

Langfristige Renditeerwartungen

6. Februar 2024

- Noch vor wenigen Jahren waren die Finanzmärkte von einem Umfeld negativer Renditen geprägt. Seitdem hat sich viel verändert: Grosse Stimulusmassnahmen nach der Pandemie, ein scharfer Anstieg der Inflation sowie die daraufhin erfolgte Straffung der Geldpolitik, der Ausbruch des Ukraine-Kriegs und die zunehmenden geopolitischen Spannungen haben bedeutende Auswirkungen auf die Finanzmärkte und wichtige Implikationen für Anlegende.
- Es ist daher entscheidend, die Welt aus neuen Blickwinkeln zu betrachten. Anlegende sollten ihre Annahmen sorgfältig überprüfen und allenfalls den neuen Gegebenheiten anpassen. Auch wir haben unsere Schätzungen der in den nächsten Jahren zu erwartenden Renditen für einzelne Anlageklassen überprüft und stellen unsere Ergebnisse vor.

Josh Bouchard, Investment Strategie

Langfristige Erwartungen: Worauf beziehen sie sich und wozu werden sie benötigt?

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

Wofür werden Prognosen gemacht? Worauf basieren sie?

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 von diesen 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.

Wirtschaftliche Prognosen

Bei der Erarbeitung langfristig ausgelegter Anlagestrategien spielen kurzfristige Schätzungen zur Konjunktur eine untergeordnete Rolle. Die Annahme ist, dass sich die Schwankungen des Konjunkturzyklus über längere Zeiträume um grundsätzliche langfristige Trends bewegen. Insofern ist es bedeutender, solche Trends zu erkennen und zu berücksichtigen, wie zum Beispiel Bevölkerungswachstum, Entwicklungen der Kapazitäten in der Industrie, Arbeitsproduktivität, geopolitische Erwägungen etc.

Marktpreise

Um zu einer Einschätzung zu gelangen, wo sich die fundamental gerechtfertigten Preise auf den Finanzmärkten befinden, ist das zu erwartende Zinsumfeld über die nächsten Jahre eine der wichtigsten Komponenten. Dieses bestimmt grundsätzlich, wie viel Geld heute im Verhältnis zum künftigen wert ist. Dadurch können die erwarteten Geldflüsse eines Wertpapiers (z.B. Anleihen, Aktien) überhaupt vergleichbar gemacht werden. Dabei gilt: Je höher die Zinsen, desto weniger wert sind Geldflüsse, die erst in ferner Zukunft stattfinden.

Neben den erwarteten Zinsniveaus spielen die sogenannten Risikoprämien (oder Bewertungen) eine wichtige Rolle. Diese zeigen, welcher Aufpreis gezahlt werden muss, um eventuell eine höhere Rendite zu erzielen. Sind die Risikoprämien sehr niedrig, können Anlegende nur mit eher tiefen Renditen rechnen.

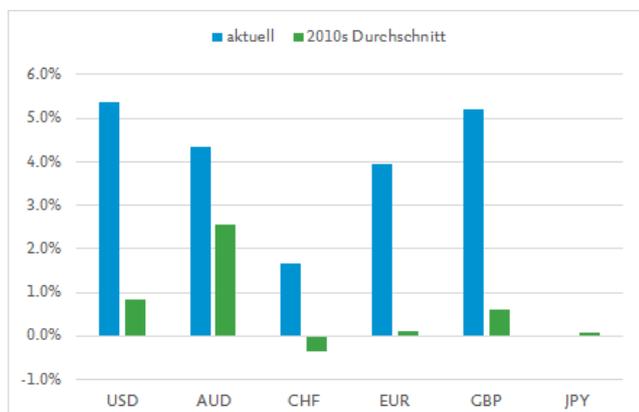
Es gibt dabei mehrere Massstäbe der Bewertung, wie z.B. das Kurs-Gewinn Verhältnis (KGV) bei Aktien, das zeigt, wie hoch der Aktienkurs im Vergleich zum laufenden (oder erwarteten) Gewinn ist. Wir berücksichtigen verschiedene Bewertungsmasse, um unsere Prognosen zu verbessern.

Prognosen

Liquidität und Staatsanleihen

Im Vergleich zum letzten Jahrzehnt, in dem die Zinsen sehr niedrig oder sogar negativ waren, bieten die globalen Geldmärkte wieder angemessene Renditen. Die Leitzinsanhebungen seitens der Notenbanken seit 2022 haben zu mittlerweile positiven inflationsbereinigten Renditen auch bei kurzfristigen Anlagen geführt. Dank des aktuell anhaltenden Wirtschaftswachstums und angesichts der immer noch erhöhten Inflation gehen wir davon aus, dass die Zinsen am Geldmarkt vorerst attraktiv bleiben werden, auch wenn wir einige Leitzinssenkungen im Verlauf von 2024 erwarten.

Geldmarktzinsen in verschiedenen Währungen (%)

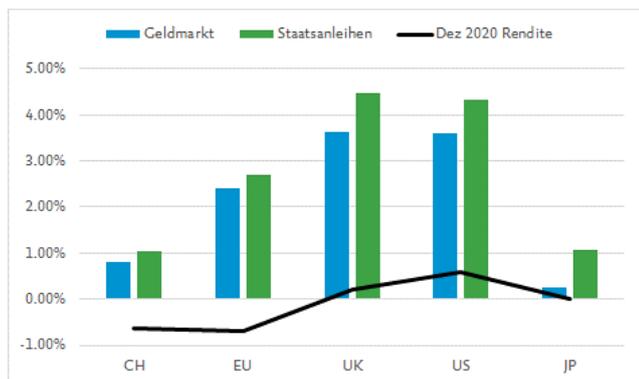


Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Feb 2024

Bei Staatsanleihen ist der Ausblick ebenfalls besser als vor ein paar Jahren. Zwar liegen die aktuellen Renditen oft auf tieferen Niveaus als die jeweiligen Geldmarktsätze, aber Anleihen dürften zusätzlich Kapitalgewinne bieten, wenn die Renditen am Markt weiter sinken, womit wir rechnen. Inflationsgesicherte Anleihen bieten ebenfalls attraktive Realrenditen sowie etwas Schutz, falls sich der Inflationsdruck wieder unerwartet verschärfen sollte.

Erwartete Renditen: Liquidität und Staatsanleihen

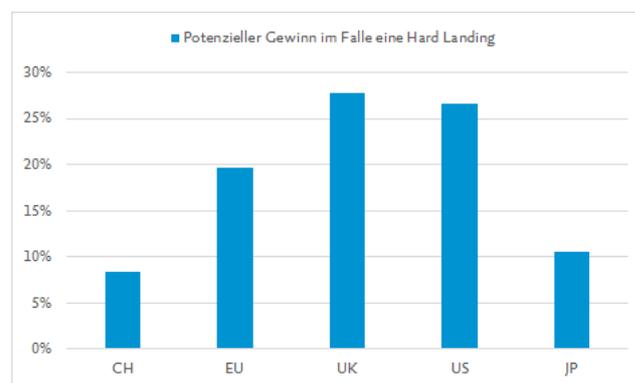
Vergleich mit Renditen vom Dezember 2020



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Feb 2024

Unter den Ländern finden wir US-Staatsanleihen trotz des Rückgangs der Renditen Ende 2023 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 (%)



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Feb 2024

Aktien

Die Renditeaussichten bei den Aktien sehen zwar auch besser aus, aber einige Marktsegmente scheinen dennoch eher teuer, wenn man sie mit alternativen Vermögenswerten wie z.B. Staatsanleihen vergleicht. Positiv hervorzuheben ist: Während etliche Aktienmärkte im Jahr 2021 neue Allzeithochs bei gleichzeitig sehr hohen Bewertungen erreichten, sind die Gewinne der Unternehmen seitdem stark gestiegen, während die Kurse zwischenzeitlich, vor allem im Jahr 2022, deutlich sanken. Das sorgte für höhere Renditen (Dividenden) und attraktivere Bewertungen (KGV). Zugleich haben sich die Gewinnmargen der Unternehmen normalisiert und Sonderfaktoren wie pandemiebedingte Lieferengpässe entschärft. Im Falle einer sanften Landung der Wirtschaft (d.h. Vermeidung einer Rezession) dürfte dies die Gewinne der Unternehmen weiter stützen.

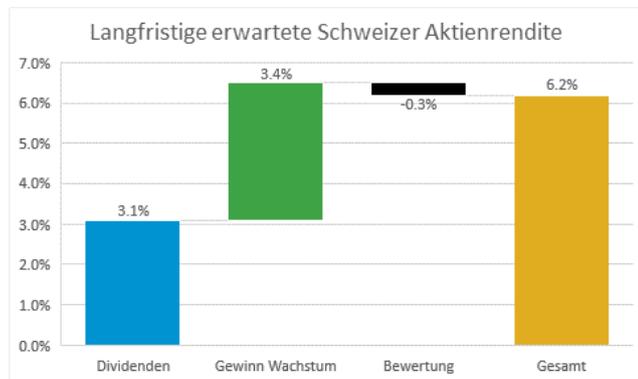
Andererseits müssen Aktien angesichts des höheren Risikos von Verlusten gegenüber anderen Anlageklassen, insbesondere Staatsanleihen, eine angemessene Risikoprämie bieten. Da die Renditen von Staatsanleihen mittlerweile attraktiver geworden sind, müssten auf der Gegenseite auch Aktien proportional günstiger werden. Das ist aber nur teilweise geschehen. Aus dieser Perspektive sind Aktien kurzfristig im Vergleich zu Staatsanleihen etwas teuer bewertet, auch wenn wir mittelfristig interessante durchschnittliche Renditen von den Aktienmärkten erwarten.

Auf Länderebene sehen wir dabei einige interessante Unterschiede bei den Marktperspektiven. Bei Schweizer Aktien sind die Bewertungen aufgrund der - relativ gesehen - schwächeren Marktperformance 2023 eher etwas günstiger, was in den letzten Jahren nicht der Fall war. Aktien der Schwellenländer sind immer noch tief bewertet und bleiben mittelfristig interessant. Der US-Markt ist immer noch

teuer, wobei man die eventuell sehr positiven Auswirkungen der Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Thema Künstliche Intelligenz berücksichtigen muss.

Bestandteile erwarteter Aktienrenditen

in %

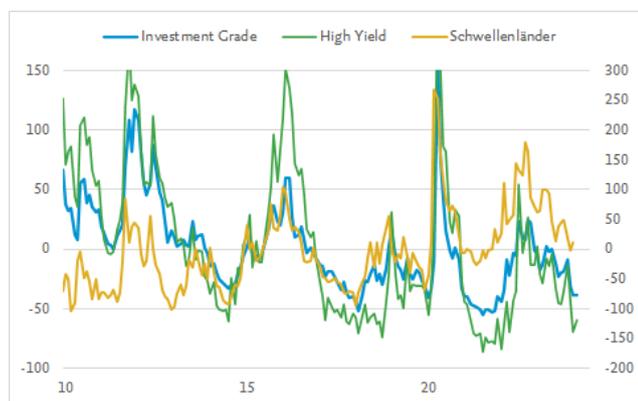


Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Feb 2024

Unternehmensanleihen

Bei Unternehmensanleihen sind die Perspektiven und Erwartungen ähnlich wie bei den Aktien. Sie bieten zwar attraktive Renditen, aber die implizierte zusätzliche Entschädigung für Zahlungsausfälle (d.h. die Risikoprämien ggü. Staatsanleihen) sind eher auf der niedrigen Seite. Mit anderen Worten, sie erscheinen gegenüber Staatsanleihen ebenfalls vergleichsweise teuer.

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



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Feb 2024

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.

Der Ausblick bei Schwellenländeranleihen in Lokalwährung erscheint uns recht attraktiv. Da viele Länder die Inflationsgefahren frühzeitig adressiert hatten, konnten einige bereits mit einer Lockerung der Geldpolitik beginnen. Das spricht für Kapitalgewinne bei Anleihen. 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 Franken hat seit 2020 stark aufgewertet, ist aber nicht sehr überbewertet, denn der Grossteil der Aufwertung wurde durch die bedeutend tiefere Schweizer Inflation ausgeglichen. Das heisst: Der Franken ist zwar nicht günstig, aber die Schweizer Wirtschaft bleibt immer noch konkurrenzfähig.

Künftig gehen wir grundsätzlich weiter von einer leichten Aufwertungstendenz aus, allerdings nicht so stark wie zuletzt, da sich auch die Inflationsdifferenzen verringert haben. Eine Ausnahme ist der japanische Yen, den wir für stark unterbewertet halten.

Realwerte: Rohstoffe, Gold und Immobilien

Trotz der anhaltenden geopolitischen Spannungen beendeten breite Rohstoffpreisindizes das Jahr 2023 wegen rückläufiger Inflations- und Rezessionsorgen wenig verändert. Mittelfristig finden wir die Perspektiven aufgrund jahrelang mangelnder Investitionen in Produktionskapazitäten interessant. Erdöl bietet zudem einen gewissen Schutz vor einem sich rasch verschärfenden Konflikt im Nahen Osten und dessen potenziell negativen Effekten auf Portfoliobestandteile wie beispielsweise Aktien.

Gold bleibt ein wichtiger Bestandteil eines Portfolios, dessen Preis auch im Umfeld steigender Zinsen stabil blieb. In den nächsten Jahren könnte Gold zudem davon profitieren, dass die Notenbanken wieder zu einer weniger restriktiven Geldpolitik übergehen.

Schweizer Immobilienfonds waren in den Zeiten negativer Zinsen sehr hoch bewertet. Seitdem sind sie jedoch deutlich günstiger geworden, was zu einer attraktiven Bewertung bzw. höherem Renditenpotenzial geführt hat.

Fazit: von Tina zu Tara

Das Tiefzinsumfeld der vergangenen Jahre wurde häufig als TINA-Umfeld (TINA im Sinne von «There is no alternative») bezeichnet, in dem man eigentlich nur Aktien kaufen konnte, weil die Renditen von Staatsanleihen so tief oder sogar negativ waren. Dies stellte sich nur teilweise als richtig heraus, weil im Jahr 2022 fast alle Anlageklassen durch die steigenden Zinsen unter Druck kamen. Seitdem befinden wir uns eher in einem TARA-Umfeld («There are reasonable alternatives»), in dem sämtliche Vermögenswerte angemessene Renditen bieten. Für Anlegende ist das vorteilhaft, denn so lassen sich Portfolios zusammenstellen, die sowohl von höheren Renditen als auch von den Vorteilen der Diversifikation profitieren.

Langfristige Rendite-Erwartungen

Die folgende Tabelle zeigt eine Auswahl unserer langfristigen (d.h. 5-10 Jahre) Renditeerwartungen pro Anlageklasse. Alle Werte stellen die von uns durchschnittlich erwarteten jährliche Renditen in der jeweils angegebenen Währung dar.

Anlageklasse	Währung	Erwartete Rendite (5-10 Jahre)
Cash		
Schweiz	CHF	0.8%
Eurozone	EUR	2.4%
USA	USD	3.6%
Staatsanleihen		
Schweiz	CHF	1.1%
Deutschland	EUR	2.7%
UK	GBP	4.5%
USA	USD	4.3%
Japan	JPY	1.1%
Unternehmensanleihen		
Schweiz	CHF	1.6%
Eurozone	EUR	3.3%
USA	USD	5.1%
EM Anleihen		
Lokalwährung	USD	5.3%
Hartwährung	USD	5.4%

Anlageklasse	Währung	Erwartete Rendite (5-10 Jahre)
Aktien		
Schweiz	CHF	6.2%
Eurozone	EUR	6.3%
UK	GBP	7.9%
USA	USD	6.3%
Japan	JPY	5.5%
EM	USD	8.1%
Realwerte		
Rohstoffe	USD	3.7%
Gold	USD	2.8%
Immobilien (CH)	CHF	3.1%
Währungen (ggü Franken)		
EUR		-0.1%
GBP		-0.8%
JPY		0.8%
USD		-0.8%