



Juni 2020

Unter dem Makroskop: Wenn Wirtschaft und Aktienmärkte auseinanderdriften

Wundern Sie sich manchmal, wenn düstere Wirtschaftsnachrichten von steigenden Aktienkursen begleitet werden? Dann sind Sie nicht allein. Für das Auseinanderklaffen von Aktienmarkt und Wirtschaftsindikatoren gab es in den vergangenen Wochen zahlreiche Beispiele. Doch wie kommt es zu dieser Diskrepanz?

Die Märkte blicken in die Zukunft; aktuelle Preise bilden daher die Erwartungen der Marktteilnehmer in aggregierter Form ab. Dies schließt auch Erwartungen an die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung und mögliche Auswirkungen auf die Cashflows ein, die für den Wert einer Aktie maßgeblich sind. Gehen die Märkte also davon aus, dass das konjunkturelle Umfeld die Cashflows von Unternehmen senken wird, können die Märkte reagieren, lange bevor die Cashflows tatsächlich sinken. Diese Erwartungen sind in den Marktpreisen bereits enthalten. Je nachdem, ob und inwieweit die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung von diesen Antizipationen abweicht, kann es zu Korrekturen am Aktienmarkt kommen. Kommt es weniger schlimm als erwartet, können daher auch schlechte Nachrichten aus der Wirtschaft zu steigenden Aktienkursen führen.

DER BLICK NACH VORN

Dass die Märkte stets in die Zukunft blicken, verdeutlicht zum Beispiel die Beziehung zwischen US-Bruttoinlandsprodukt (BIP) und Aktienrisikoprämien, also der Mehrrendite von Aktien gegenüber einmonatigen US-Staatsanleihen. Vergleicht man die US-Aktienprämien und das Wirtschaftswachstum desselben Jahres (oberes Diagramm, **Abbildung 1**), so ist keine klare Beziehung erkennbar. Zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen desselben Jahres besteht keine hohe Korrelation.

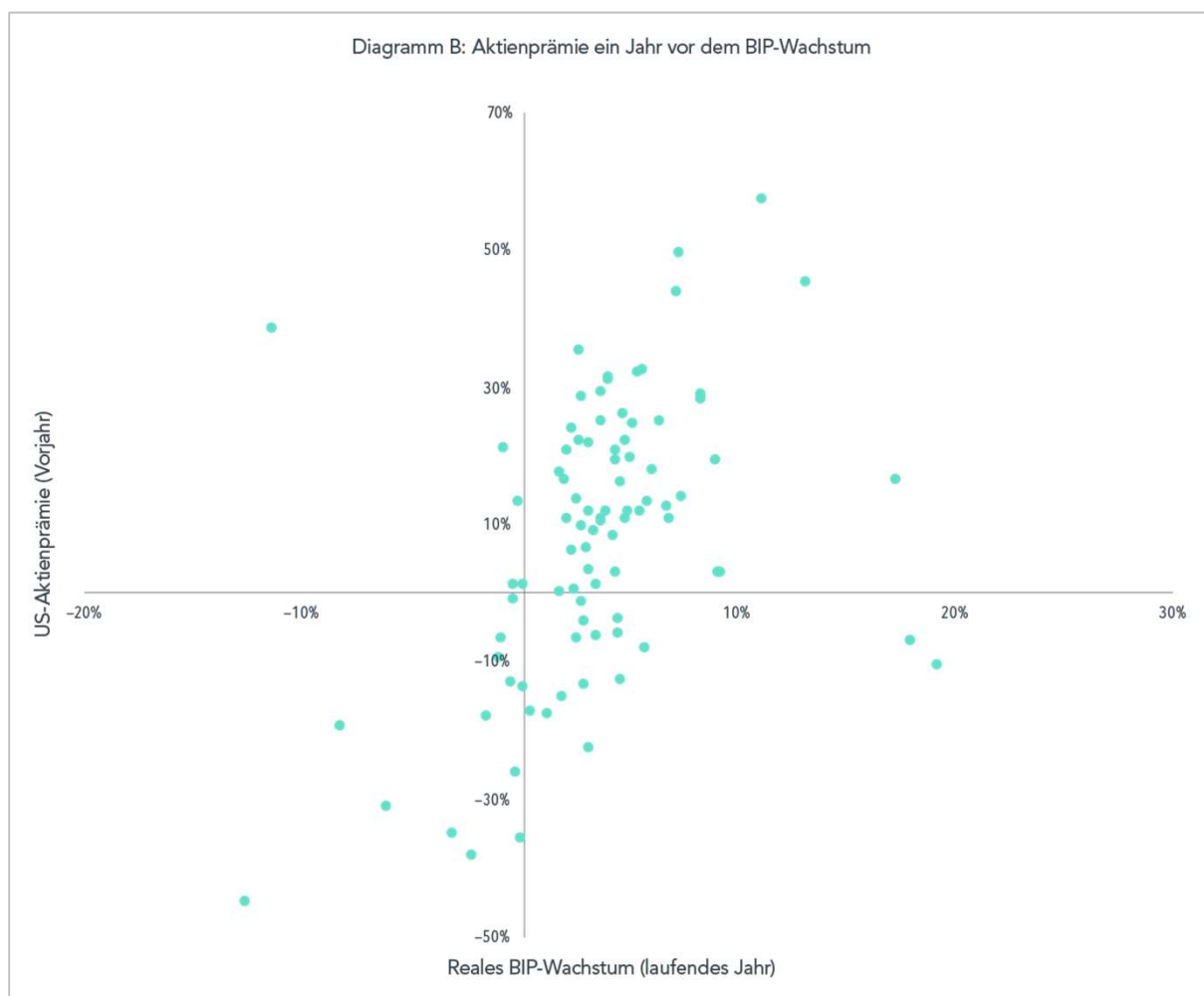
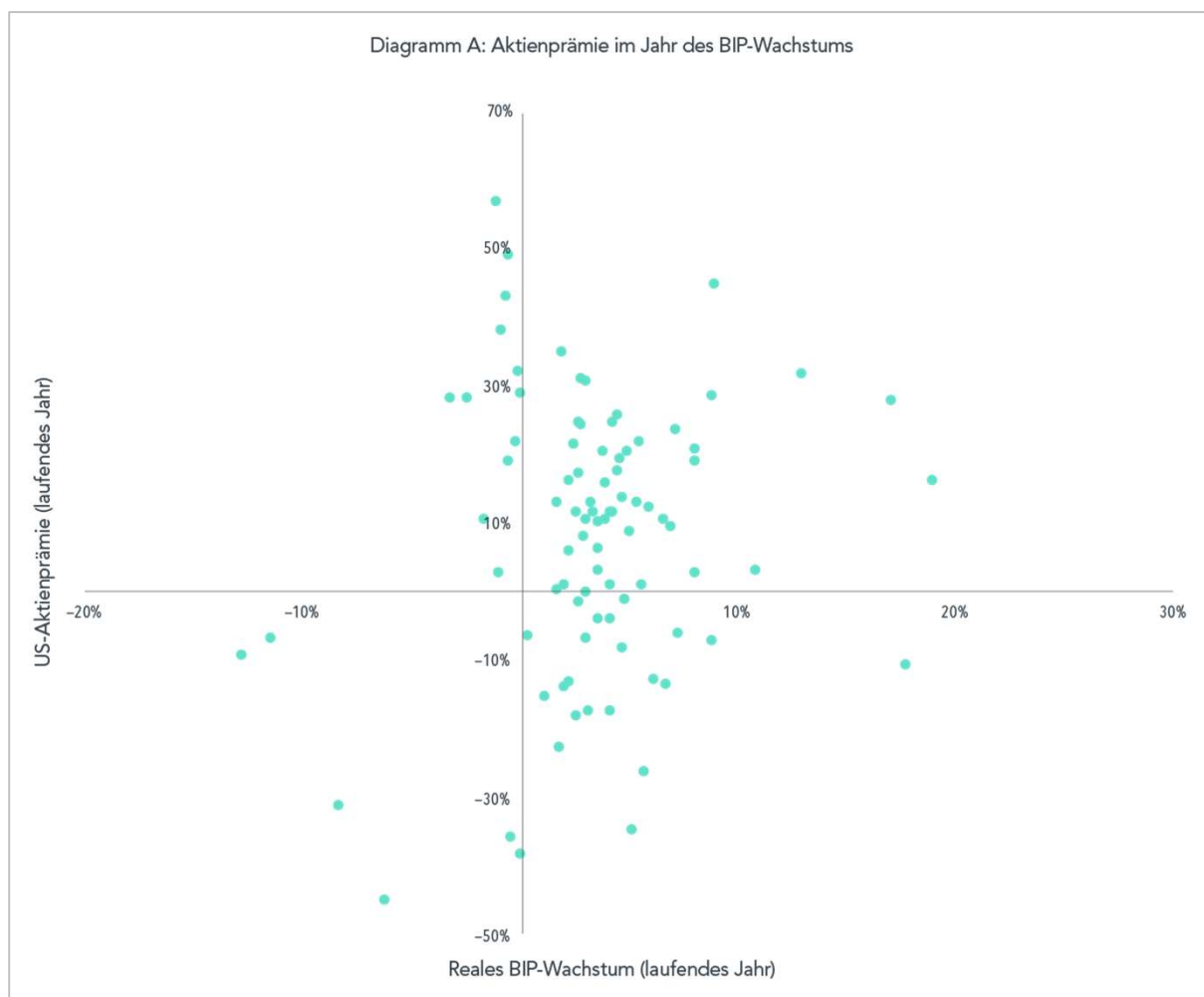
Das bedeutet jedoch nicht, dass die Finanzmärkte Wirtschaftsdaten ignorieren. Schließlich erfasst das BIP zahlreiche wirtschaftliche Kennzahlen und nicht nur Unternehmensgewinne. Es mag daher die für Aktienkurse relevanten Faktoren nur ungenau abbilden. Für die mangelnde Korrelation zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienprämien des gleichen Jahres gibt es jedoch auch andere Gründe, wie eine genauere Analyse zeigt.

Vergleicht man das Wirtschaftswachstum eines Jahres mit den Aktienprämien des Vorjahres (unteres Diagramm, **Abbildung 1**), so erkennt man eine deutliche Korrelation. Der positive Trend in den Daten deutet darauf hin, dass die Marktpreise tatsächlich auf Wachstumsveränderungen reagiert haben. Allerdings haben sie diese vorweggenommen. Dieses Ergebnis bestätigt die Praxis der Märkte, zukünftige Wachstumserwartungen einzupreisen.

Abbildung 1

Langsam entsteht ein Bild

Korrelation zwischen US-Aktienprämien und BIP-Wachstum, 1930–2019



Damit kommen wir zu den Schlagzeilen der Stunde, die manchem Anleger Sorge bereiten. Die Rede ist von den immer größeren Ausgaben der US-Regierung zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie – und ihren möglichen Konsequenzen. Könnte die Finanzlast der Regierung ein solches Ausmaß annehmen, dass irgendwann auch die Aktienrenditen darunter leiden?

Die Ergebnisse in **Abbildung 2** sollten die Sorgen eines Übergreifens der Staatsschulden auf Aktienmarktrenditen beschwichtigen. Wir haben pro Jahr die einzelnen Länder anhand ihrer Schuldenquote aus dem Vorjahr angeordnet (obere Tabelle). Das Ergebnis: Die durchschnittlichen jährlichen Aktienprämien in hoch verschuldeten Ländern liegen etwas über dem Niveau niedrig verschuldeter Länder, und zwar sowohl in Industrie- als auch in Schwellenmärkten. Die kleine t-Statistik der Renditedifferenz – eine Kennzahl für die Genauigkeit einer Schätzung – legt jedoch den Schluss nahe, dass diese Abweichungen der Durchschnittswerte statistisch nicht maßgeblich sind.¹

In der oberen Tabelle haben wir Länder anhand der Schuldenquote aus dem Vorjahr in zwei Gruppen für höher und niedriger verschuldete Länder unterteilt. Allerdings interessieren sich Anleger vielleicht weniger für die frühere Entwicklung der Schulden als für die zukünftige. In der unteren Tabelle von Abbildung 2 haben wir die Länder anhand ihrer Schuldenquote per Ende des aktuellen Jahres sortiert. Dabei gehen wir davon aus, dass sich diese exakt vorhersagen lässt. Auch hier waren die durchschnittlichen Aktienprämien für hoch und niedrig verschuldete Länder ähnlich. Genau wie bei der Wachstumsanalyse deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die Märkte in der Regel die erwartete Entwicklung der Staatsschulden einpreisen.

Abbildung 2

Aktienprämien trotz der Verschuldung

Durchschnittliche Aktienprämie, aufgeschlüsselt nach Staatsschulden

	Entwickelte Märkte (1975–2018)	Schwellenmärkte (1995–2018)
Schulden im Vorjahr/BIP		
Hoch verschuldete Länder	8,14%	10,42%
Niedrig verschuldete Länder	6,57%	8,68%
Differenz	1,57%	1,74%
t-Statistik	0,63	0,49
Schulden im gleichen Jahr/BIP		
Hoch verschuldete Länder	7,94%	8,28%
Niedrig verschuldete Länder	7,06%	9,22%
Differenz	0,88%	–0,94%
t-Statistik	0,41	–0,25

Märkte sind beim Verarbeiten

Wirtschaftliche Kennzahlen und Anlageentscheidungen sind wie tiefgefrorene Truthähne und Fritteusen – man sollte sie nur mit äußerster Vorsicht zusammenführen. Die Märkte erfassen und verarbeiten nicht nur riesige Mengen an Wirtschaftsdaten, sondern auch Erwartungen an die Entwicklung dieser Daten. Die hier abgebildeten Analyseergebnisse sind mit diesem Marktmechanismus vereinbar. Öffentliche Kapitalmärkte preisen die Informationen ein – und werden so vielleicht selbst zum besten Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung.

1 Forscher geben häufig einen t-Statistik-Wert von 2,0 als Schwellenwert für die statistische Zuverlässigkeit an.

GLOSSAR

Wirtschaftsdaten: Daten zur Messung der Wirtschaftsleistung eines Landes, u. a. Beschäftigungs- und Produktionszahlen.

Bruttoinlandsprodukt: Gesamtwert der Güter und Dienstleistungen, die von einem Land innerhalb eines bestimmten Zeitraums produziert werden.

Schuldenquote: Staatsschulden im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt.

Fama/French Total US Market Research Index: Dieser marktkapitalisierungsgewichtete US-Marktindex wird jeden Monat unter Verwendung aller an der NYSE, AMEX und Nasdaq notierten Emissionen mit verfügbaren ausstehenden Aktien und gültigen Preisen für diesen und den vorhergehenden Monat erstellt. American Depositary Receipts sind von der Berechnung ausgeschlossen. Quellen: CRSP für marktkapitalisierungsgewichtete US-Marktrenditen. Rebalancing: monatlich. Dividenden: in das zahlende Unternehmen reinvestiert, bis das Portfolio neu gewichtet ist.

RISIKEN

Kapitalanlagen beinhalten Risiken. Der angelegte Kapitalwert sowie die daraus erzielte Kapitalrendite unterliegen Schwankungen, sodass der Wert der Anteile eines Investors bei Rückgabe über oder unter dem Erwerbskurs liegen kann. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit stellt keine Garantie für zukünftige Entwicklungen dar. Es gibt keine Garantie dafür, dass Strategien erfolgreich sind.