

Geringere Anlageerträge – die neue Normalität von morgen.

Vorsorgeeinrichtungen stehen in den kommenden Jahren vor besonderen Herausforderungen. Aufgrund der demografischen Entwicklung werden sich die Verpflichtungen gegenüber den Versicherten erhöhen. Zusätzlich ist davon auszugehen, dass die Anlageerträge fortan tiefer ausfallen werden als in der Vergangenheit. Dabei kommt der Entwicklung der Zinsen eine besondere Bedeutung zu. Diese beeinflussen nicht nur die Anlageerträge von Obligationen, sondern sämtlicher Anlageklassen.

«Prognosen sind immer schwierig, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen.» Dieses Zitat, welches je nachdem Karl Valentin, Mark Twain oder Niels Bohr zugeschrieben wird, hat nichts von seiner Aktualität eingebüsst. Gerade 1-Jahres-Börsenprognosen sind nicht nur schwierig, sondern grenzen ans Unmögliche. Zu viele unvorhersehbare Entwicklungen können die Anlagerendite innerhalb eines Jahres beeinflussen. Anleger sollten daher eine Anlagestrategie jährlich überprüfen, aber niemals auf ein Jahr festlegen. Bei der Definition der Anlagestrategie stehen neben der (bekannten) Sollrendite vor allem Ertrags- und Risikoschätzungen verschiedener Anlageklassen im Zentrum.

Als Basis für die Schätzung zukünftiger Anlageerträge dienen oft historische Daten. Dabei fällt auf, dass über einen Anlagehorizont von zehn Jahren die historischen Renditen von Schweizer Aktien und Obligationen erstaunlich robust waren. Seit 1926 betrug die historische Rendite von Schweizer Aktien – bis auf wenige Ausnahmen – zwischen 6 und 10 Prozent pro Jahr. Tiefer waren die Werte nur in den 60er- und 70er-Jahren sowie zu Beginn dieses Jahrtausends. Für Schweizer Obligationen belief sich die Rendite über einen 10-Jahres-Horizont fast ausnahmslos auf 3 bis 6 Prozent jährlich. (Quelle: Banque Pictet & Cie SA, «Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926–2014»). Für den Aktienmarkt sind solche Renditen in den kommenden Jahren sehr optimistisch, für den Obligationenmarkt gar unrealistisch. Hauptgrund hierfür ist der Rückgang des risikolosen

Zinssatzes. Wir erwarten, dass dieser in den kommenden fünf bis zehn Jahren nicht das Niveau vergangener Zinszyklen erreichen wird. Einige Gründe dafür werden im Folgenden erläutert.

Demografie.

Eine alternde Bevölkerung ist in vielen Industrieländern eine Tatsache. Der Anteil berufstätiger Personen wird in den nächsten Jahrzehnten laufend abnehmen. Die Partizipationsrate am Arbeitsmarkt sinkt. Ohne enorme Produktivitätssteigerungen reduziert sich auch das Wirtschaftswachstum pro Kopf. Aufgrund des engen Zusammenhangs zwischen realem Wirtschaftswachstum und realen Zinsen werden Letztere tief bleiben.

Steigende private Sparquote.

Die staatliche Altersvorsorge gelangt in ihrer heutigen Form immer mehr an ihre Grenzen. Zukünftige Verpflichtungen gegenüber den Versicherten werden aufgrund der demografischen Entwicklung zunehmen, Anlageerträge aber tiefer ausfallen als bisher. Damit stellt sich die Frage nach der Finanzierbarkeit. Leistungskürzungen in der Altersvorsorge sind in der Bevölkerung unpopulär. Dies ist auch Politikern bewusst. Sie über-

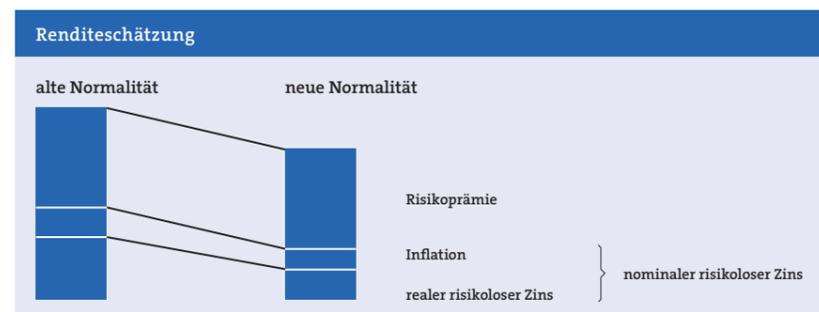
lassen die notwendigen Reformen lieber ihren Nachfolgern. Trotzdem führt kaum ein Weg an Kürzungen vorbei. Um diesen negativen Einkommenseffekt im Alter zu kompensieren, dürfte die private Sparquote ansteigen und der Anteil des Konsums am Erwerbseinkommen sinken. Dies bremst das reale Wirtschaftswachstum. Die realen Zinsen bleiben tief.

Tieferes Potenzialwachstum erwartet.

Die Erwartung eines tieferen Potenzialwachstums führt dazu, dass die Investitionstätigkeit sinkt. Damit führt allein der Glaube an ein künftig tieferes Potenzialwachstum im Sinn einer selbsterfüllenden Prophezeiung zu eben diesem und damit zu niedrigeren risikolosen Zinsen.

Hohe Staatsverschuldung.

Viele Industrienationen kämpfen mit einer hohen Staatsverschuldung. Diese reduziert ihre finanzielle Flexibilität, in einer wirtschaftlichen Wachstumsschwäche das Staatsbudget zu erhöhen und dadurch für zusätzliche Nachfrage zu sorgen. Es liegt mehr denn je an den Zentralbanken, die Wirtschaft über den Zinskanal zu stimulieren. Der Effekt dieser Rollenverschiebung – weniger Staat, mehr Zentralbank – zeigt beispielhaft das

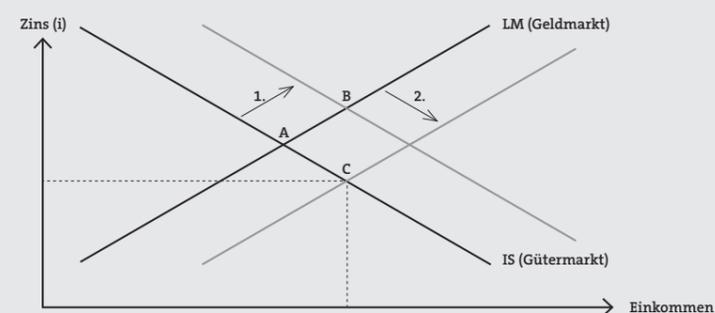


IS-LM-Modell (Investment-Saving/Liquidity Preference-Money Supply). Trotz zunehmender Modellkritik gilt es nach wie vor als Grundlagenmodell der Makroökonomie. Im Endeffekt führt die Rollenverschiebung zu einem tieferen Zins (siehe Box).

In der Summe führen diese Entwicklungen zu einem tieferen realen Wirtschaftswachstum und damit zu einem tieferen risikolosen Zins (siehe Grafik «Renditeschätzung»). Dies beeinflusst nicht nur den zukünftigen Anlageertrag von Obligationen, sondern sämtlicher Anlageklassen («neue Normalität»).

Der erwartete Ertrag aller Anlageklassen ergibt sich aus der Summe des risikolosen Zinssatzes, der Inflation und einer Risikoprämie. Für den Schweizer Aktienmarkt resultiert aktuell eine Ertrags-erwartung von jährlich rund 5 Prozent für die kommenden Jahre – im Vergleich zum historischen Durchschnitt von 7,9 Prozent also deutlich tiefer.

Die Ausgangssituation ist A. Hier sind Güter- und Geldmarkt im Gleichgewicht. Ein staatliches Konjunkturpaket bedeutet im Modell eine Rechtsverschiebung der IS-Kurve. Dies führt nach einem Anpassungsprozess zu einem neuen Gleichgewicht (B) mit einem höheren (Volks-)Einkommen und einem höheren Zins. Doch solche konjunkturstützende Massnahmen des Staates werden in den kommenden Jahren eine Ausnahme bleiben. Diese Aufgabe wird mehr und mehr den Zentralbanken übertragen, welche über den Geldmarkt agieren. Dies geschieht bereits heute in einer Weise, die bis vor wenigen Jahren für viele Ökonomen noch undenkbar gewesen wäre: Ausgangspunkt ist erneut Punkt A. Ein Aufkaufprogramm von Staatsanleihen, ein sogenanntes Quantitative Easing, bewirkt eine Verschiebung der LM-Kurve nach unten. Dies führt zu einem neuen Gleichgewicht (C) mit einem tieferen Zins und einem höheren Einkommen.



Quelle: Olivier Blanchard (2000), Macroeconomics, Prentice Hall International, Inc.

Beiden Massnahmen, dem staatlichen Konjunkturpaket und der quantitativen Lockerung, ist gemein, dass sie das Wirtschaftswachstum steigern und damit das Einkommen erhöhen. Der Unterschied liegt aber im neuen gleichgewichtigen Zins. Während dieser im ersten Fall steigt, wird er bei einer quantitativen Lockerung sinken. So unkonventionell die heutigen Massnahmen der Zentralbanken erscheinen, sie werden uns auch bei zukünftigen Wachstumsschwächen oder Rezessionen begleiten.

Wir sind überzeugt, dass die Zentralbanken eine Normalisierung ihrer Geldpolitik anstreben. Denn sollte dies nicht gelingen (Liquiditätsfalle), verlieren sie ihr primäres geldpolitisches Instrument. Damit stünden nicht nur die Staaten an der Seitenlinie, sondern auch die Zentralbanken selbst. Der Zinserhöhungszyklus wäre aber angesichts des tieferen Potenzialwachstums früher beendet.

Die genannten Entwicklungen führen zu tieferen Wachstumsraten. Aufgrund des engen Zusammenhangs zwischen Wirtschaftswachstum und Zinsen werden diese tief bleiben. Daher müssen Anleger in den kommenden fünf bis zehn Jahren im Vergleich zum langjährigen Durchschnitt mit geringeren Anlageerträgen rechnen. Dies trifft vor allem für sichere Obligationen zu, für welche der risikolose Zins die primäre Renditekomponente darstellt. Nur wenig besser sieht es für Unternehmens- und High-Yield-Anleihen aus. Die erwartete Rendite (und das Risiko) ist für beide höher, aber die Kreditprämie im historischen Vergleich vor allem für Erstere tief. Auch für die Aktienmärkte erwarten wir unterdurchschnittliche Renditen von 4 bis 6 Prozent. Allerdings spricht hier im Vergleich zu Obligationen die Risikoprämie für den Aktienmarkt, welche trotz den Avancen der vergangenen Jahre weiterhin leicht überdurchschnittlich ist.

Ihr Kontakt bei der Graubündner Kantonalbank.

Benno Demont
Leiter Asset Management
Tel. +41 81 256 93 68
benno.demont@gkb.ch

René Ebert
Leiter Institutionelle Kunden
Tel. +41 81 256 96 38
rene.ebert@gkb.ch