

PRIOPARTNERS



AK Nr. 17

Zürich, 13. Januar 2020

Der gordische Renditeknoten

Stellen Sie sich vor, dass Sie in der Wüste gestrandet sind. Je länger Sie nach einem Weg heraussuchen, desto verzweifelter und durstiger werden Sie. Nun meint es das Schicksal gut mit Ihnen und Sie treffen auf einen pfiffigen Unternehmer, der sich auf das Angebot von Wasser in der Wüste spezialisiert hat. Wieviel sind Sie bereit für eine Flasche Wasser zu bezahlen? Nun – Sie werden den Preis zahlen, den der Händler verlangt. Denn sonst verdursten Sie. Das knappe Angebot und Ihre Notsituation lassen Ihnen keine Wahl. Nun stellen Sie sich vor, dass Sie nicht alleine nach Wasser suchen. Ein Bieterwettbewerb entfacht und die Angebote steigen weit über das, was üblich wäre. So oder so ähnlich erscheint einem heutzutage der Kapitalmarkt. Überall dort wo eine Restrendite vermutet wird, entbrennt ein Bieterwettbewerb um das rare Gut.

Im klassischen Portfoliokontext von Liquidität, Anleihen und Aktien stellt sich der Bieterwettbewerb aktuell wie folgt dar: Liquidität wird durch Negativzinsen unsittlich bedrängt. Der Anleihenmarkt in EUR, CHF oder GBP ist leergefegt und rentiert überwiegend negativ. In USD gibt es weiterhin Restposten, deren Attraktivität jedoch ebenfalls gelitten hat. Und für die «Mutigen» gibt es wie immer noch Anleihen von Schwellen- und Entwicklungsländern. Nur wer unbedingt muss kauft Anleihen, denn wer «sichert» sich schon gerne negative Renditen – und das vor Inflation? Bleiben Aktien. Aktien sind in dem Sinne interessant, als dass die Bestimmung des intrinsischen Werts einer Aktie dehnbar ist. Je nach Annahme können Anleger fast jeden Preis rationalisieren – *der gordische Renditeknoten*. Damit meinen wir die uns und alle Investoren umtreibende Frage nach dem Bewertungsniveau von Aktien. Sind diese nun teuer oder nicht?

Teuer oder nicht teuer – das ist hier die Frage

Als Ausgangspunkt zu dieser Fragestellung ein Zitat von Warren Buffett aus seinem Interview mit CNBC vom 6. Mai 2019:

“I think stocks are ridiculously cheap ... if you believe that 3% on the 30-year bonds makes sense...”

Warren Buffett on 6th May 2019

Dabei bezieht sich Buffett auf die Rolle, die der Zins in den Bewertungsmodellen von Anlegern spielt. Sinken die Zinsen, dann steigen die Bewertungen – und zwar deutlich.¹ Seit seiner Aussage sind die Zinsen auf 30-jährige US Staatsanleihen weiter gefallen und notieren aktuell bei 2.3%. Wir wollen nicht spekulieren, wie sich die Zinsen genau entwickeln, wagen jedoch folgende Aussage: Bis auf Weiteres bleiben Zinsen niedrig. Die Welt *scheint* aufgrund der hohen Verschuldungsniveaus der öffentlichen Haushalte höhere Zinsen schlicht nicht zu vertragen. Gleichzeitig *scheint* Kapital in einer von Zentralbanken dominierten Finanzwelt nicht mehr der limitierende Faktor. So *scheint* bis auf Weiteres ein Fortschreiben des Niedrigzinsumfelds das Grundscenario der meisten Anleger zu sein. Unterstützung findet diese Sicht durch eine kürzlich von der Harvard Universität veröffentlichten Studie², die von langfristig tiefen bis negativen Zinsen ausgeht.

Wenn dem so ist, dann rückt der Bieterwettbewerb um die letzten Renditequellen weiter in den Vordergrund. Der Druck und die Zahlungsbereitschaft sind hoch. Die Kernfrage dabei lautet – zu Recht?

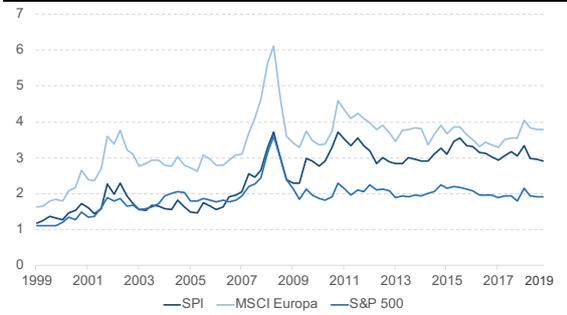
¹ Siehe hierzu auch unseren AK Nr. 1 – *Was ist was wert?* vom 11.05.16 und AK Nr. 5 – *Elementare Fragen* vom 10. Mai 2017.

² Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G, and the ‘Suprasecular’ Decline, 1311–2018.

Eine einfache Annäherung ist die Dividendenrendite, die über die letzten 20 Jahre relativ stabil geblieben ist. Aktuell tendiert die Dividendenrendite bei 2% für den US Markt, 3% für den Schweizer Markt und 4% für den Europäischen Aktienmarkt.

Attraktive Ernten in der Renditewüste

Dividendenrendite in %, SPI, MSCI Europa, S&P 500

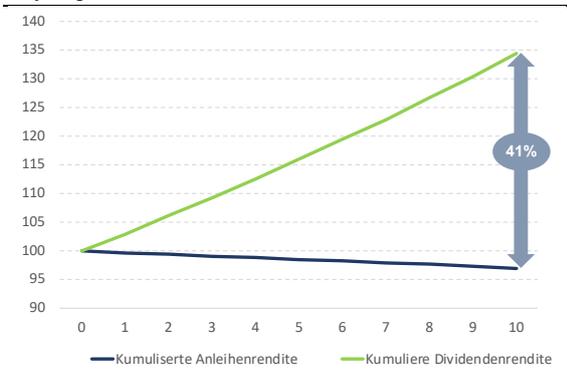


Quelle: Prio Partners, Bloomberg

Wenn man für die nächsten 10 Jahre ähnlich hohe Dividendenrenditen annimmt, ergibt sich ein gigantischer Renditeunterschied zu negativ rentierenden Anleihen oder Cash. Im Beispiel haben wir die Dividendenrendite des Schweizer Aktienmarkts von 3% angenommen und diese mit dem aktuellen Negativzins auf Schweizer Franken von -0.75% verglichen. Der kumulierte Renditeunterschied über 10 Jahre beträgt 41%. Ein durchaus attraktives Angebot.

Gigantischer Renditeunterschied?

10-jährige Anleihen- vs. Dividendenrendite



Quelle: Prio Partners, Bloomberg

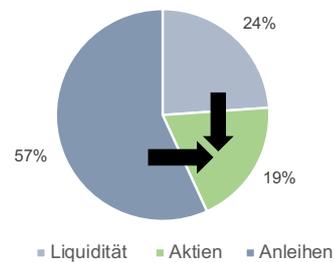
Natürlich ist dieses Angebot nur dann attraktiver, wenn Aktien in diesem Zeitraum nicht um mehr als 41% korrigieren. Aber Risiken gibt es immer und der beste Schutz dagegen ist zu wissen was man tut. Man fühlt sich deutlich besser, wenn man weiss, was man besitzt, wenn alle Märkte korrigieren, und handelt dann rationaler. Vor allem scheinen überlegene Geschäftsmodelle von gut und profitabel geführten Unternehmen weiterhin das Mass aller Dinge zu sein. Ein Beispiel: Eines unserer Portfoliounternehmen, das wir als Unternehmung mit der Lizenz zum Gelddrucken bezeichnen, ist Partners

Group. In der jüngeren Kapitalmarktgeschichte der Schweiz ist Partners Group wohl *die* Erfolgsgeschichte. Die im Jahr 1996 gegründete Private Equity Gesellschaft hat mittlerweile einen Börsenwert von CHF 24 Milliarden – Tendenz steigend. Mit einem jährlichen Wachstum von über 10% und einer Eigenkapitalrendite von über 30% erwirtschaftet Partners Group für seine Aktionäre erfreuliche Renditen. So gibt es am Markt weiterhin viele Unternehmungen, die gut geführt sind und bei niedrigem Verschuldungsgrad hohe Renditen erzielen.

Wenn man sich zudem die jeweilige Grösse der Vermögensklassen ansieht, dann wird deutlich wie «klein» der globale Aktienmarkt (19%) im Vergleich zu Anleihen und Liquidität (81%) ist.

Die globale «liquide» Vermögenslandschaft

100% = USD 378'400 Milliarden



Quelle: Prio Partners, The Money Project

Es «jagen» sozusagen vier unrentable Geldeinheiten (Anleihen und Liquidität) eine attraktive Renditeeinheit (Aktien). Entsprechend ist die Zahlungsbereitschaft für rentierende Vermögenswerte hoch.

Fazit

Nach einer über 10 Jahre andauernden Aktienhausse und einem herausragenden Aktienjahr 2019 stehen die meisten Aktienmärkte an oder nahe ihrer Allzeithochs. Die Bewertungsniveaus sind im Vergleich zu historischen Standards hoch. Gleichzeitig befinden wir uns in der zuvor beschriebenen Renditewüste und stehen inmitten eines Bieterwettbewerbs um die verbliebenen Renditequellen. Das Wirtschaftsumfeld und die Zentralbankpolitik sind weiterhin unterstützend. Entsprechend bleiben Aktien attraktiv. Die sich immer wieder bietenden Marktchancen durch vorübergehende geopolitische Spannungen oder unternehmensspezifische Probleme schliessen sich jedoch aufgrund des gestiegenen Konkurrenzkampfs um Rendite immer schneller. Entsprechend sind eine klare Strategie und Handlungsstärke bei sich bietenden Opportunitäten gefragt.

PC