

Vorbereitungen für eine anhaltende Aktienbaisse

Die drei Hauptsäulen vieler Portfolios – Anleihen, Aktien und Immobilien – haben in den letzten 40 Jahren satte Renditen geliefert. Die Aussichten sehen allerdings deutlich weniger rosig aus. Aktien werden nicht mehr alternativlos sein, sondern über längere Zeit kaum Rendite abwerfen. Aber auch Anleihen und Immobilien erwarten Gegenwind. Anleger tun gut daran, sich darauf vorzubereiten.

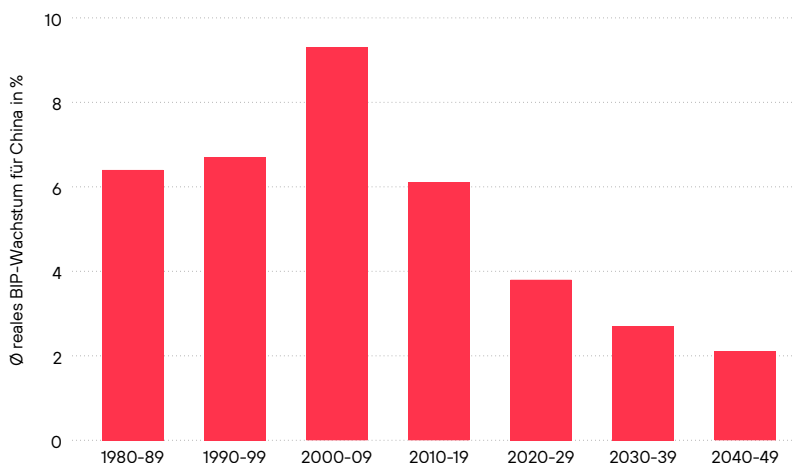
Christa Janjic-Marti, Katja I. M. Gisler, Adriel Jost

Die letzten 40 Jahre lebten Anleger im Paradies. Die Weltwirtschaft florierte, unterstützt durch den Markteintritt Chinas, steigende Verschuldungsraten und Zentralbanken, welche die tiefen Inflationsraten nutzten, um Wirtschaft und Finanzmärkte mit immer tieferen Zinsen und höheren Wertpapierkäufen zu stimulieren.

Schöne, heile Welt. Nun aber deutet alles darauf hin, dass die nächsten Jahrzehnte ein anderes Bild liefern werden. Erstens fallen die Trendwachstumsraten in den Industriestaaten weiter und tendieren gegen Null. Schwellenländer holen zwar weiter auf, die Wachstumslokomotive China wird in den kommenden 20 Jahren aber nur noch halb so schnell wachsen wie in den letzten 20 Jahren

(Abbildung 1). Zweitens können Zinsen in Industrieländern nur weiter fallen, wenn gleichzeitig zusätzliche Extrem-Massnahmen wie Bargeldverbote eingeführt werden (Abbildung 2). Das Horten von Bargeld würde sonst einen Ausweg aus den Negativzinsen bieten. Ein solches Verbot wäre aber nur in wirtschaftlich sehr schwierigen Zeiten realistisch. Drittens gibt es aus den hohen Staatsdefiziten kaum einen Ausweg. Die Zentralbanken müssen sie finanzieren, womit deren Glaubwürdigkeit wie auch die Währungen weiter unter Druck stehen werden. Und schliesslich verschärft das schwindende Einkommenswachstum (Um-)Verteilungskämpfe und lässt sowohl innen- als auch geopolitische Risiken ansteigen.

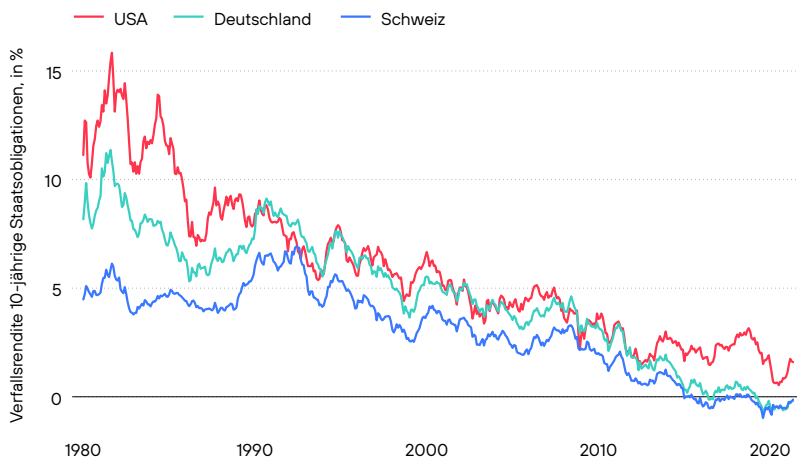
Abb. 1: Auch in China wachsen die Bäume nicht in den Himmel



Quelle: WPuls, Wellershoff & Partners, Penn World Tables

Chinas Wachstum fiel insbesondere zum Start des Jahrhunderts aussergewöhnlich hoch aus. So ebnete China der Weltwirtschaft den Ausweg aus der Finanzkrise. Aufgrund des abnehmenden Bevölkerungswachstums und der sinkenden Sparquote reduzieren sich aber auch die Trendwachstumsraten Chinas rasch und gleichen sich denjenigen von entwickelten Volkswirtschaften an.

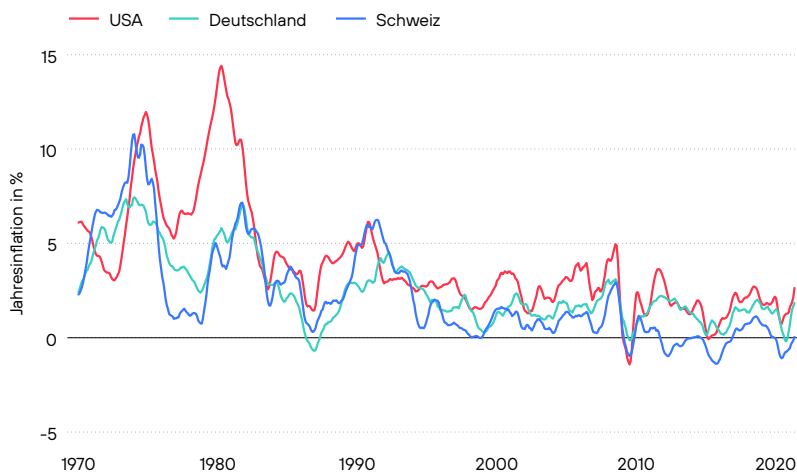
Abb. 2: Zinsen auf dem absteigenden Ast



Quelle: WPuls, Refinitiv

Die vergangenen vier Jahrzehnte waren geprägt von einer anhaltenden Reduktion des Zinsniveaus. Die günstige Kreditaufnahme liess die private und öffentliche Verschuldung weltweit ansteigen und sorgte für Wirtschaftswachstum. Gleichzeitig profitierten die Finanzmärkte auch davon, dass tiefere Zinsen zu höheren Bewertungen führen.

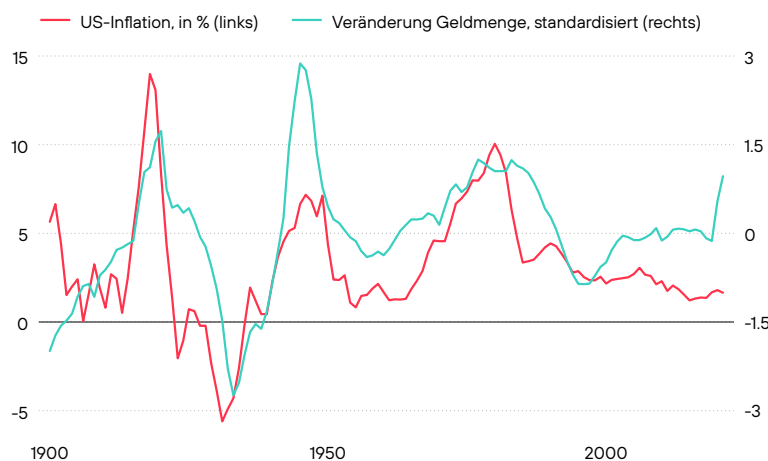
Abb. 3: Inflation – ein Problem einer vergangenen Zeit?



Quelle: WPuls, Refinitiv

Die 1970er Jahre waren von hoher Inflation geprägt. Verschiedene Faktoren führten dazu, dass sich die Inflation seither stabilisiert hat. Insbesondere trugen die steigende Glaubwürdigkeit von Zentralbanken sowie der Druck auf Preise und Löhne aufgrund der Globalisierung dazu bei. Globalisierung alleine hilft aber nicht, falls die Glaubwürdigkeit verloren geht, wie es Zentralbanken aus Schwellen- und Entwicklungsländern auch zuletzt immer wieder erfahren mussten.

Abb. 4: Reale Inflationsgefahr in den USA



Quelle: WPuls, Refinitiv

In der langen Frist sind das Geldmengenwachstum und die Inflation miteinander verbunden. Die aktuelle Situation stellt hierzu eine Ausnahme dar – noch. Die Corona-Krise sorgte dabei für eine deutlich grössere Zunahme der Risiken als die Finanzkrise, weil dank den Massnahmen von Geld- und Fiskalpolitik nicht nur die Banken mit Liquidität versorgt wurden, sondern die Gelder direkt auf den Konten von Unternehmen und Haushalten landeten.

Kein «Weiter so»

Ein «Weiter so» würde man sich wünschen, wird es aber nicht geben. Im besten Fall landen die Industrieländer in einem «Japan-Szenario» mit tief bleibenden Zinsen und stabiler Inflation, unterstützender Fiskal- und Geldpolitik und weiter steigenden Schuldenraten. Bereits in diesem Szenario werden aber die tieferen Wachstumsraten und die abnehmende Stimuluswirkung der (geld-)politischen Massnahmen zu schaffen machen.

Die Inflationsgefahr ist dabei real. Dank der gestiegenen Glaubwürdigkeit der Zentralbanken haben sich die Inflationsraten in den letzten Jahrzehnten stabilisiert (Abbildung 3). Die Kombination von massiven geld- und fiskalpolitischen Massnahmen hat das Geldmengenwachstum in den grossen Währungsräumen in der Corona-Krise aber massiv erhöht und sorgt für Inflationspotenzial (Abbildung 4). Inzwischen sind Zentralbanken nicht einmal dem Schein nach mehr unabhängig – Inflationserwartungen bleiben in diesem Umfeld nicht zwingend verankert. Steigen die Inflationserwartungen, führt dies schnell zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung. Zentralbanken werden vor der schwierigen Wahl stehen, die Inflation mit deutlich höheren Zinsen zu bekämpfen und damit für konjunkturellen Gegenwind und Finanzmarkturbulenzen zu sorgen, oder aber mangels Bekämpfung ihre Glaubwürdigkeit weiter schwinden zu sehen.

Anlagerenditen: Das Beste liegt hinter uns

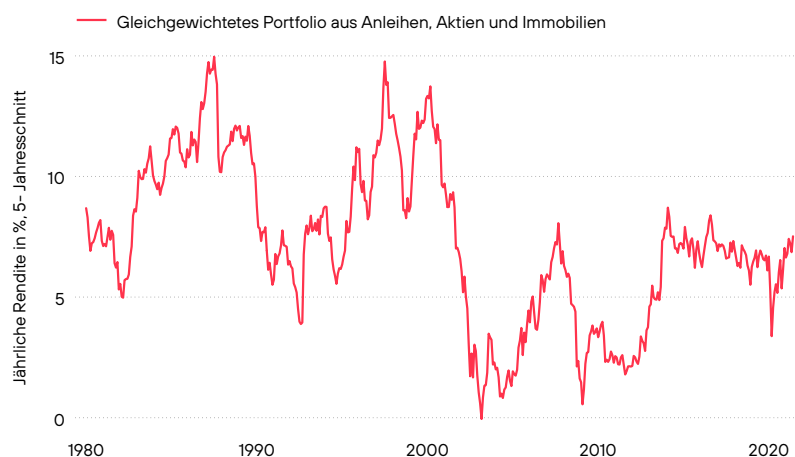
Für Anlageklassen sind dies keine guten Entwicklungen: Hohes Wachstum, fallende Zinsen und Wertpapierkäufe führten in den vergangenen Jahren bei fast allen Anlageklassen zu grossen Gewinnen (Abbildung 5). Diese Gewinne werden vermehrt ausbleiben (Japan-Szenario) oder sich bei Inflation gar in das Gegenteil verkehren.

Blicken wir kurz auf die grossen Anlageklassen Anleihen, Aktien und Immobilien:

Anleihen: Im Mittelpunkt der öffentlichen Diskussion stehen die tiefen laufenden Renditen. Fallende Zinsen sorgten in den vergangenen Jahrzehnten aber noch für Kursgewinne, so dass diese tiefen Renditen in Portfolios kaum zu spüren waren. Diese Gewinne bleiben nun aber aus. Steigende Zinsen würden zunächst sogar zu Verlusten führen (Abbildung 6).

Aktien: Auch Aktien konnten von den sinkenden Zinsen profitieren: Wenn zukünftige Gewinne mit einem tieferen Diskontsatz abgewertet werden, führt dies zu einer höheren Bewertung in der Gegenwart. Sinken Zinsen nicht mehr weiter, fällt dieser Beitrag aus. Natürlich liegen zunächst noch Blasenbildungen drin. «Tina» («There is no alternative») geht aber endgültig in einem Inflationsszenario baden, wenn steigende Zinsen für Gegenwind bei den Bewertungen sorgen (Abbildung 7). Aber auch die Gewinne selbst stehen in diesem Szenario unter Druck, da die Unsicherhei-

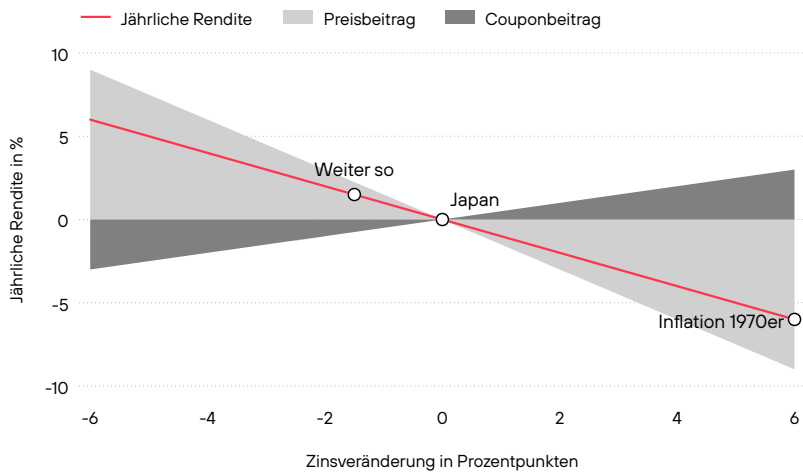
Abb. 5: (Fast) garantierte hohe Renditen



Quelle: WPuls, Refinitiv

Seit 1980 waren die Voraussetzungen für Investitionen in Aktien, Immobilien und Anleihen ideal. Die Anlageklassen profitierten von hohem Wachstum und fallenden Zinsen. Rückschläge wie die Dotcom-Blase, die Finanzkrise und die Corona-Krise wurden rasch überwunden. Die Portfoliorenditen fielen dementsprechend hoch aus.

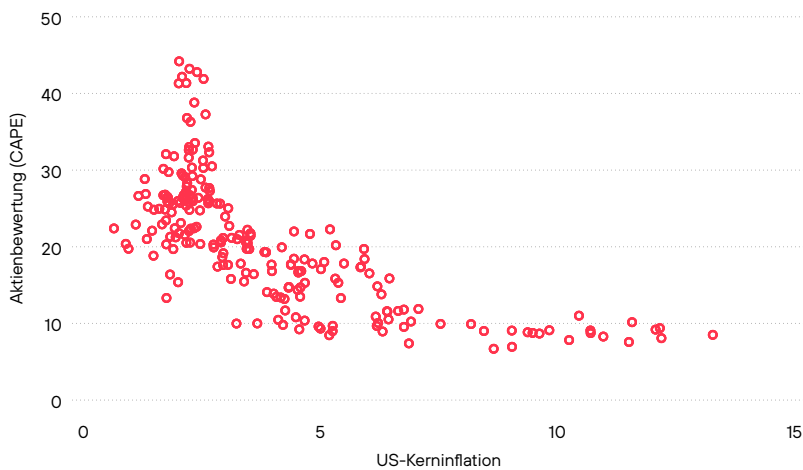
Abb. 6: Anleihen – «Weiter so» nur mit Negativzinsen



Quelle: WPuls

Die Modellangaben zeigen, wie die Preise von Anleihen direkt von der Zinsentwicklung abhängen (hier mit Annahme einer Duration von 7.5 Jahren und mit Nullzins als Startpunkt). Tiefere Zinsen führen einerseits dazu, dass die laufenden Erträge tiefer ausfallen. Andererseits sorgen Zinssenkungen für Bewertungsgewinne und damit für höhere Preise. Insgesamt profitierten Anleihen damit von den fallenden Zinsen der letzten Jahrzehnte – Profite, die zukünftig ausbleiben werden.

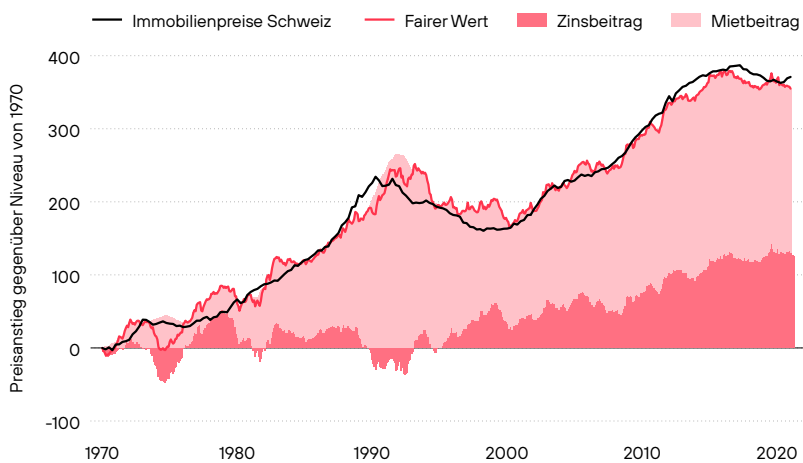
Abb. 7: Aktien – «Tina» geht baden



Quelle: WPuls, Refinitiv

Aktienbewertungen hängen in erster Linie von Wachstumserwartungen und dem Diskontsatz ab. Hohes Wachstum und tiefe Zinsen bilden dementsprechend für Aktien das ideale Umfeld. Das Gegenteil ist bei anhaltend hoher Inflation der Fall: Steigende Zinsen und konjunktureller Gegenwind führen zu Abwärtsdruck. Dementsprechend tief sind Renditeerwartungen von Aktien während Hochinflationsphasen – obwohl es sich bei Aktien um ein «reales» Gut handelt.

Abb. 8: Immobilien – die Fallhöhe steigt



Quelle: WPuls, Schweizerische Nationalbank

Ein «fairer» Wert von Immobilien lässt sich durch die Mieteinnahmen und den Diskontsatz bestimmen. Die fallenden Zinsen haben insbesondere seit 2008 dazu geführt, dass die Wohnungspreise stark angestiegen sind. Da die aktuellen Diskontsätze noch höher als die Renditen 10-jähriger Bundesobligationen liegen, besteht vorerst weiteres Aufwärtspotenzial. Allerdings steigt damit auch die Fallhöhe.

ten rund um eine hohe Inflation und die steigenden Zinsen für ein schwieriges konjunkturelles Umfeld sorgen.

Immobilien: Mit tief bleibenden Zinsen ist die Gefahr eines Immobilienpreiseinbruchs gering, Diskontsätze könnten noch etwas weiter fallen und Preise steigen lassen. Steigen die Preise allerdings tatsächlich weiter an, muss auch mit höherem Rückschlagspotenzial gerechnet werden – denn diese höheren Preise kommen nur durch den Diskontierungszinssatz zu Stande, was bei steigenden Zinsen im gleichen Ausmass rasch wieder zu fallenden Preisen führen kann (Abbildung 8).

Es zeigt sich damit: Die mittelfristigen Ausichten für die drei Hauptsäulen vieler Portfolios – Anleihen, Aktien und Immobilien – sind alles andere als rosig, und damit deutlich düsterer, als die Erfahrungen der letzten 40 Jahren es schmackhaft machen würden. Insbesondere auch das Altersvorsorgesystem der Schweiz wird damit einem massiven Stresstest unterzogen.

Keine einfachen Auswege

Die hier dargestellten Szenarien sind kaum von der Hand zu weisen. Vorbereitungen für diese Zukunft sind angesagt. Es ist allerdings klar, dass es «die einfache Lösung» nicht geben sind.

Höheres Risiko eingehen? Das Rendite-Risiko-Profil verschlechtert sich. Das Eingehen höherer Risiken wird auch über längere Zeit nicht zwingend mehr Rendite zur Folge haben (Abbildung 9).

Dies liegt insbesondere an den zu erwartenden, deutlich tieferen Renditen für Aktien. Eine anhaltende Aktienbaisse, wie es in einer Hochinflationsphase zu erwarten ist, wird die Portfoliorenditen trotz höherer Volatilität nicht steigen lassen.

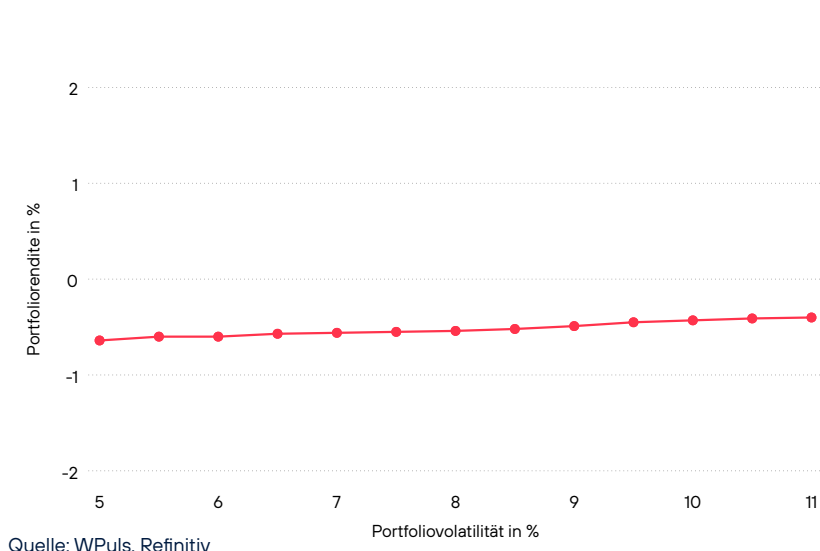
Sich mit tieferen Renditen zufriedengeben?

Es ist nicht unrealistisch, für Aktien über einen längeren Zeitraum mit Renditeerwartungen unter null zu rechnen. Es geht dabei nicht nur einfach um tiefere, sondern um länger anhaltende negative Portfoliorenditen, da eine Verbannung von Aktien aus dem Portfolio in vielen Fällen kaum realistisch ist.

Alles weniger schlimm aus ALM-Perspektive? Für Institutionen, die ihre Verpflichtungen bewerten müssen, stellt sich die Situation insofern anders dar, da Inflation und Zinsen auch die Passivseite beeinflussen. Hier zeigen unsere ALM-Simulationen für durchschnittliche Vorsorgeeinrichtungen allerdings, dass die Gewinne der Passivseite die Nachteile auf der Aktivseite bei weitem nicht decken (Abbildung 10).

Dies liegt daran, dass nicht alleine die Zins-Sensitivitäten eine Rolle spielen. Die reduzierten Wachstumsaussichten und der bei vielen Anlageklassen aktuell eingepreiste Optimismus sorgen auf der Aktivseite für zusätzlichen Gegenwind. Auch haben viele Vorsorgeeinrichtungen die aufgrund der fallenden Zinsen erhöhten Einnahmen der Aktivseite zum Teil bereits verwendet, so dass diese nicht mehr ausreichend für ein Umfeld steigender Zinsen zur Verfügung stehen.

Abb. 9: Höhere Risiken ≠ höhere Rendite



Für höhere Renditen müssen höhere Risiken eingegangen werden – dies ist eine Standarderkenntnis bezüglich Portfoliorenditen. Höhere Risiken bedeuten allerdings nicht zwangsläufig höhere Renditen. Dies galt schon immer für den Casino-Besuch. Dies gilt aber auch für Aktien, wenn diese über längere Zeit kaum zum Portfolioertrag beitragen, wie dies während Hochinflationsphasen der Fall ist. Das Risiko-/Rendite-Profil von optimierten Portfolios bestehend aus Anleihen, Aktien und Immobilien fällt in solchen Szenarien sehr flach aus.

Vorsorgen heisst handeln

Vorsorgeeinrichtungen werden feststellen, dass ihre grösste exogene Herausforderung nicht demografische Entwicklungen darstellen, sondern die Entwicklungen, welche die Aktiven bluten lassen. Aber nicht nur Vorsorgeeinrichtungen, sondern alle institutionelle Anleger werden handeln müssen. Erstens wird ein langer Atem wichtiger, um längere Baisse-Phasen auszuhalten. Die Kommunikation gegenüber den Anspruchsgruppen erhält dadurch eine zentrale Bedeutung. Zweitens müssen die Erwartungen, und damit je nach Institution auch die Leistungen, reduziert werden. Drittens gilt aber auch, Anpassungen im Portfolio vorzunehmen, um die Renditen zumindest teilweise zu retten. Wie ist das möglich?

Der Geschichte zuhören. Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich. Nicht nur das Japan-Szenario, auch Phasen mit anhaltend hoher Inflation waren bereits zu beobachten. Portfolio-Optimierungen mit dieser Datengrundlage zeigen uns die Attraktivität der Anlageklassen in unterschiedlichen makroökonomischen Szenarien.¹ Auch lehrt die Geschichte uns über Zusammenhänge zwischen makroökonomischen Parametern und Kapitalmarktrenditen. Um Kapitalmarktrenditen für die Zukunft zu erstellen, kann auf diese Zusammenhänge zurückgegriffen werden.

¹ Wichtig dabei ist auch, «robust» zu optimieren, also nicht nur *eine* historische Welt zu benützen, sondern anhand derer Charakteristika eine Vielzahl von diesen Welten zu simulieren und für die Optimierung einzusetzen.

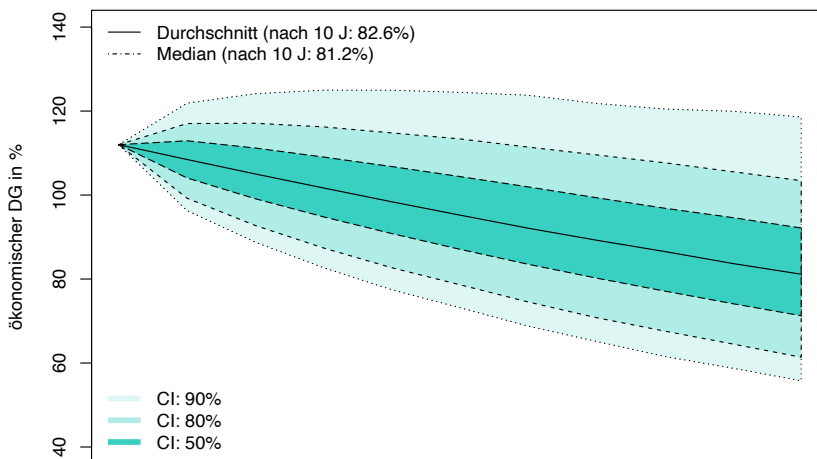
Diese Informationen lassen sich nutzen, um die strategische Anlageallokation je nach makroökonomischem Umfeld anzupassen. Anleihen werden nicht mehr die «Gratis»-Versicherung darstellen, die sie waren. Aber auch in einem Inflationsszenario gibt es Gewinner, auf die es sich zu setzen lohnt. Dazu gehören Gold oder inflationsgeschützte Anleihen (TIPS). Auch ist auf die Sektorengewichte innerhalb des Aktienportfolios zu achten. Und bei Immobilien lohnt sich ein genauer Blick auf die Bewertungsgrundlagen.

Denken und entscheiden in Szenarien. Die Zukunft kann niemand genau vorhersagen. Auf ein bestimmtes Szenario zu setzen, kann nicht die Lösung sein. Wohl aber, sich den möglichen Szenarien bewusst zu werden, über deren Wahrscheinlichkeiten transparent Rechenschaft abzulegen, und die Portfolios dementsprechend anzupassen.

Die WPuls AG hat Tools entwickelt, damit Banken, Family Offices, Pensionskassen und andere institutionelle Anleger genau dies auf eine effiziente und verständliche Art und Weise tun können: Von der Geschichte lernen und in Szenarien denken und entscheiden.

Kontaktieren Sie uns, um unser szenarienbasiertes SAA-Optimierungstool oder das Makro-ALM-Tool unverbindlich kennen zu lernen. Auf deren Grundlage können – auf die Institution abgestimmt – die in dieser Perspektive erläuterten Entwicklungen und ihre Auswirkungen transparent und verständlich aufgezeigt und Lösungen erarbeitet werden.

Abb. 10: Stabilität in Gefahr aufgrund der Aktivseite



Quelle: WPuls, Refinitiv

Vorsorgeeinrichtungen profitieren davon, dass höhere Zinsen die Verpflichtungen reduzieren. Sind sie damit folglich gegenüber Zinsentwicklungen gehedgt? Dies ist leider nicht zwingend der Fall. In Inflationsszenarien können die Verluste auf der Aktivseite für Durchschnittskassen die Vorteile der Passivseite deutlich übersteigen und Anpassungsbedarf verursachen, wie es die Abbildung an einem Beispiel aufzeigt.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch WPuls AG zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von WPuls AG weder reproduziert noch vervielfältigt werden. WPuls AG untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. WPuls AG ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von: WPuls AG, Zürich

Autoren: Katja I. M. Gisler, katja.gisler@wpuls.ch;

Christa Janjic-Marti, christa.janjic-marti@wpuls.ch

Adriel Jost, adriel.jost@wpuls.ch

Konzeption: WPuls AG, Zürich

Gestaltung: HEUSSERBISCHOFF, Zürich.

Redaktionsschluss: 7. Juli 2021