

Julius Bär Asset Management

Aktueller Fokus

Realistische Ertragserwartungen
für die nächsten Jahre



Über die zukünftig zu erwartenden Renditen an den Kapitalmärkten gibt es eine Vielzahl von Meinungen. Aussagen von Finanzmarktexperten leiten sich oft aus Vergangenheitszahlen ab. Erfahrungswerte der jüngeren Vergangenheit einfach zu extrapolieren, ist aber ein schlechter Ratgeber. Finanzökonomische Überlegungen helfen bei der Ermittlung realistischer Ertragserwartungen.

Risikoprämien weisen den Weg

Eine langfristige Betrachtung von 1926 bis 2003 zeigt, dass Aktien (gemessen am S&P500) einen durchschnittlichen Jahresertrag von 10.4% gebracht haben. In der gleichen Periode haben Anleihen 5.4% rentiert. Der Ertragsvorteil von 5% von Aktien gegenüber Anleihen wird auch Aktienrisikoprämie genannt. Schneiden Aktien auch in Zukunft 5% besser ab als Anleihen? Um diese Frage zu klären, zerlegen wir die Aktienrenditen, wobei wir wegen der guten Datenverfügbarkeit US-Zeitreihen verwenden.

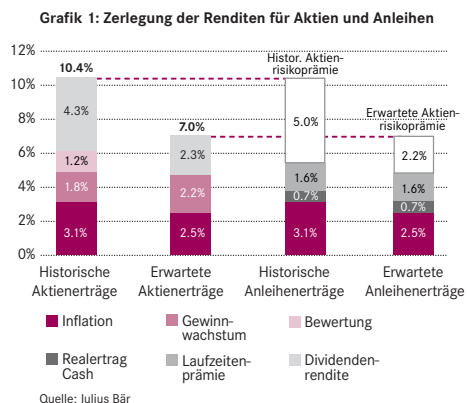
In den letzten 78 Jahren betragen die Kapitalgewinne 6.1%, die Dividendenerträge 4.3% pro Jahr. Inflation bereinigt können die realen Kapitalgewinne weiter in Gewinnwachstum pro Aktie sowie in Bewertungsveränderungen zerlegt werden. Die durchschnittliche Inflation betrug 3.1%, das reale Gewinnwachstum pro Aktie 1.8%. 1926 war das Kurs/Gewinnverhältnis (KGV) des S&P500 10.1. Ende 2003 lag es bei 22.2. Die Erhöhung der KGVs hat pro Jahr 1.3% Ertrag gebracht. Die erste Säule der Grafik 1 zeigt diese Aufschlüsselung der historischen Aktienrenditen.

Langfristig erwartete Aktienerträge von 7% pro Jahr

Der Inflationsdurchschnitt von 3.1% versteckt eine Bandbreite von -10% (Depression 1928-1932) bis 15% (Erdölkrise frühe 80er Jahre). Aus den weltweit tiefen Inflationsraten und Umfragen bei Finanzmarktexperten kann heute eine erwartete Inflation von 2.5% angenommen werden. Bewertungsanpassungen des Kapitalmarktes, ausgedrückt als Veränderungen im

KGV, sind nicht systematisch prognostizierbar. Die KGVs sind in den letzten 20 Jahren substantiell gestiegen. Heute ist es aber wenig plausibel, eine weitere Erhöhung zu projizieren. Der Durchschnitt des realen Gewinnwachstums betrug 1.8%, in einer Bandbreite von -6% bis +8% pro Jahr. Um der Zeitdynamik Rechnung zu tragen, wählen wir ein rollendes Zeitfenster von 50 Jahren, was die Schwankungsbreite des realen Gewinnwachstums auf 0%-4% reduziert. Das aktuelle Niveau beträgt 2.2% und entspricht dem Wert, den wir verwenden. Es bleibt die Schätzung zukünftiger Dividenden. Sie betragen aktuell 1.8%. In den letzten 15 Jahren haben Firmen einen signifikant höheren Anteil der Gewinne einbehalten als früher. Damit wurden eigene Aktien zurückgekauft, was sich via höhere Aktienkurse steueroptimaler ausgewirkt hat als Dividendenauszahlungen. Aktuell werden rund 43% der Gewinne als Dividenden ausgeschüttet. Der Anteil ist höher als im Tiefpunkt (31.8%), aber tiefer als der langfristige Durchschnitt von 57.2%.

Um Probleme mit Veränderungen in der Dividendenpolitik auszuweichen, wählen wir einen Ansatz via die Gewinn- und die historische Dividendenrendite. Ende 2003 betrug die Gewinnrendite des S&P500 3.7% (100 dividiert mit KGV von 27). Der Tiefpunkt lag bei 2.4% im Jahr 2002, deutlich unterhalb der höchsten Werte von 15% anfangs der 80er Jahre. Mit dieser Herleitung kommen wir auf eine langfristig erwartete Dividendenrendite von 4% bzw. 2.3% (57% von 4%). Der strategisch erwartete Aktienertrag von 7% setzt sich folglich wie folgt zusammen: 2.5% erwartete Inflation plus reales Gewinnwachstum von 2.2% plus Dividendenrendite von 2.3%, wie in der zweiten Säule der Grafik 1 ersichtlich.



Langfristig erwartete

Anleihenerträge: rund 5% pro Jahr

Anleihen können nicht wesentlich besser abschneiden als die aktuelle Verfallsrendite. Bei einer Anleihe mit 20jähriger Laufzeit kommen wir aktuell auf rund 5%. Alternativ können nominelle Anleihenerträge in Inflation, Realertrag auf Kurzfristanlagen sowie eine Prämie für das Laufzeitenrisiko aufgeteilt werden. Der Realertrag auf Kassabeständen war in den letzten 78 Jahren 0.7%. Anleihen brachten im Vergleich zum Geldmarkt zusätzlich 1.6%. Addiert zur erwarteten Inflation von 2.5% ergeben sich 4.8%, also wiederum rund 5% (vierte Säule der Grafik 1).

Perspektiven für weitere

Anlageklassen

Diversifizierte Portfolios mit Unternehmensanleihen bringen zusätzlich 0.5% bis 1% im Investment Grade Bereich (AAA-BBB) und 1.5–3% im Non Investment Grade Bereich (BB–CCC). Wir setzen konservativ 5.3% bzw. 6.3% ein. Immobilienerträge lassen

sich in Einkommens- und Kapitalkomponenten zerlegen. Im Vergleich zum Geldmarkt konnte ein Zusatzeinkommen von 3% sowie eine jährliche Kapitalwertsteigerung von 1.9% erreicht werden, was einen erwarteten Ertrag von 6.2% ergibt. Rohstoffe haben Zusatzerträge von 5.5% gebracht, wobei sich Warenindexfutures und Kassamarktgeschäfte leicht unterscheiden. Wir wählen die konservativere Variante und kommen auf 3% über Geldmarkt. Bei Hedge Funds schliesslich reichen die meisten Zeitreihen nur 15 Jahre zurück. Bei Trendfolgern (CTA) gibt es längere Zeitreihen. Diese haben im Vergleich zum Geldmarkt einen Mehrertrag von 2.5% gebracht. Wir setzen 5.7% ein.

Zusammenfassend kommen wir aufgrund unserer Überlegungen auf die folgenden Ertragerwartungen für die nächsten Jahre in der Tabelle 1.

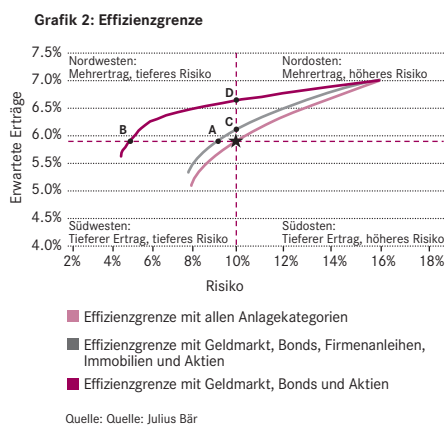
Tabelle 1: Ertragerwartungen für die nächsten Jahre

	Ertrag	Volatilität
Geldmarkt 3 Monate	3.2%	0.6%
Regierungsanleihen	4.8%	9.8%
Anleihen im Investment Grade Bereich	5.3%	7.7%
Hochverzinsliche Anleihen	6.3%	7.7%
Aktien	7.0%	15.8%
Immobilien	6.2%	11.5%
Waren (Commodities)	6.2%	17.2%
Hedge Funds (Trend followers)	5.7%	14.5%

Quelle: Julius Bär

Goldene Regel in der strategischen Asset Allocation

Betrachten wir einen Investor mit einem Portfolio bestehend aus den Basis-Bausteinen Geldmarktanlagen, Anleihen und Aktien in seiner Heimwährung (Stern in der Grafik 2). Wenn eine Portfoliozusammensetzung gefunden werden kann, die auf der Effizienzlinie zwischen den Punkten A und C oder B und D liegt, dann resultiert ein doppelter Vorteil: Im Vergleich zum Ausgangspunkt sinkt das Risiko der Anlage. Gleichzeitig steigt der Ertrag. Wer bereit ist, höhere Risiken zu tolerieren, der kann den Ertrag steigern, indem Portfoliozusammensetzungen gesucht werden, die sich auf der Effizienzgrenze rechts von den Punkten C oder D befinden. Bewegungen in den Südwesten oder Südosten sind ökonomisch hingegen wenig sinnvoll.



Jeder Investor steht somit vor den folgenden Herausforderungen:

1. Das Gesamtportfolio sollte auf der Effizienzgrenze liegen.
2. In Abhängigkeit des gewünschten Ertrages bzw. des tolerierten Risikos sollte ein Portfolio auf der Effizienzgrenze gewählt werden. Die so gewählte Portfoliozusammensetzung ist für den Investor optimal. Die Situation lässt sich verbessern, wenn
3. das Anlageuniversum derart erweitert wird, dass sich die Effizienzgrenze nach oben verschiebt.

Diversifikation optimieren

Langfristig sind Anlagekategorien erfolgreich, die nach Berücksichtigung der Transaktionskosten und des Steuerstatus die effiziente Grenzlinie systematisch nach oben verschieben. Deshalb werden Anlage-Bausteine mit positiven Diversifikationseigenschaften gesucht. Die notwendigen Anforderungen sind schnell skizziert. Eingegangene Risiken müssen systematisch positiv entschädigt werden, wobei die Rendite mit steigendem Risiko wächst. Ausserdem sollten die Erträge möglichst schwach oder sogar negativ mit dem Heimmarkt korrelieren. In diese

Kategorien fallen beispielsweise Emerging Markets und andere nicht traditionelle Anlagen wie Hedge Funds, Private Equity oder Rohstoffe.

Rückbesinnung auf das Wesentliche

Die Finanzindustrie hat während der ökonomischen Strukturveränderungen der letzten Jahre das Produktangebot ständig erweitert. Diese Ausdifferenzierung ermöglicht die optimierte Festlegung der Anlagestrategie. Selbst soziale oder politische Zielsetzungen, Phasen im Lebenszyklus sowie der Steuerstatus können als Nebenbedingungen im Optimierungsprozess berücksichtigt werden. Die Festlegung von Anlageziel, Risikobereitschaft und Nebenbedingungen bestimmt 90 Prozent des zukünftigen Ertrages. Was dann noch bleibt ist geduldiges Warten.

Dr. Roman von Ah leitet die Sparte Julius Bär Asset Management

Dr. Kostas Iordanidis ist Leiter Asset Allocation bei Julius Bär Asset Management.

Impressum

Herausgeber: Julius Bär Asset Management, Postfach, CH-8010 Zürich

Redaktion: Marketing Julius Bär Asset Management

Datenquellen: Datastream, Bloomberg, MSCI, eigene Quellen

Layout: edge, Basel

Druck: Fröhlich Info AG, Zollikon

Rechtliche Hinweise

Die Inhalte dieser Publikation oder Teile davon dürfen nur unter Quellenangabe weiterverwendet oder zitiert werden. Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken. Für den Inhalt dieser Publikation geben wir weder Zusicherungen noch Garantien ab, insbesondere nicht für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Ausgewogenheit. Wir übernehmen auch keine diesbezügliche Haftung oder Verantwortung. Hinweise auf die frühere Performance garantieren nicht positive Entwicklungen in der Zukunft.

JULIUS BÄR ASSET MANAGEMENT
Hohlstrasse 602
Postfach
CH-8010 Zürich
Telefon +41 (0) 58 888 7766
Telefax +41 (0) 58 888 5818

www.juliusbaer.com

Julius Bär Gruppe: Zürich (Hauptsitz), Basel, Dubai, Frankfurt, Genf, Grand Cayman, Guernsey,
Lausanne, London, Lugano, Luxemburg, Luzern, Mailand, New York, Wien und Zug.