



MAKROANALYSE 26/8/2016

## Niedrigzinspolitik treibt Aktienrisikoprämien

von THOMAS MAYER

- Zentralbanker und ihnen nahestehende Ökonomen machen vor allem die gegenwärtig herrschenden wirtschaftlichen Umstände für den historischen Tiefstand der Zinsen verantwortlich. Wären die Zinsen aufgrund einer „säkularen Stagnation“ der Wirtschaft dauerhaft niedrig, so sollte man erwarten, dass die Aktienanleger dies in den Aktienpreisen eskomptiert hätten.
- Dies ist jedoch nicht der Fall. Die Risikoprämien auf Aktienanlagen sind außergewöhnlich hoch, was darauf hindeutet, dass die Anleger die Lage als fragil und daher gefährlich einschätzen.
- Da es sich die Zentralbanker in den Kopf gesetzt haben, Adam Smiths „unsichtbaren Händen“ des Marktes auf dem Kreditmarkt in den Arm zu fallen und sie lenken zu müssen, wäre es nur konsequent, wenn sie im nächsten Schritt nun auch den Aktienmarkt in den Griff nehmen würden.

Zentralbanker und ihnen nahestehende Ökonomen machen vor allem die gegenwärtig herrschenden wirtschaftlichen Umstände für den historischen Tiefstand der Zinsen verantwortlich. Der ehemalige U.S. Finanzminister Larry Summers verweist auf eine „säkulare Stagnation“ der Wirtschaft. Ohne Wachstum und Inflation, so die Erklärung, sei der diese Umstände widerspiegelnde natürliche Zins außergewöhnlich niedrig. Die Geldpolitik sei dafür nicht verantwortlich, sondern vollziehe diese Entwicklung nur nach.

In früheren Papieren habe ich dieser Sicht der Dinge widersprochen.<sup>1</sup> In der vorliegenden Analyse gehe ich den Konsequenzen der niedrigen Zinsen für die Aktienmärkte nach. Außer in Ja-

pan sind die Aktienmärkte bisher noch nicht von direkten Interventionen der Zentralbanken beeinflusst, so dass dort die Marktteilnehmer noch größeren Einfluss auf die Preisbildung haben. Wären die Zinsen aufgrund einer „säkularen Stagnation“ der Wirtschaft dauerhaft niedrig, so sollte man erwarten, dass die Aktienanleger dies in den Aktienpreisen eskomptiert hätten. Mit anderen Worten: Würde der Markt die „säkulare Stagnation“ als „neue Normalität“ akzeptieren, so müsste der Niedrigzins mit einer Niedrigdividendenrendite und normalen Aktienrisikoprämien einhergehen. Dies ist jedoch nicht der Fall. Die Risikoprämien auf Aktienanlagen sind außergewöhnlich hoch, was darauf hindeutet, dass die Anleger die Lage nicht als „normal“, sondern als fragil und daher gefährlich einschätzen.

---

<sup>1</sup> „Wer ist für den Niedrigzins am Kapitalmarkt verantwortlich“ FvS Research Institute, 2. März 2015, und „Understanding low interest rates“, FvS Research Institute, 23. Oktober 2015.



## Die Risikoprämie im Dividendenwachstumsmodell

Nach der Gordon Growth Version des Dividendendiskontierungsmodells, einem gängigen Instrument zur Bewertung von Aktien, ist die Dividendenrendite ( $dy$ ) gleich dem risikofreien Zins ( $r$ ) plus der Risikoprämie auf Aktienanlagen ( $rp$ ) minus des erwarteten Wachstums der Dividenden ( $g$ ):

$$dy = r + rp - g$$

Entsprechend ergibt sich die Risikoprämie auf Aktienanlagen als Dividendenrendite plus Dividendenwachstum minus risikofreier Zins:

$$rp = dy + g - r$$

Betrachtet man den gesamten Aktienmarkt eines Landes, entspricht das erwartete Wachstum der Dividenden langfristig ungefähr dem erwarteten Wachstum des Bruttoinlandsprodukts.

Nach diesem Modell kann man für den amerikanischen Aktienindex S&P500 die folgende Rechnung aufmachen: In seinem World Economic Outlook erwartet der Internationale Währungsfonds (IWF) für die US Wirtschaft ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukt (BIP) für die Jahre von 2015 bis 2021 von im Durchschnitt 2,2 %. Für das Welt BIP erwartet der IWF in diesem Zeitraum ein Wachstum von im Schnitt 3,5 %.<sup>2</sup> Da viele Unternehmen im S&P500 global ausgerichtet sind, dürfte das für sie relevante Marktwachstum eine Mischung aus US- und Weltwachstum sein. Um dies zu berücksichtigen, habe ich angenommen, dass das Dividendenwachstum der im S&P500 enthaltenen Un-

ternehmen als gewichteter Durchschnitt aus US- und Weltwachstum mit Gewichten von 2/3 und 1/3 dargestellt werden kann. Der Wert von  $g$  beträgt demnach 2,7 %. Für  $r$  nehme ich die reale Rendite auf 30-jährige US-Staatsanleihen (TIPS) an. Diese beträgt gegenwärtig 0,6 %. Die Dividendenrendite für die S&P500 Unternehmen liegt bei 2,1 %. Unter diesen Annahmen erhält man:

$$rp = 2,1\% + 2,7\% - 0,6\% = 4,2\%$$

Die gegenwärtige Risikoprämie auf US-Aktienanlagen ist wesentlich höher als langfristige Durchschnitte in der Vergangenheit. Im Schnitt der Jahre 1990 bis 2015 betrug die Dividendenrendite zum Beispiel ebenfalls 2,1 % und das (wie vorher) gewichtete BIP wuchs mit 2,8 %. Doch der Zins war viel höher. Die inflationsbereinigte (reale) Rendite auf die 30-jährige US-Staatsanleihe betrug 2,9 %. Bei diesem Zins erhält man eine Risikoprämie auf Aktienanlagen in Höhe von 2,0 %. Andere Berechnungen ergeben eine Risikoprämie von 1,5 % bis 2,5 %.<sup>3</sup>

Die überdurchschnittliche Höhe der Risikoprämie zeigt, dass der Markt die gegenwärtige Konstellation von Zinsen und Wachstumserwartungen nicht als „normal“, sondern als fragil und daher so gefährlich sieht, dass ein außergewöhnlicher Risikoaufschlag auf Aktienanlagen notwendig ist.

Diese Einschätzung gilt nicht nur für den US-Markt, sondern auch für die Märkte in Europa und den Schwellenländern. Mit der gleichen Methode erhält man für den STOXX Europe 600 Index und den Datastream Emerging Markets Index eine Risikoprämie von 4,6 % und 5,2 % (siehe Tabelle).

---

<sup>2</sup> Der IWF scheint die Einschätzung zu teilen, dass sich die Wirtschaft weltweit in einer „säkularen Stagnation“ befindet. Er erwartet eine Abschwächung des US-Wachstums von 2.4% im Jahr 2015 auf 2.0% im Jahr 2021. Gleichzeitig erwartet er nur einen kleinen Anstieg des globalen Wachstums von 3.1% in 2015 auf 3.9% in 2021.

---

<sup>3</sup> Siehe, z.B. By David Harper, Calculating The Equity Risk Premium (<http://www.investopedia.com/articles/04/020404.asp>).

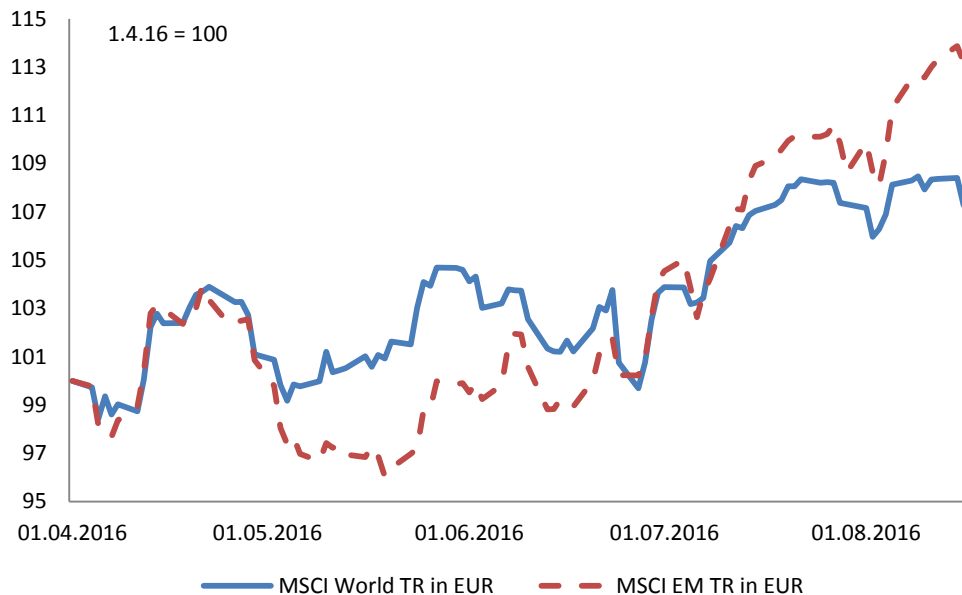


Tabelle: Risikoprämie auf Aktienanlagen in Europa (STOXX Europe), den Schwellenländern (DS EMI) und Japan (NIKKEI) (in Prozent)

	STOXX Europe 600	DS EMI	NIKKEI
dy	2,6	3,0	1,8
g	2,4	4,7	1,3
r	0,4	2,5	0,3
rp	4,6	5,2	2,8

Quelle: Haver Analytics, Datastream, STOXX.

Grafik: Aktienperformance (Total Return) in den Schwellenländern (MSCI EM) und entwickelten Ländern (MSCI World)



Quelle: MSCI.

Die hohe Risikoprämie in den Märkten der Schwellenländer hat seit Mitte des Jahres Anleger dazu veranlasst, höhere Risiken einzugehen und Kapital in diese Region umzuschichten. Seither sind die Aktienpreise dort stärker gestiegen als in den entwickelten Ländern (siehe Grafik).

Etwas anders sieht die Situation in Japan aus. Dort erhält man mit der gleichen Methode wie in den anderen Regionen eine deutlich niedrigere Risikoprämie von 2,8 %. Allerdings war dort

die Risikoprämie im Schnitt der Jahre 2000-2015 mit 1,2 % ebenfalls schon deutlich niedriger als in den anderen Regionen.

### Verrückte Zinswelt

Für den kaufmännisch denkenden Anleger, der bewährte Methoden zur Aktienbewertung verwendet, ist die Welt aus den Fugen geraten. Denn würde die gegenwärtige Konstellation von Zins und Wachstumserwartungen eine stabile Wirtschaftslage widerspiegeln, wie es die These



von der säkularen Stagnation behauptet, dann könnte die Risikoprämie ja auf ihren historischen Durchschnitt zurückfallen. Würde die Risikoprämie im US-Markt unter im Übrigen gleichbleibenden Bedingungen um nur einen Prozentpunkt auf 3,2 % zurückgehen, könnte sich der S&P500 verdoppeln.

Ursache für die (buchstäblich) verrückten Verhältnisse auf den Aktienmärkten ist der Umstand, dass in allen wichtigen Märkten der reale Zins heute sehr weit unter dem realen Wachstum der Wirtschaft liegt.<sup>4</sup> In der Vergangenheit war dies unüblich, wie Thomas Piketty in seinem Bestseller „Das Kapital im 21. Jahrhundert“ publikumswirksam beklagt hat. So lag im Durchschnitt der Jahre 1980 bis 2007 der Zins auf langfristige US Staatsanleihen um 0,9 Prozentpunkte über dem Wirtschaftswachstum. Im Schnitt der Jahre 2010-16 lag er um 0,4 Prozentpunkte darunter.

Auch in Zeiten der wirtschaftlichen Stagnation lag der Zins üblicherweise am oder über dem Wirtschaftswachstum. Denn sonst war es sinnvoll, Mittel zum Tausch (wie Gold) zu horten statt zu einem unter dem Wachstum liegenden niedrigen Zins zu verleihen, oder Land als Mittel zur Wertaufbewahrung zu kaufen. Schließlich konnte man erwarten, dass der Wert der Tauschmittel und die Pacht für Land langfristig im Einklang mit der Wirtschaft wachsen sollten. Erst mit den massiven Markteingriffen unserer heutigen Zentralbanken fiel der Zins auf vermeintlich risikofreie Anlagen weit unter die Wachstumserwartungen.

Die Zentralbanken versprachen sich davon einen Anstoß für das Wachstum der Anlageinvestitionen. Bis heute ist davon nichts zu sehen. Dagegen sind die Zusammenschlüsse und Übernahmen von Unternehmen stark angestiegen.

Nach der Investitionstheorie von Tobin („Tobin's Q“) ist das Verhältnis der Preise für bestehende Anlagen zu den Preisen für deren Neubau entscheidend dafür, ob ein Unternehmen mit Expansionsabsicht bestehende Anlage kauft oder Erweiterungsinvestitionen tätigt. Die relativ hohen Risikoprämien auf Aktien lassen den Schluss zu, dass es für Unternehmen mit Absicht zur Erweiterung heute billiger ist, andere bestehende Unternehmen zu kaufen als zu investieren.

### **Nächster Schritt: Zentralbankinterventionen am Aktienmarkt?**

Da es sich die Zentralbanker in den Kopf gesetzt haben, Adam Smiths „unsichtbaren Händen“ des Marktes auf dem Kreditmarkt in den Arm zu fallen und sie lenken zu müssen, wäre es nur konsequent, wenn sie im nächsten Schritt nun auch den Aktienmarkt in den Griff nehmen würden. Die „abnorm“ hohe Risikoprämie auf Aktien wäre wie der Zins durch Interventionen am Aktienmarkt auf einen Wert zu drücken, der die von den Zentralbankern diagnostizierte „säkulare Stagnation“ angemessen widerspiegelt. Die Niedrigzinsen auf den Kreditmärkten wären dann konsistent mit Niedrigdividendenrenditen auf den Aktienmärkten.

Die Bank von Japan hat dafür mit ihren Käufen von Aktien-ETFs schon die Bresche geschlagen (und eine niedrigere Risikoprämie auf Aktien erreicht als in anderen Regionen). Zur Wahrung der Symmetrie müsste der gestaltende Zentralbanker eigentlich die zu den historischen Tiefständen der Zinsen passenden historischen Höchststände der Aktienpreise erzwingen.

---

<sup>4</sup> Dies gilt heute für die USA, Europa, Japan und die Schwellenländer.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2016 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Prof. Dr. Thomas Mayer; *Redaktionsschluss* 25. August 2016