

## Deutsche Aktien: Historisches Wachstum von 6,8% p.a.

### DAI-Kurzstudie 3 / 2004

Der CDAX, der die gesamte Breite des deutschen Aktienmarktes repräsentiert, erreichte gerade ein neues Jahreshoch und notiert damit wieder auf dem Niveau von Mitte 2002. Dieser positive Entwicklung wird von vielen Anlegern aber nicht getraut, und nicht wenige Anlagegremien auch bei institutionellen Investoren dürften versucht sein, die Aktienquoten erneut zurückzufahren. Die Entscheidung für eine höhere Aktienquote in langfristigen Portfolios fällt jedoch leichter, berücksichtigt man die langfristige Kursentwicklung in Deutschland.

Dieser historische Trend von etwa 6,8 % p.a. lag bisher unter der nur in Bruchstücken bekannten deutschen Aktien-geschichte verborgen. Er zeigte sich sowohl im ersten halben Jahrhundert des deutschen Aktienmarktes als auch in der Periode zwischen den beiden Weltkriegen. Auch in den letzten Jahrzehnten lässt sich der grundlegende Trend erkennen.

Das Gesetz vom 11.7.1870 befreite Aktiengesellschaften von staatlicher Genehmigung und Aufsicht. Dies kann als Geburtsstunde der „modernen“ Aktie gelten. Aussagefähige Indizes, möglichst auf Monatsbasis, gab es allerdings erst Jahrzehnte später. Noch schwieriger ist es angesichts der Brüche in der deutschen Geschichte, lange Reihen von Kursen zu bilden.

Der erste Teil der hier analysierten langen Reihe basiert auf einem Index für die Jahre 1870 bis 1913, der erst 1934 veröffentlicht wurde.<sup>1</sup> Für die Zeit seit 1913 existieren offizielle Daten, die (regelmäßig und unregelmäßig) von diversen statistischen Ämtern veröffentlicht wurden.<sup>2</sup> Seit die Berechnung eines Indexes für den gesamten deutschen Aktienmarkt 1993 eingestellt wurde, dient der CDAX als Grundlage.

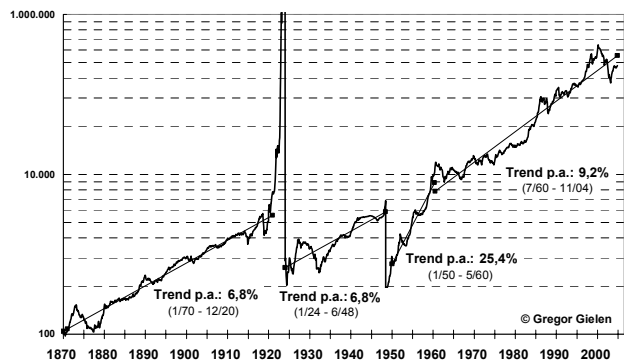
Die offiziellen Aktienmarkt-Statistiken erfassen weder bestimmte Kriegs- und Nachkriegszeiten (1914-1917, 1943-1945 und 1945-1950) noch die beiden Währungsschnitte von 1923/24 und 1948.<sup>3</sup> Drei verschiedene Währungen erschweren zusätzlich die Datenerfassung und Analyse.<sup>4</sup> Auch wurde bislang das Ausmaß, in dem der gesamte Aktienmarkt von Hyperinflation oder Währungsschnitten profitierte oder benachteiligt wurde, nicht berechnet. Die erheblichen Lücken in den verschiedenen offiziellen Indizes verhindern eine einheitliche langfristige Darstellung.

Die vorliegende Kurzstudie basiert auf langjährigen eigenen Recherchen des Autors, die zu einer durchgehenden Reihe von Monatsdaten für den deutschen Aktienmarkt führten. Daten für Dividenden, Splits und Inflation erlaubten die Berechnung von nominalem und realem Performanceindex. Soweit möglich, liegen kapitalgewichtete Monatsdurchschnitte vor. Weitestgehend wurden Daten für

den gesamten Aktienmarkt gewählt, um zu verhindern, dass die „überlebenden“ Gesellschaften das Bild verfälschen. Das vorliegende Ergebnis liefert ein relativ genaues Bild der deutschen Aktiengeschichte.<sup>5</sup>

Abb. 1 stellt vier sich deutlich unterscheidende Phasen der nominalen Kursentwicklung seit 1870 dar. Sie sind – mit Ausnahme des vom Autor bestimmten „Drehpunktes“ 1960 – durch die deutsche (Wirtschafts-)Geschichte bestimmt. Die Trendberechnungen erfolgten mit der Methode der kleinsten Quadrate.<sup>6</sup>

**Abb. 1: Nominale Performance des deutschen Aktienmarktes 1870-2004**



12/1869=100, Monatsdaten, Dividenden reinvestiert.

Das Ende der 1870 beginnenden *ersten* Phase kann man auf verschiedene Monate festlegen. Gewählt wurde Dezember als ein Jahresende und 1920 als das Jahr, bevor die Inflation aus dem Ruder lief. Eine kleine Verlängerung des Zeitraumes hätte bei der Trendberechnung wesentlich höhere Ergebnisse als die hier ermittelten 6,8 % p.a. gebracht. Bei einer Verkürzung dieser Phase um 12 Monate errechnet sich ein Trend von 6,7 % p.a.

Die *zweite* der vier Phasen (1920-1948) dauerte gerade 24 Jahre und lässt keinen Interpretationsraum für Anfang oder Ende. Sie umfasst die gesamte Gültigkeit der Reichsmark (Dezember 1923/Januar 1924 bis Juni 1948). Auch hier ergab sich ein Trend von 6,8 % p.a.

Nach Einführung der Deutschen Mark hielt die Erholungsphase der Aktien nicht unbegrenzt an. Für diese *dritte* unserer vier Phasen lässt sich der Endpunkt im Nachhinein sehr gut auf Mai 1960 festlegen. Dagegen ist der Anfangspunkt nicht leicht zu bestimmen. So fand während der ersten Monate nach dem Juni 1948 nur ein sehr beschränkter Aktienhandel statt. Dazu trugen auch die noch nicht geklärten Rechtsverhältnisse bei. Aus der Vielzahl der Möglichkeiten wurde Januar 1950 als Beginn dieser dritten Phase gewählt. Der daraus berechnete Trend von 25,4 % p.a. kann nur als außerordentlich gelten. Unter Einbezie-

1 Donner, Otto. „Die Kursbildung am Aktienmarkt.“ *Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung*, Sonderheft 36. 1934.  
 2 Z.B.: Statistisches Bundesamt Wiesbaden. *Index der Aktienkurse – Lange Reihen*. Stuttgart: Kohlhammer Verlag. 1985.  
 3 November/Dezember 1923 und Juni 1948.  
 4 (Papier)mark, Reichsmark, Deutsche Mark (ersetzt durch Euro).

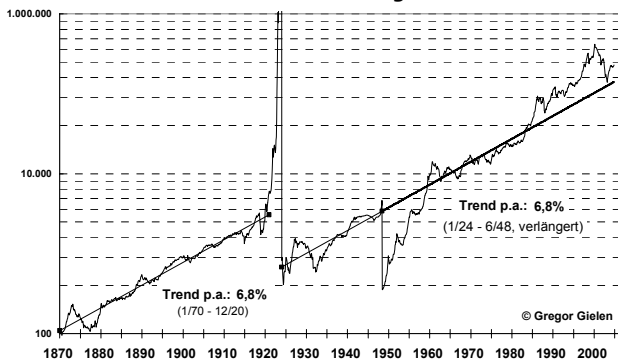
5 Gielen, Gregor. *Können Aktienkurse noch steigen?: Langfristige Trendanalyse des deutschen Aktienmarktes*. Wiesbaden, Gabler Verlag. 1993.  
 6 Eine umfassende Diskussion der Auswirkungen veränderter Start- und Endpunkte übersteigt den Umfang dieser Studie.

hung der ersten Monate der Nachkriegszeit wäre er noch höher ausgefallen. Da es sich hier um die Wiederaufbauzeit Deutschlands handelte, darf ein solcher Wachstumstrend nicht mit dem erreichbaren Ergebnis in Zeiten normaler wirtschaftlicher Entwicklung verwechselt werden.

Nun bleibt noch die vierte Phase und damit der derzeit gültige Trend zu diskutieren. Für die Zeit von 1960 bis 1993 (erste Veröffentlichung) ergibt sich ein Trend von 8,2 % p.a. Inzwischen erlebten wir einen erheblichen Aufschwung und durchlitten einen kräftigen Abschwung. All das berücksichtigt, berechnet sich der Trend von Juli 1960 bis November 2004 auf 9,2 % p.a.

1993 war diese vierte Phase noch relativ jung, und das Ergebnis sollte nicht überbewertet werden. Daher wurde der Tatsache, dass die ersten beiden Phasen das gleiche Trendwachstum aufweisen, wenig Aufmerksamkeit geschenkt. Elf Jahre später, mit einer um 33 % erhöhten Datenmenge und – wahrscheinlich noch bedeutender – nach einer erheblichen Marktkorrektur haben wir die empirische Grundlage für weitere Analysen.

**Abb. 2: Nominale Performance des deutschen Aktienmarktes 1870-2004 (verlängerter Trend)**



12/1869=100, Monatsdaten, Dividenden reinvestiert.

Abb. 2 zeigt die Verlängerung des 6,8 %-igen Wachstumstrends der zweiten Phase (1924-48). Das Tief der letzten Korrektur (3/03) berührt beinahe diese Trendlinie.<sup>7</sup> Daraus lässt sich für den deutschen Aktienmarkt vermuten, dass ein grundlegender Wachstumstrend in der Größenordnung von etwa 6,8 % p.a. existiert.

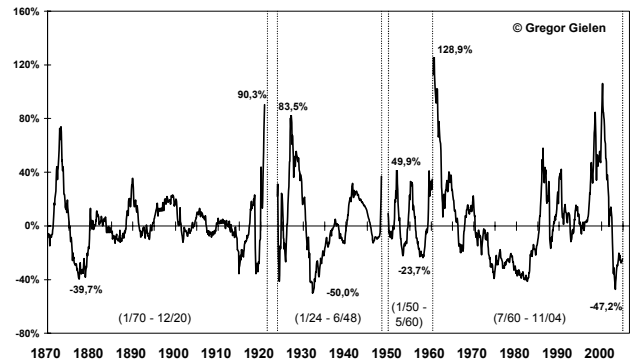
Für die gesamte Periode ab 1924 ergibt sich ein berechneter Trend von über 8 % p.a. Das soll nur als zusätzliche statistische Information dienen. Die außerordentliche Nachkriegsperiode ist dafür verantwortlich.

Die eingezeichnete Wachstumslinie von 6,8 % (Abb. 2) ist nicht mit dem schon beschriebenen Wachstumstrend von 9,2 % anfangs der vierten Phase zu verwechseln. Tatsächlich gibt es noch keinen Grund zur Annahme, dass dieser Trend geendet hat oder seinem Ende nahe wäre. Bei der Analyse der Abweichungen von diesem Trend (Abb. 3, rechte Seite) zeigt sich unverändert seine Bedeutung als Messgröße für langfristige Unter- oder Überbewertungen des Aktienmarktes. Im Juli 1988 gab es die Warnung vor einem beinahe überkauften Markt. Im Februar/März 2000 wurde die langfristig überkaufte Lage unmissverständlich klar. Auf der anderen Seite näherte sich der Aktienmarkt im Oktober 1974 und wiederum von Oktober 1981 bis Januar 1982 einer überverkauften Situation. In den Monaten

7 Die Baisse stoppte gemessen an dem Monatsdurchschnitt 9 % oberhalb der theoretischen Trendlinie. Bezogen auf die 80 Jahre seit 1924 ist das eine Abweichung von 0,1 % p.a.

Juli/August 1982 erreichte der Markt eine sehr hohe negative Abweichung, die erst wieder im Februar/März 2003 unterschritten wurde.

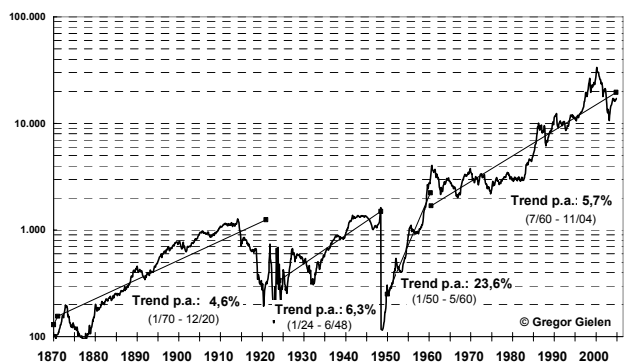
**Abb. 3: Nominale Performance des deutschen Aktienmarktes 1870-2004: Abweichungen vom langfristigen Performancetrend**



Vielleicht dauert es noch einige Jahrzehnte, bis Analysten die Lage des neuzeitlichen Trends von 6,8 % bestätigen können. Er dürfte parallel und oberhalb der verlängerten historischen Linie von 1924-48 verlaufen. Für den langfristigen Anleger, der über die angemessene Aktienquote in seinem Depot entscheiden muss, ist die Kenntnis eines über Jahrzehnte immer wieder aufzufindenden nominalen Wachstumstrends in der Größenordnung von 6,5 bis 7 % p.a. entscheidend.

Bei der realen Entwicklung des deutschen Aktienmarktes lassen sich keine vergleichbaren Ergebnisse finden. Zwar zeigen sich auch hier vier klar unterscheidbare Phasen (Abb. 4). In der inflationsbereinigten Betrachtung verschwinden die exorbitanten Ausschläge. Tatsächlich erlitten die Investoren im Gegensatz zu mancher Vermutung über lange Kriegs- und Inflationszeiten (z.B. 1914-24) real betrachtet Verluste. Aus den Trendberechnungen ergibt sich keine einheitliche reale Wachstumsrate, auch wenn man Anfangs- und/oder Endpunkte verändert. Zusammengefasst lässt sich für den realen Wachstumstrend ein Wert von mindestens 4,6 % p.a. annehmen.

**Abb. 4: Reale Performance des deutschen Aktienmarktes 1870-2004**



12/1869=100, Monatsdaten, Dividenden reinvestiert

Die sehr langfristigen empirischen Ergebnisse sprechen für eine vergleichsweise hohe Aktienquote. Deutsche institutionelle Anleger, die Vermögen langfristig sichern und mehr wollen, sollten dies bei ihren Entscheidungen berücksichtigen.

Frankfurt, im Dezember 2004  
Gregor Gielen