

Kongressmesse "Der Neue Finanzberater"

Frankfurt am Main, 17. November 2017

Dr. Gerd Kommer

***Der Zusammenhang zwischen
Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen***

GERD KOMMER
INVEST GMBH

Zwei Fragen, die man als Berater oft hört

- (1) Führt hohes Wirtschaftswachstum zu hohen Aktienrenditen?

Wenn ja, sollte man gezielt in Länder mit besonders hohem historischen oder erwarteten Wirtschaftswachstum investieren?

- (2) Können Aktienrenditen auf lange Sicht höher sein als das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP)?

(1) Führt hohes Wirtschaftswachstum zu hohen Aktienrenditen?

Tages **Anzeiger**

Front Zürich Schweiz International **Wirtschaft** Börse Sport Kultur Reisen Wissen Auto Blogs Panorama Mehr

Unternehmen Konjunktur **Geld** Karriere Recht & Konsum Rechtsfragen Vorbörse Weiterbildung World Economic Forum Bildstrecken

Investieren, wo das Wachstum ist

Die Volkswirtschaften in Asien wachsen schneller als jene Europas und der USA. Dies ist mit ein Grund, weshalb in jedes gestreute Portefeuille auch Asien-Fonds gehören.

Stéphanie Fuchs

19.10.2010

«Asien-Fonds werden bei europäischen Investoren, insbesondere bei institutionellen, immer beliebter», erklärt Adrian Zürcher, Investmentstrategie für Schwellenländer bei der Credit Suisse. Aber auch Privatinvestoren kämen immer häufiger auf den Geschmack asiatischer Fonds. Dass sich diese

Artikel aus der Online-Ausgabe des "Tagesanzeigers" (Zürcher Tageszeitung)

GERD KOMMER
INVEST GMBH

Seite 3

(1) Führt hohes Wirtschaftswachstum zu hohen Aktienrenditen?

- ❑ Für ein gegebenes Land liegt die Korrelation zwischen BIP-Wachstum und Aktienrenditen ("AR") im gleichen Jahr (t_n vs. t_n) oder im Folgejahr (t_n vs. t_{n+1}) bei null oder deutlich unter null, je nach Studie (zeitliche Längsschnittanalyse).
- ❑ Innerhalb einer Gruppe von Ländern ist die Korrelation zwischen BIP-Wachstum und nationaler AR in einem gegebenen kurz- oder langfristigen Zeitraum ist, je nach Studie, nahe null oder unter null (Querschnittsanalyse).

Leichte Abwandlungen und Modifikationen dieser Korrelationsanalysen führen nicht zu systematisch anderen Ergebnissen (z. B. BIP total vs. BIP pro Kopf, Aktienrenditen in USD vs. Lokalwährung, Einführung eines etwas größeren *Time Lags* für AR in der Längsschnittanalyse).

- ➔ **Insgesamt ist Wirtschaftswachstum ein schlechtes Kriterium für geografisch motivierte Investitionsentscheidungen bei Aktien.**
- ➔ **"BIP-Market Timing" (rein/raus aus dem Aktienmarkt in Abhängigkeit von kurz- und mittelfristigen BIP-Prognosen) dürfte schlecht funktionieren. Ebenso schlecht: Gezielt in Länder mit hohem historischen oder erwarteten BIP-Wachstum investieren.**

(1) Führt hohes Wirtschaftswachstum zu hohen Aktienrenditen?

Eine simple Illustration der fehlenden Querschnittskorrelation am Beispiel von vier Ländern:

	China	Peru	Thailand	Deutschland
1997 bis 2016 (20 Jahre)				
BIP-Wachstum p. Kopf, real in USD, p.a.	8,8%	3,8%	3,4%	1,3%
Aktienrendite USD, real, p.a.	-0,6%	10,3%	1,5%	4,2%
2007 bis 2016 (10 Jahre)				
BIP-Wachstum p. Kopf, real in USD, p.a.	8,5%	4,1%	2,7%	1,2%
Aktienrendite USD, real, p.a.	2,1%	7,2%	8,5%	1,3%
1997 bis 2016 (20 Jahre)				
Aktien: Maximaler Drawdown, nominal	-84%	-62%	-86%	-64%

(Aktienrenditen: MSCI Standard Index für das jeweilige Land. Ohne Abzug von Kosten und Steuern. //// Datenquellen: MSCI, Bundesbank, Weltbank)

(1) Führt hohes Wirtschaftswachstum zu hohen Aktienrenditen?

Warum ist der statistischer Zusammenhang zwischen BIP-Wachstum und Aktienrenditen so schwach oder sogar invers?

AR und BIP-Wachstum sind die sprichwörtlichen Äpfel und Birnen:

- ❑ Unternehmensgewinne, die langfr. die AR bestimmen, sind nur *eine* von mehreren BIP-Komponenten.
 - ❑ Die AR im Jahr t_0 ergibt sich aus *Zukunft*serwartungen; BIP-Wachstum im Jahr t_0 sind rückwärtsgerichtete historische Zahlen.
 - ❑ Es werden konzeptionell völlig unterschiedliche Wertströme gemessen: (a) AR: Risikoadequat abgezinste Cash-Flows. (b) BIP-Wachstum: Geldströme nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR).
- ➔ **AR sind in erster Linie *Kompensation für erwartetes Risiko*. Langsam wachsende Länder sind oft risikoreicher als schnell wachsende Länder. Unterschiede bei den AR ergeben sich v.a. aus Unterschieden beim erwarteten Risiko, *nicht* aus Unterschieden bei erwarteten UNs-Gewinnen oder Gewinnwachstumsraten, die hingegen das BIP beeinflussen.**

(1) Führt hohes Wirtschaftswachstum zu hohen Aktienrenditen?

Spezifische Einflussfaktoren, die zur Null-Korrelation zwischen BIP-Wachstum und Aktienrenditen (AR) beitragen, sowohl in der zeitlichen Längsschnittanalyse als auch in der Cross-Country-Analyse

- Börsennotierte Unternehmen sind nur ein Teil aller Unternehmen, die zum BIP-Wachstum beitragen.
- Der Anteil von Unternehmensgewinnen am BIP schwankt langfr. geringfügig. Eine Veränderung beeinflusst AR, nicht aber das BIP.
- Viele börsennotierten Unternehmen importieren und exportieren, d.h. ihre Cash-Flows und Gewinne entstehen länderübergreifend. Der länderübergreifende Aspekt hat jedoch einen viel kleineren Einfluss auf das BIP-Wachstum.
- AR werden kurz-, mittel- und langfristig stark von zyklischen Bewertungsveränderungen beeinflusst (z. B. steigendes oder fallendes Markt-KGV). Diese spielen jedoch beim BIP-Wachstum keine Rolle.
- Länder mit hohem BIP-Wachstum könnten an der Börse overpriced sein (teure Märkte mit daher niedrigen anschließenden AR), Länder mit niedrigem Wachstum, können underpriced sein (billige Märkte mit hohen anschließenden AR). Dies ist der berühmte *Value-Effekt*, der auch auf Einzelaktienbene wirkt und Value-Aktien eine höhere langfr. Rendite gibt.
- Erwartetes hohes BIP-Wachstum ist bereits eingepreist, ist also in den AR lange vor seiner Realisierung enthalten. Der umgekehrte Effekt gilt für erwartetes niedriges Wachstum.
- Ein Teil des BIP-Wachstums kommt aus der Netto-Neuemission von Aktien; das Volumen an Neuemissionen trägt jedoch nicht zu Aktienrenditen bei.
- Möglicherweise sind langfristige AR im Sinne von tatsächlich realisierten Anlegerrenditen aufgrund der Berechnungsmethodik von Wertpapierindizes systematisch overstated (Dichev 2007).

(2) Können Aktienrenditen dauerhaft über dem Wirtschaftswachstum liegen?

(2) Können Aktienrenditen dauerhaft über dem Wirtschaftswachstum liegen?

"Financial assets cannot outperform the economy indefinitely because financial assets would ultimately become the economy itself."

(Straehl/Ibbotson 2017)

- ☐ Eine oft gehörte Aussage – sowohl in den Wirtschaftsmedien als auch in akademischen Aufsätzen.
- ☐ Sie erscheint intuitiv richtig, ist aber dennoch falsch: Empirisch falsch und sachlogisch falsch.

(2) Können Aktienrenditen dauerhaft über dem Wirtschaftswachstum liegen?

Kurzer Exkurs

Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (VGR): Die Komponenten des (globalen) Bruttoinlandsprodukts

Verteilungsrechnung	Entstehungsrechnung	Verwendungsrechnung
– Abschreibungen	Produktionswerte	Private Konsumausgaben
+ Staatlicher Nettokonsum	– Vorleistungen	+ Staatliche Konsumausgaben
+ Löhne & Gehälter	+ Gütersteuern	+ Investitionen
+ Kapitaleinkommen inkl. Gewinne	– Gütersubventionen	+ Δ Vorräte + Netto- Δ an Wertsachen
= Bruttoinlandsprodukt	= Bruttoinlandsprodukt	= Bruttoinlandsprodukt

(Vereinfachte Darstellung. Die ansonsten übliche Komponente "Saldo des Außenbeitrags" (Exporte minus Importe) entfällt bei einer Betrachtung der Weltwirtschaft.)

(2) Können Aktienrenditen dauerhaft über dem Wirtschaftswachstum liegen?

"Financial assets cannot outperform the economy indefinitely because financial assets would ultimately become the economy itself."

Die empirischen Zahlen:

Globales BIP-Wachstum und globale Aktienrenditen von 1900 bis 2015 (116 Jahre)

1900 bis 2015 (116 Jahre)	Welt
BIP-Wachstum pro Kopf, real in USD, p.a.	1,6%
BIP-Wachstum total, real in USD, p.a.	3,0%
Aktienrendite, real in USD, p.a.	5,0%

(Aktienrenditen: Dimson/Marsh/Staunton-Index "World-Equity-Index". Aktienrenditen ohne Abzug von Kosten und Steuern. //// Zahlen kfm. gerundet. //// Datenquellen: Dimson/ Marsh/Staunton 2016 , www.ourworldindata.org [Max Roser])

Können Aktienrenditen dauerhaft über dem Wirtschaftswachstum liegen?

Vergleich BIP-Wachstum und Aktienrenditen global und für Deutschland 1971 bis 2016 (46 Jahre)

1971 bis 2016 (46 Jahre)	Welt	Deutschland
BIP-Wachstum pro Kopf, real in USD, p.a.	1,5%	1,9%
BIP-Wachstum total, real in USD, p.a.	3,1%	2,0%
Aktienrendite, real in USD, p.a.	5,5%	6,2%

(Aktienrenditen: MSCI Germany Standard, MSCI World Standard. Aktienrenditen ohne Abzug von Kosten und Steuern. //// Datenquellen: MSCI, Bundesbank, Weltbank.)

(2) Können Aktienrenditen dauerhaft über dem Wirtschaftswachstum liegen?

"Financial assets cannot outperform the economy indefinitely because financial assets would ultimately become the economy itself."

Die Ebene der Sachlogik:

- ☐ Die zitierte Aussage wäre nur dann zwingend richtig, wenn 100% der Unternehmensgewinne reinvestiert würden. Das ist aber nicht der Fall.
- ☐ Ein großer Teil der jährlichen Unternehmensgewinne wird in Form von Ausschüttungen entnommen und für Konsum verbraucht.
- ☐ Soweit ausreichend viel EK aus Unternehmen verbraucht wird, können UNs-Gewinne dauerhaft schneller wachsen als die anderen BIP-Komponenten, ohne die implizite Bedingung in der oben zitierten Aussage zu verletzen.
- ☐ Das Wachstum von UNs-Gewinnen bestimmt langfristig Aktienrenditen.

(2) Können Aktienrenditen dauerhaft über dem Wirtschaftswachstum liegen?

Feststellung 1: AR waren global in den letzten ca. 120 Jahren deutlich höher als das globale Wachstum des BIP.

Feststellung 2: Das übliche sachlogische Argument dafür, dass AR auf lange Sicht nicht höher sein können als das BIP-Wachstum, enthält einen Denkfehler.

Was ist die ökonomische Logik dafür, dass Unternehmensgewinne (die schlussendlich AR bestimmen) schneller wachsen als die anderen Komponenten des BIP?

➔ Unternehmensgewinne sind die risikoreichste Komponente des BIPs.
(Rendite ist primär eine Kompensation für erwartetes Risiko.)

(2) Können Aktienrenditen dauerhaft über dem Wirtschaftswachstum liegen?

- ❑ Die drei Hauptkomponenten des BIP (nach der Verteilungsrechnung) sind Teil einer Cash-Flow-Kaskade.
- ❑ Die Komponenten fließen ihren Empfängern **nicht simultan, sondern sequenziell** zu. Die Gewinngröße ist eine Residualgröße, sowohl im einzelnen Unternehmen als auch in der Volkswirtschaft.
- ❑ Die Cash-Flow-Kaskade eines Unternehmens bestimmt den Risikograd des jeweiligen Cash-Flows an die drei Stakeholder eines Unternehmens: Staat, Arbeitnehmer und Unternehmer: **"Je weiter unten, desto höher das Risiko"**.

Stufe		Cash-Flow-Kaskade eines typischen Unternehmens	Cash-Flow-empfangende Stakeholder-Gruppe
1		Umsatz	---
2	↓	– Ausgaben für arbeitnehmerbezogene Sozialversicherungsbeiträge	Staat
3	↓	– Ausgaben für Steuern (Körperschaftsteuer und andere Steuern)	Staat
4	↓	– Ausgaben für Löhne/Gehälter	Arbeitnehmer
5	↓	– Ausgaben für Sachkosten, Schuldendienst, Investitionen	Andere Unternehmer
6		= Gewinn (zur Thesaurierung oder Ausschüttung)	Aktionäre/Gesellschafter

(2) Können Aktienrenditen dauerhaft über dem Wirtschaftswachstum liegen?

- ☐ **Da Unternehmensgewinne die risikoreichste Komponente des BIP sind, sollte es nicht überraschen, wenn sie dauerhaft stärker zunehmen als die anderen BIP-Komponenten.**
- ☐ **AR werden langfristig von UNs-Gewinnen bestimmt.**

Fazit

(1) Führt hohes Wirtschaftswachstum zu hohen Aktienrenditen?

Zwar existiert ein Zusammenhang zwischen BIP-Wachstum und AR aber aus Anlegersicht gibt es keine ausnutzbare ...

- ➔ Längsschnittkorrelation: Market Timing innerhalb eines Landes aufgrund von BIP-Prognosen oder -Erwartungen ist sinnlos oder renditeschädlich.
- ➔ Querschnittskorrelation: "Country-Picking": Über- oder Untergewichtung von Ländern auf der Basis von BIP-Wachstum ist sinnlos oder renditeschädlich.

(2) Können Aktienrenditen auf lange Sicht höher sein als das BIP-Wachstum?

- ➔ Ja, sofern andere BIP-Komponenten als UNs-Gewinne ein niedrigeres Wachstum aufweisen und hinreichend hohe EK-Entnahmen aus Unternehmen stattfinden.
- ➔ Da UNs-Gewinne risikoreicher sind als die anderen Komponenten des BIPs, erscheint ihre höhere historische Rendite (AR) plausibel und auch für die Zukunft wahrscheinlich.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Ich freue mich auf Ihre Fragen.

Appendix

Literaturangaben

- Aliaga-Diaz, Roger / Joseph H. Davis / C. William Dole / Julieann Shanahan (2010): "Investing in emerging markets: Evaluating the allure of rapid economic growth"; Vanguard research; April 2010; Internet-Fundstelle: <https://www.vanguard.com/pdf/icriem.pdf>.
- Bernstein, William (2013): "The Paradox of Wealth and the End of History Illusion"; In: Financial Analysts Journal September/October 2013; Vol. 69; No. 5.
- Cornell, Bradford (2010) "Economic Growth and Equity Investing." In: Financial Analysts Journal; Vol. 66; No. 1; January/February 2010.
- Dichev, Ilia (2007): "What Are Stock Investors' Actual Historical Returns? Evidence from Dollar-Weighted Returns;" In: American Economic Review; Vol. 97; No. 1; 2007.
- Dimensional Fund Advisors/DFA (without author) (2016): "Economic Growth and Equity Returns"; Dimensional Research; www.dfaeurope.com.
- Dimson, Elroy / Paul Marsh / Mike Staunton (2006): "ABN AMRO Global Investment Returns Yearbook 2006;" ABN AMRO; Unveröffentlicht; Amsterdam 2006.
- Dimson, Elroy / Paul Marsh / Mike Staunton (2010): "Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2010"; Internet-Fundstelle: Vielfache Fundstellen.
- Dimson, Elroy / Paul Marsh / Mike Staunton (2012): "Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2012"; Internet-Fundstelle: Vielfache Fundstellen.
- Dimson, Elroy / Paul Marsh / Mike Staunton (2016): "Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016"; Internet-Fundstelle: Vielfache Fundstellen.
- Estrada, Javier (2012): "Blinded by Growth"; In: Journal of Applied Corporate Finance.; Vol. 24; No. 3; Summer 2012.
- Henry, Peter Blair / Kannan, Prakash (2008): "Growth and Returns in Emerging Markets"; Internet-Fundstelle: <http://www.nber.org/chapters/c6985>.
- Ibbotson, Roger / Straehl, Philip (2017): "The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payouts and the Real Economy"; In: Financial Analysts Journal; Vol. 73; No. 3; 2017.
- Klement, Joachim (2015): "What's Growth Got to Do With It? Equity Returns and Economic Growth"; In: The Journal of Investing; Summer 2015, Vol. 24, No. 2.
- MSCI Barra (without autor) (2010): "Is There a Link Between GDP Growth and Equity Returns?" May 2010; Internet-Fundstelle: http://www.msci.com/resources/research/articles/2010/Is_There_a_Link_Between_GDP_Growth_and_Equity_Returns_May_2010.pdf.
- Ritter, Jay: (2012): "Is Economic Growth Good for Investors?" In: Journal of Applied Corporate Finance; 2012; Vol. 24; No. 3; 2012.
- Ritter, Jay: (2005): "Economic growth and equity returns"; In: Pacific-Basin Finance Journal; Vol. 13 (2005).
- Siegel, Jeremy (2014): "Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long Term Investment Strategies." 5th edition; McGraw-Hill; November 2014.

Buchveröffentlichungen von Gerd Kommer



2015 (4. Aufl.)



2015



2016 (2. Aufl.)



2017

Haftungsbegrenzung und Nutzungsrechte

Haftungsbegrenzung

Alle Informationen, Zahlen und Aussagen in diesem Dokument dienen lediglich illustrativen und didaktischen Zwecken.

Dieses Dokument richtet sich an die allgemeine Öffentlichkeit, nicht jedoch an einen einzelnen oder an einzelne Anleger, auch nicht an die Mandanten der Gerd Kommer Invest GmbH im Besonderen.

Unter keinen Umständen sollte dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen als Finanzberatung, Investitionsempfehlung oder Angebot im Sinne des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes verstanden werden.

Ob die Informationen in diesem Dokument korrekt sind, können wir nicht mit Gewissheit sagen, wenngleich wir uns bemüht haben, Fehler zu vermeiden.

Historische Wertsteigerungen und Renditen bieten keinerlei Gewähr für zukünftig ähnliche Werte.

Ein direktes Investment in die hier gezeigten Wertpapierindizes ist nicht möglich. Insbesondere enthält ein solcher Index keine Kosten und Steuern.

Investieren in Bankguthaben, Wertpapiere, Investmentfonds, Immobilien und Rohstoffe bringt hohe Verlustrisiken mit sich, bis hin zum Risiko des Totalverlusts. Es ist möglich, dass die Investmenttechniken, die in diesem Dokument genannt werden, zu beträchtlichen Verlusten führen.

Wir übernehmen keine Haftung für etwaige Schäden, die aus der Verwendung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen resultieren.

Nutzungsrechte

Dieses Dokument als ganzes und der Inhalt dieses Dokumentes ist – mit Ausnahme der unverändert aus anderen Quellen übernommenen Daten und Informationen – das alleinige geistige Eigentum der Gerd Kommer Invest GmbH. Die kommerzielle Verwertung wie auch jede Weitergabe oder Verbreitung dieses Dokumentes oder der in ihm enthaltenen Informationen ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher, einzelfallbezogener Genehmigung der Gerd Kommer Invest GmbH gestattet.

Kurzportrait des Vortragenden

Dr. Gerd Kommer ist Geschäftsführer der *Gerd Kommer Invest GmbH* in München. Das Anfang 2017 gegründete Unternehmen berät vermögende Privatkunden, Stiftungen und kleinere bis mittlere Unternehmen in ihren Finanzangelegenheiten. Kommer leitete bis Ende 2016 die Niederlassung London und den Geschäftsbereich Infrastructure & Asset Finance eines deutschen Asset Management-Unternehmens. Bis dahin war er 24 Jahre im Firmenkundenkreditgeschäft und institutionellen Asset Management verschiedener Banken und Asset Manager in Deutschland, Südafrika und Großbritannien tätig.

Er studierte BWL, Steuerrecht, Germanistik, Politikwissenschaft in Deutschland, USA und Liechtenstein (M.A., MBA, Dr. rer. pol., LL.M.).

Dr. Gerd Kommer
Tel. 089-9200 8411
g.kommer@gerd-kommer-invest.de
www.gerd-kommer-invest.de

GERD KOMMER
INVEST GMBH

