

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Performanceerwartungen: Bei Portfolien mit geringem Aktienanteil drohen den Anlegern Enttäuschungen

Zukunftserwartungen basieren in den wenigsten Fällen aus akkuraten Berechnungen, sondern werden zumeist aus der jüngsten Vergangenheit abgeleitet. Oft sind „adaptive Erwartungen“, bei denen die Prognose anhand des letzten Erfahrungswertes angepasst wird, mangels Kenntnis der Umstände auch die logische und beste Vorgehensweise. Kritisch wird es allerdings dann, wenn sich die Ausgangslage oder der Sachverhalt so stark verändert haben, dass damit eine Fehlprognose fast zwangsläufig wird.

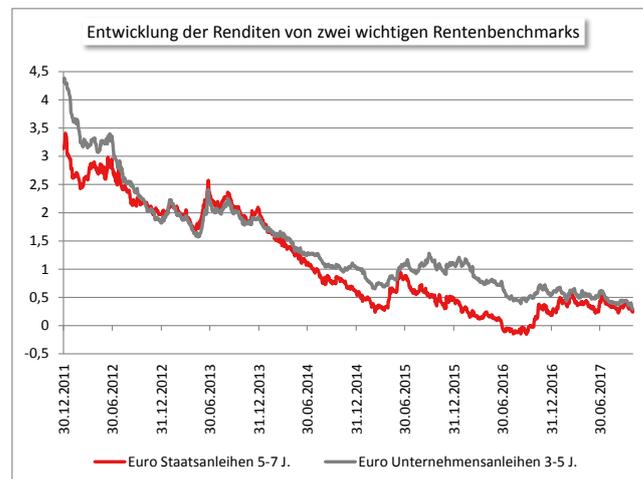
Diese Problematik trifft auch auf die Performanceerwartungen vieler Anleger zu. Wer beispielsweise in den letzten fünf Jahren von 2012 bis 2016 in ein gemischtes Mandat mit 50 Prozent Aktien (zu drei Viertel in europäische Aktien des STOXX 50 Europe und zu einem Viertel in Aktien aus dem US-amerikanischen Index S&P 500) und mit 50 Prozent Anleihen (zur Hälfte in Euro-Staatsanleihen mit fünf bis sieben Jahren Laufzeit und zur Hälfte in Euro-Unternehmensanleihen mit drei bis fünf Jahren Laufzeit) investiert hatte, konnte im Schnitt eine jährliche Performance von 8,9 Prozent vor Kosten erreichen. Auch in diesem Jahr wäre nach zehn Monaten bereits ein annualisierter Ertrag von 7,1 Prozent erzielt worden.

Es erscheint daher folgerichtig, auch für das Jahr 2018 von einer Performance in Höhe von sieben bis neun Prozent auszugehen. Doch lässt sich dieser Wert wirklich wiederholen? Oder ist vielleicht das Potenzial an Kursgewinnen ausgereizt?

Ein wesentlicher Problemfaktor der Annahme stellt die Rentenseite dar. In den letzten Jahren waren zwei Sonderentwicklungen für die insgesamt starke Performance verantwortlich. Zum einen sank das Zinsniveau fast kontinuierlich. Die Renditen von zehnjährigen Bundesanleihen fielen von 1,8 Prozent zu Beginn des Jahres 2012 auf zuletzt 0,4 Prozent. Hätte der Anleger eine zehnjährige Bundesanleihe über die fünf Jahre einfach nur gehalten, so hätte er einen Wertzuwachs von 4 Prozent gehabt – nicht insgesamt, sondern jährlich. Zum anderen sind aber auch die Risikoaufschläge (Spreads) für Anleihen deutlich zurückgegangen. Für Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating ging der Spread in den fünf Jahren bis Ende 2016 von 5,4 Prozentpunkten auf 1,5 Prozentpunkte zurück. Heute liegt er sogar nur noch bei 1 Prozentpunkt. Eine sechsjährige Unternehmensanleihe aus diesem Segment hätte einen Wertzuwachs von rund acht Prozent jährlich erzielt, wovon rund 70 Prozent des Performancebeitrags allein von der Spreadeinengung stammen. Diese Entwicklung kann und wird sich kaum in dem Ausmaß fortsetzen.

Aktuell liegt die sogenannte Fälligkeitsrendite für Euro-Staatsanleihen mit fünf bis sieben Jahren Laufzeit bei 0,25 Prozent und für Euro-Unternehmensanleihen aus dem Investmentgradesegment mit Laufzeiten zwischen drei und fünf Jahren bei 0,3 Prozent. Bei der Fälligkeitsrendite han-

delt es sich um den jährlichen Ertrag, den eine Anleihe beim heutigen Kauf erzielen würde, wenn die Anleihe bis zur Endfälligkeit gehalten wird, dabei der Kurs und der Kupon berücksichtigt sowie eine Rückzahlung zum vollen Nennwert angenommen werden.



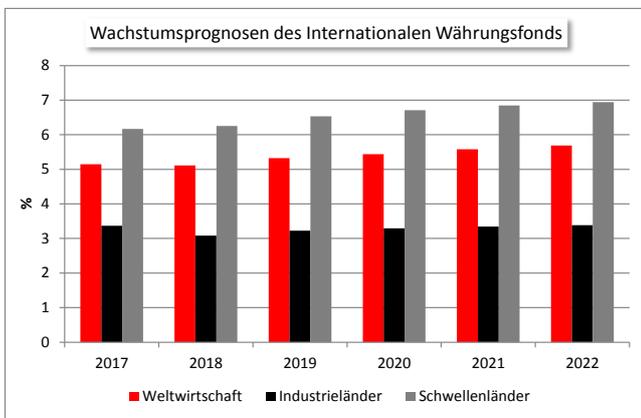
Um aus den Staats- und Unternehmensanleihen eine Jahresperformance von zwei Prozent zu erzielen, müssten die Anleiherenditen auf -0,1 Prozent fallen. Für eine Jahresperformance von fünf Prozent wie in der Vergangenheit müssten sogar -0,7 Prozent Anleiherenditen in beiden Segmenten erreicht werden. Eine Entwicklung, die im Fall des sehr unwahrscheinlichen Eintretens den Ertragsdruck in dem Folgejahr nur noch erhöhen würde.

Plausibel erscheint vor dem Hintergrund der guten konjunkturellen Entwicklung und der steigenden Zinsen in den USA jedoch eher eine graduelle Normalisierung des Zinsniveaus. Schon bei einem Zinsanstieg um 0,1 Prozentpunkt wäre bei konstanten Risikoaufschlägen jedoch das Ertragspolster aus der Fälligkeitsrendite aufgebraucht. Im Fall einer wirtschaftlichen Eintrübung kann ebenso ein Wertverlust entstehen, wenn die Risikoaufschläge stärker ansteigen als das allgemeine Zinsniveau sinkt. Insofern dürfte der Anleger realistisch mit kaum mehr als der Fälligkeitsrendite von 0,3 Prozent als Jahresperformance rechnen – ein im Vergleich zu den Vorjahren sehr dürftiges Ergebnis.

Kann die Aktienseite diese mauen Aussichten kompensieren? Exakte Renditeerwartungen sind bei Aktien schwieriger zu ermitteln, weil die Dividendenrendite kein verlässlicher Indikator ist wie die Fälligkeitsrendite. Stattdessen muss ein Umweg über die Wachstumserwartungen gewählt werden. Dahinter stecken die logischen Annahmen, dass sich die Kurse parallel zu den Gewinnen entwickeln und dass die Gewinne wiederum von den Umsätzen der Unternehmen abhängig sind.

Für die Wachstumserwartungen sind die Schätzungen internationaler Organisationen wie des IWF (Internationale Währungsfonds) ein guter Anhaltspunkt. Intuitiv würde man vielleicht das Wachstum des nominalen Weltbruttoinlandsprodukts (Welt-BIP) auswählen. Dieses liegt bei 5,4 Prozent über die Jahre von 2017 bis 2022. Allerdings

dürfte damit das Potenzial des Umsatzwachstums der Unternehmen überzeichnet werden. Zum einen wird beim IWF das Wachstum nach Kaufkraftparitäten ermittelt. Dieser rechnerische Vergleich der Lebensverhältnisse mittels einer Preiskorrektur für den Warenkorb ist jedoch nicht zielführend, weil die meisten großen Unternehmen ihren Umsatz in US-Dollar, Euro oder einer anderen Hartwährung verbuchen. Das Wachstum in US-Dollar fällt jedoch geringer aus, weil die Schwellenländer nach Kaufkraftparitäten ein höheres Gewicht am Welt-BIP erhalten und schneller wachsen. Zum anderen machen die großen börsennotierten Konzerne einen geringeren Anteil ihrer Umsätze in den Schwellenländern, als deren Anteil am Welt-BIP ausmacht. Eine Gewichtung nach Umsätzen und eine Korrektur für Kaufkraftparitäten ergibt ein erwartetes nominales Umsatzwachstum von rund 4 Prozent.



Würden alle Unternehmen börsennotiert sein, so wäre das Weltwirtschaftswachstum ein sehr guter Anhaltspunkt für die Umsatzentwicklung der Unternehmen. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit deuten jedoch darauf hin, dass die börsennotierten Unternehmen ein etwas höheres Umsatzwachstum aufweisen. Hierfür kann es verschiedene Gründe geben. Erstens können sehr große Unternehmen ihre Marktmacht oftmals einsetzen, um Marktanteile zu gewinnen, um die Kosten für Vorleistungsgüter oder bezogene Dienstleistungen zu drücken oder um höhere Margen durchzusetzen. Diese großen Konzerne sind zumeist an der Börse mit einem hohen Gewicht im Aktienindex notiert. Zweitens sind Unternehmen, die sich der permanenten Kontrolle von Investoren stellen müssen, in der Tendenz erfolgreicher. Drittens ermöglicht der einfache Zugang zu Kapital ein schnelleres Wachstum z.B. durch Akquisitionen. Viertens ist ein Börsenlisting oft eine gute Werbung für Produkte oder hochqualifizierte Mitarbeiter.

In der Summe ergibt sich daraus eine Wertentwicklung von Aktienindizes (Kursgewinne plus Dividenden), die das Wirtschaftswachstum übersteigt. Eine aktuelle Studie von Jordà et al. (2017) analysiert, um wie viele Prozentpunkte die Wertentwicklung in den einzelnen Zeiträumen besser war.<sup>1</sup> Das Ergebnis zeigt, dass Aktienrenditen in der Vergangenheit zwischen zwei und fünf Prozentpunkten über dem nominalen BIP-Wachstum lagen. Ermittelt wurde dabei jedoch auch, dass die Mehrrenditen in den letzten

zwei Jahrzehnten eher im unteren Bereich lagen, also in etwa bei 2,5 Prozentpunkten. Dies scheint eine für uns recht plausible Annahme zu sein. Daraus errechnet sich dann zusammengenommen eine Renditeerwartung von 6,5 Prozent aus dem Aktienteil des Portfolios.

Insgesamt ergibt sich somit bei unserem hälftig aus Anleihen und Aktien zusammengesetzten Portfolio eine erwartete Rendite von 3,4 Prozent vor Kosten. Nach Transaktionskosten sowie Gebühren und Steuern dürften kaum mehr als 2,0 bis 2,5 Prozent erreichbar sein. Mit dieser Portfoliozusammensetzung bleibt immerhin noch nach Inflationsabzug von aktuell 1,8 Prozent ein realer Wertzuwachs übrig. Be trägt der Aktienanteil jedoch nur 20 Prozent, so reduziert sich der zu erwartende Ertrag auf gut 1,5 Prozent. Nach Transaktionskosten sowie Gebühren und Steuern dürften kaum mehr als 0,5 Prozent verbleiben. Auch das ist noch besser als die Guthabenverzinsung auf den meisten Girokonten, aber natürlich auch mit gewissen Wertschwankungen behaftet.

Eine gute Nachricht gibt es jedoch noch. Die Berechnungen beruhen lediglich auf Durchschnittserträgen ohne eine besondere Selektionsleistung. Diese erhält jedoch wieder eine wachsende Bedeutung, da insbesondere auf der Rentenseite durch das kontrollierte und sorgfältige Auswählen von Anleihen mit auf den ersten Eindruck etwas erhöhten Risiken bessere Renditen erzielt werden können.

Auf der Aktienseite führt der technologische Wandel dazu, dass durch das Erkennen von Trends ein Mehrwert gegenüber einem reinen Indexinvestment generiert werden kann. Beispiele hierfür sind der Wandel vom stationären Einzelhandel zum Onlinehandel, die Automatisierung in der Industrie („Robotics“), das autonome Fahren und der Trend weg vom Verbrennungsmotor im Automobilsektor oder die Umwälzung der Werbeindustrie, wo das Fernsehen als wichtiger Werbeträger von einer direkten, digitalen Ansprache über das Internet abgelöst wird. Eine tiefes Verständnis der Zusammenhänge kann über die richtige Positionierung einen spürbaren Mehrertrag für den Anleger bringen.

Schließlich ist für den langfristigen Anlageerfolg eine geschickte taktische Allokation entscheidend. So werden die Aktienrenditen im Durchschnitt über einen Zyklus erreicht. Gelingt es dem Anleger, die Verlustphasen zumindest teilweise auszulassen oder die Verluste zumindest zu mindern, so können sich merklich höhere langfristige Renditen ergeben.

Im Ergebnis hat der Anleger im aktuellen Marktumfeld drei Alternativen. Erstens kann er seine Renditeerwartungen reduzieren und mit kleinen Wertzuwächsen, die möglicherweise sogar zu einem realen Vermögensverlust führen, zufrieden sein. Zweitens kann er seine Risikotoleranz erhöhen und temporäre Verluste gegebenenfalls einfach aussitzen. Drittens kann er sich sehr tief in die Kapitalmärkte einarbeiten oder sein Vermögen einem guten Verwalter anvertrauen. Das aktive Investieren gewinnt gegenüber dem passiven Investieren wieder an Bedeutung, nachdem in den vergangenen – vergleichsweise weniger anspruchsvollen – Jahren der Trend noch eher in die entgegengesetzte Richtung ging.

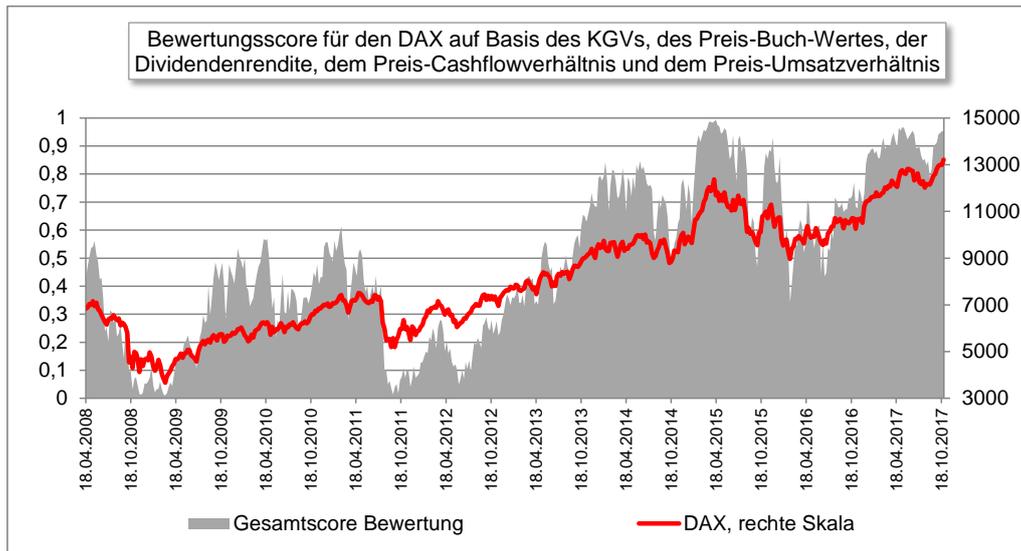
<sup>1</sup> Jordà, Òscar, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick, Alan M. Taylor (2017), „The Rate of Return on Everything, 1870-2015“, NBER Working Paper, June.

Wochenausblick für die Zeit vom 6. bis 10. November 2017

	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Veröffentlichung
D: Auftragseingang, m/m	1,1%	0,9%	-0,4%	3,6%	-1,1%		6. November
D: Auftragseingang, y/y	3,9%	5,1%	5,2%	7,9%	6,8%		6. November
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,4	54,0	53,1	53,5	55,6	55,2	6. November
D: Industrieproduktion, m/m	1,2%	-1,0%	-0,1%	2,6%	0,5%		7. November
D: Industrieproduktion, y/y	5,0%	2,6%	4,1%	4,5%	5,7%		7. November
D: Exporte, m/m	1,6%	-2,8%	0,4%	2,9%	-1,2%		9. November
D: Exporte, y/y	8,8%	6,0%	8,1%	7,6%	7,3%		9. November
D: Handelsbilanzsaldo, in Mrd €	20,1	21,0	19,5	21,2	22,0		9. November
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	56,3	55,4	55,4	54,7	55,8	54,9	6. November
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,3%	-0,2%	0,0%	0,3%	0,4%		6. November
E-19: Produzentenpreise, y/y	3,4%	2,4%	2,0%	2,5%	3,1%		6. November
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,5%	0,5%	-0,3%	-0,5%	0,8%		7. November
E-19: Einzelhandelsumsätze, y/y	2,7%	3,2%	2,4%	1,9%	2,8%		7. November

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Je nach Betrachtungswinkel sind Aktienmärkte kein Schnäppchen mehr



Als Investor möchte man es aus nachvollziehbaren Gründen vermeiden, Aktien zu kaufen, wenn sie überteuert sind. Allerdings wird es niemals eine abschließende Antwort darauf geben, wann Märkte günstig, fair oder teuer bewertet sind. Vermutlich ist das auch einer der Gründe dafür, warum die Volatilität von Marktpreisen signifikant höher ausfällt als die Volatilität der zugrundeliegenden fundamentalen Daten. Die Kursbewegungen sind ein Ausdruck dafür, dass sich Märkte ständig auf der „Suche“ nach einer fairen Bewertung befinden und dabei zuweilen über das Ziel hinausschießen, weil eben nicht klar ist, was nun als fair betrachtet werden kann. Trotzdem sind Investoren nicht komplett auf sich alleine gestellt, wenn es darum geht, die Bewertung von Märkten einzuschätzen. Eine große Hilfe leisten hier Bewertungskennzahlen, mit deren Hilfe Kurse in Relation zu bewertungsrelevanten Größen gesetzt werden. Die bekannteste und vermutlich auch aussagekräftigste Bewertungskennzahl ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis. Bewertet man auf dieser Basis Aktienmärkte, kommt man global mehr oder weniger einheitlich zum Ergebnis, dass Aktienmärkte noch lange nicht massiv überbewertet sind. Allerdings unterliegen Gewinne auch konjunkturellen

Schwankungen, und es ist nicht auszuschließen, dass die aktuellen Gewinne durch sehr gute Konjunkturdaten atypisch nach oben verzerrt und damit nicht zwangsläufig nachhaltig sind. Aus diesem Grund betrachtet man Kurse oftmals auch in Relation zu den Buchwerten von Unternehmen, da diese deutlich persistenter und weniger abhängig von kurzfristigen Konjunkturfaktoren sind. Aus dieser Perspektive ist die Bewertung von Aktienmärkten schon etwas weniger attraktiv. Allerdings existieren noch viele weitere Bewertungskennzahlen, und jede weist ihre individuellen Vor- und Nachteile auf. Daher macht es vermutlich Sinn, viele verschiedene Kennzahlen in einem Modell zu vereinen. Das Ergebnis einer solchen Vorgehensweise findet sich in unserem Chart der Woche. Zumindest diese Art der Betrachtung legt nahe, dass Aktien (und hier speziell deutsche Large-Caps) schon vergleichsweise teuer sind, auch wenn Bewertungsindikatoren ungeeignete Timingindikatoren sind. Allerdings ist eine Rally am Aktienmarkt noch nie allein durch eine hohe Bewertung zum Ende gekommen - daher steht weiter steigenden Kursen zunächst erst einmal nichts im Wege.

	Stand	Veränderung zum			
	02.11.2017 17:36	26.10.2017 -1 Woche	29.09.2017 -1 Monat	01.08.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	23473	0,3%	4,8%	6,9%	18,8%
S&P 500	2577	0,7%	2,3%	4,1%	15,1%
Nasdaq	6717	2,4%	3,4%	5,6%	24,8%
DAX	13441	2,3%	4,8%	9,7%	17,1%
MDAX	26831	1,2%	3,2%	8,2%	20,9%
TecDAX	2560	2,8%	5,2%	12,8%	41,3%
EuroStoxx 50	3687	1,4%	2,6%	6,0%	12,1%
Stoxx 50	3225	1,2%	1,7%	4,0%	7,1%
SMI (Swiss Market Index)	9274	0,8%	1,3%	2,4%	12,8%
FTSE 100	7556	0,9%	2,5%	1,8%	5,8%
Nikkei 225	22539	3,7%	10,7%	12,8%	17,9%
Brasilien BOVESPA	73824	-2,7%	-0,6%	11,0%	22,6%
Russland RTS	1119	0,0%	-1,6%	10,3%	-2,9%
Indien BSE 30	33573	1,3%	7,3%	3,1%	26,1%
China Shanghai Composite	3383	-0,7%	1,0%	2,7%	9,0%
MSCI Welt (in €)	2041	1,6%	3,3%	5,0%	5,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	1129	2,7%	5,7%	7,0%	18,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	163,14	153	213	34	-101
Bobl-Future	131,78	32	60	-56	-185
Schatz-Future	112,27	4	14	16	-2
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,33	0	-1	-2	0
3 Monats \$ Libor	1,38	1	5	7	39
Fed Funds Future, Dez 2017	1,28	0	3	6	0
10-jährige US Treasuries	2,36	-10	3	11	-9
10-jährige Bunds	0,37	-6	-9	-5	17
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	-2	-1	-3	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,08	-6	-7	-12	13
US Treas 10Y Performance	581,95	0,8%	-0,1%	-0,2%	2,2%
Bund 10Y Performance	613,12	0,6%	0,9%	1,3%	0,6%
REX Performance Index	483,79	0,4%	0,3%	0,6%	-0,3%
IBOXX AA, €	0,64	-8	-14	-12	-4
IBOXX BBB, €	1,10	-12	-21	-20	-40
ML US High Yield	6,02	7	7	6	-44
JPM EMBI+, Index	838	0,8%	-0,1%	1,7%	8,6%
Wandelanleihen Exane 25	7390	0,0%	1,9%	2,7%	6,9%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Spot Index	428,81	-0,3%	0,3%	-2,8%	1,4%
MG Base Metal Index	350,79	0,2%	4,7%	12,0%	25,4%
Rohöl Brent	60,64	3,3%	5,3%	18,2%	6,9%
Gold	1275,44	0,2%	-0,7%	0,2%	10,2%
Silber	17,10	1,1%	2,0%	2,2%	6,5%
Aluminium	2168,00	-0,3%	4,2%	15,1%	27,2%
Kupfer	6898,75	-0,9%	7,3%	9,3%	24,9%
Eisenerz	58,62	-3,4%	-16,0%	-18,1%	-26,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1496	-3,8%	10,3%	55,0%	55,7%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,1656	-0,8%	-1,3%	-1,3%	10,6%
EUR/ GBP	0,8922	0,4%	1,3%	0,0%	4,5%
EUR/ JPY	132,98	-0,6%	0,1%	1,9%	7,8%
EUR/ CHF	1,1646	-0,3%	1,6%	2,0%	8,4%
USD/ CNY	6,6068	-0,5%	-0,7%	-1,7%	-5,0%
USD/ JPY	114,18	0,2%	1,5%	3,5%	-2,3%
USD/ GBP	0,7657	0,8%	2,7%	1,3%	-5,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com
Julius Böttger	+49 40 3282-2229	jboettger@mmwarburg.com			

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.