

# Sollten Anleger Wachstumsmärkte bevorzugen?

## Die Legende vom Zusammenhang zwischen Wachstum und Aktienrendite

Text: Gerd Kommer



Die Analyse von BIP-Daten, um höhere Aktienrenditen zu erzielen, lohnt sich nicht.

**D**ie herrschende Meinung über die Beziehung zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen lautet: (a) Steigendes Wachstum in einem Land geht mit tendenziell steigenden Aktienrenditen einher. Bei verlangsamtem Wachstum verhält es sich genau umgekehrt.

(b) Im Ländervergleich weisen Staaten mit hohem Wirtschaftswachstum überdurchschnittliche Aktienrenditen auf und umgekehrt.

Diese beiden Annahmen erscheinen so selbstverständlich, dass sie selten hinterfragt werden. Und für beide finden sich viele Belege in den Medien und im Marketing von Finanzdienstleistern. Dafür sollen diese beiden Beispiele genügen:

„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.“ („Zürcher Tagesanzeiger“ vom 19. Oktober 2017)

„Nahezu alle Frühindikatoren in der Eurozone befinden sich im Aufwärtstrend. [...] Ab 50 Zählern signalisiert der Einkaufsmanagerindex Wirtschaftswachstum. Der aktuelle Wert liegt nicht nur deutlich über dieser Expansionsschwelle, sondern stellt außerdem die höchste Ausprägung seit April 2011 dar. Aus Investorensicht sprechen damit starke Argumente für Anlagen im Euroraum.“

Dies gilt in erster Linie für die Aktienmärkte.“ (Aus einem Marktkommentar der Fondsgesellschaft Union Investment vom 18. April 2017)

### Fakten laufen der Intuition zuwider

Die in beiden Zitaten unterstellte positive Korrelation zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen mag zwar unserer Intuition und dem gesunden Menschenverstand entsprechen. Dennoch existiert sie nicht. Dies haben zahlreiche wissenschaftliche Studien in den vergangenen Jahrzehnten zweifelsfrei belegt. Eine Auswahl dieser Studien ist unter dem Internetlink [www.derneuefinanzberater.de/Literaturliste-Kommer.pdf](http://www.derneuefinanzberater.de/Literaturliste-Kommer.pdf) zu finden. Die beiden wichtigsten Ergebnisse der Empirie lassen sich so zusammenfassen:

- Für ein gegebenes Land liegt die Korrelation zwischen BIP-Wachstum und Aktienrenditen im gleichen Jahr und auch im darauf folgenden Jahr je nach Studie bei null oder sogar unter null (Längsschnittanalyse).
- Innerhalb einer Gruppe von Ländern ist die Korrelation zwischen BIP-Wachstum und nationaler Aktienrendite in einem gegebenen kurz- oder langfristigen Zeitraum (ein Jahr oder 20 Jahre) ebenfalls je nach Studie nahe null oder auch negativ (Querschnittsanalyse).

Leichte Veränderungen bei den untersuchten Werten führen nicht zu systematisch anderen Ergebnissen, gleichgültig, ob das Pro-Kopf-BIP, unterschiedliche Währungen für die Aktienrenditen oder ein größerer Zeitabstand zwischen BIP-Jahr und Renditejahr in der Längsschnittanalyse verwendet werden.

Daher lässt sich schlussfolgern, dass bei Aktien das Wirtschaftswachstum ein schlechtes Kriterium für Investitionsentscheidungen ist. Market-Timing auf der Basis von BIP-Prognosen, also „rein und raus“ aus dem Aktienmarkt je nach kurz- und mittelfristigen BIP-Prognosen, produziert in Summe mehr Schaden als Nutzen. Ganz abgesehen davon, dass BIP-Prognosen notorisch unzuverlässig sind.

Ebenso unvorteilhaft ist es, gezielt in Länder mit hohem historischen oder erwarteten BIP-Wachstum zu investieren. Die Tabelle unten illustriert die – auch ohne statistische Messung – offensichtliche Nullkorrelation zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen während der 20 Jahre von 1997 und 2016.

Das in der Literatur vielfach bestätigte und in der Tabelle erkennbare Fehlen einer positiven Beziehung zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen aus einer länderübergreifenden Perspektive ist so offensichtlich, dass sich eine weitere Erläuterung erübrigt.

Lediglich der Fall China – traditionell ein Darling von Fondsmanagern und -analysten – sei hier hervorgehoben. Chinas Aktienperformance in den hier gezeigten 20 Jahren verdient das Attribut „lausig“, obwohl das Land in diesen beiden Jahrzehnten Weltrekordhalter beim Wirtschaftswachstum war. Dass für den chinesischen Aktienmarkt sehr gute Jahr 2017 ändert an diesen Langfristfakten nicht viel, denn die meisten Schwellenländermärkte, auch Peru und Thailand, rentierten 2017 weit überdurchschnittlich.

Misst man umgekehrt die Korrelation von nationalen Aktienrenditen mit dem Wirtschaftswachstum in zwei darauf folgenden Jahren wird dagegen ein positiver, wenn auch schwacher Zusammenhang sichtbar. Aktienrenditen sind also bestenfalls ein (eher unzuverlässiger) Indikator für das Wirtschaftswachstum im Folge-

jahr oder im Jahr danach. Allerdings ist diese Verbindung vielleicht für einen Wirtschaftspolitiker nutzbar, nicht jedoch für einen Anleger.

**Erklärung für das Nichtvorhandene**

Der Grund für die aus Anlegerperspektive fehlende oder gar negative Korrelation zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen (im selben oder im Folgejahr) ist banal: Aktienrenditen sind zu allererst eine Kompensation für erwartetes Risiko. Weil aber das nationale Aktienmarktrisiko (= das politische Risiko) und das Wachstum zwei verschiedene Paar Stiefel sind, sollte das Fehlen einer statistischen Beziehung nicht überraschen. Anders formuliert: Aktienmärkte von Ländern mit niedrigem Wachstum können risikoreicher und damit ertragreicher sein als Aktienmärkte schnell wachsender Länder und umgekehrt.

Generell resultieren Unterschiede bei Aktienrenditen vor allem aus Unterschieden beim erwarteten Risiko, nicht aus Unterschieden bei erwarteten Unternehmensgewinnen oder erwarteten Gewinnwachstumsraten (diese beeinflussen das BIP).

Natürlich kann man auf der sachlogischen Ebene die fehlende Verbindung zwischen BIP-Wachstum und Aktienrenditen noch granularer analysieren als auf der soeben beschriebenen konzeptionellen Ebene. Die Liste sachlicher Gründe für den Nichtzusammenhang zwischen



Gerd Kommer rät zur Skepsis gegenüber mancher Binsenweisheit.

BIP-Wachstum und Aktienrenditen ist lang; einige wesentliche sind:

- Börsennotierte Unternehmen (also der Aktienmarkt) sind nur ein Teil der Unternehmen, die zum BIP-Wachstum beitragen. Nicht börsennotierte Unternehmen erzeugen in vielen Ländern sogar den größeren Teil der volkswirtschaftlichen Wertschöpfung, etwa in Deutschland.
- Aktienrenditen werden kurz-, mittel- und langfristig stark von zyklischen Bewertungsveränderungen beeinflusst (zum Beispiel ein steigendes oder fallendes Markt-KGV). Solche Bewertungsänderungen spielen jedoch beim BIP-Wachstum keine Rolle.
- Hohes erwartetes BIP-Wachstum ist stets bereits eingepreist, also in den Aktienrenditen vermutlich lange vor seiner Realisierung enthalten. Der umgekehrte Effekt gilt für erwartetes niedriges Wachstum.

Als Anleger und noch mehr als Finanzberater oder Vermögensverwalter sollte man die Legende vom Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen ein und für allemal beerdigen.

Soweit zwischen beiden Größen überhaupt nennenswerte kausale oder statistische Beziehungen existieren, sind sie für einen Anleger nicht ausbeutbar.

Wer dem uralten und immer wieder in den Medien und in der Finanzindustrie verbreiteten Irrglauben einer direkten positiven Relation zwischen den beiden Größen anhängt, dürfte sich und seinen Investments auf lange Sicht Schaden zufügen. ■

**Kein Zusammenhang erkennbar**

(Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen in vier Ländern von 1997 bis 2016 in Prozent)

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

1) MSCI Standard Index für das jeweilige Land. Ohne Abzug von Kosten und Steuern.

Quellen: MSCI, Bundesbank, Weltbank.