

Das Parkettgespräch

Höhere Risikoprämien

Für Prognosen hat jeder seine eigene favorisierte Methode. Andreas Sauer, verantwortlich für die Anlagestrategie des Fondsanbieters Union Panagora, setzt auf die quantitative Analyse: Er sammelt eine Fülle von Daten und betrachtet deren Entwicklung über längere Zeiträume hinweg. Mit Hilfe statistischer Methoden werden die Einflüsse fundamentaler Faktoren auf die Preisbildung an den Kapitalmärkten untersucht; aus den Ergebnissen der Vergangenheit werden dann Prognosen erstellt. "Wichtig ist dabei, daß Sie sich auf lange Zeiträume stützen, um Zufallseinflüsse auszuschließen und nur ökonomisch plausible Zusammenhänge in ihren Prognosen berücksichtigen", sagt Sauer.

Mit Hilfe solcher langen Zahlenreihen hat sich Sauer der Frage genähert, welche Renditen in den kommenden Jahren zu erwarten sind. "Europäische Aktien haben seit den siebziger Jahren im Zehn-Jahres-Durchschnitt gegenüber Anleihen eine Mehrrendite von rund 3 Prozent eingebracht", sagt Sauer. Doch dieser Befund alleine reicht noch nicht für eine Prognose dieser sogenannten Risikoprämie aus. Deshalb hat Sauer in einem weiteren Schritt untersucht, welche Faktoren für die Wertentwicklung europäischer Aktien in den vergangenen Jahren verantwortlich waren. Er macht vier Renditetreiber aus: Die Dividendenrendite, das reale Gewinnwachstum der Unternehmen, das Wachstum des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) und die Inflation. "Von 1972 bis 2002 erreichten die Dividenden einen Anteil von 37 Prozent an der Wertentwicklung der Aktien", erklärt Sauer. Die Beiträge aus dem realen Gewinnwachstum und dem Wachstum des KGV seien vernachlässigbar gewesen. Der Haupttreiber für die nominalen Wertsteigerungen der Aktien zwischen 1972 und 2002 aber war die Inflation - mehr als 60 Prozent der Wertentwicklung der Aktien resultierten daraus.

"In den vergangenen zehn Jahren allerdings hat der Einfluß der Inflationsrate als Werttreiber bei Aktien deutlich abgenommen", erklärt Sauer. Dafür wurde die Wertentwicklung der Dividendenpapiere immer stärker vom Wachstum des Kurs-Gewinn-Verhältnisses dominiert. "Während der Aktienblase der späten Neunziger sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse und damit deren Einfluß auf die Wertentwicklung dramatisch gestiegen. Das wurde in den vergangenen drei Jahren deutlich korrigiert. Mit fundamentalen Aspekten hat das nicht viel zu tun", meint Sauer. Deswegen dürfe man die Kursverluste seit dem Jahr 2000 gelassener sehen und nicht als langfristigen Trend interpretieren.

Zudem hat auch der Einfluß der Inflation auf die Wertentwicklung der Aktien nachgelassen: Im vergangenen Jahrzehnt waren nur rund 27 Prozent der nominalen Wertsteigerung der Aktien durch Inflation bedingt. Die nominalen Wertsteigerungen fielen damit geringer aus. Doch das beunruhigt Sauer nicht: "Wenn die Inflationsraten so wie derzeit nur noch rund 2 Prozent betragen, dann kann ich keine nominale Rendite von 12 Prozent pro Jahr erwarten. Die reale Wertentwicklung der Aktien wird auch in den kommenden Jahren relativ konstant bleiben", erklärt er.

Und wie hoch wird die reale Wertentwicklung der Aktien in Zukunft sein? Jetzt begibt sich Sauer auf das rutschige Parkett der Prognose. Zu diesem Zweck hat er sich den Zusammenhang zwischen den KGVs und der Inflationsrate angesehen und einen inversen Zusammenhang gefunden: Mit steigender Inflationsrate sinkt die Bewertung der Aktien, gemessen am KGV. Die Erkenntnis aus dieser Übung: "Aktien sind - gemessen an ihrem KGV und an der derzeitigen Inflationsrate - fair bewertet", sagt Sauer. Nimmt man nun den Zielwert der Europäischen Zentralbank für eine Inflationsrate von 2 Prozent als realistisch an, so wäre - gemessen an den Vergangenheitswerten - ein KGV von etwa 22 angemessen. Mit diesen beiden Basiswerten - einer Inflationsrate von 2 Prozent und dem dazugehörigen KGV - lassen sich nun Szenarien entwerfen.

Szenario Nummer eins: Auf die kommenden zehn Jahre beträgt das Wachstum jährlich 2,25 Prozent. Mit einer Inflationsrate von 2 Prozent und dem dazugehörigen KGV von 22 errechnet sich auf Basis der heutigen KGVs ein KGV-Wachstum von jährlich 1,44 Prozent. Unterstellt man nun - am langjährigen Durchschnitt orientiert - eine Dividendenrendite von 2,5 Prozent, so hat man alle vier Bestimmungsfaktoren für die Wertentwicklung der Aktien beisammen. "In diesem Basisszenario

errechnet sich für Aktien eine reale Rendite von rund 6 Prozent", sagt Sauer. In einem optimistischeren Szenario - 1,5 Prozent Inflation und 3 Prozent Dividendenrendite unterstellt - kommt er sogar auf eine reale Rendite von 8 Prozent, im pessimistischeren Szenario - 2,5 Prozent Inflation und 1,25 Prozent Wachstum - sind es knapp 4 Prozent. "Das ist immer noch besser als Renten", rechnet Sauer vor: In seinem Basisszenario errechnet sich für Renten eine reale Rendite von 2 Prozent, im optimistischen Szenario sind es 3, im pessimistischen 1,1 Prozent.

"Natürlich kann da viel passieren, doch bei einer normalen ökonomischen Entwicklung sollten in den kommenden Jahren für Aktienbesitzer Risikoprämien anfallen, die deutlich über dem langjährigen Durchschnitt liegen", lautet Sauer's Fazit. Etwas Unsicherheit bleibe aber immer. So ist das eben mit Prognosen: Sie sind schwierig, vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen.

HANNO BECK

Kastentext:

Andreas Sauer Union Panagora

Alle Rechte vorbehalten. (c) F.A.Z. GmbH, Frankfurt am Main
Zur Verfügung gestellt von www.faz-archiv.de.