

DIE VERMÖGENSFRAGE

# Sind Vorhersagen ein Fluch oder ein Segen für den Anleger?

Auch Notenbanken mit ihren großen Prognoseabteilungen liegen häufig falsch. Das macht es für den Anleger einfacher, denn dann ist kein Zeitaufwand für das Studium solcher Prognosen nötig. Wichtiger ist ein disziplinierter Anlageprozess und ein gutes Risikomanagement. *Von Rainer Juretzek*

Jetzt ist die Zeit des Jahres, in denen Anleger von den Banken und Investmenthäusern mit Prognosen für Wirtschaft, Währungen, Aktienmärkte und Zinsen überhäuft werden – nicht zuletzt, um damit den Appetit für Investmentlösungen zu stimulieren. Sollten die Vorhersagen aber von Anlegern als Grundlage für seine Vermögensentscheidungen genommen werden? Eine kritische internationale Rundschau in die aktuellen Prognosen gibt Hinweise zu ihrer Entstehung und Interpretation.

Nach einem nicht nur für die Vermögensanlage spannenden Jahr 2016 weisen alle Vorzeichen auf ein weiteres Jahr mit Überraschungen auf wirtschaftlicher, politischer und gesellschaftlicher Ebene. Gefahrenpotential gibt es aus vielen Richtungen, und so stellt sich die Frage, welche Informationen für den Anleger wesentlich und zielführend für eine möglichst erfolgreiche Bilanz am Jahresende sein können. In der Investmentwelt soll eine Vorhersage ein zukünftiges Ereignis bestimmen, das im Rahmen eines Zeitraums einen numerischen Wert beziehungsweise eine Entwicklung genau definiert. Die Akzeptanz von Prognosen ist erstaunlich, liegt aber vielleicht darin begründet, dass Banken und Investmenthäuser ihre Vorhersagen auf einer scheinbar komplexen Vielzahl von Rahmendaten basieren.

Die Deutsche Asset Management definiert ihren traditionell konventionellen Prognoseansatz, indem sie den aktuellen Indexstand als Ausgangspunkt nimmt und diesen mit Einflussfaktoren wie eine erwartete Änderung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) und die erwartete Entwicklung der Unternehmensgewinne

kombiniert. Dabei beeinflussen das Zinsumfeld, die Wachstumsaussichten sowie die Risikoeinschätzungen der Marktteilnehmer das KGV. Und so geht man von erwarteten Aktienrenditen zwischen plus 3,8 Prozent und 7 Prozent aus, wobei Asien und der Stoxx Europe 600 am oberen Ende liegen. Neben einem starken Dollar sieht man auf der Zinsseite global mehrheitlich mäßige Zinssteigerungen. Das ist schlecht für Anleihekurse und damit eher schlecht für Renten-ETFs als für aktiv gemanagte Rentenfonds.

Das wirtschaftliche Prognosen mehr Kunst als Können zu sein scheinen, zeigt die sehr häufig geäußerte Einschätzung, dass dieses Jahr Lohnsteigerungen spürbare Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum haben werden. In ausgewählten Wall-Street-Prognosen für 2017 vom Magazin „Fortune“ schreibt die UBS, dass Lohnsteigerungen das Wirtschaftswachstum bremsen werden, während die Credit Suisse das Gegenteil sieht. Der frühere Vorstandsvorsitzende von General Electric Ian Wilson hat das Dilemma damit beschrieben, dass keine Raffinesse die Tatsache ausmerzen kann, dass unser Wissen auf der Vergangenheit basiert und unsere Entscheidungen die Zukunft beeinflussen.

Die künstliche Intelligenz hat auch bei den Prognosen Einzug gehalten. Das Magazin „Fortune“ hat sich dieses Thema zusammen mit dem Supercomputer IBM Watson vorgenommen, um Millionen von Daten auf mögliche Trends auszuwerten. Die Ergebnisse sind nicht unbedingt kontrovers: ein leicht sinkender amerikanischer Aktienindex S&P 500 von minus 3 Prozent und weitere amerikanische Zinserhöhungen von insgesamt 0,75 Prozent.

Das mag auch mit dem Präsidentenwahlzyklus zusammenhängen, wie an gleicher Stelle Anfang November 2016 beschrieben. Auf den ersten Blick wenig logisch ist bei einer Leitzinssteigerung in Amerika das prognostizierte Erstarren des Euros, was mit einer höheren Inflation in der Eurozone begründet wird. Vielleicht beruhigt auch IBM-Watson's Einschätzung eines um die Marke von 50 Dollar schwankenden Ölpreises und eine neue Welle von Börsengängen bei den Technologieunternehmen. Dann aber sollte der Leser seine Aufmerksamkeit auf eine andere Erwartung richten, kann sie doch empfindliche Auswirkungen haben: Man geht von häufigen Zusammenbrüchen des Internets aus, wie im Oktober das erste Mal bei einer Anzahl von bekannten Websites wie Twitter, Amazon, Spotify und anderen passiert.

Unabhängige Investmenthäuser sind in ihrer Beurteilung häufig erfolgreicher, da mehr persönliche Erfahrungen in die Ergebnisse einfließen dürfen. Von den zehn Prognosen für das Jahr 2016 des Investmentstrategen Bob Doll der amerikanischen Fondsgesellschaft Nuveen Asset Management bestätigten sich mehr als acht. Da kann ein Blick auf seinen Vorsagefundus für dieses Jahr interessant sein. So erwartet er das sechste Mal in Folge ein besseres Abschneiden von Aktien im Verhältnis zu Anleihen am amerikanischen Markt, sieht aber den Höchststand für Aktien im ersten Halbjahr. Nebenwerte, Value-Werte und zyklische Sektoren schlagen Large Caps, Rüstungsunternehmen und Wachstumswerte. Die Sektoren Finanzwerte, Gesundheit und Informatikstechnologie rüßern im Vergleich zu Energie, der Grundstoffindustrie und Versorgungswerten. Aktive Fondsmana-



Wenn es doch so einfach wäre

Illustration Thomas Fuchs

ger werden nach langer Durststrecke wieder erfolgreich sein, denn das aktuell schwierige Anlageumfeld erfordert eine sehr differenzierte Anlagestrategie.

Dies wird von Regina Costello, Geschäftsführerin der unabhängigen Beratungsgesellschaft Ars Pecuniae GmbH, bestätigt, deren Gesellschaft eine flexible Anlagestrategie im Rahmen von Einzeltiteln und unbeachteten Sektoren verfolgt.

Jeffrey Gundlach, Gründer und Chefanlagestrategie des Vermögensverwalters Double Line Capital in Los Angeles ist ein geschätzter Kommentator des Marktgeschehens mit außergewöhnlich validen Prognosen. So prophezeite er schon Anfang 2016, dass Donald Trump Präsident werden würde. Für das Jahr 2017 erwartet er ein moderates Ansteigen von Inflation und Zinsen, während er die 10-jährigen Staatsanleihen in vier Jahren bei 6 Prozent sieht. Hochverzinsliche Anleihen würden durch den Zinsanstieg empfindlich getroffen, da die Risikoaufschläge derzeit zu niedrig sind. Für den Dollar ist er hingegen neutral gestimmt. Er favorisiert internationale Aktienmärkte wie Indien, die Schwellenländer und Japan, aber hält Europa für schwierig aufgrund der anstehenden Wahlen in Frankreich und den Niederlanden. Für den deutschen Zinsmarkt wird es nach seiner Einschätzung stark steigende Renditen bei deutschen Anleihen geben.

Überhaupt scheinen die seit der Finanzkrise gewohnten Kursabhängigkeiten zw-

schen den Anlageklassen nicht mehr zu funktionieren. Nils Jensen von Absolute Return Partners in Großbritannien hat jüngst festgestellt, dass diese Korrelationen in der zweiten Jahreshälfte 2015 aufgeweicht worden sind und erwartet, dass diese Tendenz anhält. Dies würde bedeuten, dass die Märkte zu den traditionellen Regeln zurückfinden, indem Aktien- und Anleihekurse nicht gleichgerichtet steigen oder fallen, sondern im besten Fall gegenläufig reagieren. Dies wird als positiv für das Anlageszenario gesehen.

Die Werthaltigkeit konventioneller Prognosen ist nicht nur bei Anlagestrategen in die Diskussion gekommen. Auch No-

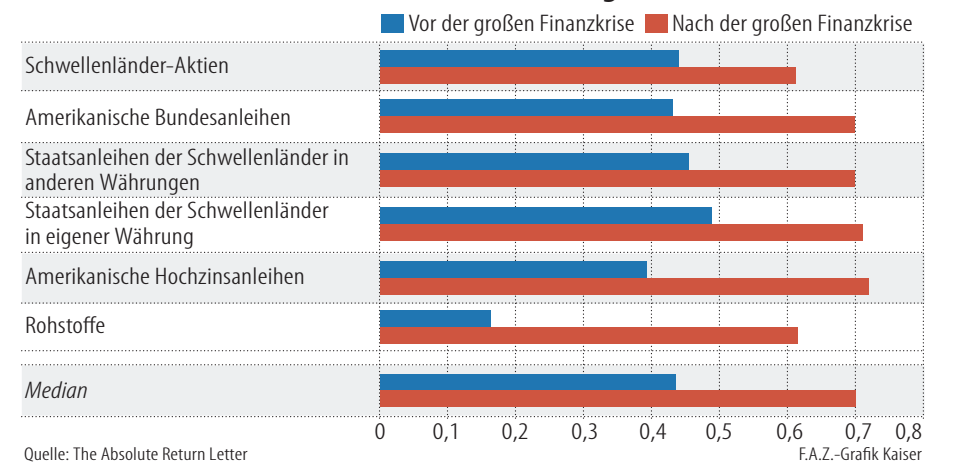
tenbanken, die Stäbe von Wirtschaftswissenschaftlern beschäftigen, liegen mit ihren Einschätzungen häufiger falsch, als dass sie richtig liegen. Das macht es für den Anleger einfacher, denn dann ist kein Zeitaufwand für das Studium solcher Prognosen nötig.

Könnten aber womöglich ungewöhnliche, wenig wahrscheinliche Vorhersagen für ihn relevanter sein? Die dänische Saxo Bank publiziert jedes Jahr ihre etwas anderen Vorhersagen, die schockieren und erstaunen und damit eine Diskussion auslösen sollen. Das vergangene Jahr war reich an für alle Anlagestrategen erstaunlichen Ereignissen, und so sieht man sich auf dem richtigen Weg, eine Vielfalt weiterer extremer Vorhersagen zusammenzustellen. Eine kleine Kostprobe der Prognosen zeigt einige, vielleicht doch nicht so erstaunliche Entwicklungen auf: Man sieht das chinesische Wirtschaftswachstum, und damit chinesische Aktien, durch ein riesiges Konjunkturprogramm in unerwartete Höhen steigen, die Ausfallrate bei amerikanischen Anleihen auf 25 Prozent steigen und damit erhebliche Unternehmenspleiten und Großbritannien keinen Brexit vollziehen. Selbst wenn nicht alle Vorhersagen eintreffen, sollte das Jahr eine sehr hohe Volatilität an den Kapitalmärkten bescheren.

Und so rät nicht nur Nils Jensen, seine Energie nicht auf die guten Neuigkeiten zu verschwenden, sondern sich auf das Risikomanagement zu konzentrieren, um auf unerwartete, negative Nachrichten vorbereitet zu sein. Kein schlechter Rat, aber wie kann man das am besten umsetzen? Zwei Aspekte sollten dabei beachtet werden. In einer Welt der Informationsflut muss unterschieden werden, welche Informationen oder Entwicklungen wichtig sind und was man selbst kontrollieren kann. Die Schnittmenge daraus ist erstaunlich gering; und darauf sollte man sich konzentrieren. Damit kann man viel Zeit und Energie sparen – nicht nur ein Gewinn für die Vermögensanlage. Das ist sicher eine ganz wesentliche Leistung, die eine professionelle Anlageberatung beziehungsweise Vermögensverwaltung zu erbringen hat. Entscheidend ist hier besonders die Prognosegüte, also die Fachlichkeit und Unvoreingenommenheit, mit der sie erstellt wird. Nicht weniger wichtig ist der zweite Aspekt, der aus den Erfahrungen unabhängiger Vermögensverwalter anlegerseitig zu wenig beachtet wird, nämlich ein disziplinierter Anlageprozess. Dieser steht im Kontext der Möglichkeiten der zielgerichteten Informationsbeschaffung und der Einbindung in eine Anlageempfehlung oder in die Anlageentscheidung.

Der Verfasser ist Geschäftsführer der Analytica Finanz Research Beratungsgesellschaft mbH in Bad Homburg.

## Korrelation zwischen den wesentlichen Anlageklassen



## Aktie im Blick: Puma

### Der große Sprung

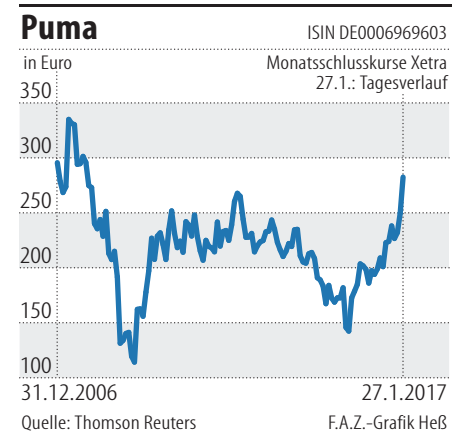
Puma hat immer im Schatten des übergroßen auch in Herzogenaurach beheimateten Konkurrenten Adidas gestanden. Im Umsatz trennen die kleineren Sportartikelhersteller mit der schwarzen Raubkatze im Logo Welten von der fünf Mal größeren Drei-Streifen-Marke; in der Ertragskraft ebenso. Und im Aktienkurs war Adidas zwei Jahre lang auf Höhenflug und mit einem Wertegewinn von 65 Prozent im Jahr 2016 der Primus im Dax. Nicht so zum Jahresauftakt 2017: Adidas schaffte bisher nur ein Plus von knapp 3 Prozent, Puma hingegen legten um 13 Prozent zu und sind so teuer wie seit Herbst 2007 nicht mehr.

Warum nun die Sprünge des Puma? Vorstandsvorsitzender Björn Gulden wird am 9. Februar auf der Jahrespressekonferenz mit für eigene Verhältnisse guten Zahlen aufwarten. Lange musste er die Anleger in einer seit fast drei Jahren währenden Neuausrichtung um Geduld bitten. Die Rückkehr zu einer gewissen Umsatz- wie Ertragsdynamik ist erfolgt, wenn auch immer noch merklich schwächer als die von Adidas, des Marktführers Nike aus dem Vereinigten Staaten und gar des amerikanischen Emporkömmlings Under Armour – bis vor wenigen Jahren hierzulande unbekannt und nun größer als Puma.

Die Erfolge des im Juli 2013 angetretenen Norwegers an der Puma-Spitze geben allerdings auch nie verklungenen Übernahmegerüchten neue Nahrung: Kering, der französische Luxuskonzern und mit 86 Prozent der Mehrheitsaktionär, könnte sich von Puma trennen, kochen die Spekulationen seit zwei Wochen hoch. Mit einer im Aufwind befindlichen Puma scheint kaum ein besserer Zeitpunkt gekommen zu sein, um über einen solchen Schritt nachzudenken. Das ist eine bestehende Logik. Die andere lautet: Was soll Kering noch mit der Beteiligung im Fränkischen? Der Luxuskonzern hat genügend zu tun mit seinen angestammten Geschäften. Die Idee einer zweiten Säule mit sportiven Lifestyle-Angeboten fängt längst nicht

mehr. Hartnäckige Dementis von Verkaufabsichten stoßen bei Marktbeobachtern mittlerweile auf taube Ohren.

„Wir glauben, dass der mögliche Verkauf von Puma durch Kering nur noch eine Frage der Zeit ist“, sagt Zuzanna Pusz von der Berenberg Bank. In einer Studie schreibt sie, dass die Franzosen jetzt wegen des günstigen Zeitpunktes eher dazu bereit seien, weil erstens Pumas Fundamentaldaten nun besser aussehen würden und weil zweitens die Sportartikel-



Analysehaus	Empfehlung	Kursziel
JP Morgan	Neutral	238
Alphavalue	Verkaufen	174
Goldman Sachs	Neutral	242
Bankhaus Lampe	Verkaufen	170
HSBC	Halten	265
Barclays	Untergewichtet	150
Mainfirst	Überdurchschnittlich	295
Macquarie	Neutral	220

Quelle Bloomberg

branche an Schwung gewinnen. Das könnte Puma für Käufer interessant machen. Die Margenverbesserungen dürften die Geräusche um einen möglichen Verkauf wieder lauter werden lassen, sagt auch Andreas Riemann von der Commerzbank. Und für Adrian Rott von der Deutschen Bank liegt

das Kurspotential von 300 Euro im möglichen Ausstieg des Mutterkonzerns begründet. Das sagte Rott am Montag, woraufhin der Kurs um bis zu 6 Prozent auf das aktuelle Niveau von 283 Euro zugelegt hatte.

Kurz zuvor nannte schon Commerzbank-Analyst Riemann einen fairen Wert für den im S-Dax notierten Titel von 300 Euro, sollte Puma mittelfristig im Umsatz auf 4,5 Milliarden Euro zulegen. Für das Jahr 2016 wird ein Volumen von rund 3,6 Milliarden Euro (plus 7 Prozent) erwartet. Die Rendite bezogen auf das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (Ebit) könnte in einigen Jahren 6 Prozent erreichen, nach geschätzten 3,5 Prozent 2016. Zum Vergleich: Adidas kündigte eine Marge von 7,5 Prozent für das abgelaufenen Jahr an, die damit mehr als doppelt so hoch ist.

Viel Luft nach oben scheint aber nicht mehr zu sein. Die Kursziele von 300 Euro sind die höchsten. Die meisten Analysten raten, die Aktie zu halten. Laut Bloomberg sind es elf; jeweils nur vier Beobachter raten zum Kauf oder Verkauf. Kering indes kann nichts Besseres widerfahren, als dass Gerüchte den Puma-Kurs beflügeln. Die stoßen allein schon deshalb auf fruchtbaren Boden, weil der Markt mit gerade einmal 14 Prozent Streubesitz eng ist. So hat sich der Börsenwert des Unternehmens auf mittlerweile 4,3 Milliarden Euro hochgeschaukelt; vor einem Jahr waren es nur 2,8 Milliarden Euro.

Gerüchte handelten schon vor längerem etwa vom Interesse eines Konsortiums aus Singapur, hinter denen Chinesen vermutet wurden. Schließlich sind Waren mit der schwarzen Raubkatze in Asien besonders beliebt. Auch strategische Investoren wie das amerikanische Mode- und Sportunternehmen VF Corp. mit North Face, Timberland, Lee, Wrangler und Nautica werden gerne als potentieller Käufer genannt. Expertise hat das Konglomerat für eine weitere 14. Marke genug, die so weitgehend selbständig auf Marge getrimmt werden können. Das würde auch besser passen, als weiterhin ein Fremdkörper bei Kering zu sein. RÜDIGER KÖHN



# Ihr Bild auf Seite 1

## Das sind die Sieger der Titelbildwahl 2016

Auch 2016 haben wieder die Leserinnen und Leser an der Abstimmung über das beste Titelbild des Jahres teilgenommen. 56 Motive standen zur Auswahl. Das Ergebnis steht nun fest. Ende des Jahres werden wir wieder fragen: Welches ist Ihr Lieblingsbild?

Die Top Ten 2016 finden Sie unter [www.faz-titelbildwahl.de](http://www.faz-titelbildwahl.de)

Foto: Schatzkammer/Photo Pink Photo; With You Were Here von Storm Thorgerson; Illustration: Aktive und Oblique von Mark Wein und Norman Majczak für WOCOE; "Shine E. Neumann", Ehrenbürgerin von Norman Mergo für die Satire-Zeitschrift MAD.