

Langfristige Renditeerwartungen

4. Februar 2025

- 2024 war für die meisten Aktienmärkte und einige Anleihenmärkte ein erfreuliches Jahr. Die gute Performance führte bei gemischten Portfolios zu soliden Wertzuwächsen. Die Kehrseite besteht nun allerdings darin, dass die höheren Aktienbewertungen sowie tieferen Anleiherenditen die künftigen Renditeaussichten dämpfen.
- Glücklicherweise bleibt der Ausblick für Anlegende jedoch positiv. Die Renditeniveaus in mehreren Anleihemärkten sind immer noch viel höher als vor wenigen Jahren. Zudem profitieren Aktien von einem positiven Ausblick für die Konjunktur und die Unternehmensgewinne, was die zu erwartenden Renditen gemischter Portfolios trotz der teilweise erhöhten Aktienbewertungen weiter unterstützen dürfte.

Josh Bouchard, Investment Strategie

Langfristige Erwartungen als Basis von Anlagestrategien

Die meisten Portfolios setzen sich aus zwei Komponenten zusammen: Der Anlagestrategie und bewussten Abweichungen davon, der sogenannten Anlagetaktik. Die Anlagestrategie orientiert sich an den Bedürfnissen und Zielen der Anlegenden und sollte so konstruiert sein, dass diese Ziele auf längere Sicht über unterschiedliche Marktphasen hinweg erreicht werden können. Die Anlagetaktik beabsichtigt darüber hinaus, durch Abweichungen von der Strategie von kurzfristigen Trends und Opportunitäten zu profitieren oder gewisse Risiken zu reduzieren. Während die taktischen Abweichungen in gewissen Zeiträumen höhere Erträge im Portfolio erzielen sollen, steht die Anlagestrategie aber letztendlich im Mittelpunkt. Bei deren Konstruktion spielen die langfristigen Erwartungen für die globale Wirtschaft bezüglich der realistischerweise zu erzielbaren Renditen in den einzelnen Märkten eine wichtige Rolle.

Grundpfeiler der Prognosen

In unserem modellbasierten Ansatz verwenden wir mehrere Indikatoren, um zuverlässige Annahmen für die zu erwartenden Renditen zu konstruieren. Im Grossen und Ganzen fallen diese Indikatoren in zwei Kategorien: (a) wirtschaftliche Faktoren, wie z.B. Wachstum und Inflation und (b) die Marktbewertung, was heisst: Wie viel muss heute für die erwarteten künftigen Geldflüsse aus einer bestimmten Investition bezahlt werden.

Das Zusammenspiel dieser Faktoren erklärt den grössten Teil der am Ende erzielten Renditen. Anders gesagt: Die künftigen Geldflüsse werden durch die wirtschaftliche Entwicklung bestimmt und die aktuellen Vermögenspreise zeigen an, wie günstig oder teuer solche künftigen Geldflüsse aktuell am Markt bewertet sind.

2025: was hat sich geändert?

Das Jahr 2024 war für gemischte Portfolios in Schweizer Franken ein erfreuliches Jahr. Das ist vor allem den Aktienmärkten zu verdanken, wo die Kombination von Zinssenkungen aufgrund der fallenden Inflation und dem robusten US-Wirtschaftswachstum zu Renditen von oftmals mehr als 10% und sogar 25% in den USA geführt hat. Der Erfolg der US-Aktien hatte steigende Bewertungen zur Folge, was eine Hürde für die künftige Performance darstellt. Teilweise dürfte dies durch bessere Gewinnchancen (z.B. durch eine wirtschaftsfreundlichere Politik oder dem Geschäftspotenzial durch künstliche Intelligenz) ausgeglichen werden. Auf der anderen Seite bieten andere Märkte, wie der Schweizer, wiederum bessere «Einstiegsunkte».

Für Schweizer Staatsanleihen ist das aber nicht der Fall. Deren laufende Renditen sind während des Jahres 2024 wieder auf ein sehr tiefes Niveau gesunken, was eine Belastung für die zu erwartende künftige Performance darstellt. Ausserhalb des Heimatmarktes bleiben die Renditen von globalen Staatsanleihen mit längeren Durationen auf historisch normalen Niveaus. Zudem haben sich die Zinskurven bzw. die Laufzeitprämien aufgrund der Lockerung der Geldpolitik zum Teil normalisiert. Das ist wichtig für Anlegende, denn solche Bonds bieten damit wieder höhere Renditen als Entschädigung für das höhere Risiko.

Alles in allem gehen wir bei gemischten Portfolios für die kommenden Jahre im Durchschnitt nur von leicht tieferen langfristigen Renditen aus. Die durchschnittliche Kontoverzinsung im Schweizer Franken ist im Vergleich zu Anfang 2024 allerdings deutlich stärker gesunken. Insofern hat sich die zusätzlich zu erwartende Rendite eines gemischten Portfolios im Vergleich zur tieferen Kontoverzinsung sogar leicht verbessert. Ein Grund mehr, die Vermögensanlage in gemischten Portfolios gegenüber tief verzinster Kontoliquidität in Betracht zu ziehen.

Prognosen

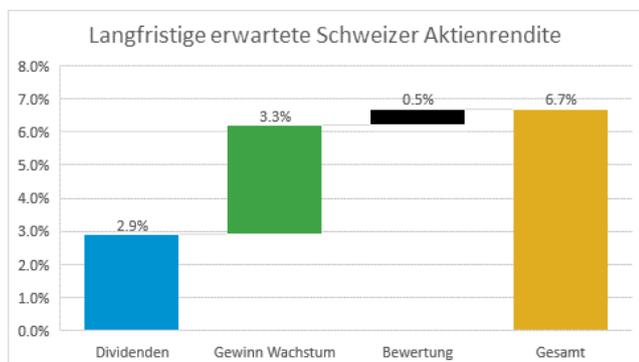
Aktien

Die Renditeaussichten bei den Aktien sehen mittelfristig immer noch attraktiv aus, auch wenn einige Marktsegmente eher teuer scheinen, wenn man sie mit alternativen Vermögenswerten - wie z.B. Staatsanleihen - vergleicht. Der US-Markt, der derzeit am höchsten bewertet erscheint, hat sich allerdings nicht ganz so verteuert, wie es die gute Performance des Jahres 2024 suggerieren würde. Denn die Gewinne sind ebenfalls deutlich gestiegen. Ferner ist davon auszugehen, dass speziell die US-Aktien weiter vom robusten Wirtschaftswachstum und einer unter Präsident Trump wirtschaftsfreundlicheren Politik profitieren werden.

Während die langfristigen Wirtschaftsperspektiven ausserhalb der USA weniger vorteilhaft aussehen, sind die relativen Bewertungen im Laufe des Jahres 2024 attraktiver geworden. Ein Grund dafür ist das geringe Interesse von Investoren an europäischen und Schwellenländeraktien, u.a. aufgrund der stockenden Konjunktur und Sorgen vor den Problemen im Immobilienbereich Chinas. Obwohl diese Märkte vor grösseren Herausforderungen stehen, sind günstige Bewertungen historisch gesehen häufig ein Anzeichen für einen vorteilhaften Einstiegszeitpunkt für langfristige orientierte Anleger.

Einen Mittelweg zwischen dem eher teuren US-Markt und den günstigeren, aber auch volatileren Märkten der Eurozone bzw. der Schwellenländer dürfte man in der Schweiz finden. Nach einem enttäuschenden Jahr 2024 liegen die aktuellen Bewertungen hier unter dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre. Anders als in den anderen europäischen Märkten haben die Schwergewichte des Schweizer Marktes einen defensiven Charakter. Zudem sind sie mit ihren Ausschüttungen im Vergleich zu lokalen Staatsanleihen und Immobilienfonds zuletzt attraktiver geworden.

Bestandteile erwarteter Aktienrenditen (%)



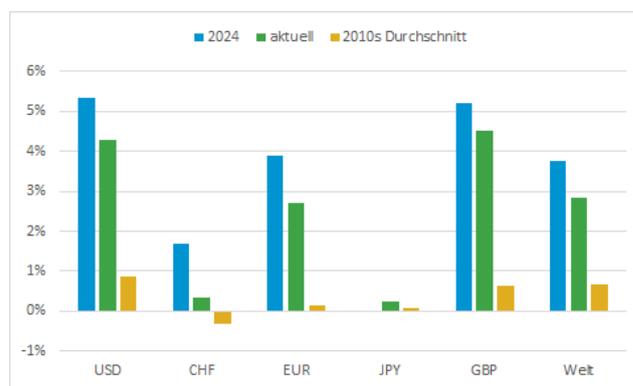
Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Jan 2025

Liquidität und Staatsanleihen

Dank der fallenden Inflation konnten die meisten Zentralbanken im Laufe des Jahres 2024 ihre Leitzinsen senken.

Trotz niedrigeren Zinsen bieten die heutigen Geldmärkte im Vergleich zum Tiefzinsumfeld des letzten Jahrzehnts immer noch angemessene Renditen. Da die Teuerung ebenfalls gesunken ist, liegt der durchschnittliche reale (inflationbereinigte) Geldmarktzinssatz vielerorts im positiven Bereich. Es gibt dabei nach wie vor recht ausgeprägte Unterschiede zwischen den Ländern. Künftig gehen wir dank des aktuell anhaltenden Wirtschaftswachstums und der immer noch erhöhten Inflation von einer Verlangsamung der Zinssenkungen aus, was zu anhaltend positiven Realzinsen an etlichen Geldmärkten führen sollte.

Geldmarktzinsen in verschiedenen Währungen (%)

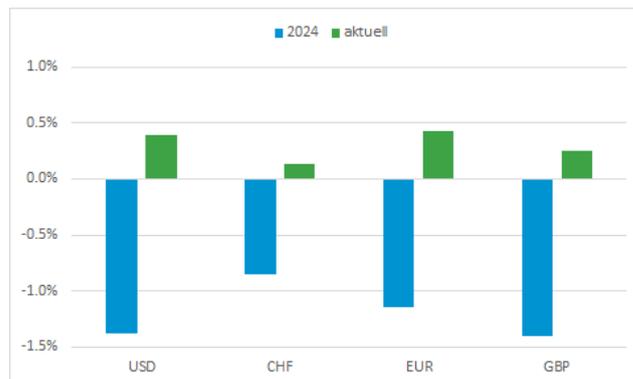


Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Jan 2025

Bei den globalen Staatsanleihen rechnen wir trotz tieferen Kurzzeitrenditen mit einer ähnlichen langfristigen Rendite wie letztes Jahr. Das ist die Folge von zwei Faktoren. Zuerst sind die längeren Renditen gestiegen, vor allem in den USA. Das hat zusammen mit den gesunkenen Leitzinsen zu einer Normalisierung der Laufzeitprämie am Anleihenmarkt geführt. Eine steilere Zinskurve belohnt Portfolios mit einer längeren Duration dadurch, dass ihnen im Lauf der Zeit die obengenannte Laufzeitprämie zufließt. Obwohl die Zinskurven meist immer noch flach sind, dürfte die aussergewöhnlich lange Phase von inversen Zinskurven wahrscheinlich vorbei sein.

Staatsanleihen: Zinskurven von verschiedenen Ländern

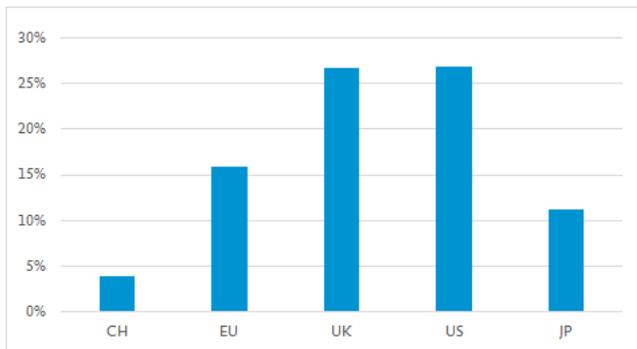
10-jährige Staatsanleihen minus Leitzins, Vergleich mit 2024



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Jan 2025

Im Ländervergleich finden wir US-Staatsanleihen trotz des jüngsten Rückgangs der Renditen mittelfristig immer noch interessant. Zudem bieten sie im Gegensatz zu anderen Ländern etwas mehr Gewinnpotenzial und Spielraum für Portfoliodiversifikation, falls die Weltwirtschaft sich stärker abschwächt als erwartet.

Gewinnpotenzial bei Staatsanleihen in Falle eines Wachstumseinbruchs (%)

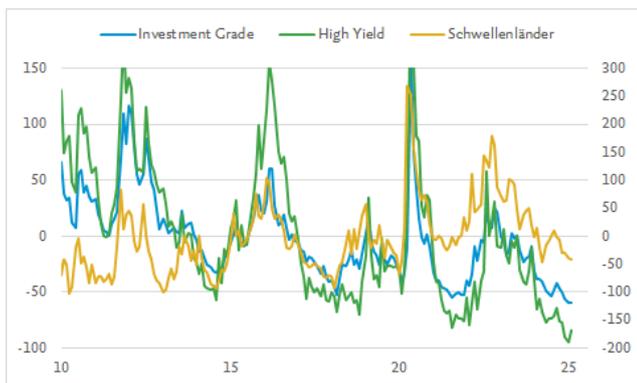


Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Jan 2025

Unternehmensanleihen

Bei den Unternehmensanleihen sind die Perspektiven und Erwartungen ähnlich wie bei den Aktien, die Bewertungen aber teilweise noch deutlich erhöht. Sie bieten zwar attraktive Renditen, aber die implizite Entschädigung für Zahlungsausfälle (d.h. die Risikoprämien ggü. Staatsanleihen) ist auf der niedrigen Seite. Mit anderen Worten: sie erscheinen gegenüber Staatsanleihen ebenfalls teuer.

Risikoprämien von Kreditanleihen vs. 10-Jahres-Durchschnitt (Basispunkte)



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Jan 2025

Schwellenländeranleihen

Im Gegensatz zu den Risikoprämien von Unternehmensanleihen sind jene von Anleihen der Schwellenländer in Hartwährung nahe dem Durchschnitt der letzten Jahre. Zudem ist der Grossteil der Emissionen in US-Dollar denominated, was immer noch attraktive Realrenditen mit sich bringt.

Bei den Schwellenländeranleihen in Lokalwährung erscheint uns der Ausblick attraktiv. Viele Länder haben die Inflationsgefahren mit steigenden Leitzinsen zwar frühzeitig adressiert, ihre Realrenditen bleiben jedoch noch erhöht. Profitieren dürften sie auch auf der Währungsseite, denn in der Vergangenheit werteten Schwellenländerwährungen häufig auf, sobald die US-Notenbank mit Zinssenkungen begann.

Währungen

Obwohl Devisenkurse kurzfristig von vielen unterschiedlichen Faktoren getrieben werden, spielen Inflationsdifferenzen und Bewertungen über längere Zeiträume eine dominierende Rolle. Der Schweizer Franken hat seit 2020 stark aufgewertet, ist aber nicht sehr überbewertet, denn der Grossteil der Aufwertung ist eine Folge der deutlich tieferen Schweizer Inflation im Vergleich zum Ausland.

Künftig gehen wir grundsätzlich weiter nur von einer leichten Aufwertungstendenz des Schweizer Frankens aus, weil sich die Inflationsdifferenzen verringert haben. Eine Ausnahme ist der japanische Yen, den wir immer noch für stark unterbewertet halten.

Realwerte: Rohstoffe, Gold und Immobilien

Trotz deutlicher Schwankungen im Jahresverlauf 2024 schlossen die Rohstoffpreise das Jahr auf Gesamtbasis im Durchschnitt leicht im Plus. Mittelfristig finden wir die Perspektiven aufgrund unzureichender Investitionen in Produktionskapazitäten und eine möglichen Wirtschaftserholung in China interessant. Erdöl bietet zudem einen gewissen Schutz vor sich wieder verschärfenden geopolitischen Konflikten und deren potenziell negativen Effekten auf andere Vermögenswerte wie Aktien.

Gold bleibt ein wichtiger Bestandteil von gemischten Portfolios, dessen Preis auch im Umfeld erhöhter Zinsen erstaunlicherweise stabil blieb. In den nächsten Jahren könnte Gold von einer weiteren Lockerung der Geldpolitik, einer anhaltend hohen Nachfrage von Notenbanken sowie steigenden Risikoprämien bei anderen Anlagen profitieren.

Die Bewertung der Schweizer Immobilienfonds ist im letzten Jahr kräftig gestiegen. In gemischten Portfolios spielen sie weiterhin eine wichtige Rolle, solange die Renditen von Schweizer Franken-Anleihen auf niedrigem Niveau verharren.

Fazit: Investieren lohnt sich weiterhin

Die gute Performance vieler Anlageklassen im Jahr 2024 hat zur Folge, dass gewisse Märkte teurer geworden sind. Alles in allem bleiben die mittelfristigen Renditeaussichten für gut diversifizierte gemischte Portfolios jedoch attraktiv. Das gilt insbesondere im Vergleich mit den sehr tiefen Zinsen am Schweizer Geldmarkt bzw. für Bankguthaben.

Langfristige Rendite-Erwartungen

Die folgende Tabelle zeigt eine Auswahl unserer langfristigen (d.h. für die nächsten fünf bis zehn Jahre) Renditeerwartungen pro Anlageklasse (Stand Ende 2024). Alle Werte stellen die von uns durchschnittlich erwarteten jährlichen Renditen in der jeweils angegebenen Währung dar.

Anlageklasse	Währung	Erwartete Rendite (p.a.) (5-10 Jahre)	Anlageklasse	Währung	Erwartete Rendite (p.a.) (5-10 Jahre)
Cash			Aktien		
Schweiz	CHF	0.3%	Schweiz	CHF	6.7%
Eurozone	EUR	1.9%	Eurozone	EUR	6.3%
USA	USD	3.9%	UK	GBP	7.8%
Staatsanleihen			USA	USD	7.2%
Schweiz	CHF	0.6%	Japan	JPY	6.6%
Deutschland	EUR	2.6%	EM	USD	8.3%
UK	GBP	4.8%	Realwerte		
USA	USD	4.7%	Rohstoffe	USD	3.8%
Japan	JPY	1.5%	Gold	USD	2.9%
Unternehmensanleihen			Immobilien (CH)	CHF	3.0%
Schweiz	CHF	1.1%	Währungen (ggü Franken)		
Eurozone	EUR	3.0%	EUR		-0.4%
USA	USD	5.1%	GBP		-1.0%
EM Anleihen			JPY		0.1%
Lokalwährung	USD	5.5%	USD		-1.1%
Hartwährung	USD	5.5%			