

STANDPUNKT

Kurze Frist – langfristige Perspektive

Wie zuverlässig sind die beliebten Punktprognosen zum Jahreswechsel? Anleger sollten sich besser auf strukturelle Faktoren konzentrieren

Die Adventszeit hat begonnen – wird es 2020 eine weiße Weihnacht? Wie immer darf trefflich darüber gestritten werden, wie zuverlässig Wetterprognosen über einen doch recht langen Zeitraum von drei Wochen sind. An den Finanzmärkten beginnt parallel der Wettbewerb um die beste Punktprognose für Dax und andere Indizes bis zum nächsten Jahresende. Doch leider gilt auch da: Je länger der Zeithorizont, desto weniger wahrscheinlich wird es, eine korrekte Prognose abzugeben. Es gibt jedoch eine Möglichkeit, dieses Problem zu beheben. Dafür gilt es, die Perspektive zu wechseln und sich, losgelöst von kurzfristigen Zyklen, auf die strukturellen Trends der Wirtschaft und der Kapitalmärkte zu konzentrieren. In unseren langfristigen Kapitalmarktschätzungen versuchen wir genau das, indem wir das strukturelle Ertragspotenzial von Aktien und anderen Anlageklassen über einen Zeithorizont von zehn bis 15 Jahren prognostizieren.

Das langfristige Wachstum einer Volkswirtschaft wird durch zwei Faktoren definiert – Demografie und Produktivität. Beide Faktoren sind nur eingeschränkt von aktuell heiß diskutierten Tagesthemen wie US-Wahl oder Handelskonflikt betroffen. Selbst die Pandemie hat bei Wachstumsprognosen nur moderate Spuren hinterlassen. Nach dem Absturz der Weltwirtschaft im ersten Halbjahr um 8,1 Prozent hat sich durch die kräftige Erholung im dritten Quartal der Rückgang des BIP seit Jahresanfang auf nur noch 0,5 Prozent verringert – das Aufholpotenzial der Wirtschaft ist nicht mehr so groß wie noch im Sommer auf dem Tiefpunkt der Wirtschaftsleistung. Warum ist das so wichtig für den Ausblick in der Kapitalanlage? Es hilft, den kräftigen Kursanstieg der Aktien richtig einzuordnen.

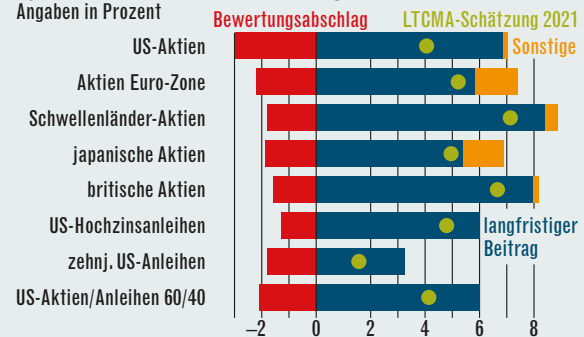
Die inzwischen hohen Bewertungen reduzieren in der Tat die jährlichen Ertragserwartungen von beispielsweise US-Aktien um drei Prozent jährlich, was im historischen Vergleich einem überdurchschnittlich hohen Abschlag entspricht. Aber das ist eben nur die eine Seite der Medaille. Langfristige Aktienrenditen sind neben der Bewertung auch von Gewinnwachstum und Dividenden abhängig – und hier ist die Lage aufgrund des wie oben beschriebenen wenig veränderten Ausblicks für das Wirtschaftswachstum immer noch positiv. In der Summe sollte das strukturelle Wachstum in den nächsten zehn bis 15 Jahren den Malus der hohen Bewertung übertreffen. So trauen wir den US-Aktien weiterhin eine jährliche Rendite von 4,1 Prozent zu, was dennoch signifikant weniger ist als in den Vorjahren. Die Aktienmärkte in Europa, Asien und den Schwellenländern haben aufgrund eines geringeren Bewertungsabschlags und eines größeren Aufholpotenzials der Wirtschaft nach der Pandemie eine im Vergleich höhere Ertragserwartung. Die Anzeichen mehren sich, dass die amerikanische Dekade an den Aktienmärkten sich dem Ende zuneigt.

Tilmann Galler ist globaler Kapitalmarktstrategie bei J.P. Morgan Asset Management in Frankfurt



Zyklische und strukturelle Ertragsfaktoren

Angaben in Prozent



Quellen: Bloomberg, Haver, J.P. Morgan Asset Management, Stand: 30. September 2020

Auf den Anleihenmärkten hat die Pandemie tiefere Spuren hinterlassen. Die Leitzinsen und die Staatsanleihenrenditen sind weltweit auf das tiefste Niveau der Nachkriegszeit gefallen. Die hohen Staatsschulden und die Abwesenheit von Inflation werden die Normalisierung der Zinsen um Jahre verzögern, wodurch sich die langfristigen Renditeaussichten zusätzlich verschlechtern. Wir erwarten für zehnjährige US-Staatsanleihen nur noch eine jährliche Rendite von 1,5 Prozent und für Euro-Staatsanleihen gerade einmal von 0,6 Prozent. Das bedeutet für die nächsten zehn bis 15 Jahre: Selbst wenn die Notenbanken ab 2023 wieder die Zinsen erhöhen werden, wird bei relativ stabilen Inflationserwartungen mit Staatsanleihen kein realer Kapitalerhalt mehr möglich sein.

Für Anleger sind die Aussichten unserer jüngsten langfristigen Kapitalmarktschätzungen sicherlich zwiespältig. Einerseits sind die Renditeerwartungen von Aktien immer noch positiv und deutlich oberhalb der Inflation. Andererseits zeigt sich, dass die Kursentwicklung der letzten zwölf Monate bei Aktien und Renten die Renditeerwartungen weiter gesenkt hat. Ein 60/40-Aktien-Renten-Portfolio in Euro hat für die kommende Dekade gerade einmal die Aussicht auf 2,7 Prozent Rendite pro Jahr im Vergleich zu 3,2 Prozent im Vorjahr und 6,6 Prozent vor zwölf Jahren. Aktives Management und „Alpha“ werden zukünftig also immer wichtiger.