

Wie uns die Finanzbranche über ein wichtiges Thema desinformiert



Kein Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrendite



Autor: Gerd Kommer ist im Firmenkundengeschäft einer Bank in London tätig. Er hat in den letzten Jahren mehrere Bücher veröffentlicht, darunter: „Cleveres Banking. Profi-Know-how für Klein- und mittelständische Unternehmen“ (1999), „Souverän investieren mit Indexfonds, Indexzertifikaten und ETFs“ (2002/2007), „Die Buy-and-Hold-Bibel. Was Anleger für langfristigen Erfolg wissen müssen“ (2009). Im September dieses Jahres wird sein neues Buch „Kaufen oder Mieten? Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen“ bei Campus erscheinen. Feedback zu diesem Artikel nimmt er gerne entgegen (kommer@hotmail.co.uk).

Investieren in Schwellenländer ist en vogue. Mit Ausnahme von Gold hat kaum eine Asset-Klasse in den vergangenen Jahren einen vergleichbaren Popularitätszuwachs erlebt wie Emerging Markets-Aktien. Noch Mitte dieses Jahrzehntes galten diese bei Medien und Bankkundenberatern als ein Marktsegment, von dem seriöse Anleger die Finger ließen – eine „Spielwiese für Zocker“. Diese Sichtweise hat sich in jüngst radikal gewandelt. Kaum ein Anlageberater bei Sparkasse, Postbank, MLP oder Deutscher Bank, der in den letzten Monaten seinen Kunden keinen Schwellenländerfonds oder sogar Einzelwerte aus Schwellenländern empfohlen hat. Üblicherweise werden zwei Argumente für die neue Gunst angeführt, die Schwellenländeraktien zuteil wird:

- Die Aktienmärkte von Emerging Markets überstanden die Finanzkrise viel besser als jene der reicheren Industrieländer und erzielten auch in den vergangenen Jahrzehnten höhere Renditen.
- Das Wirtschaftswachstum der Schwellenländer knickte in der ab Mitte 2007 einsetzenden globalen Finanz- und Wirtschaftskrise weit weniger ein als das der

Industrieländer. Und anders als in früheren Wirtschaftskrisen oder Börsenstürzen weisen die meisten Schwellenländer bei wichtigen volkswirtschaftlichen Kennzahlen wie etwa der Staatsverschuldung, dem Haushaltsdefizit und den Devisenreserven günstigere Werte auf als mancher westliche Counterpart. Auch bei den demographischen Verhältnissen – Stichwort „Überalterung“ der Gesellschaften – und dem finanziellen Zustand der sozialen Sicherungssysteme sehen Schwellenländer besser aus.

In der Tat wachsen die Volkswirtschaften der meisten Schwellenländer, einschließlich der vier großen „BRIC“-Staaten, Brasilien, Russland, Indien und China, schneller als die der „satten“ und „verkrusteten“ „alten Welt“. Weil das nach Ansicht von Volkswirten auch in den nächsten Jahren so bleiben wird, wird gemeinhin der Schluss abgeleitet, dass Schwellenländer auch in Zukunft höhere Aktienrenditen aufweisen werden. Es folge, dass wer in Aktien investiert, sich auch und insbesondere in Schwellenländer engagieren sollte – und innerhalb der Schwellenländer wiederum schwerpunktmäßig in jenen mit den attraktivsten

Wachstumsperspektiven. Diese Argumentation entspricht unserer ökonomischen Intuition oder – etwas weniger hochtrabend ausgedrückt – dem gesunden Menschenverstand.

Dennoch ist die überall akzeptierte These, derzufolge hohes nationales Wirtschaftswachstum zu hohen Aktienmarktrenditen führt, falsch. Daran lassen die Untersuchungen dreier renommierter Londoner Wirtschaftsprofessoren keinen Zweifel.

Die historischen Daten

Kommen wir zuerst zu den historischen Daten. Die Ökonomen Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton veröffentlichten Anfang dieses Jahres einige statistische Untersuchungen, deren Ergebnisse sich wie folgt zusammenfassen lassen¹.

■ Für die 18 größten westlichen Industrieländer plus Südafrika ergab sich in den 110 Jahren von 1900 bis 2009² eine negative Korrelation³ von –0,23 zwischen dem inflationsbereinigten (realen) Wachstum der Pro-Kopf-Wirtschaftsleistung und der realen Aktienmarktrendite. Ein Zahlenwert von –0,23 bedeutet, dass nur ein schwacher Zusammenhang zwischen den beiden Datenreihen besteht und dass tendenziell niedrige jährliche Wachstumsraten eher mit hohen jährlichen Aktienmarktrenditen einhergingen und umgekehrt. Das entspricht dem Gegenteil der herrschenden Meinung. Mit anderen Worten, der angeblich positive Zusammenhang zwischen der Zunahme der Wirtschaftskraft und den Aktienmarktrenditen ist eine Fata Morgana.

■ Innerhalb der Gruppe der Schwellenländer (für die die vorhandene Datenhistorie wesentlich kürzer ist) lässt sich

ebenfalls kein positiver Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienmarktrenditen nachweisen. Tabelle 2 illustriert diesen Sachverhalt beispielhaft anhand von neun Ländern, die zu jenen 21 Staaten gehören, die den bekannten MSCI Emerging Markets-Aktienindex ausmachen. Die Korrelation zwischen volkswirtschaftlichem Wachstum und Aktienrenditen lag hier ebenfalls auf der negativen Seite von Null (–2,05).

Die Angaben in Tabelle 2 bestätigen, dass ein hohes Wirtschaftswachstum nur ausnahmsweise mit besonders hohen Aktienrenditen einhergeht – oft ist das Gegenteil der Fall. Greifen wir die drei Länder Ägypten, Mexiko und China heraus: Ägypten wies im Betrachtungszeitraum von 15,5 Jahren eine spektakuläre Aktien-

marktrendite von 19,5 Prozent per annum (pa) und damit Position 1 unter den 21 MSCI EM-Ländern auf, lag aber beim Wirtschaftswachstum nur im Mittelfeld (Position 9). Mexiko lieferte ebenfalls eine beeindruckende Marktrendite von 12,3 Prozent pa, trug aber beim volkswirtschaftlichen Wachstum die rote Laterne. Das von Finanzberatern regelmäßig wegen seines hohen Wirtschaftswachstums als Anlagechance hochgejubelte China, schaffte hingegen nur eine klägliche Marktrendite von 1,7 Prozent pa – das ist weniger als Deutschland (6,9 Prozent pa) – trotz Chinas phänomenalem Wirtschaftswachstum von 10,2 Prozent pa, das zu einem in der Weltgeschichte wohl beispiellosen Wohlstandsanstieg für 20 Prozent der Weltbevölkerung führte.

Tabelle 1
Aktienmärkte im Vergleich: Durchschnittliche Jahresrenditen bis Ende Juni 2010 in Euro (*)

| Die letzten ... | MSCI Germany | MSCI Europe | MSCI USA | MSCI Pacific (****) | MSCI Emerging Markets |
|-------------------------|------------------|------------------|------------------|---------------------|-----------------------|
| 22,5 Jahre (**) | 8,5% | 8,5% | 9,2% | 1,4% | 13,3% |
| 10 Jahre | -1,3% | -1,5% | -4,1% | -2,6% | 7,7% |
| 5 Jahre | 4,6% | 0,7% | -0,8% | 2,2% | 12,9% |
| 1 Jahr | 23,6% | 22,0% | 31,1% | 22,2% | 41,7% |
| Max. DD seit 1988 (***) | -68% (März 2003) | -53% (Feb. 2009) | -60% (Feb. 2009) | -59% (Mai 2003) | -58% (Aug. 1998) |

(*) Die MSCI Länder- oder Regionenindizes repräsentieren die nach Unternehmensgröße „oberen“ 80 Prozent der jeweiligen Aktienmärkte. Nebenwerte sind in diesen Indizes nicht enthalten. Der MSCI Germany, beispielsweise, ist geringfügig „breiter“ als der DAX.
 (***) Seit Beginn des MSCI Emerging Markets-Index (Januar 1988).
 (***) Maximaler Drawdown = maximaler kumulativer Verlust seit Januar 1988 in Euro.
 (****) Japan, Australien, Neuseeland.

Tabelle 2
Vergleich von Aktienmarktrendite und Wirtschaftswachstum ausgewählter Schwellenländer von Januar 1995 bis Juni 2010 (15,5 Jahre)⁴

| | Durchschn. jährl. Aktienmarktrendite (*) | Rang (21 Länder) | Wirtschaftswachstum (**) | Rang (21 Länder) |
|-----------|--|------------------|--------------------------|------------------|
| Ägypten | 19,5% | 1 | 3,4% | 9 |
| Peru | 17,4% | 2 | 3,5% | 8 |
| Kolumbien | 17,0% | 3 | 1,9% | 20 |
| Russland | 15,4% | 4 | 4,0% | 7 |
| Brasilien | 14,4% | 5 | 1,9% | 19 |
| Mexiko | 12,3% | 10 | 1,2% | 21 |
| Indien | 10,1% | 11 | 6,0% | 3 |
| Chile | 8,4% | 12 | 9,7% | 2 |
| China | 1,7% | 18 | 10,2% | 1 |

Quelle: MSCI und IWF, eigene Berechnungen

(*) Geometrische Durchschnittsrendite, nominal, in Euro.
 (**) Reales Wachstum des Bruttoinlandsproduktes pro Kopf in lokaler Währung.

¹ Siehe Credit Suisse Global Investment Yearbook 2010. Die Publikation lässt sich im Internet kostenlos herunterladen.

² Diese 19 Staaten sind diejenigen, für die Aktienmarktrenditen über diesen langen Zeitraum vorliegen. Es existieren etwa 200 Staaten weltweit.

³ Die Korrelation ist ein statistisches Maß für die Parallelentwicklung zweier Zahlenreihen. Vollständige Parallelentwicklung führt zu einer Korrelation von +1, vollkommen unabhängige Entwicklungen zu einer Korrelation von 0 und vollständig gegenläufige Entwicklung zu einer Korrelation von –1.

⁴ Der Zeitraum wurde gewählt, weil erst ab 1995 für alle 21 heute zum MSCI Emerging Market-Index zählenden Länder ununterbrochene Datenreihen vorhanden sind.

Value-Aktien versus Growth-Aktien

Sowohl der englische Begriff Value Stocks als auch die deutsche Übersetzung Substanzwertaktien ist unglücklich gewählt und in gewisser Weise sogar irreführend, denn die Bezeichnungen „Value“ oder „Substanzwert“ implizieren indirekt so etwas wie „von besonders hoher Qualität“, was am Kern der Sache ziemlich vorbeigeht. Value-Aktien zeigen aus der Sicht der Wissenschaft Aktien mit einem höheren „Distress-Faktor“ (stärker ausgeprägten Risikomerkmale) als Growth-Aktien (Wachstumswerte) und sollten daher eher „Distressed Stocks“ heißen. Beispiele für solche Stressfaktoren sind die überwiegend höhere Verschuldung, die niedrigeren Gewinnmargen, die stärkere Konjunkturanfälligkeit oder die schlechteren Wachstumsaussichten von Value-Aktien im Vergleich zu Growth-Aktien. Zur Kompensation für diese Distress-Faktoren müssen Value-Aktien ihren Anlegern höhere erwartete Renditen bieten (genau so wie Value-Unternehmen typischerweise höhere Kreditmargen an ihre Banken zahlen müssen). Diese höheren Aktienrenditen entstehen durch einen niedrigeren Aktienkurs relativ zu gegebenen betriebswirtschaftlichen Gewinnerwartungen. Man spricht von „billigen“ Aktien. Breite Standardwerte-Aktienindizes wie etwa der DAX oder der S&P 500 und die meisten aktiv gemanagten Aktienfonds werden von Growth-Aktien dominiert (mehr zu dieser wichtigen Unterscheidung findet sich in den Investmentbüchern des Autors).

Grössere Zeiträume

Dieses Bild ändert sich nicht grundsätzlich, wenn man einen längeren Zeitraum wählt als ich es hier getan habe. Dimson, Marsh, Staunton zeigen ähnliche Daten für das Zeitfenster 1985 bis 2009 (25 Jahre), müssen aber wegen der längeren Periode jene Länder aus dem heutigen MSCI EM-Index unberücksichtigt lassen, für die vor 1995 keine Aktienmarktdaten vorliegen. Auch eine Berechnung der Aktienrenditen in inflationsbereinigter lokaler Währung führt zum gleichen Ergebnis.

Es gibt keinen systematischen Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienmarktrenditen. Wenn überhaupt ist dieser Zusammenhang leicht negativ („invers“). Es stellt sich die Frage, warum das so ist.

Faktor Risiko

Die wichtigste Ursache: Die Rendite eines nationalen Aktienmarktes wird – genauso wie das bei einer einzelnen Aktie der Fall ist – nicht von dem Wachstumsaussichten der Volkswirtschaft (beziehungsweise dem Gewinnwachstum des Unternehmens auf der Ebene einer Einzelaktie) bestimmt, sondern von dem Risiko (Ungewissheit), dem diese Erwartungen unterliegen. Für Länder, bei denen dieses Risiko aus der Sicht des Marktes größer ist, wird daher eine höhere Aktienrendite resultieren, und umgekehrt. Aus derselben Logik heraus haben so genannte Value-Aktien (siehe Kästen) langfristig höhere Renditen als die „glamouröseren“ Growth-Aktien, obwohl die Wachstumsaussichten von Value-Aktien überwiegend schlechter sind. Schwellenländer- und Industrieländeraktienmärkte verhalten sich in gewisser Weise wie Value- und Growth-Aktien zueinander. Schwellenländer weisen langfristig höhere Aktienrenditen auf, weil sie risikoreicher sind, nicht wegen ihrer volkswirtschaftlich besseren Aussichten – eine für Privatanleger in ihrer Tragweite kaum zu unterschätzende Einsicht. Diese Einsicht lässt sich ganz einfach so zuspitzen: Wertpapierrenditen kommen von Risiko, nicht von hohen Gewinnen oder starkem Wachstum wie üblicherweise angenommen wird.

Überbewertet: Gewinnwachstum

Es existieren noch andere Gründe für die Null- oder leicht negative Korrelation zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienmarktrendite in Industrie- und Schwellenländern. Ökonomisches Wachstum drückt sich nur zu einem kleinen Teil im Gewinnwachstum derjenigen Unternehmen aus, die zu einem bestimmten Zeitpunkt bereits existieren und börsennotiert sind. Ein vermutlich

größerer Teil des Wachstums kommt neu emittierten Aktien, neu gegründeten börsennotierten Unternehmen oder der Mehrheit der Unternehmen, die überhaupt nicht gelistet sind, zugute. Dieser Teil des Wirtschaftswachstums kann also nicht zu höheren Aktienrenditen eines vorher bestehenden Investments beitragen. Man spricht vom Verwässerungseffekt.

Dauerwachstum der Grossunternehmen?

Ein dritter Grund besteht darin, dass oft gerade solche Unternehmen in den Börsen der Schwellenländer die Schwergewichte sind, die nicht nur von der nationalen Wirtschaft, sondern auch von Exporten in die Industrieländer abhängen. Das Wachstum dieser Großunternehmen (die die Markt- und Indexrenditen am stärksten beeinflussen) wird daher zu einem gewissen Grad von den niedrigeren Wachstumsperspektiven in den Industrieländern gedeckelt.

Alles in allem muss man sagen: Die herrschende Meinung, derzufolge Schwellenländeraktien deswegen attraktiv seien, weil ihre Volkswirtschaften im Vergleich zum Westen bessere Wachstumsaussichten haben, ist sachlich falsch und wird durch die empirischen Daten widerlegt.

Wer in Schwellenländeraktien investiert, sollte das aus dem richtigen Grund tun. Dieser Grund kann nur heißen, sich für ein bewusst eingegangenes und verstandenes Risiko angemessen vergüten zu lassen. Wer dagegen aufgrund des von der Finanzbranche und den Medien verbreiteten „Märchens vom hohen Wirtschaftswachstum und seinem Renditeeffekt“ investiert, der läuft Gefahr höhere Risiken als gewünscht einzugehen und die erwarteten Renditen gerade nicht zu erreichen.

Das beträchtliche Kursrisiko von Schwellenländern wird in Zukunft, wie auch in der Vergangenheit, zwangsläufig irgendwann wieder zuschlagen. Aktives Aktienmanagement kann davor typischerweise nicht schützen. Wer dann irritiert und verängstigt „aussteigt“, für den werden die höheren Schwellenländerrenditen eine schöne Illusion bleiben, ihre zeitweilig extremen Verluste jedoch bittere Realität.