

Deutschland



Deutschland ist eine soziale Marktwirtschaft und die bevölkerungsreichste Nation in Europa. Das Land verfügt über eine qualifizierte und vermögende (wenn auch alternde) Erwerbsbevölkerung. Es ist ein beliebtes Ziel für Migranten.

In der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts verloren deutsche Aktien während des Ersten Weltkriegs zwei Drittel ihres Wertes und in den Jahren 1922 und 1923 erreichte die Inflation einen Höchststand von 209 Milliarden Prozent. Im Zweiten Weltkrieg und in der unmittelbaren Folgezeit fielen die Aktien real um 88 %, während Anleihen 91 % einbüßten.

Nach dem Zweiten Weltkrieg vollzog sich ein tiefgreifender Wandel. In der Frühphase des «Wirtschaftswunders» legten deutsche Aktien zwischen 1949 und 1959 real um 4,373 % zu und Deutschland erhielt schnell den Beinamen «Lokomotive Europas». Unterdessen wurde das Land für seine fiskal- und geldpolitische Umsicht bekannt. Ab 1949 und bis heute kann es die weltweit zweitniedrigste Inflationsrate und die

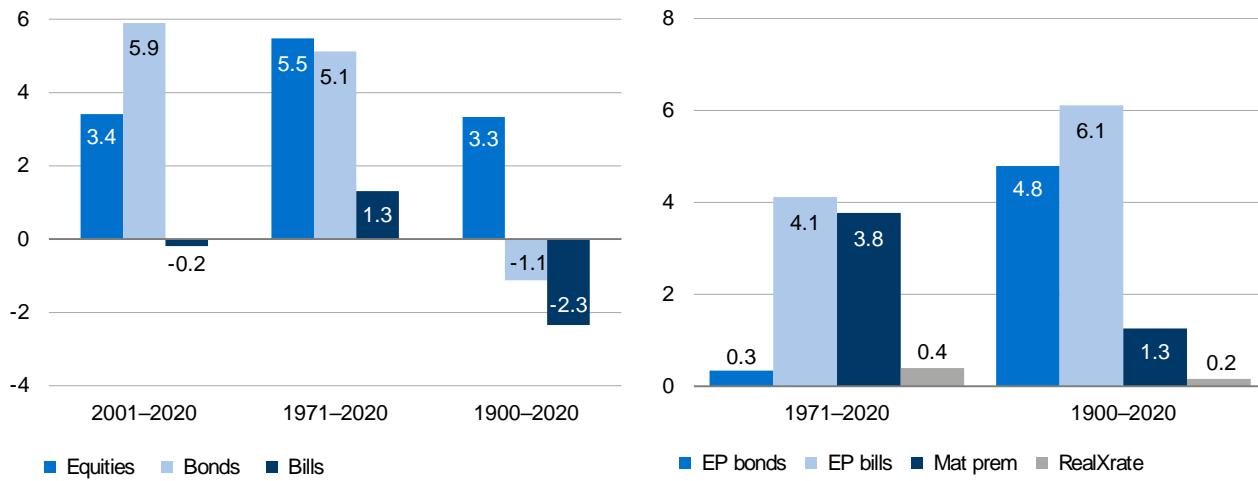
stärkste Währung (heute den Euro) sowie einen besonders starken Anleihenmarkt vorweisen.

Heute ist Deutschland die größte Volkswirtschaft Europas. Der einstige Exportweltmeister wurde inzwischen von China abgelöst. Sein Aktienmarkt, der bis auf das Jahr 1685 zurückgeht, belegt gemessen an seiner Größe weltweit den siebten Platz, sein Anleihenmarkt ist der sechstgrößte weltweit.

Der deutsche Aktienmarkt bleibt weiterhin auf die Fertigungswirtschaft ausgerichtet, mit Gewichtungen im Index FTSE World Germany von 19 % im Konsumgütersektor, 15 % in der Industrie und 9 % im Grundstoffsektor. Finanzwerte machen weitere 20 % des Index aus. Die größten Werte sind SAP, SIEMENS, Allianz, BASF und Adidas. Auch kleine und mittlere Unternehmen sind von Bedeutung.

In der nachfolgenden Statistik sind die Hochinflationsjahre 1922 und 1923 für alle Serien ausgelassen, mit Ausnahme der realen Aktienrenditen und des realen Wechselkurses.

Annualisierte Realrenditen und Risikoprämien (in %) in Deutschland, 1900–2020



Hinweis: Bei den drei Anlageklassen handelt es sich um Aktien, langfristige Staatsanleihen und Schatzwechsel. Alle Renditen umfassen thesaurierte Erträge. Sie sind inflationsbereinigt und als geometrische Mittelwerte angegeben.

Hinweis: «EP-Anleihen» und «EP-Wechsel» drücken hier die Aktienprämie (Equity Premium) im Vergleich zu Anleihen und Wechseln aus, mit «Mat Prem» ist die Laufzeitprämie (Maturity Premium) für Anleihen im Vergleich zu Wechseln gemeint, und «RealXRate» steht für die inflationsbereinigte Veränderung des Wechselkurses (Exchange Rate) gegenüber dem US-Dollar.

Datenquellen

Für den Zeitraum 1900 bis 1953 stützen wir uns auf Daten von Gielen (1994) und Bittlingmayer (1998) sowie die Rekonstruktion des DAX 30 von Ronge (2002), wobei Ronge für die Phase von August 1914 bis Oktober 1918 den Over-the-Counter-Index von Gielen verwendet. Für die Jahre 1954 bis 1997 wurden die Daten dem Datensatz von Stehle und Schmidt (2015) entnommen, der einige Korrekturen im Vergleich zum früheren Werk von Stehle (1997) enthält. Wir verwenden Renditen ohne Steueranrechnung, da letztere nur lokalen Anlegern zur Verfügung stand (Stehle schätzt, dass die Anrechnung einen Aufschlag von durchschnittlich 1,4 % pro Jahr auf Aktienrenditen für den Zeitraum von 1977 bis 2000 ausmachte). Ab dem Jahr 1998, als der CDAX die vollständige Abdeckung des deutschen Marktes erreichte, wechseln wir zum CDAX. Wir bedanken uns bei Gregor Gielen und Ulrich Ronge für die uns bereitgestellten Daten zur Marktkapitalisierung in Deutschland.

Für den Zeitraum 1900 bis 1923 basieren die Renditen deutscher Anleihen auf dem Kurs von 3 % für ewige Anleihen, die in der Hochinflationsphase der Jahre 1922 und 1923 im Wesentlichen ihren gesamten Wert verloren. Für die Jahre 1924 bis 1935 basiert der Anleihenindex auf Hypothekenanleihen und für die Jahre 1936 bis 1951 basiert er auf einem Umrechnungskurs von 4,5 % bis 1943, 4,5 % in der Westzone für die Jahre 1946 und 1947 und 5 % für steuerfreie Anleihen ab 1948. Wir haben den Teilausfall berücksichtigt, der

mit der Umstellung von der Reichsmark auf die Deutsche Mark im Jahr 1948 einherging. Für die Jahre 1968 bis 1985 stammen die Daten aus dem REX Performance Index. Für den Zeitraum von 1986 bis 1994 verwenden wir den JP Morgan Index deutscher Staatsanleihen mit einer Laufzeit von mindestens sieben Jahren und wechseln ab 1995, sobald Daten vorlagen, zum FTSE Germany Index deutscher Staatsanleihen mit einer Laufzeit von mindestens zehn Jahren.

Für kurzfristige Zinssätze wurde bis 1945 auf Diskontsätze auf Privatwechsel zurückgegriffen. Für die Jahre 1946 bis 1950 legen wir einen Satz von 2 % (auch wenn die Umstellung von der Reichsmark auf die Deutsche Mark im Jahr 1948 einen Verlust von 90 % des Nennwerts zur Folge hatte) und für die Jahre 1951 bis 1953 einen Satz von 3 % zugrunde. Ab 1954 verwenden wir Schatzwechsel.

Die Inflation stammt von Gielen (1994), unter Anwendung der Daten zum Verbraucherpreisniveau des Kaiserlichen Statistischen Amtes (Bittlingmayer, 1998). Die Inflationsrate für die Jahre 1922 und 1923 wurde aus dem Wechselkurs gegenüber dem Dollar abgeleitet. Ab 1993 verwenden wir den Verbraucherpreisindex des Statistischen Bundesamtes.

Wir lassen die Hochinflationsjahre 1922 und 1923 für alle Serien unberücksichtigt, mit Ausnahme der realen Aktienrenditen und des realen Wechselkurses.

Renditen der deutschen Anlageklassen 1900–2020 (Jahre 1922 und 1923: nur für die realen Aktien- und Wechselkursserien)

Rendite	Anlage	Mittlere Renditen in % p. a.					Jahresrenditen in %				Zehnjahresrenditen in % p. a.				Position im laufenden Jahr
		GM	AM	SE	SD	SC	Tiefstwert	Höchstwert	Tiefstwert	Höchstwert					
Nominal	Aktien	8.3	13.2	3.0	33.1	-0.07	-88.4	1948	137.8	1926	-14.9	1948	40.1	1960	74
	Anleihen	3.3	5.3	1.2	13.5	-0.05	-93.7	1948	54.8	1921	-21.6	1957	10.7	2000	37
	Wechsel	2.0	3.4	0.9	9.3	0.10	-89.8	1948	32.0	1924	-19.0	1949	9.0	1933	115
	Inflation	4.5	5.3	1.3	14.6	0.72	-9.5	1932	93.0	1920	-2.1	1938	39.2	1921	108
Real	Aktien	3.3	8.1	2.8	31.2	-0.13	-90.8	1948	154.6	1949	-19.3	1948	38.0	1958	64
	Anleihen	-1.1	1.4	1.4	15.6	0.14	-95.0	1948	62.5	1932	-25.1	1948	10.5	1933	28
	Wechsel	-2.3	-0.5	1.2	12.9	0.31	-91.9	1948	38.8	1924	-28.2	1923	10.8	1933	86
	Wechselkurs	0.2	12.9	11.2	122.9	0.13	-75.0	1945	1298.1	1948	-30.1	1947	50.6	1957	29
Prämien	Aktien vs. Wechsel	6.1	9.7	2.8	31.0	0.05	-44.7	2008	131.4	1949	-13.4	1931	35.5	1960	63
	Aktien vs. Anleihen	4.8	8.1	2.6	28.2	0.06	-51.5	2008	116.6	1949	-10.2	1933	35.6	1957	81
	Aktien vs. Wechsel	1.3	1.7	1.0	10.5	-0.05	-38.6	1948	48.3	1921	-7.4	1915	7.6	2017	18

GM = geometrisches Mittel (Geometric Mean); AM = arithmetisches Mittel (Arithmetic Mean); SE = Standardfehler des Mittelwerts (Standard Error of Mean); SD = Standardabweichung (Standard Deviation); SC = serielle Korrelation (Serial Correlation); Zehnjahresrenditen zum Ende eines bestimmten Jahres.

Quellen: Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton, Triumph of the Optimists, Princeton University Press, 2002, und Global Investment Returns Yearbook, Credit Suisse, 2021. Die Vervielfältigung ist ohne die ausdrückliche schriftliche Genehmigung der Verfasser nicht gestattet.

General disclaimer/Important Information

Risk factors

The price and value of investments mentioned and any income that might accrue may fluctuate and may fall or rise. Any reference to past performance is not a guide to the future.

Bonds are subject to market, issuer, liquidity, interest rate, and currency risks. The price of a bond can fall during its term, in particular due to a lack of demand, rising interest rates or a decline in the issuer's creditworthiness. Holders of a bond can lose some or all of their investment, for example if the issuer goes bankrupt.

Emerging market investments usually result in higher risks such as political, economic, credit, exchange rate, market liquidity, legal, settlement, market, shareholder and creditor risks. Emerging markets are located in countries that possess one or more of the following characteristics: a certain degree of political instability, relatively unpredictable financial markets and economic growth patterns, a financial market that is still at the development stage or a weak economy. Some of the main risks are political risks, economic risks, credit risks, currency risks and market risks. Investments in foreign currencies are subject to exchange rate fluctuations.

Foreign currency prices can fluctuate considerably, particularly due to macroeconomic and market trends. Thus, such involve e.g., the risk that the foreign currency might lose value against the investor's reference currency.

Equity securities are subject to a volatility risk that depends on a variety of factors, including but not limited to the company's financial health, the general economic situation and interest rate levels. Any pay out of profit (e.g. in the form of a dividend) is dependent on the company and its business performance. Equity securities are also subject to an issuer risk in that a total loss is possible, for example if the issuer goes bankrupt.

Private equity is private equity capital investment in companies that are not traded publicly (i.e., are not listed on a stock exchange). Private equity investments are generally illiquid and are seen as a long-term investment. Private equity investments, including the investment opportunity described herein, may include the following additional risks: (i) loss of all or a substantial portion of the investor's investment, (ii) investment managers may have incentives to make investments that are riskier or more speculative due to performance-based compensation, (iii) lack of liquidity as there may be no secondary market, (iv) volatility of returns, (v) restrictions on transfer, (vi) potential lack of diversification, (vii) high fees and expenses, (viii) little or no requirement to provide periodic pricing and (ix) complex tax structures and delays in distributing important tax information to investors.

Important information

The document constitutes marketing material. It was produced by Credit Suisse AG and/or its affiliates (hereafter "CS") in collaboration with the authors referenced therein. The information and views expressed herein are those of the authors at the time of writing and not necessarily those of CS. They are subject to change at any time without notice and without obligation on CS or the authors to update. This document must not be read as independent investment research. It does not constitute an offer or an invitation by or on behalf of CS to any person to buy or sell any security or banking service and does not release the recipient from exercising his/her own judgement. Nothing in this material constitutes investment, legal, accounting or tax advice, or a representation that any investment or strategy is suitable or appropriate to your individual circumstances, or otherwise constitutes a personal recommendation to the recipient. The information and analysis contained in this document were compiled or arrived at from sources believed to be reliable. It was prepared by CS with the greatest of care and to the best of CS's knowledge and belief, solely for information purposes and for the use by the recipient. CS has not independently verified any of the information provided by the relevant authors and no representation or warranty, express or implied, is made and no responsibility is or will be accepted by CS as to or in relation to the accuracy, reliability or completeness of any such information.

Any questions about topics raised in document should be made directly to your local relationship manager or other advisers. Before entering into any transaction, you should consider the suitability of the transaction to your particular circumstances and independently review (with your professional advisers as necessary) the specific financial risks as well as legal, regulatory, credit, tax and accounting consequences.

A Credit Suisse Group company may have acted upon the information and analysis contained in this document before being made available to clients of CS.

This document may provide the addresses of, or contain hyperlinks to, websites. Except to the extent to which the report refers to website material of CS, CS has not reviewed any such site and takes no responsibility for the content contained therein. Such address or hyperlink (including addresses or hyperlinks to CS's own website material) is provided solely for your convenience and information and the content of any such website does not in any way form part of this document. Accessing such website or following such link through this report or CS's website shall be at your own risk.

If nothing is indicated to the contrary, all figures are unaudited. To the extent this document contains statements about future performance, such statements are forward looking and subject to a number of risks and

uncertainties. Predictions, forecasts, projections and other outcomes described or implied in forward-looking statements may not be achieved. To the extent this document contains statements about past performance, simulations and forecasts are not a reliable indication of future performance.

Additional regional disclaimers

This report is issued and distributed in **European Union (except Germany and United Kingdom (UK))**: by Credit Suisse Securities Sociedad de Valores S.A. Credit Suisse Securities Sociedad de Valores S.A., is authorized and regulated by the Spanish Securities Market Commission in Spain. UK: Credit Suisse (UK) Limited is authorized by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority, is an associated but independent legal entity within Credit Suisse. Germany: Credit Suisse Securities (Europe) Limited Niederlassung Frankfurt am Main regulated by the Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"); **United States of America and Canada**: Credit Suisse Securities (USA) LLC; **Switzerland**: Credit Suisse AG authorized and regulated by the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA); **Brazil**: Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A or its affiliates; **Mexico**: Banco Credit Suisse (México), S.A. (transactions related to the securities mentioned in this report will only be effected in compliance with applicable regulation); **Japan**: by Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Firm, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 66, a member of Japan Securities Dealers Association, The Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association, Type II Financial Instruments Firms Association; **Special Administrative Region of the People's Republic of China (Hong Kong SAR)**: Credit Suisse (Hong Kong) Limited; **Australia**: Credit Suisse Equities (Australia) Limited; **Thailand**: Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, regulated by the Office of the Securities and Exchange Commission, Thailand, having registered address at 990 Abdulrahim Place, 27th Floor, Unit 2701, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok10500, Thailand, Tel. +66 2614 6000; **Malaysia**: Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse AG, Singapore Branch; **India**: Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN no.U67120MH1996PTC104392) regulated by the Securities and Exchange Board of India as Research Analyst (registration no. INH 000001030) and as Stock Broker (registration no. INB230970637; INF230970637; INB010970631; INFO10970631), having registered address at 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India, T- +91-22 6777 3777; **South Korea**: Credit Suisse Securities (Europe) Limited, Seoul Branch; **Republic of China (ROC)**: Credit Suisse AG Taipei Securities Branch; **Indonesia**: PT Credit Suisse Securities Indonesia; **Philippines**: Credit Suisse Securities (Philippines) Inc., and elsewhere in the world by the relevant authorized affiliate of the above.

Additional regional disclaimers

Hong Kong SAR: Credit Suisse (Hong Kong) Limited ("CSHK") is licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong under the laws of Hong Kong, which differ from Australian laws. CSHKL does not hold an Australian financial services license (AFSL) and is exempt

from the requirement to hold an AFSL under the Corporations Act 2001 (the Act) under Class Order 03/1103 published by the ASIC in respect of financial services provided to Australian wholesale clients (within the meaning of section 761G of the Act). **Singapore**: This document has been prepared and issued for distribution in Singapore to institutional investors, accredited investors and expert investors (each as defined under the Financial Advisers Regulations ("FAR")) only. Credit Suisse AG, Singapore Branch may distribute reports produced by its foreign entities or affiliates pursuant to an arrangement under Regulation 32C of the FAR. Singapore recipients should contact Credit Suisse AG, Singapore Branch at +65-6212-2000 for matters arising from, or in connection with, this document. By virtue of your status as an institutional investor, accredited investor, or expert investor, Credit Suisse AG, Singapore Branch is exempted from complying with certain requirements under the Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore (the "FAA"), the FAR and the relevant Notices and Guidelines issued thereunder, in respect of any financial advisory service which Credit Suisse AG, Singapore branch may provide to you. These include exemptions from complying with: Section 25 of the FAA (pursuant to Regulation 33(1) of the FAR); Section 27 of the FAA (pursuant to Regulation 34(1) of the FAR); and Section 36 of the FAA (pursuant to Regulation 35(1) of the FAR). Singapore recipients should contact Credit Suisse AG, Singapore Branch for any matters arising from, or in connection with, this document. **UAE**: This document is being distributed by Credit Suisse AG (DIFC Branch), duly licensed and regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA"). Related financial services or products are only made available to Professional Clients or Market Counterparties, as defined by the DFSA, and are not intended for any other persons. Credit Suisse AG (DIFC Branch) is located on Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, United Arab Emirates. **United Kingdom**: This material is distributed by Credit Suisse (UK) Limited which is authorized by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority for the conduct of investment business in the UK. The registered address of Credit Suisse (UK) Limited is One Cabot Square, London, E14 4QR. **United States of America**: This document is issued and distributed in the United States of America by Credit Suisse Securities (USA) LLC, a member of NYSE, FINRA, SIPC and the NFA, and CSSU accepts responsibility for its contents. Clients should contact analysts and execute transactions through a Credit Suisse subsidiary or affiliate in their home jurisdiction unless governing law permits otherwise.

European Union: This document has been produced by subsidiaries and affiliates of CS operating under its International Wealth Management Division.

This document may not be reproduced either in whole, or in part, without the written permission of the authors and CS. It is expressly not intended for persons who, due to their nationality or place of residence, are not permitted access to such information under local law.