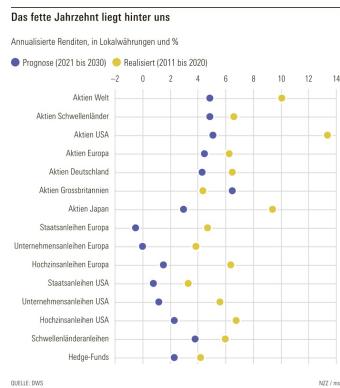


# Die Renditewüste naht

An der Börse sind sehr wahrscheinlich die fetten Jahre vorbei – für Anleger hat das weitreichende Folgen

Michael Schäfer



Anleger sehen sich zurzeit vor der Schwierigkeit, eine für sie passende Strategie zu finden. Valentin Flauraud / Bloomberg

In den vergangenen Tagen hat die Nervosität an den Finanzmärkten spürbar zugenommen. Der starke Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA hat so manchem Anleger die Schweissperlen auf die Stirn getrieben. Eine solche Bewegung führt nämlich nicht nur zu Kursverlusten bei Anleihen, sondern kann in doppelter Hinsicht auch zu einer Belastung für Aktien werden.

Dies, weil eine höhere Anleiherendite einerseits die sicheren Obligationen gegenüber den riskanteren Aktien attraktiver werden lässt. Die Anleger beginnen ab einem gewissen Punkt, ihre Gelder aus den Dividenden- in die Zinspapiere umzuschichten. Andererseits schmälern höhere Zinssätze auch die als fair betrachteten Firmenwerte. Künftige Erträge werden stärker abdiskontiert und fallen aus heutiger Warte weniger ins Gewicht.

Kein Wunder, waren Technologietitel, die oft ein hohes Wachstum aufweisen und deren Gewinne deshalb schwergewichtig in der Zukunft anfallen, besonders von den jüngsten Kursverlusten betroffen. Zwar ist es nicht zu dem Crash gekommen, den der vielbeachtete Anlagestrategie Albert Edwards von der Société Générale für die jüngst eingetretene Konstellation prophezeite. Wie es weitergehen wird, ist aber völlig offen, und die Meinungen dazu scheinen weiter auseinander zu gehen denn je.

Zwar rechnen nur wenige Marktbeobachter mit einem drastischen Einbruch der Börsen, selbst wenn die Zinsen noch ein Stück weiter steigen sollten. Eine Korrektur von 10% erachten dagegen viele angesichts der über viele Jahre gestiegenen Notierungen und der dadurch angeschwollenen Bewertungen für überfällig. Schliesslich ist noch keineswegs klar, wie schnell die globale Wirtschaft die Corona-Krise hinter sich lassen wird.

## Wann endet der Aufwärtstrend?

Zu den Stimmen, die einen Rückschlag in dieser Höhe für möglich halten, zählt Klaus Kaldemorgen. Ein solcher müsse aber nicht das Ende des langjährigen Aufwärtstrends bedeuten, gab der für die DWS tätige Fondsmanager kürzlich in einem Interview mit dem «Handelsblatt» zu Protokoll. Halte der Trend an, dürfe man weiterhin mit zweistelligen Renditen rechnen, angesichts von Durchschnittsrenditen von 10% in den letzten zehn Jahren sowie von 12,5% über fünf und 11% über drei Jahre.

An dieser Stelle sollten Anleger allerdings hellhörig werden. Auch wenn Aktien auf Dauer deutlich höhere Renditen liefern als Staatsanleihen, Geldmarktanlagen oder das beliebte Sparbuch, liegen die genannten zweistelligen Werte markant über dem historischen Durchschnitt. Laut dem am Donnerstag veröffentlichten Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook betrug die annualisierte reale Aktienrendite seit 1900 weltweit 5,2%. Selbst wenn man von den erwähnten (nominalen) Aktienrenditen der vergangenen Jahre eine Inflationsrate von 2% abzieht, fielen sie immer noch weit üppiger aus als der langjährige Durchschnitt. Das hat Folgen, jedoch keine erfreulichen.

Natürlich gibt es an den Finanzmärkten keine Regel, nach der wie in der Bibel auf sieben fette Jahre sieben magere folgen. Von der Logik geht es aber in diese Richtung. Über einen längeren Zeitraum tendieren die jährlichen Renditen zu ihrem historischen Mittelwert zurück. Oder wie es der emeritierte Professor Paul Marsh von der London Business School anlässlich der Präsentation des Yearbook der CS formulierte: «Es gibt auch einen Rückwärtsgang.»

Dabei handelt es sich wie gesagt nicht um einen starren Automatismus. Zweistellige Aktienrenditen, wie sie Kaldemorgen auch in diesem Jahr für denkbar hält, können sich noch ein paar Mal einstellen. Irgendwann wird das Pendel aber in die andere Richtung schlagen, und je länger und stärker die Renditen bis dahin überschissen, umso ausgeprägter wird die Gegenbewegung sein oder umso häufiger werden Aktien über einen gewissen Zeitraum unterdurchschnittliche Renditen abwerfen. Aber genauso wenig wie sich Anleger durch die Gefahr eines unmittelbar bevorstehenden Börsencrashes dazu verleiten lassen sollten, ihr Portfolio allzu weit von der langfristigen Strategie abweichen zu lassen, sollten sie sich auch von der Aussicht auf eine längere Durststrecke nicht dazu bewegen lassen. Dafür gibt es eine kurze und eine längere Erklärung.

Die kurze Begründung lautet, dass es nur wenigen Glücklichen gelingt, sowohl beim Ausstieg als auch beim Wiedereinstieg einen günstigen (geschweige denn den optimalen) Zeitpunkt zu treffen, so dass unter dem Strich ein Vorteil resultiert. Ein besserer Beleg als das vergangene Jahr lässt sich kaum finden.

Der Kursseinbruch erfolgte mit grosser Wucht, so dass kaum Zeit zum Reagieren blieb. Wer sich dann doch zum Verkauf durchgerungen hatte, musste zusehen, wie die Börsen schon wieder in den Erholungsmodus wechselten, obwohl gerade erst klarwurde, dass die globale Wirtschaft in eine tiefe Rezession abgleiten wird.

Die längere Erklärung fußt auf den erwarteten künftigen Renditen von Aktien und anderen Anlageklassen. Sosehr die Renditen von morgen und übermorgen oder der nächsten Woche eine Frage des Zufalls sind und deren korrekte Vorhersage entsprechend mehr mit Glück als mit analytischem Denken zu tun hat – über längere Zeiträume sind Prognosen weit weniger fehlerbehaftet.

Blickt man nun auf die Erwartungen für die kommenden zehn Jahre, so fallen diese deutlich ab im Vergleich zu den Renditen der letzten Dekade. Für globale Aktien prognostizieren die Ökonomen der DWS eine glatte Halbierung der nominalen jährlichen Renditen auf 4,9%. Sollte ihr Kollege Klaus Kaldemorgen richtig liegen mit seiner Hoffnung auf zweistellige Renditen im laufenden Jahr, würde das unweigerlich zu einem zusätzlichen Stützen der Erwartungen in den Folgejahren führen.

Wer mit Dividendenpapieren weiterhin ansehnliche Renditen erzielen will, hat laut den Experten der DWS die besten Chancen bei den Titeln von kleineren Unternehmen. Europäischen Small Caps trauen sie eine durchschnittliche Rendite von gut 6% zu, deren amerikanischen Pendants sogar mehr als 8%. Weniger günstig sieht es für japanische Aktien aus. Hier erwartet die DWS nach einer Phase mit einem überdurchschnittlichen Gewinnwachstum eine Rückkehr zum Mittelwert.

Mit den reduzierten Erwartungen ist die DWS bei weitem nicht allein. Paul Marsh von der London Business School rechnet mit realen Renditen für globale Aktien von 3%, was dem von der DWS errechneten Wert von nominal 4,9% sehr nahe kommt.

Wirklich düster sind die Aussichten bei den Obligationen. Hier müssen Anleger auf Hochzinsanleihen, in Papiere von US-Schuldnern oder solche aus Schwellenländern ausweichen, um wenigstens nominal eine positive Rendite zu erzielen. Unter Berücksichtigung der Teuerungsrate schmelzen diese aber dahin, teilweise geht es sogar in den negativen Bereich. Hinzu kommt das Währungsrisiko, das angesichts des traditionell starken Frankens vorab für Schweizer Anleger relevant ist.

Im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren sind die Aussichten also alles andere als rosig. Daran ändert auch die Chance wenig, dass die Renditen am Schluss nicht ganz so dürfzig ausfallen werden wie erwartet, wobei auch das Gegenteil möglich ist. Unabhängig davon lassen sich wichtige Erkenntnisse für Privatanleger ableiten.

## Kapitalerhaltung wird wichtig

Zum einen muss man sich darauf einstellen, dass die Bedeutung von Aktien als Renditelieferant noch stärker akzentuiert sein wird, als es bereits heute der Fall ist. Angesichts der mageren Erwartungen muss man sich darauf einstellen, dass sich der Aufbau von Vermögen deutlich schwieriger gestalten wird als in der Vergangenheit und dass vermehrt das Ziel in den Vordergrund rücken wird, dieses zu erhalten. Spätestens hier wird klar – und damit endet die längere Erklärung –, dass ein wie auch immer motiviertes Verabschieden aus dem Aktienmarkt das Risiko vergrössert, einen Verlust an Kaufkraft hinnehmen zu müssen.

Zum anderen nimmt mit den Erwartungen dünnerer Renditen die Bedeutung der Kosten nochmals zu. Summieren sich die Gebühren von Banken und Produkten auf bis zu 2% und mehr, bleibt bei einer realen Aktienrendite von 3% kaum etwas übrig. Anleihen werden dann fast ausnahmslos zum sicheren Verlustgeschäft. Und wo noch etwas übrig bleibt, steht die als realistisch erachtete Rendite in einem sehr ungünstigen Verhältnis zum eingegangenen Risiko. Womöglich lässt sich diese Relation durch den konsequenten Einsatz von Einzeltiteln und günstigen börsenkotierten Fonds (ETF) etwas verbessern.