



Eher magere Jahre in Sicht

Unsere langfristigen Renditeannahmen für die einzelnen Anlageklassen

Nicht alles auf eine Karte setzen – so lautet, und das völlig zu Recht, einer der ältesten Börsenweisheiten. Werden nur Aktien eines bestimmten Unternehmens gekauft, so ist das Risiko bei gleicher Ertragswahrscheinlichkeit wesentlich höher als beim Erwerb von Aktien verschiedener Unternehmen. Aber auch wenn Aktienkäufe über verschiedene Unternehmen und Branchen gestreut werden, besteht das Risiko, dass der gesamte Aktienmarkt einbricht. Erhofft man sich etwa für die Zeit des Ruhestands ein konstantes Einkommen, sollten auch Staatsanleihen gekauft werden. Sie liefern häufig gerade dann gute Erträge, wenn der Aktienmarkt Schwäche zeigt. In einer Rezession leiden Unternehmensgewinne und Bewertungen. Gleichzeitig sinken die Zinsen. Dadurch steigt wiederum der Kurs der Staatsanleihen im Portfolio.

Hält ein Anleger aber nur US-Treasuries und Aktien von US-Unternehmen, bestehen immer noch gewisse Risiken. Beiden schadet zum Beispiel eine hohe Inflationsrate. Die Erfahrung zeigt, dass Anleger bei hoher Inflation weniger dazu bereit sind, hohe Bewertungsmultiplikatoren zu bezahlen. Denn in solchen Zeiten sind tendenziell auch die Unternehmensgewinne volatil.

Durch die Beimischung anderer Wertpapiere, zum Beispiel von US-Hochzinsanleihen, lässt sich ein Portfolio zusätzlich stabilisieren. Diese weitgehend fremdfinanzierten Unternehmen profitieren in der Regel, wenn die Inflation unerwartet anzieht. Ihre Gewinne und Umsätze steigen nominal, während ihr Kupon gleich bleibt, sodass ihre Schuldenlast erträglicher wird.

Aber auch wer ein über viele konventionelle und alternative US-Anlagen gestreutes Portfolio hat, ist nicht vor allen Risiken sicher. So können (geld-)politische Fehlentscheidungen das amerikanische Wachstumspotenzial ebenso schwächen wie den US-Dollar. Diese und geopolitische Risiken werden durch eine Streuung der Anlagen über viele Länder abgemildert. Und bei Anlagen wie den US-Treasuries, nimmt man wohl auch einen höheren Preis in Kauf, da sie – wie auch Gold und so ziemlich alles, was in Schweizer Franken denominiert ist – zu den Anlagen gehören, die sich in turbulenten Zeiten als sicherer Hafen erwiesen haben.

Diversifizierung macht intuitiv Sinn.

Wie diese Intuition in die Praxis umgesetzt wird, ist allerdings leichter gesagt als getan. Zum einen ist dabei natürlich die Risikoneigung des betroffenen Investors zu berücksichtigen. Dafür untersucht man in der Regel, wie riskant Investitionen in bestimmte Anlageklassen in der Vergangenheit waren, wie stark beispielsweise die Erträge geschwankt sind. Zum anderen müssen Korrelationen innerhalb und zwischen den verschiedenen Anlageklassen einbezogen werden.

Christian Hille
Head of Multi Asset



In Kürze

- Diese Analyse beschreibt unsere langfristigen Renditeannahmen für Anleihen, Aktien und Alternative Anlagen.
- Wir umreißen die wichtigsten Ergebnisse und beschreiben kurz unsere Methoden.
- Dabei wird auch klar, wie nützlich und wertvoll eine analytisch fundierte, strategische Asset-Allokation ist.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



Und es gibt ein drittes, wichtiges Kriterium: die über den geplanten Anlagehorizont erwartete Rendite. Welche Erträge könnte ein bestimmtes Portfolio unter den aktuellen Marktbedingungen erbringen? Oder umgekehrt: Welche Erträge können das eingegangene Risiko rechtfertigen? Fundierte Antworten auf diese Fragen sind für das Zusammenstellen eines Portfolios äußerst nützlich. Denn so lässt sich herausfinden, wie viel Risiko ein Anleger eingehen will (oder muss).

Vor diesem Hintergrund haben wir in den letzten Jahren viel Denkarbeit investiert, um unsere eigenen langfristigen Renditeannahmen abzuleiten. Hier umreißen wir die wichtigsten Ergebnisse und bieten einen kurzen Überblick über die eingesetzten Methoden. Dabei gehen wir auf Anleihen, Aktien und Alternative Anlagen ein. Den Schluss bilden einige zusammenfassende Beobachtungen.

Anleiherträge

Bei festverzinslichen Anleihen kann der nominale erwartete Ertrag relativ einfach berechnet werden, solange der Anlagehorizont genau mit der Duration der jeweiligen Anleihen übereinstimmt. Vereinfacht ausgedrückt ist die Duration einer Anleihe der gewichtete Durchschnitt der Dauer bis zur Rückzahlung des eingesetzten Kapitals, also die Zeit, bis Zins-(Kupon) und Nominalwert einer Anleihe fällig werden. Aufgrund der aktuell extrem niedrigen Zinsen, liegt die Duration einer Anleihe sehr nahe an ihrer Laufzeit – der verbliebenen Zeit bis zur Rückzahlung des Kapitals.

Nehmen wir an, Sie kaufen eine 10-jährige US-Staatsanleihe mit einem Zins von 2,5 Prozent, die zum Nennwert handelt, und wollen sie bis zur Fälligkeit halten. Sie wissen also, dass Sie in zehn Jahren 100 Dollar zurückbekommen (außer im unwahrscheinlichen Fall einer Insolvenz der US-Regierung) werden. Sie wissen auch, dass jedes Jahr ein Kupon in Höhe von 2,5 Prozent des Nominalbetrags, also 2,50 Dollar, ausgezahlt wird. Was Sie nicht wissen, ist die Höhe jener Zinsen, die Sie erhalten werden, wenn Sie während der Restlaufzeit die Kuponzahlungen jeweils wieder in entsprechend kürzer laufende US-Staatsanleihen investieren.

Noch schwieriger wird es, wenn Sie eine 10-jährige US-Staatsanleihe kaufen, die Sie aber nur fünf Jahre lang halten wollen. Jetzt müssen Sie Kupon- und Kurskomponente berücksichtigen. Zum Glück ist es einfach, mit einer ersten grundlegenden Berechnung sowohl die zukünftige Kursentwicklung als auch die Zinsen bei der Wiederanlage der Kuponzahlungen abzuschätzen. Durch einen Blick auf die aktuellen Zinsen für US-Treasuries mit unterschiedlichen Laufzeiten, erhalten Sie die aktuelle Zinsstrukturkurve für US-Staatsanleihen. Mit Hilfe dieses Diagramms können Sie Ihre erwartete Rendite berechnen, unter der Annahme dass künftige Zinsstrukturkurven genauso verlaufen wie die aktuelle. So können Sie den voraussichtlichen Wert Ihrer Anleihe berechnen, wenn Sie sie vor Fälligkeit verkaufen.

Eine konstante Zinskurve bedeutet, dass der Zins Ihrer ursprünglich 10-jährigen US-Staatsanleihe in fünf Jahren bei nur 2,2 Prozent

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017

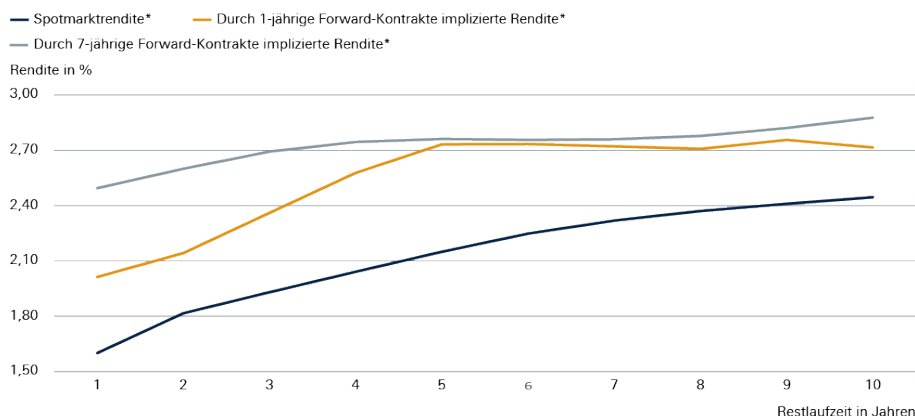


liegen wird. Da Sie Ihre Anleihe mit einem Zins von 2,5 Prozent gekauft haben, muss ihr Wert in den nächsten fünf Jahren auf 101,41 Dollar steigen. Dieser Kursanstieg kann eine sehr wichtige Komponente der Anleiherendite sein, wenn die Zinskurve nach oben verläuft. Man nennt ihn „Roll-down-Effekt“. (Je steiler die Kurve, desto größer die anfänglichen Auswirkungen, die wieder dahinschwenden, je näher die Fälligkeit rückt.)

Eine konstante Zinskurve erleichtert auch die Berechnung der Rendite bei Wiederanlage der Kuponzahlungen. Für die erste, in einem Jahr fällige Kuponzahlung von 2,50 Dollar nimmt man einfach das Zinsniveau, auf dem aktuell 9-jährige US-Treasuries handeln.¹ Die erwartete nominale Gesamrendite ergibt sich dann aus dem Kupon auf die ursprüngliche Anleihe, dem Roll-down und den Einkünften aus der Wiederanlage der Kupons gemäß der aktuellen Zinskurve.

Diese Methode lässt sich für alle festverzinslichen Instrumente einsetzen, deren Preis nach einer Zinskurve festgelegt wird. Aber natürlich kann man darüber streiten, ob eine konstante Zinskurve wirklich die beste Berechnungsgrundlage ist. Eine andere Möglichkeit bieten Forward-Zinsen – also welche künftigen Renditen der Terminmarkt aktuell einpreist. Aus Investmentsicht bietet diese Methode einige Vorteile; besonders Diebold und Rudebusch (2013) zeigen, dass Forward-Zinsen wertvolle Informationen beinhalten. Die Unterschiede sind in der Regel hoch signifikant, wie das Diagramm unten zeigt.

Die aktuelle Zinskurve von US-Staatsanleihen im Vergleich zu Forward-Zinsen



Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 30.11.2017

Da beide Methoden Vor- und Nachteile haben, verwenden wir eine Mischform. Damit wäre auch schon alles zu US-Treasuries gesagt. Bei einem Portfolio aus Staatsanleihen unterschiedlicher Länder sollten aber zwei weitere Überlegungen berücksichtigt werden. Erstens: Ihr Portfolio dürfte einige Staatsanleihen mit einem nicht zu vernachlässigenden Ausfallrisiko enthalten. Zweitens: Bei einigen Anleihen könnte sich das Rating im Lauf der Zeit ändern. Wir verwenden historische Daten zur Einschätzung langfristiger Ausfallwahrscheinlichkeiten, der Rückzahlungsquoten und von Ratingänderungen.

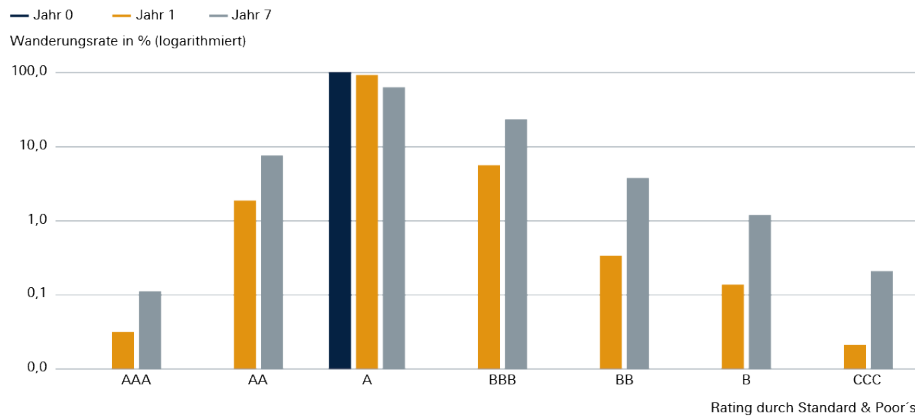
Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017

¹Sowohl die 9-jährige als auch die 10-jährige US-Staatsanleihe handeln zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Beitrags bei etwa 2,4 Prozent. Alle Artikel finden Sie unter <https://deutscheam.com/de/cio-view>



Dies ist besonders für Unternehmensanleihen relevant. So lässt sich präzise einschätzen, wie wahrscheinlich es ist, dass ein Unternehmen mit A-Rating weltweit, innerhalb des nächsten Jahres auf BBB herabgestuft zu wird. Weltweit betrachtet, liegt diese die Wahrscheinlichkeit bei rund 5 Prozent.

Durchschnittliche Rating-Veränderung eines Unternehmens mit A-Rating weltweit (1981-2015)



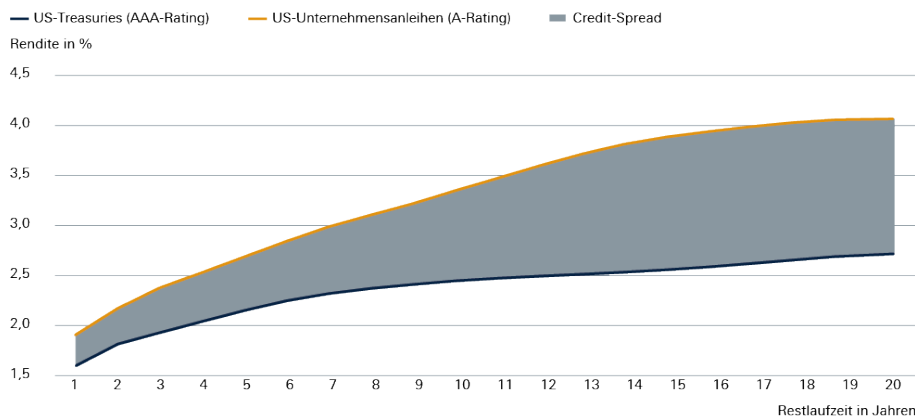
Quelle: Standard & Poor's RatingsDirect, "Default, Transition, and Recovery: 2016 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions"; Stand: 13.04.2017

Die Bewertung von US-Unternehmensanleihen erfolgt anhand von Spreads. Darunter versteht man den Zinsaufschlag von riskanteren Anleihen im Vergleich zu Staatsanleihen mit sehr niedrigem Risiko in derselben Währung, in diesem Fall also US-Treasuries. Zur Abschätzung der zukünftigen Rendite von US-Unternehmensanleihen muss also sowohl die Entwicklung der US-Zinskurve, als auch die der Zinsaufschläge im Laufe der Zeit berücksichtigt werden. So liegen zum Beispiel die Aufschläge für US-Unternehmensanleihen aktuell historisch niedrig. Diese Spreads korrelieren meist negativ mit Staatsanleiherenditen. Wenn etwa die Treasury-Zinskurve flacher wird (zum Beispiel wegen steigender Risiken einer US-Rezession), dann weiten sich tendenziell gleichzeitig die Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen aus. Diese Korrelation kann bisweilen auch positiv werden, beispielsweise wenn die Zinsen in Zeiten eines robusten Wirtschaftswachstums steigen und so die Bilanzen der Unternehmen stärken. Je näher die Fälligkeit einer Anleihe rückt, desto stärker komprimiert sich meist der Abstand. Je kürzer die Restlaufzeit, desto geringer wird die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls des Emittenten, zumindest solange sich sonst nichts ändert.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



Zinsen und Spreads von US-Unternehmensanleihen (A-Rating)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 30.11.2017

Das wäre es eigentlich auch schon, nur bei komplexeren Finanzinstrumente sind noch einige Eigenheiten zu berücksichtigen. Mit den hier vorgestellten Methoden lassen sich fundierte Annahmen zur zukünftigen Rendite einer ganzen Reihe festverzinslicher Anlagen treffen. Nachfolgend finden Sie unsere Renditeannahmen über einen Zeithorizont von sieben bis zehn Jahren. Dabei wird davon ausgegangen, dass die Anleger die entsprechenden Renten bis zum Ende der Laufzeit halten.

Langfristige Ertragsannahmen bei Renten

Anlageklasse	Erwartete Rendite (in %)
Eurozone Staatsanleihen ¹	0,7
Eurozone Unternehmensanleihen ¹	1,2
Euro-Hochzinsanleihen	2,7
US-Treasuries ¹	2,1
US-Unternehmensanleihen ¹	3,0
US-Hochzinsanleihen	3,6
Externe Schwellenländer-Staatsanleihen ²	5,1

Quelle: Multi Asset Group, Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 30.11.2017

¹Restlaufzeit: 5-7 Jahre

²JP Morgan EMBI Global Composite Index

Aktienerrträge

Bei der Berechnung von Aktienerrträge verlassen sich Aktienanleger gern auf den historischen Durchschnitt. Ausgangspunkt sind dabei in der Regel die Zinsen auf langfristige Staatsanleihen. Diese werden als Kennziffer für den risikolosen Zins des jeweiligen Landes herangezogen, in dem die zu untersuchenden Aktien notiert sind. Anhand des risikolosen Zinses und der im historischen Durchschnitt deutlich höheren Aktienerrträge, wird dann die implizierte Risikoprämie für Aktien berechnet und als Grundlage für zukünftige Ertragsannahmen verwendet.

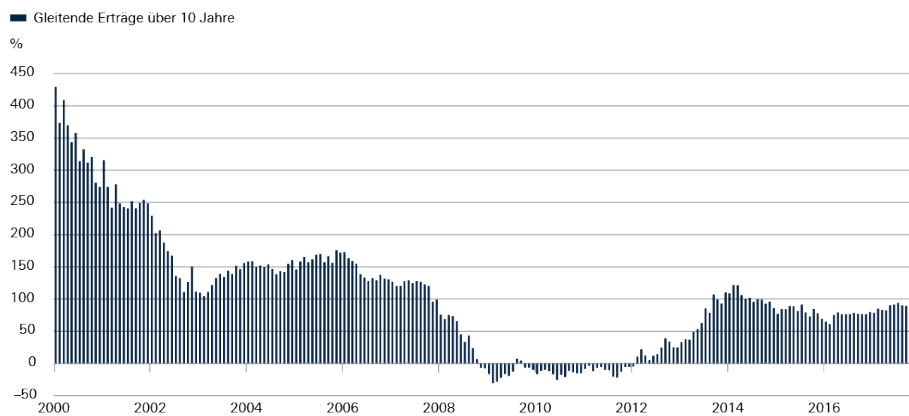
Dies würde bedeuten, dass es sich langfristig immer lohnt, Aktien zu halten. Die Erfahrung zeigt aber, dass es durchaus 10-Jahresperioden mit einer Aktienrendite von null oder sogar im negativen Bereich geben kann, wie das folgende Diagramm zeigt. Also braucht man einen anderen Ansatz, um realistischere

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



und genauere Annahmen künftiger langfristiger Aktienrenditen zu einem bestimmten Zeitpunkt zu ermitteln.

Gleitende Erträge über 10 Jahre (S&P 500)



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG; Stand: 30.11.2017

Wie bei einer Anleihe, können auch die erwarteten Erträge einer Aktie in ihre einzelnen Bestandteile zerlegt werden. Ein Aktionär eines Unternehmens hat schließlich ein Anrecht auf dessen künftige Mittelzuflüsse. Der Wert einer Aktie entspricht dem diskontierten Barwert dieser Mittelzuflüsse. Die Wertermittlung lässt sich aber auch analog zu der von Anleihen vornehmen. Wenn es dem Unternehmen gut geht, winken Ihnen als Aktionär einerseits während des Anlagezeitraums Dividenden sowie eventuell auch noch Kursanstiege, falls Sie eines Tages verkaufen. Kursänderungen und Dividenden bestimmen also gemeinsam die erwarteten Erträge. Der Knackpunkt: auch der Aktienkurs von morgen hängt von künftigen Dividenden ab, sowie von Kursänderungen, die erst danach erfolgen. Bei einem ausreichend langen Zeithorizont tendiert das Gewicht der Kurskomponente in dieser Berechnung des Werts gegen null. Da Unternehmen im Prinzip endlos bestehen können, ist es naheliegend, den Wert ihrer Aktien schlicht als Funktion der aktuellen Dividenden, der künftigen Dividendenwachstumsraten und des, von den Anlegern angewendeten, Abzinsungsfaktors zu betrachten.

Aber fehlt hier nicht etwas? Was ist mit Aktienrückkäufen, eine inzwischen vor allem in den Vereinigten Staaten übliche Methode, Aktionären Geld zurückzugeben? Nun, sowohl unsere eigenen Analysen, als auch andere Studien, kommen zu dem Ergebnis, dass langfristig der Rückkauffeffekt durch den Verwässerungseffekt in der Regel mehr als ausgeglichen werden kann. US-Firmen geben per Saldo mehr neue Aktien aus, als sie zurückkaufen, wie Bernstein und Arnott (2003) nachgewiesen haben.

Schon allein wegen dem Verwässerungseffekt dürfte der reale Gewinn pro Aktie auf lange Sicht höchstens parallel zum realen Bruttoinlandsprodukt pro Kopf steigen. Das gilt dann natürlich auch für die Dividenden, die aus den Firmengewinnen bezahlt werden. Neben dem Verwässerungseffekt sprechen noch zwei weitere Gründe für diese These. Ein erheblicher Teil des Wirtschaftswachstums entsteht durch Unternehmensgründungen, die noch nicht an der Börse sind – Börsenanleger sind aber nur am Wachstum bestehender Unternehmen beteiligt.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



Drittens investieren Unternehmen ihre Gewinnrücklagen häufig zu vergleichsweise niedrigen Renditen. Firmenvorstände haben reichlich Spielraum, wie sie die überschüssigen Geldmittel des Unternehmens einsetzen – nicht immer unbedingt im Interesse der Aktionäre.

Historische Daten und makroökonomische Berechnungen erleichtern die Einordnung dieser Effekte in den verschiedenen Regionen. Um unsere Ergebnisse für Aktien auch mit Anleihen vergleichen zu können, berücksichtigen wir noch eine Inflationskomponente. Diese wird für die Industrieländer von 10-jährigen Inflationsswaps abgeleitet. Für Schwellenländer verwenden wir die Inflationsprognosen des Internationalen Währungsfonds. Schließlich wissen wir aus Erfahrung, dass Gewinnmargen in einzelnen Jahren äußerst volatil sein können und dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf lange Sicht zum Mittel zurückkehrt. Daher verwenden wir ein konjunkturbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE), das von Robert Shiller, einem US-Ökonom und Professor für Wirtschaftswissenschaften, populär gemacht wurde. Dies ermöglicht, wahrscheinliche Bewertungsänderungen über einen längeren Prognosezeitraum hin zu berücksichtigen.

Unsere so ermittelten Ertragsannahmen, über einen Zeithorizont von sieben bis zehn Jahren, liegen noch immer deutlich über den Renditen lang laufender Staatsanleihen. Aus globaler Sicht bieten Aktien weiterhin einen deutlich positiven Risikoaufschlag. Die erwarteten Renditen für Industrieländer liegen alle relativ eng beieinander. Bei den Schwellenländern könnte Lateinamerika profitieren, sollten die aktuell komprimierten Gewinne und Bewertungen zum historischen Mittel zurückkehren. Asien (exklusive Japan) erscheint fair bewertet und dürfte weiter solides Gewinnwachstum aufweisen.

Langfristig erwartete Aktienrenditen (10-jähriger Anlagehorizont, alle Indizes in Lokalwährung)				
	MSCI USA	Industrieländer MSCI Europe	MSCI Japan	Schwellenländer MSCI Emerging Markets
Dividendenrendite	2,0	3,1	1,9	3,0
Reales Gewinnwachstum	2,5	1,2	2,1	2,0
Trend Gewinnwachstum	3,2	1,0	2,3	1,6
Einbehaltene Gewinne	1,9	1,4	1,9	2,4
Bewertungseffekt (KGV)	-0,7	-0,1	0,0	0,7
Reale Gesamtrendite	3,8	4,2	4,0	5,8
Inflation	2,1	1,5	0,3	3,9
Nominale Gesamtrendite	5,9	5,7	4,3	9,7*

Quelle: Multi Asset Group, Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 30.11.2017
*Nicht bereinigt um Risiken der Schwellenländerwährungen

Dieselbe Methode kann auch auf börsengehandelte Alternative Anlagen wie Real Estate Investment Trusts (REITs) oder Infrastrukturunternehmen angewendet werden. Die Renditekomponenten bleiben gleich und werden lediglich anders gewichtet. So bieten REITs zum Beispiel hohe Dividendenrenditen (um die 4 Prozent), aber beinahe keine Gewinnrücklagen, da sie aufgrund rechtlicher Vorgaben ihre Mieteinkünfte verteilen müssen. Die sich so ergebenden jährlichen Renditeannahmen liegen für globale REITs bei 5,8 Prozent, für globale Infrastruktur bei 6,4 Prozent.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



Rendite Alternativer Anlagen

Für Alternative Anlagen im Allgemeinen, berechnen wir unsere Renditeannahmen durch die Kombination von statistischer Analyse und unseren Renditevorhersagen für traditionelle Anlageklassen. Für Hedgefonds verwenden wir ein faktorbasiertes Modell. Dafür untersuchen wir anhand der in der Praxis am häufigsten verwendeten Datenbank von Hedge Fund Research (HFR), welche Einflussfaktoren für vergangene Erträge ausschlaggebend waren. Die Renditen verschiedener Arten von Hedgefondsstrategien schwanken stark in Abhängigkeit von breiteren Finanzmarktrends. Aus diesem Grund berücksichtigen unsere Einschätzungen, wie gerade die Gesamtlage am Markt ist – im Fachjargon Regime genannt. So leiden zum Beispiel bestimmte Aktienstrategien besonders unter Finanzmarkturbulenzen, während sich Makrostrategien als relativ robust erwiesen haben. Aufgrund unserer Berechnungen erwarten wir bei einem breit angelegten Hedgefonds-Portfolio auf lange Sicht eine jährliche Rendite von 2,7 Prozent. Ein anderes wichtiges Ergebnis ist die große Bandbreite der Erträge je nach Strategie und Fondsmanager. Fonds- und Gebührenstrukturen spielen ebenfalls eine wesentliche Rolle. Insgesamt ist aber festzuhalten, dass die selektive Beimischung von Hedgefonds-Anlagen zur Diversifizierung und Risikoanpassung von Mult-Asset-Portfolios beitragen kann.

Bei Rohstoffen rechnen wir auf lange Sicht mit einer Rendite von 3,6 Prozent pro Jahr. In Rohstoffe investieren, bedeutet Terminkontrakte, auch Futures genannt, zu kaufen. Dabei wird beim Kauf eine Vorschusszahlung zur wechselseitigen Absicherung fällig. Auf diese Zahlung erhält der Anleger Zinsen, deren Niveau sich typischerweise an dem von risikofreien Staatsanleihen orientiert. Dazu addieren wir lediglich unsere langfristigen Annahmen für die US-Inflation. Dieser Ansatz ist in mehrfacher Hinsicht etwas vereinfachend. Einerseits ignoriert er die Möglichkeit eines Anstiegs (zum Beispiel aufgrund von Verknappung) oder Rückgangs der Rohstoffpreise (durch Produktivitätsfortschritte) über einen langen Zeitraum. Er besagt letzten Endes, dass die realen Rohstoffpreise auf lange Sicht konstant bleiben werden. Andererseits nimmt diese Methode aus der Form der Futureskurve weder Gewinne noch Verluste an. Sobald ein Terminkontrakt verfällt, muss er mit einem neuen ersetzt werden. So ergeben sich in der Regel kleine Gewinne, aber bei Turbulenzen an den Rohstoffmärkten können auch deutliche Verluste entstehen. Ilmanen (2011) untersucht beispielsweise die verschiedenen Komponenten der Erträge für den S&P GSCI Index seit 1969. Er kommt zu dem Ergebnis, dass die kumulierten Gewinne ab 1970 durch die Verluste von Kontrakten, die Ende der 2000er Jahre verfielen, völlig aufgezehrt wurden. Daher verwenden wir bei unserer langfristigen strategischen Assetallokation die geschilderte, vereinfachte Methode. Für eine taktische Assetallokation mit einem kürzeren Zeithorizont sind andere Methoden vielleicht besser geeignet.

Für Wandelanleihen verwenden wir das Mittel unserer Renditeannahmen für Aktien und Anleihen und bereinigen dieses um die Kosten der Währungsabsicherung. Einen einfachen Mittelwert zu verwenden erscheint angemessen, da eine

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



ausgewogene Strategie für Wandelanleihen eine Aktiensensitivität um 50 Prozent anstrebt. Insgesamt rechnen wir für Wandelanleihen aktuell mit einem langfristigen Ertrag von 4,4 Prozent.

Schließlich soll noch eine Alternative Anlage erwähnt werden: Kredite von US-Banken an zumeist stark fremdfinanzierte Unternehmen. Heute werden derartige Kredite in der Regel auf große Gruppen institutioneller Anleger syndiziert. Die Kupons für fremdfinanzierte Kredite sind im Gegensatz zu den meisten anderen US-Schuldtiteln variabel. Diese Kredite werden zudem meist durch die Sachanlagen des Unternehmens besichert, was zu attraktiven risikobereinigten Erträgen verhelfen kann. Unsere strategische Renditeberechnung für syndizierte US-Bankenkredite von 5,4 Prozent basiert auf zwei transparenten Bausteinen, nämlich den Zinsen auf kurz laufende US-Staatsanleihen und einem Aufschlag auf Basis des langfristigen durchschnittlichen Kreditspreads.

Schlussfolgerungen

Seit einigen Jahren müssen Anleger mehr Risiken eingehen als früher, auch über ihre Komfortzone hinaus. Der methodologische Rahmen für unsere langfristigen Renditeannahmen erklärt warum. Durch ihr Anleihekaufprogramm (Quantitative Easing) haben die Zentralbanken die Rendite lang laufender Staatsanleihen nach unten gedrückt, die normalerweise als Anhaltspunkt für den risikofreien Zins eines Landes herangezogen wird. Dies führt unter anderem dazu, dass zum Aufbau eines Portfolios mit positiven erwarteten Erträgen heute wesentlich mehr Risiko eingegangen werden muss als früher. In den nächsten Monaten werden wir diese Analyse weiter ergänzen.

Quellen:

Bernstein, W.J. and Arnott, R.D. (2003): "Earnings growth: The two percent dilution." *Financial Analysts Journal*, no. 59.5, pp. 47-55

Bauer, M.D. and Rudebusch, G.D. (2015): "Resolving the Spanning Puzzle in Macro-Finance Term Structure Models", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper

Campbell, J.Y. and Shiller, R.J. (1991): "Yield Spreads and Interest Rate Movements: A Bird's Eye View", *Review of Economic Studies*, no. 58.3, pp. 495-514

Cazalet, Z. and Zheng, B. (2014): "Hedge Funds in Strategic Asset Allocation", White Paper, no. 11, Lyxor Asset Management

Cochrane, J.H. and Piazzesi, M. (2005): "Bond Risk Premia", *American Economic Review*, no. 95.1, pp. 138-60

Dai, Q. and Singleton, K.J. (2008): "Expectation Puzzles, Time-Varying Risk Premia, and Dynamic Models of the term structure", NYU Working Paper, no. S-AM-00-01

Diebold, F.X. and Li, C. (2006): "Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields", *Journal of Econometrics*, no. 130.2, pp. 337-365

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



Diebold, F.X. and Rudebusch, G.D. (2013): "Yield Curve Modeling and Forecasting: The Dynamic Nelson-Siegel Approach", Princeton University Press

Fernandez, P.L. and Fernandez Acin, I. (2014): "Market Risk Premium used in 88 countries in 2014: A survey with 8,228 answers", SSRN Working paper

Fama, E.F. and Bliss, R.R. (1987): "The Information in Long-Maturity Forward Rates", American Economic Review, no. 77.4, pp. 680-692

Fama, E.F. (2004): "The Behavior of Interest Rates", CRISP Working Paper No. 553

Mehra, R. and Prescott, E.C. (1985): "The equity premium: A puzzle", Journal of monetary Economics, no. 15.2, pp. 145-164

Ibbotson, R. G. and Chen, P. (2003): "Long-run stock returns: Participating in the real economy", Financial Analysts Journal, pp. 88-98

Ilmanen, A. (1995): "Time Varying Expected Bond Returns in International Bond Markets", Journal of Finance, no. 50.2, pp. 481-506

Ilmanen, A. (2011): "Expected returns: an investor's guide to harvesting market rewards", John Wiley & Sons

Koopman, S.J. and van der Wel, M. (2014): "Forecasting the U.S. Term Structure of Interest Rates Using a Macroeconomic Smooth Dynamic Factor Model", Journal of Applied Econometrics, no. 29, pp. 65-90

Nelson, C. and Siegel, A.F. (1987): "Parsimonious Modeling of Yield Curves", Journal of Business, no. 60, pp. 473-489

Stambaugh, R.F. (1988): "The Information in Forward Rates: Implications for Models of the Term structure", Journal of Financial Economics, no. 21.1, pp. 41-70

Svensson, L.E.O. (1994): "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994", IMF Working Paper, no. 94.114, pp. 1-49

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



Glossar

Future

Ein standardisierter Vertrag mit einer Gegenpartei, ein Wertpapier in der Zukunft zu einem heute definierten Preis zu kaufen / verkaufen.

Internationaler Währungsfonds (IWF)

Sonderorganisation der Vereinten Nationen, die die internationale Zusammenarbeit in der Währungspolitik und stabile Wechselkurse fördert

J.P. Morgan EMBI Global Diversified Composite

Index, der Dollar-denominierte Staatsanleihen von ausgewählten Schwellenländern abbildet

Korrelation

Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst

Kreditausfallrisiko

Stellt das vorhandene Ausfallrisiko von Forderungen gegenüber einem Kreditnehmer dar

Quantitative Easing/ Lockerungsmaßnahmen (QE)

Lockerung der Geldpolitik durch den breiten Ankauf von Wertpapieren, wodurch die Zentralbankbilanz ausgedehnt wird. Dabei kann die Zentralbank sowohl Staatsanleihen als auch andere Wertpapiere wie etwa Anleihen privater Emittenten aufkaufen

S&P GSCI

Rohstoffindex, der die Preisentwicklung von 24 verschiedenen Rohstoffen als Basiswerte von Futures-Positionen abbildet

Spread

Renditedifferenz als Indikator für das erhöhte Risiko eines Investments im Vergleich zu Anlagen bester Bonität

US-Treasuries

US-amerikanische Staatsanleihen

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



Risikohinweise

Investitionen können Anlagerisiken unterliegen, die u.a. Marktfluktuationen, Regulationsänderungen, möglichen Verzug von Zahlungen und Verlust von investiertem Einkommen und Kapital beinhalten. Der Wert der Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Es ist zudem möglich, dass Sie den ursprünglich investierten Betrag zu keinem Zeitpunkt zurück erhalten.

Anlagen im Ausland – Die Länder, in denen diese Anlagen platziert sind, könnten sich als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Zudem wird der Wert von Anlagen in ausländische Wertpapiere oder andere Vermögenswerte durch etwaige Schwankungen in den Wechselkursen beeinflusst und jegliche Restriktion, die zur Verhinderung von Kapitalflucht erlassen wird, könnte es schwieriger oder gar unmöglich machen, ausländische Währung zu wechseln oder zurückzuführen.

Wechselkurs/ Ausländische Währung – Solche Transaktionen umfassen eine weite Bandbreite an Risiken, welche u.a. Währungs- und Abwicklungsrisiken enthalten. Wirtschaftliche oder finanzielle Instabilität, das Fehlen von fristgerechten und/oder zuverlässigen Auskünften über die finanzielle Situation sowie nachteilig verlaufende Entwicklungen politischer oder rechtlicher Natur könnten die Konditionen, Bedingungen, Marktfähigkeit und/oder den Preis einer ausländischen Währung substantiell und nachhaltig verändern. Verluste und Gewinne in ausländische Währung betreffenden Transaktionen werden auch von Währungsschwankungen betroffen sein, wann immer die Notwendigkeit eines Transfers des Produktwertes in eine andere Währung besteht. Zeitonenunterschiede könnten dazu führen, dass mehrere Stunden zwischen einer Zahlung in einer Währung und der kompensierenden Zahlung in einer anderen Währung verstreichen. Relevante Bewegungen in den Wechselkursen während der Abwicklungsperiode könnten eine ernsthafte Aufzehrung potenzieller Gewinne und/oder eine signifikante Erhöhung der Verluste zur Folge haben.

Hochverzinsliche festverzinsbare Wertpapiere – Das Anlegen in hochverzinslichen Anlagen, welche zu einer höheren Volatilität tendieren als festverzinsliche Wertpapiere einer guten Anlagebonität, ist spekulativ. Diese und hochverzinsliche Wertpapiere, welche durch Zinssatzänderungen und der Kreditwürdigkeit der Aussteller beeinflusst werden, beinhalten sowohl zusätzliches Kredit- als auch Ausfallsrisiko.

Hedge Fonds – Eine Anlage in Hedge Fonds ist spekulativ und beinhaltet ein hohes Maß an Risiko. Solche Anlagen sind nur für professionelle Kunden (MiFID Richtlinie 2004/39/EC Anhang II) geeignet. Es kann keine Garantie gegeben werden, dass das Anlageziel eines Hedge Fonds erreicht wird und/oder, dass Anleger ein Teil oder den Gesamtbetrag ihres Anlagevermögens zurückerhalten.

Rohstoffe – Das Verlustrisiko beim Handeln mit Rohstoffen (z.B. Industrierohstoffe wie Gold, Kupfer und Aluminium) kann von

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.
Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



substantieller Natur sein. Der Rohstoffpreis kann substantiellen Schwankungen in kurzen Zeitintervallen unterliegen und durch unvorhersehbare weltweite Politikmaßnahmen (einschließlich Geldpolitik) beeinflusst werden. Des Weiteren könnten die Bewertungen von Rohstoffen anfällig gegenüber solch nachteiliger globaler Entwicklungen in Wirtschaft, Politik und/oder Regulation sein. Vorausschauende Anleger müssen unabhängig die Eignung einer Anlage in Rohstoffen unter Berücksichtigung ihrer eigenen finanziellen Bedingungen und Ziele prüfen. Nicht alle Konzernfirmen oder Tochtergesellschaften der Deutschen Bank Gruppe offerieren Rohstoffe und/oder rohstoffbezogene Produkte und Dienstleistungen.

Anlagen in außerbörslichen Unternehmen sind spekulativ und umfassen signifikante Risiken, u.a. Illiquidität, höheres Verlustpotenzial und fehlende Transparenz. Das Umfeld für Anlagen in außerbörslichen Unternehmen ist zunehmend volatil und kompetitiv. Anleger sollten nur in den Fonds investieren, wenn der Anleger einem Verlust des Gesamtanlagebetrags standhalten kann. Angesichts der Restriktionen bezüglich Zurückziehungen, Transfers und Rückkäufe und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Fonds in keiner Rechtsprechung unter die Gerichtsbarkeit der Wertpapiergesetze fallen, gilt eine Anlage in den Fonds als illiquide. Anleger sollten darauf vorbereitet sein, die finanziellen Risiken ihrer Anlagen über einen unbegrenzten Zeitraum zu tragen.

Anlagen in Immobilien könnten aufgrund einer Vielzahl an Faktoren nach der Akquirierung keine Wertentwicklung erzielen.

Anlagen in Immobilien, die keine Wertentwicklung erzielen, könnten substantielle Ausarbeitungsverhandlungen und/oder Restrukturierung erfordern.

Die Umwelt betreffende Verpflichtungen könnten insofern ein Risiko darstellen, als dass der Besitzer oder der Betreiber des Grundbesitzes haftpflichtig gemacht werden könnte für die Kosten, die bei der Entfernung oder der Sanierung von bestimmten gefährlichen Substanzen auf, unter, in oder um den Besitz herum auftreten. Zudem könnten sich die Länder, sofern Anlagen in Grund- und Hausbesitz im Ausland getätigt werden, als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Schlussendlich könnte auch die Aussetzung gegenüber Schwankungen in Wechselkursen den Wert des Grund- und Hausbesitzes beeinflussen.

Strukturierte Lösungen sind aufgrund ihrer potentiellen Illiquidität, ihrer Optionalität, ihrer Frist zur Zurückzahlung und dem Auszahlungsprofil der Strategie nicht für alle Anleger geeignet. Wir, unsere Konzernunternehmen oder uns oder solchen Konzernunternehmen angeschlossenen Personen könnten: eine Long- oder eine Short-Position in einem Wertpapier, zu dem hier Stellung genommen wurde, bzw. in zugehörigen Futures oder Options unterhalten, Wertpapiere kaufen oder verkaufen, eine Position nehmen, um ein Nachfrager und Anbieter von Wertpapieren zu vermitteln oder sich an anderen etwaigen Transaktionen beteiligen, die solche Wertpapiere betreffen und Provision oder eine andere Kompensation verdienen. Berechnungen von Erträgen auf Instrumente könnten

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



möglicherweise an einen Index oder einen Zinssatz gekoppelt sein. In solchen Fällen könnten die Anlagen möglicherweise nicht für Personen geeignet sein, denen solche Indices oder Zinssätze unbekannt sind und/oder, die nicht in der Lage oder nicht Willens sind, die mit den Transaktionen verbundenen Risiken zu tragen. Produkte, welche in einer Währung gezeichnet sind, die nicht des Anlegers eigene Währung ist, unterliegen Änderungen in Wechselkursen, welche einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder die Rendite der Produkte haben können. Diese Produkte sind möglicherweise nicht schnell realisierbare Anlagen und werden auf keinem regulierten Markt gehandelt.

Zusätzliche Risiken die beachtet werden müssen, umfassen Zinssatz-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwerts-, Rohstoff- und Marktrisiken. Bitte wägen Sie jegliche Risiken vorsichtig ab, bevor Sie eine Anlage tätigen.

Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.

Wichtige Hinweise – Deutschland

Deutsche Asset Management ist der Markenname für den Geschäftsbereich Asset Management der Deutsche Bank AG und deren Tochtergesellschaften. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Deutschen Asset Management anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Deutsche Asset Management, durch die Deutsche Bank AG, ihre Konzerngesellschaften und leitenden Angestellten sowie Mitarbeiter (zusammen die „Deutsche Bank“), hat dieses Dokument in gutem Glauben veröffentlicht.

Dieses Dokument enthält lediglich generelle Einschätzungen, welche auf der Grundlage von Analysen der Deutsche Asset Management Investment GmbH getroffen wurden.

Diese Einschätzungen stellen keine Anlageberatung dar. Sie sind insbesondere keine auf die individuellen Verhältnisse des Kunden abgestimmte Handlungsempfehlung. Sie geben lediglich die aktuelle Einschätzung der Deutsche Asset Management Investment GmbH wieder, die auch sehr kurzfristig und ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Damit ist sie insbesondere nicht als Grundlage für eine mittel- oder langfristige Handlungsentscheidung geeignet.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Wertentwicklungen. Es wird keine Garantie dafür übernommen, dass Prognosen und Ziele tatsächlich eintreffen. Prognosen basieren auf Aufnahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017



Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Deutsche Asset Management Investment GmbH vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden. Dieses Dokument und die hierin enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den Vereinigten Staaten, Großbritannien, Kanada oder Japan sowie seine Übermittlung an US-Residents und US-Staatsbürger sind untersagt.

Die Deutsche Asset Management Investment GmbH vertritt keine bestimmte politische Ansicht. Die Analysen sollen lediglich mögliche Auswirkungen auf Finanzmärkte und makroökonomische Zusammenhänge zu erläutern helfen.

© 2017 Deutsche Asset Management Investment GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: Deutsche Asset Management Investment GmbH,
Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.12.2017