



**DG PANAGORA**

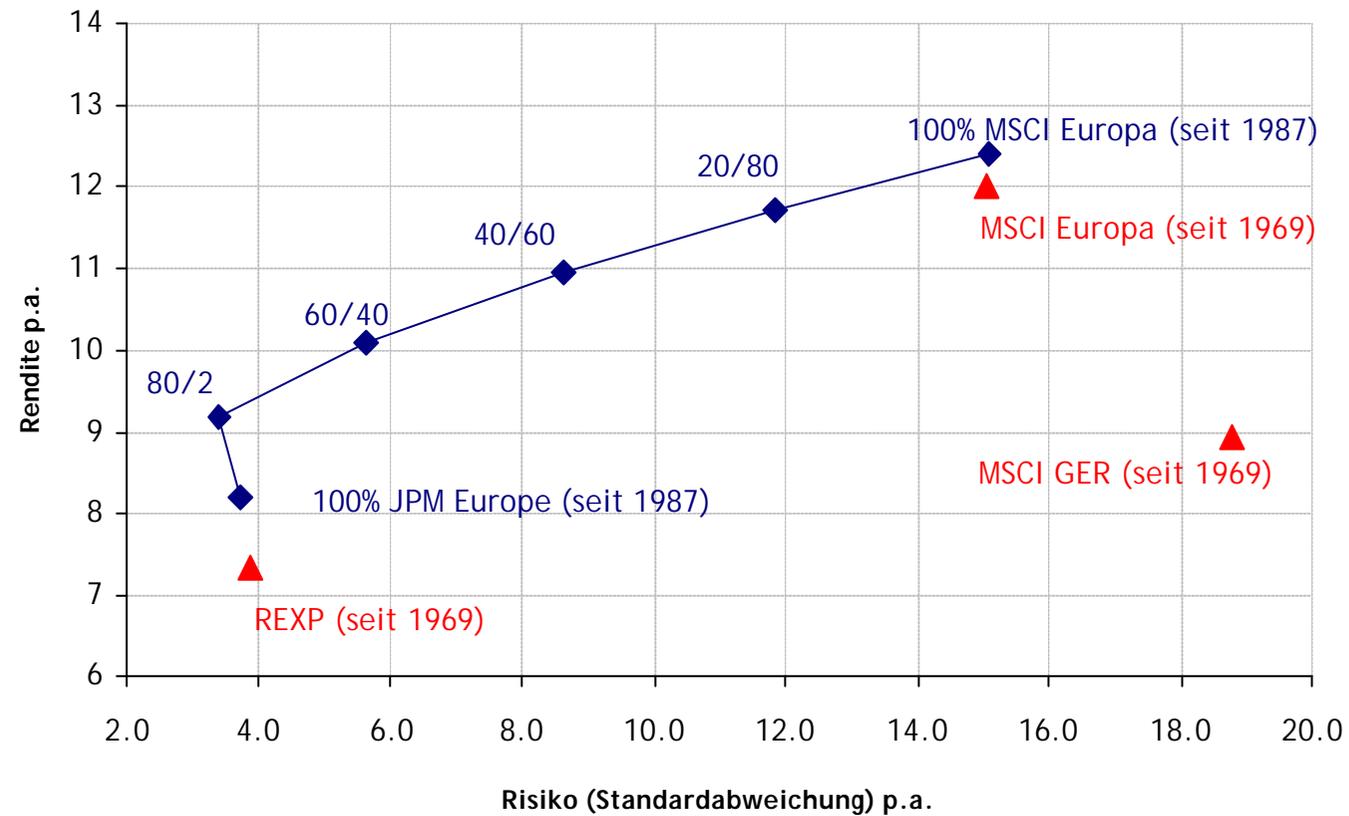
Ein Joint-Venture der DG BANK und  
der PanAgora Asset Management

## **Strategische Asset Allocation**

### **Rückblick und Szenarien**



## Blick in die Vergangenheit

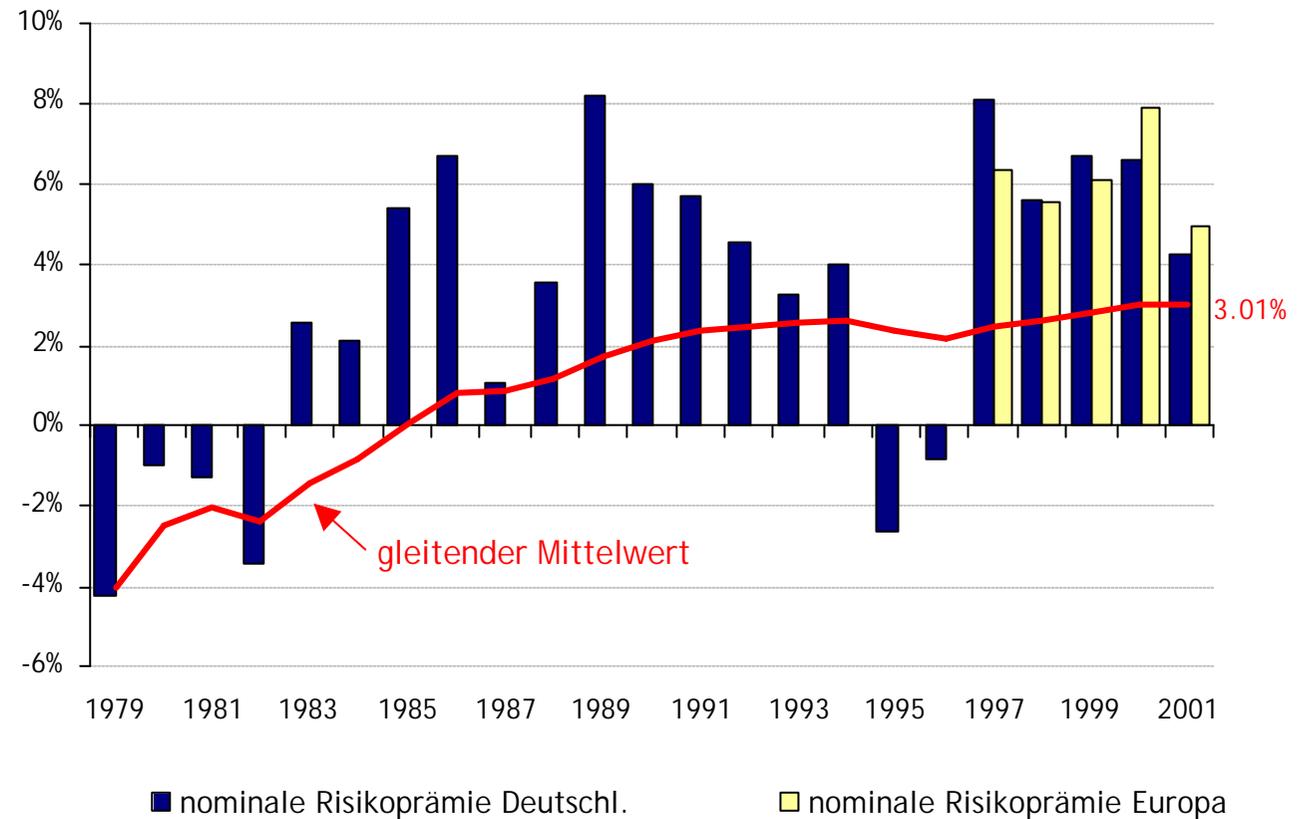


## Risikoprämie in Europa

Zeitraum	nominal			real		
	Aktien- performance	Renten- performance	Risikoprämie	Aktien- performance	Renten- performance	Risikoprämie
<b>Deutschland</b>						
1989 - 2001	9.20%	7.65%	1.56%	6.55%	5.04%	1.52%
1979 - 2001	12.27%	7.74%	4.53%	9.36%	4.95%	4.41%
1969 - 2001	9.03%	7.34%	1.69%	5.49%	3.86%	1.64%
<b>Europa</b>						
1989 - 2001	11.24%	9.23%	2.01%	7.83%	5.88%	1.95%

## Risikoprämie in Europa

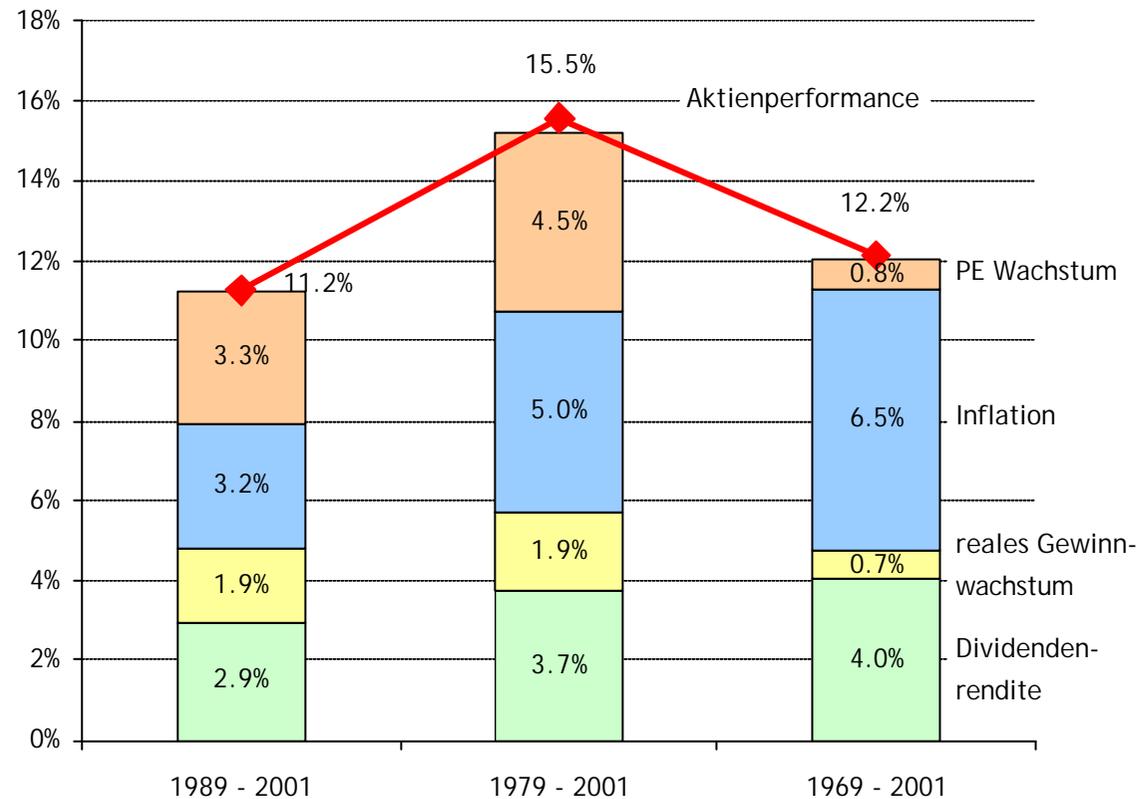
- Negative Risikoprämie in den Siebziger Jahren
- Hohe Outperformance von Aktien vs. Renten in den Achtziger Jahren
- Technologieblase Ende der Neunziger Jahre



Risikoprämie (Differenz zwischen Aktienperformance und Rentenperformance) in Europa 1969 - 2001 über jeweils rollierende 10-Jahresperioden

# Entstehung der Aktienperformance

- Hoher Einfluß der Dividende
- In den vergangenen 32 Jahren stammt der größte Teil der Performance aus der Inflation
- Aktienperformance in den Achtziger/Neunziger Jahren von PE-Wachstum und Inflation dominiert



# Was bestimmt die Wertentwicklung von Aktien ?

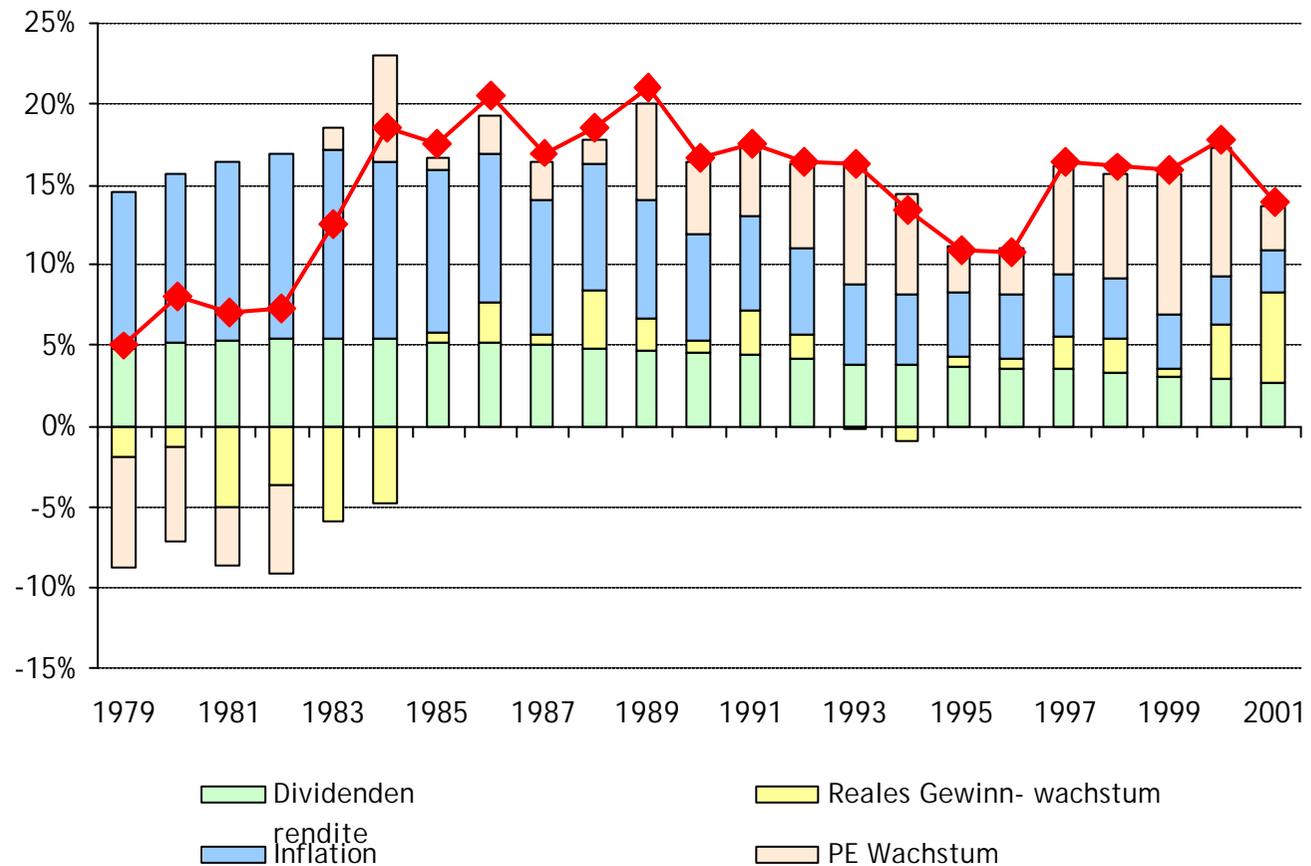
---

3 wesentliche Komponenten für die nominale Wertentwicklung von Aktien:

- Dividende
  - laufendes „Einkommen“ aus den Dividendenzahlungen
  
- Inflation
  - Aktie als Realwert bietet Schutz gegen (momentane) Inflation, nominales Wachstum durch inflationäre Steigerung der Gewinne
  - Aber: Zinseffekt hat gegenteilige Auswirkung  
Erhöhung von Inflation/Zinsen führt zu stärkerer Abdiskontierung zukünftiger Gewinne / Dividenden. Dies senkt den Wert der Aktien.
  - ⇒ Erhöhung der Inflation schädlich für Aktienperformance.
  
- Wachstum
  - Reales Wirtschaftswachstum spiegelt sich i.d.R. auch in steigenden Unternehmensgewinnen

NB: Diese Ausführungen beziehen sich auf den durchschnittlichen Trend der Wertentwicklung, zunächst ungeachtet der zyklischen Schwankungen von Aktienkursen.

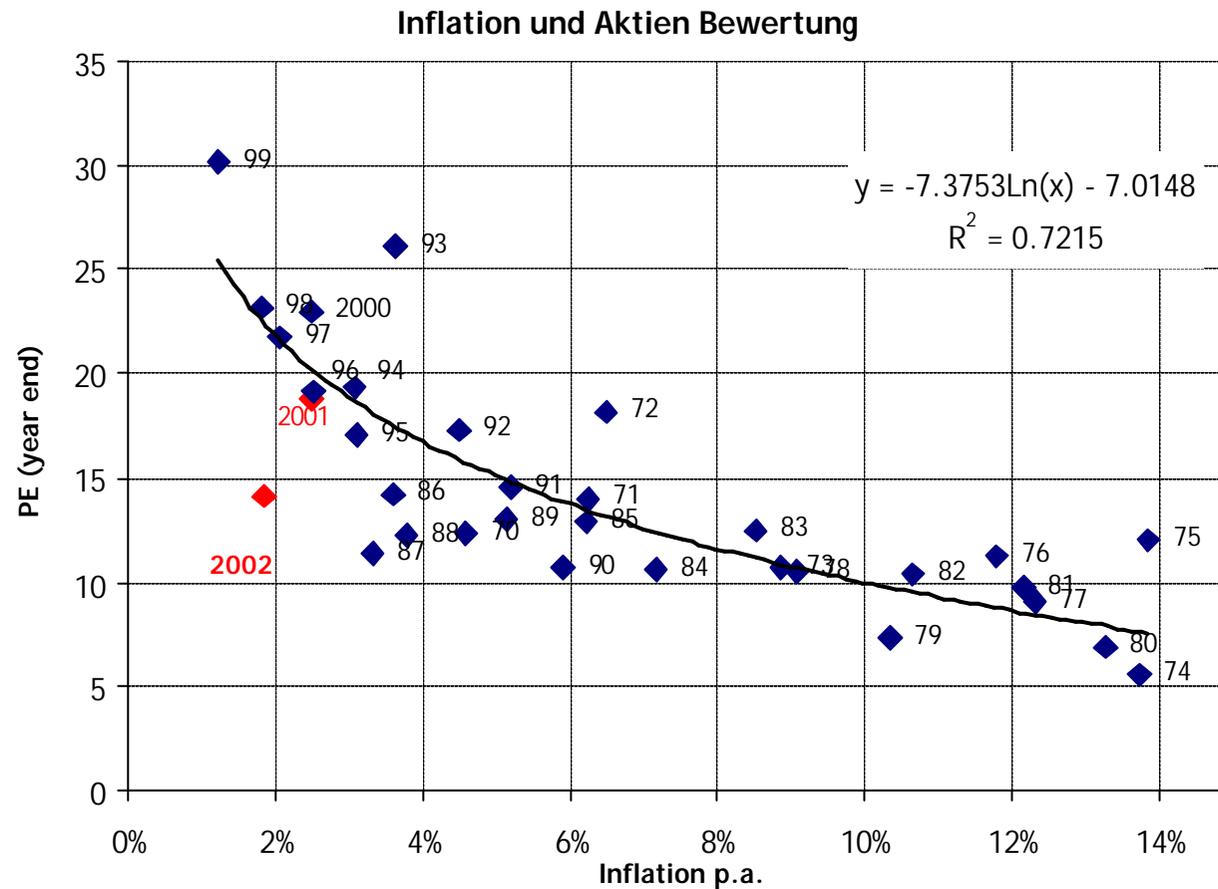
# Entstehung der Aktienperformance



Entstehung der Aktienperformance über jeweils rollierende 10-Jahresperioden

## Inflation und Aktienbewertung

- Inverses Verhältnis zwischen Niveau der Inflationsrate und Aktienbewertung gemessen an dem Kurs-Gewinn-Verhältnis
- Derzeitiges Bewertungsniveau (2002) deutlich unter dem fairen Wert
- Gleichgewichts-KGV bei einer Inflationsrate von 1.8% (EZB Target) ca. 22-23



# Szenarien

## Aktienperformance Europa

- Ausgehend vom aktuellen Kursniveau Aktienperformance von ca. 10% über die nächsten 10 Jahre bei vorsichtiger Prognose realistisch. Damit ergibt sich eine reale Performance (nach Infl.) von 8%.
- Nur bei sehr pessimistischem Annahmen leicht niedrigere Wertentwicklung als die 11.2% in den Neunziger Jahren
- Diese Werte rühren im wesentlichen aus der niedrigen Aktienbewertung:
  - Normalisiertes KGV z.Zt. Bei 16-17, ohne die 2001'er Zahlen sogar 15
  - Deutlich unter dem der Inflationsrate entsprechenden Fair-Value von 22-23
- Risikofaktoren: geopolitische Entwicklung, Deflations/Depressions-Szenario

	1991 - 2001	Szenario 2002 - 2012		
		Schlechtes	Basis	Bestes
Reales Gewinnwachstum	1.86%	1.25%	2.25% **	3.25%
Inflation	3.16%	2.80%	1.80% ***	0.80%
PE-Niveau	16.6 *	18.3	22.5	29.5
PE-Wachstum	3.27%	1.0%	3.1%	5.9%
<b>Kurssteigerung</b>	<b>8.51%</b>	<b>5.10%</b>	<b>7.32%</b>	<b>10.24%</b>
Dividendenrendite	2.94%	2.00%	3.00% ****	4.00%
<b>nominale Rendite p.a.</b>	<b>11.24%</b>	<b>7.10%</b>	<b>10.32%</b>	<b>14.24%</b>
<b>Reale Rendite p.a.</b>	<b>7.83%</b>	<b>4.18%</b>	<b>8.37%</b>	<b>13.33%</b>

- \*) Normalisiertes KGV (Kurs Oktober 2002, Gewinne Mittelwert 1999/2000/2001), alle anderen Zahlen in dieser Spalte 1991-2001. Diese Annahme ist insofern sehr konservativ, als die 2001'er Gewinne aufgrund der u. E. einmaligen Rezessionseffekte stark eingebrochen sind
- \*\*\*) Schätzung Potentialwachstum Europa (OECD, EZB) 2-2,5%
- \*\*\*\*) EZB Target Inflationsrate max. 2%; im Mittelwert sollte die Infl.rate leicht darunter liegen
- \*\*\*\*\*) Aktuelle Dividendenrendite MSCI Europa 3,2%

# Szenarien

## Aktienperformance Welt

- Gleiche Analyse für den Weltmarkt
- Etwas höheres Trend/Potentialwachstum der Welt-Volkswirtschaft erwartet. (2,75% gegen 2,25%)
- Andererseits höhere Bewertung, insbesondere niedrigeres Dividenden-Niveau

	Szenario 2002 - 2012		
	Schlechtes	Basis	Bestes
Reales Gewinnwachstum	1.75%	2.75% <sup>**</sup>	3.75%
Inflation	3.00%	2.00% <sup>***</sup>	1.00%
PE-Niveau (aktuell/in 10 J.)	18.9 <sup>*</sup>	17.8	21.8
PE-Wachstum	-0.6%	1.4%	4.0%
<b>Kurssteigerung</b>	<b>4.17%</b>	<b>6.30%</b>	<b>8.94%</b>
Dividendenrendite	1.00%	2.00% <sup>****</sup>	3.00%
<b>nominale Rendite p.a.</b>	<b>5.17%</b>	<b>8.30%</b>	<b>11.94%</b>
<b>Reale Rendite p.a.</b>	<b>2.10%</b>	<b>6.17%</b>	<b>10.83%</b>

<sup>\*</sup>) Aktuelle PE (Kurs Oktober 2002, Gewinne Mittelwert 1999/2000/2001), alle anderen Zahlen in dieser Spalte 1991-2001

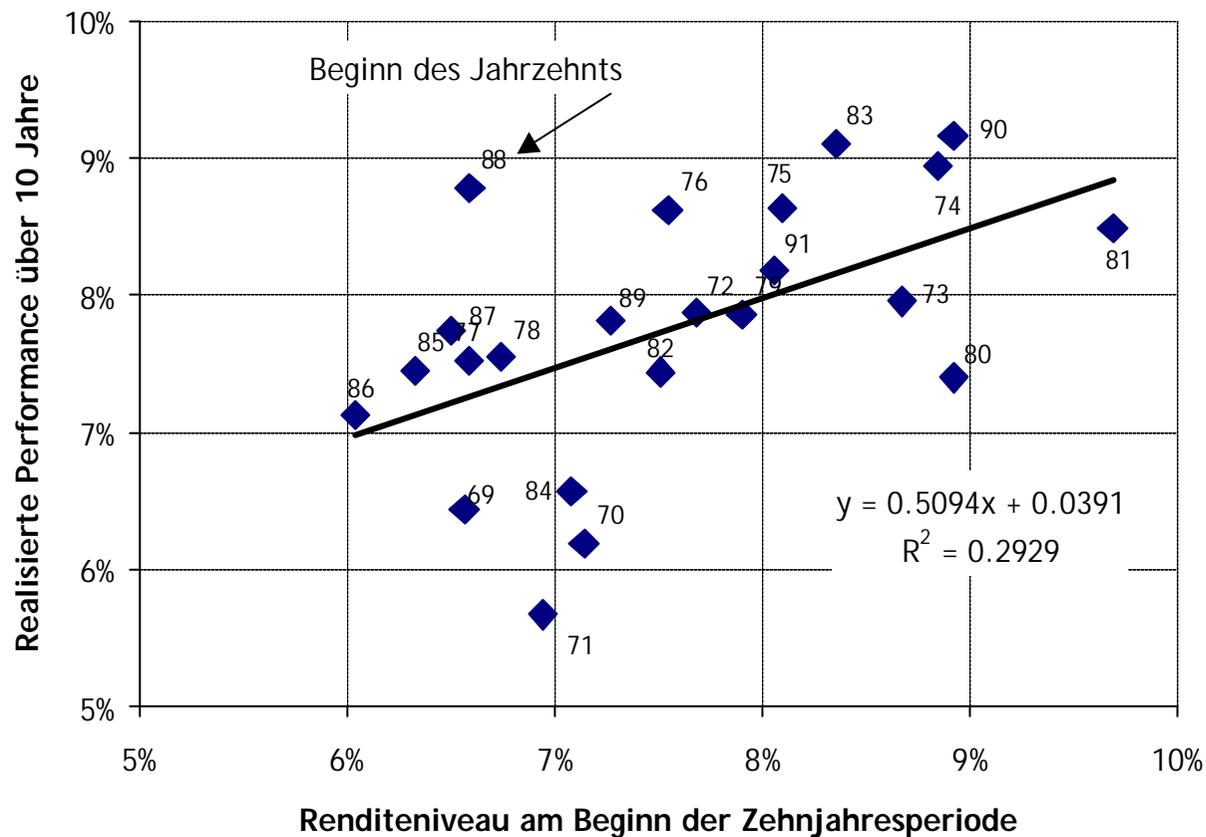
<sup>\*\*</sup>) Schätzung Potentialwachstum Welt (OECD) ca. 2-2,5%

<sup>\*\*\*</sup>) Inflation Welt leicht über Eurozone

<sup>\*\*\*\*</sup>) Aktuelle Dividendenrendite MSCI Welt 2,2%

## Szenarien Rentenperformance

- Heutiges Zinsniveau guter Indikator für die zu erwartende Rentenperformance in den folgenden 10 Jahren



# Szenarien Renten-Performance (Governments)

- Mittleres Szenario entspricht derzeitigem Zinsniveau für Staatsanleihen
- Niedriges Zinsniveau
- Realverzinsung leicht unter historischen Werten

Government Bonds	1991 - 2001	Szenario 2002 - 2012		
		Schlechtes	Basis	Bestes
<b>nominale Rentenmarktperformance</b>	<b>9.23%</b>	<b>4.73%</b>	<b>4.55%</b>	<b>4.38%</b>
Inflation	3.16%	2.80%	1.80%	0.80%
<b>Reale Rendite p.a.</b>	<b>5.88%</b>	<b>1.88%</b>	<b>2.70%</b>	<b>3.55%</b>

Europa (JPM EMU Bond Index)

Government Bonds	Szenario 2002 - 2012		
	Schlechtes	Basis	Bestes
<b>nominale Rentenmarktperformance</b>	<b>4.55%</b>	<b>4.38%</b>	<b>4.21%</b>
Inflation	3.00%	2.00%	1.00%
<b>Reale Rendite p.a.</b>	<b>1.50%</b>	<b>2.33%</b>	<b>3.18%</b>

Welt ex Japan (JPM GBI)

## Erwartete Risikoprämie

- Risikoprämie Aktien zu Renten ca. 4-6%
- Aufgrund der starken Unterbewertung der Aktien ist ausgehend vom heutigen Niveau eine mittlere bis hohe Risikoprämie zu erwarten
- Europa attraktiver als Welt.

	1991 - 2001	Szenario 2002 - 2012		
		Schlechtes	Basis	Bestes
nominale Aktienperformance	11.24%	7.10%	10.32%	14.24%
nominale Rentenperformance	9.23%	4.73%	4.55%	4.38%
<b>nominale Risikoprämie</b>	<b>2.01%</b>	<b>2.37%</b>	<b>5.77%</b>	<b>9.86%</b>
reale Aktienperformance	7.83%	4.18%	8.37%	13.33%
reale Rentenperformance	5.88%	1.88%	2.70%	3.55%
<b>reale Risikoprämie</b>	<b>1.95%</b>	<b>2.30%</b>	<b>5.67%</b>	<b>9.78%</b>

Europa

	Szenario 2002 - 2012		
	Schlechtes	Basis	Bestes
nominale Aktienperformance	5.17%	8.30%	11.94%
nominale Rentenperformance	4.55%	4.38%	4.21%
<b>nominale Risikoprämie</b>	<b>0.62%</b>	<b>3.92%</b>	<b>7.73%</b>
reale Aktienperformance	2.10%	6.17%	10.83%
reale Rentenperformance	1.50%	2.33%	3.18%
<b>reale Risikoprämie</b>	<b>0.60%</b>	<b>3.84%</b>	<b>7.65%</b>

Welt

---

## Kontakt

---



Dr. Andreas Sauer, CFA  
Geschäftsführer & CIO

Thomas Kieselstein, CFA  
Senior Portfolio Manager Equities

DG PanAgora Asset Management GmbH  
Clemensstraße 10  
60478 Frankfurt am Main

Tel: 069 / 74384 200

Fax: 069 / 74384 111

mailto: [Andreas.Sauer@dgpanagora.de](mailto:Andreas.Sauer@dgpanagora.de)  
<http://www.dgpanagora.de>