird.

In diesem Kapitel werden die Ergebnisse früherer Ausgaben aktualisiert und erweitert, und zwar unter Verwendung der neuesten Daten der Bevölkerungskommission der UN sowie der Produktivitätsprognosen der Weltbank und des IWF. Ich berechne die Verteilung der globalen Produktion der bedeutendsten Länder und Regionen der Welt nun bis zum Ende des 21. Jahrhunderts. Diese Analyse liefert starke Hinweise auf eine bestimmte Schlussfolgerung: Obwohl die entwickelten Länder das Alter für den Eintritt in den Ruhestand erhöhen müssen und medizinische Versorgung staatlicherseits angeboten wird, werden solche Steigerungen moderat ausfallen, wenn das Produktivitätswachstum in den Schwellenländern stark bleibt.

Weiteres neues Material in der fünften Ausgabe

Obwohl die Finanzkrise und ihre Folgen das Hauptthema dieser fünften Ausgabe sind, habe ich auch noch andere bedeutende Änderungen vorgenommen. Ich habe nicht nur alle Charts und Tabellen bis 2012 aktualisiert, sondern auch das Kapitel über Aktienbewertung erweitert, um so wichtige neue Prognosemodelle wie die CAPE Ratio und die Bedeutung von Gewinnmargen als Determinante zukünftiger Aktienrenditen zu analysieren.

Kapitel 18, »Marktvolatilität«, analysiert den »Blitzcrash« vom Mai 2010 und dokumentiert, wie sich die mit der Finanzkrise verbundene Volatilität mit der Bankenkrise der 1930er-Jahre vergleichen lässt. Kapitel 19 zeigt, dass man sich mit dem Befolgen einer einfachen technischen Regel wie dem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt – wieder einmal – vor dem schlimmsten Teil der jüngsten Baisse hätte schützen können.

In dieser Ausgabe geht es auch darum, wie die bekannten saisonalen Anomalien, zum Beispiel der »Januar-Effekt«, der »Effekt der kleinen Aktien« und der »September-Effekt« in den vergangenen beiden Jahrzehnten überlebt haben, seit sie in der ersten Ausgabe dieses Buchs beschrieben wurden. Zum ersten Mal habe ich auch eine Beschreibung des »Liquiditäts-Investierens« aufgenommen und erkläre, wie es die »Größen-« und »Value«-Effekte ergänzen kann, die von Forschern als wichtige Determinanten der Renditen einzelner Aktien erkannt worden sind.

Abschließende Bemerkungen

Durch die enorme Beachtung, die *Langfristig Investieren* gefunden hat, fühle ich mich geehrt und geschmeichelt. Seit der Veröffentlichung der ersten Ausgabe vor fast 20 Jahren habe ich in der ganzen Welt Hunderte Vorträge über die Märkte und die Wirtschaft gehalten. Ich habe den Fragen genau zugehört, die aus dem Publikum kamen, und ich habe über die vielen Briefe, Anrufe und E-Mails der Leser nachgedacht.

In den vergangenen Jahren gab es zweifellos einige außergewöhnliche Ereignisse an den Kapitalmärkten. Sogar diejenigen, die noch immer an die langfristige Überlegenheit von Aktien glaubten, wurden während der Finanzkrise auf eine harte Probe gestellt. 1937 schrieb John Maynard Keynes in *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*: »Investieren auf der Basis wirklich langfristiger Erwartungen ist heute so schwierig, dass es kaum praktikabel ist.« Heute, 75 Jahre später, ist es nicht einfacher.

Wer aber Aktien die Treue hielt, wurde noch immer belohnt. Niemand hat jemals langfristige Geld verdient, indem er gegen Aktien oder das zukünftige Wachstum unserer Wirtschaft wettete. Ich hoffe, dass diese Ausgabe diejenigen bestärkt, die zwangsläufig zu zweifeln beginnen, wenn der Pessimismus Ökonomen und Investoren wieder

einmal im Griff hat. Die Geschichte beweist auf überzeugende Weise, dass Aktien für diejenigen, die langfristige Gewinne anstreben, die beste Investition sind und bleiben werden.

Jeremy J. Siegel
November 2013

Danksagungen

Es ist nicht möglich, alle Menschen und Organisationen aufzulisten, die *Langfristig Investieren* gepriesen und mich dazu ermutigt haben, die bisherigen Ausgaben zu aktualisieren und zu erweitern. Viele, die mich bei den ersten vier Ausgaben von *Langfristig Investieren* mit Daten versorgt haben, trugen ihre Daten auch bereitwillig für diese fünfte Ausgabe bei: David Bianco, leitender US-Aktienanalyst bei der Deutschen Bank, dessen Forschungen über historische Unternehmensgewinne und Gewinnmargen im S&P-500 für mein Kapitel über die Bewertung des Aktienmarkts von unschätzbbarer Bedeutung waren. Walter Lenhard, leitender Investment-Strategie bei Vanguard, stellte mir für Kapitel 22 wieder historische Daten über die Performance von Fonds zur Verfügung. Jeremy Tobacman, mein neuer Kollege in Wharton, half mir bei der Aktualisierung des Materials über Behavioral Finance.

Diese Ausgabe wäre ohne die harte Arbeit von Shaun Smith, der schon in den frühen 1990er-Jahren das Research und die Datenanalyse für die erste Version von *Langfristig Investieren* erledigt hat, nicht möglich gewesen. Jeremy Schwartz, mein wichtigster Forscher für »The Future for Investors« leistete mir bei dieser Aufgabe unersetzliche Hilfe.

Mein besonderer Dank gilt den Tausenden Finanzberatern aus Dutzenden Finanzfirmen wie Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS, Wells Fargo und vielen anderen, die mir in Seminaren und offenen Foren zu früheren Ausgaben von *Langfristig Investieren* wichtige Anregungen geliefert haben.

Wie schon früher war die Unterstützung durch meine Familie auch beim Schreiben dieser Ausgabe von entscheidender Bedeutung. Jetzt, da meine Söhne erwachsen und aus dem Haus sind, musste meine Frau Ellen den gesamten Preis für die vielen Stunden bezahlen, die ich mit der Aktualisierung dieses Buchs verbracht habe. Ich setzte mir den 1. September als Termin zur Abgabe meines Materials beim Verlag, und daher konnten wir eine wohlverdiente Kreuzfahrt von Venedig aus in die Adria unternehmen. Obwohl ich ihr nicht versprechen konnte, dass dies die letzte Ausgabe sein würde, weiß ich, dass die Fertigstellung dieses Projekts uns beiden sehr willkommene Freizeit verschafft hat.

TEIL I: Aktienrenditen – Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft

1. Das Argument für Aktien

Historische Fakten und mediale Fiktionen

Die Fiktion der »neuen Ära« – dass »gute Aktien (oder »Blue Chips«) unabhängig vom für sie bezahlten Preis eine vernünftige Investition sind – war im Prinzip nur eine Rationalisierung der allgemeinen Kapitulation vor dem Glücksspielfieber unter dem Namen »Investment«.

Benjamin Graham und David Dodd
*Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse*¹

Die Investition in Aktien ist zu einem nationalen Hobby und zur nationalen Besessenheit geworden. Frei nach Marx ist sie die Religion der Massen.

Roger Lowenstein
*A Common Market: The Public's Zeal to Invest*²

*Langfristig Investieren von Siegel? Das kann man heute nur noch als Türstopper verwenden. Ein Investor, der im März 2009 bei CNBC anrief*³

»Jeder sollte reich sein«

Im Sommer 1929 interviewte der Journalist Samuel Crowther John Raskob, einen leitenden Finanzmanager bei General Motors und fragte ihn, wie ein typischer Mensch durch Investitionen in Aktien Wohlstand aufbauen könne. Im August dieses Jahres veröffentlichte Crowther Raskobs Vorstellungen im *Ladies' Home Journal*. Sein Artikel trug die kühne Überschrift »Jeder sollte reich sein«.

In diesem Interview behauptete Raskob, Amerika stehe am Beginn einer gewaltigen industriellen Expansion. Er sagte, mit der Investition von nur 15 Dollar pro Monat in gute Stammaktien könnten Anleger erwarten, ihr Vermögen in den folgenden 20 Jahren stetig bis auf 80.000 Dollar anwachsen zu sehen. Eine solche Rendite, 24 Prozent pro Jahr, hatte

es noch nie gegeben, aber in der Atmosphäre der Hausse in den 1920er-Jahren schien es plausibel, ohne Anstrengung ein großes Vermögen anhäufen zu können. Aktien versetzten Anleger in Aufregung, und Millionen Amerikaner steckten ihre Ersparnisse in den Markt, auf der Suche nach schnellen Gewinnen.

Am 3. September 1929, wenige Tage vor der Veröffentlichung von Raskobs Plan, erreichte der Dow Jones Industrial Average ein historisches Hoch von 381,17 Punkten. Sieben Wochen später brach der Aktienmarkt zusammen. In den folgenden 34 Monaten gab es den schlimmsten Einbruch der Aktienkurse in der Geschichte der USA.

Am 8. Juli 1932, als das Gemetzel endlich vorbei war, stand der Dow Industrials bei 41,22 Punkten. Der Marktwert der größten Unternehmen der Welt war um unglaubliche 89 Prozent gesunken. Millionen Investoren hatten die Ersparnisse eines ganzen Lebens verloren, Tausende Investoren, die Aktien auf Kredit gekauft hatten, wurden in den Bankrott gezwungen. Die USA steckten in der schlimmsten wirtschaftlichen Depression ihrer Geschichte.

Jahrelang machte man sich über Raskobs Ratschlag lustig und prangerte ihn an. Es hieß, er repräsentiere den Wahnsinn derjenigen, die glauben, der Markt könne endlos steigen und die Dummheit derer, die die enormen Risiken von Aktien ignorierten. Senator Arthur Robinson aus Indiana machte Raskob öffentlich für den Aktiencrash verantwortlich, weil dieser ganz normale Leute dazu gedrängt hatte, Aktien zum Höchstkurs zu kaufen.⁴ 1992, 63 Jahre später, warnte das Magazin *Forbes* Investoren vor der Überbewertung am Aktienmarkt. Die Titelzeile lautete: »Popular Delusions and the Madness of Crowds«. In einem Rückblick auf die Geschichte der Marktzyklen bezeichnete *Forbes* Raskob als den »schlimmsten Straftäter« unter denen, die den Aktienmarkt als garantierte Wohlstandsmaschine sahen.⁵

Die allgemeine Meinung lautet, dass Raskobs tollkühner Rat den Wahnsinn repräsentiert, der die Wall Street regelmäßig überrollt. Aber ist das ein faires Urteil? Die Antwort ist ein klares Nein. Langfristiges Investieren in Aktien war eine Gewinnstrategie, egal ob man mit einem solchen Investitionsplan an einem Markthoch begonnen hatte oder nicht. Wenn man den Wert des Portfolios eines Investors berechnet, der 1929 Raskobs Rat befolgt und geduldig jeden Monat 15 Dollar am Markt angelegt hatte, erkennt man, dass man schon nach weniger als vier Jahren besser dastand als jemand, der die gleiche Summe in kurzfristige Staatsanleihen (Treasury Bills) angelegt hatte. 1949 wäre das Depot fast 9000 Dollar wert gewesen. Die Rendite liegt bei 7,86 Prozent pro Jahr, mehr als doppelt so hoch wie die Rendite von Staatsanleihen. Nach 30 Jahren wäre das Depot auf über 60.000 Dollar angewachsen und die Jahresrendite auf 12,72 Prozent gewachsen. Obwohl diese Renditen nicht so hoch waren wie von Raskob prognostiziert, betrug die Gesamtrendite des Aktiendepots über 30 Jahre mehr als das Achtfache der Rendite langfristiger und das Neunfache der Rendite kurzfristiger Staatsanleihen. Wer nie Aktien gekauft und den großen Crash als Rechtfertigung seiner Vorsicht genannt hatte, lag nun weit hinter Investoren, die geduldig Aktien angesammelt hatten.⁶

Die Geschichte von John Raskobs berühmter Vorhersage illustriert ein wichtiges Thema in der Historie der Wall Street. Hausse- und Baissephasen führen zu sensationellen Ge-

schichten über unglaubliche Gewinne und vernichtende Verluste. Dennoch haben geduldige Aktienanleger, die in der Lage waren, über die erschreckenden Schlagzeilen hinaus zu blicken, immer besser abgeschnitten als diejenigen, die Zuflucht in Anleihen oder anderen Assets suchten. Selbst so unheilvolle Ereignisse wie der große Aktiencrash 1929 oder die Finanzkrise 2008 widerlegen die Überlegenheit von Aktien als langfristige Investitionen nicht.

Asset-Renditen seit 1802

Abbildung 1.1 ist der wichtigste Chart in diesem Buch. Sie zeigt, wie sich der reale (inflationsbereinigte) Wohlstand eines fiktiven Anlegers Jahr für Jahr entwickelt hat, der in den letzten beiden Jahrhunderten einen Dollar in (1) Aktien, (2) langfristige Staatsanleihen, (3) kurzfristige Staatsanleihen, (4) Gold und (5) in die amerikanische Währung investiert hat. Diese Renditen werden reale Gesamtrenditen genannt. Sie beinhalten Einkommen aus dem Investment (wenn es Einkommen gab), plus Kapitalgewinne und -verluste, gemessen in konstanter Kaufkraft.

Die Renditen sind in einer logarithmischen Skala abgebildet. Ökonomen verwenden diese Skala zur Beschreibung langfristiger Daten, weil derselbe vertikale Abstand überall im Chart dieselbe prozentuale Veränderung repräsentiert. In einer logarithmischen Skala bildet die Neigung der Trendlinie eine konstante inflationsbereinigte Rendite ab.

Die jährlichen inflationsbereinigten Gesamtrenditen sind in der Abbildung ebenfalls aufgeführt. In den 210 Jahren, die ich untersucht habe, lag die Realrendite eines breit diversifizierten Aktiendepots bei 6,6 Prozent pro Jahr. Das bedeutet, dass ein durchschnittliches diversifiziertes Aktienportfolio, zum Beispiel ein Index-Fonds, seine Kaufkraft in den vergangenen beiden Jahrhunderten alle zehn Jahre nahezu verdoppelt hat. Die Realrendite festverzinslicher Wertpapiere lag weit niedriger. Bei langfristigen Staatsanleihen waren es im Schnitt 3,6 Prozent pro Jahr, bei kurzfristigen nur 2,7 Prozent.

Die durchschnittliche Realrendite von Gold betrug nur 0,7 Prozent pro Jahr. Langfristig blieben die Goldpreise nur knapp über der Inflationsrate. Der Dollar hat seit 1802 im Schnitt 1,4 Prozent pro Jahr an Kaufkraft verloren, aber seit dem Zweiten Weltkrieg verlief die Abwertung deutlich schneller. In Kapitel 5 werden wir die Details dieser Renditereihen untersuchen und sehen, wie sie konstruiert sind.

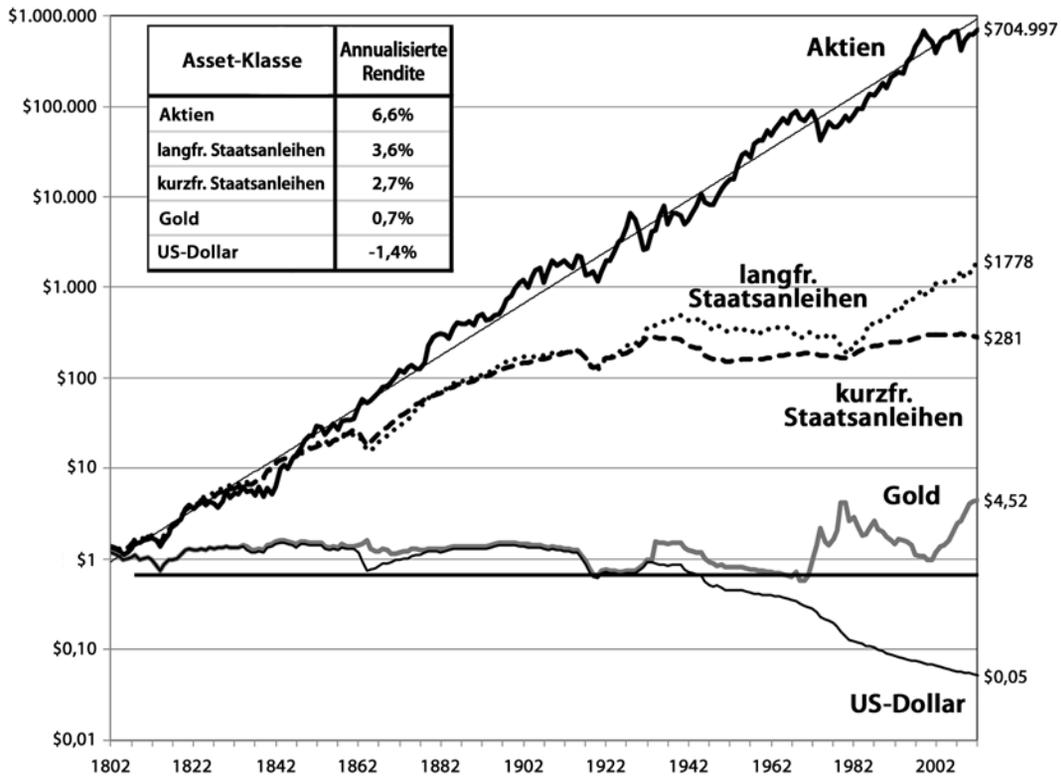


Abbildung 1.1: Reale Gesamtrenditen von US-Aktien, langfristigen und kurzfristigen Staatsanleihen, Gold und Dollar, 1802–2012

Ich habe in Abbildung 1.1 die beste statistische Trendlinie der realen Aktienrenditen eingezeichnet. Die Stabilität der Realrenditen ist erstaunlich. Die Renditen im 19. Jahrhundert weichen nicht wesentlich von denen im 20. Jahrhundert ab. Beachten Sie, dass die Aktien über und unter der Trendlinie oszillieren, letztlich aber zum Trend zurückkehren. Ökonomen bezeichnen das als Rückkehr zum Mittelwert. Das besagt, dass auf Zeiträume mit überdurchschnittlichen Renditen in der Regel Phasen mit unterdurchschnittlichen Renditen folgen – und umgekehrt. Keine andere Asset-Klasse – Aktien, Rohstoffe oder der Dollar – zeigt eine solche Stabilität der langfristigen Renditen wie Aktien.

Kurzfristig sind Aktienrenditen allerdings sehr volatil. Das liegt an Gewinnschwankungen, Zinsen, Risiken und Unsicherheit und auch an psychologischen Faktoren wie Optimismus, Pessimismus, Angst und Gier. Dennoch sind diese kurzfristigen Marktschwankungen, die Investoren und die Finanzpresse so stark beschäftigen, im Vergleich zur breiten Aufwärtsbewegung der Aktienrenditen irrelevant.

Im weiteren Verlauf dieses Kapitels werde ich untersuchen, wie Ökonomen und Investoren den Investmentwert von Aktien im Lauf der Geschichte gesehen haben und wie sich die großen Hausse- und Baissephasen sowohl auf die Medien als auch auf die Ansichten professioneller Investoren auswirken.

Historische Perspektiven von Aktien als Investments

Im gesamten 19. Jahrhundert galten Aktien als Spielwiese für Spekulanten und Insider, nicht aber für konservative Anleger. Erst im frühen 20. Jahrhundert bemerkten Forscher, dass Aktien unter bestimmten ökonomischen Bedingungen auch für Anleger, die nicht aus diesen traditionellen Lagern stammen, geeignete Investments sein können.

In der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts glaubte Irving Fisher, Professor an der Yale University und zudem ein extrem erfolgreicher Investor, Aktien seien Anleihen in Phasen mit hoher Inflation überlegen, in deflationären Phasen aber wahrscheinlich unterlegen. Diese Meinung wurde damals zur allgemeinen Überzeugung.⁷

Edgar Lawrence Smith, ein Finanzanalyst und Investment-Manager in den 1920er-Jahren, untersuchte historische Aktienkurse und widerlegte diese These. Smith bewies als Erster, dass der Wertzuwachs eines diversifizierten Aktiendepots nicht nur bei steigenden, sondern auch bei fallenden Rohstoffpreisen die Performance von Staatsanleihen übertraf. Smith veröffentlichte seine Studien 1925 in einem Buch mit dem Titel *Common Stocks as Long-Term Investments*. Im Vorwort schrieb er:

*Diese Studien sind ein Bericht über das Scheitern. Die Fakten stützen eine vorgefasste Theorie nicht ... (diese Theorie besagt), dass sich hochwertige Anleihen in Zeiten (sinkender Rohstoffpreise) als die besseren Investments erwiesen haben.*⁸

Smith stellte fest, dass Aktien ein wesentlicher Teil des Depots eines Investors sein sollten. Bei der Untersuchung der Aktienrenditen seit dem Bürgerkrieg fand er heraus: Es ist recht unwahrscheinlich, dass ein Investor lange Zeit warten muss (Smith verstand darunter sechs, maximal 15 Jahre), ehe er seine Aktien mit Gewinn verkaufen kann. Smith kam zu der Schlussfolgerung:

*Wir haben herausgefunden, dass es bei Stammaktien-Beständen eine Kraft gibt, die ständig zu einer Steigerung des Werts tendiert. ... Wenn man nicht das extreme Pech hat, am Hochpunkt einer nennenswerten Aufwärtsbewegung zu investieren, sind die Phasen, in denen der durchschnittliche Marktwert unter dem Einstiegswert liegt, von relativ kurzer Dauer. Sogar in solchen Extremphasen scheint es sich allein um ein zeitliches Risiko zu handeln.*⁹