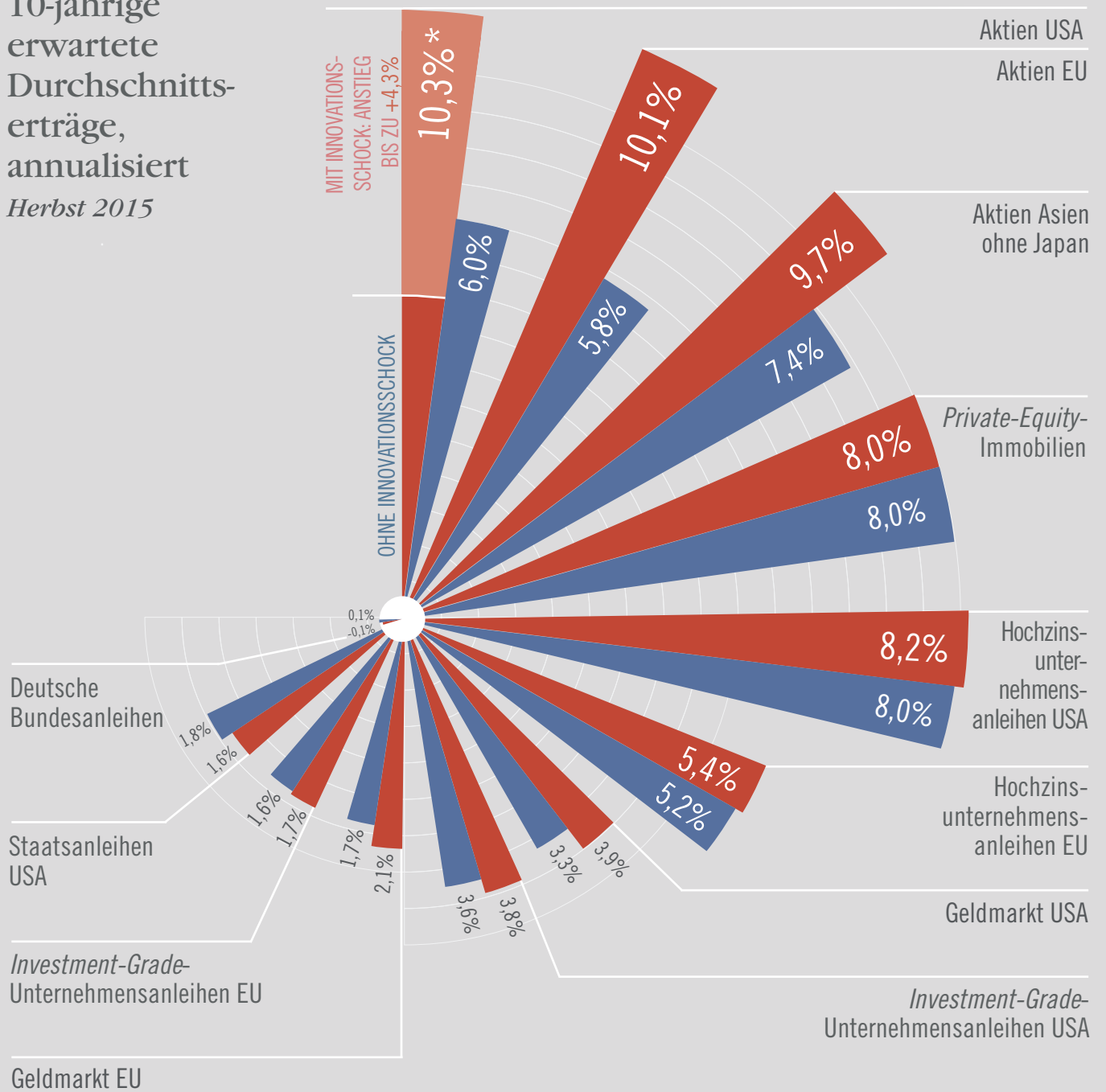


10-jährige erwartete Durchschnittserträge, annualisiert
Herbst 2015



Erwartete Erträge ohne Innovationsschock* ■
Erwartete Erträge mit Innovationsschock* ■

Die Schätzung der langfristig erwarteten Renditen der verschiedenen Anlagekategorien spielt in der Vermögensplanung eine wesentliche Rolle. Wir haben zur Berechnung der erwarteten 10-Jahres-Renditen eine eigene Methode entwickelt, die auf einem Risikofaktoransatz beruht. In unserem Basisszenario kurbelt ein radikaler Innovationsschock das Wirtschaftswachstum an und stellt relativ gute Erträge in Aussicht. Ohne einen solchen Schock entwickeln sich die erwarteten Erträge in unserem Sekundärszenario etwas verhaltener bei einer allmählichen Normalisierung des Wirtschaftswachstums.

* Durchschnittliche jährliche Nominalerträge, Coupons und Dividenden einbezogen, in Lokalwährungen

Vorwort

Für die nächsten zehn Jahre wird im langjährigen Vergleich auf Basis der gegenwärtigen Trends mit eher niedrigen Erträgen aus den wichtigsten Anlagekategorien gerechnet. Ein Innovationsschock könnte das jedoch radikal ändern.



Liebe Leser,

in dieser Ausgabe von Horizonte erläutern wir unsere aktuellen Berechnungen der Erträge, die wir in den kommenden zehn Jahren bei grossen Anlagekategorien erwarten. Der von uns dabei angewandten, einzigartigen Methode liegt unsere Erkenntnis zugrunde, dass die Erträge auf lange Sicht vornehmlich vom realen BIP-Wachstum und der Inflation bestimmt werden.

Unter Annahme einer allmählichen Normalisierung des Wirtschaftswachstums erscheinen die erwarteten Erträge bei nahezu allen Anlagekategorien im langjährigen Vergleich enttäuschend. Für US-Aktien etwa prognostizieren wir Erträge von im Schnitt nominal 6,0% p.a. in den nächsten zehn Jahren, während der Durchschnitt der Jahre 1871-2015 bei 8,9% liegt. Anleger stehen damit vor der Herausforderung, angesichts einer auf lange Sicht zu erwartenden Normalisierung der Zinsen auch künftig noch akzeptable Erträge zu generieren: Die Zeiten der risikolosen Gewinne sind vorbei.

Hinter den niedrigeren erwarteten Erträgen verbirgt sich nicht zuletzt auch ein verhaltener Ausblick für das Wirtschaftswachstum. Einige Ökonomen sagen für die Industrieländer gar eine Phase mit „säkularer Stagnation“ voraus. Eine Sichtweise, der wir uns nicht anschliessen. Unter anderem deshalb, weil sie bei ihrer Analyse den zyklischen Faktoren nicht die Bedeutung zumessen, die ihnen als Wachstumsbremse nach der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 zukommt. In unserem Sekundärszenario gehen wir daher von einer allmählichen Normalisierung des Wirtschaftswachstums aus. Darüber hinaus sehen wir jedoch vermehrt Anzeichen für einen radikalen Innovationsschock, der die Produktivität und damit das Wirtschaftswachstum beflügeln könnte. Das ist unser Basisszenario.

Gegenwärtig baut sich gerade im Silicon Valley eine Innovationswelle auf, die schon bald eine umwälzende Transformation in der gesamten Wirtschaft in Gang setzen könnte. Das Internet der Dinge ist hierfür das beste Beispiel. Was aber bedeutet das für Anleger? Bei einem radikalen Innovationsschock erhielten die erwarteten Erträge spürbaren Rückenwind, allen voran im Bereich der Aktien. Die Renditen von US-Aktien würden auf 10,3% klettern. Darüber hinaus könnten Anleger ihre Anlagestrategien an der S-Kurve des Innovationszyklus ausrichten.

Wir sehen hier durchaus Parallelen zu den 1990er Jahren. Damals liess das Aufkommen neuer Computer- und Kommunikationstechnologien das reale BIP-Wachstum in den USA auf 3,5% und damit weit über die langjährige Gleichgewichtswachstumsrate des Landes von 2,5% hinaus hochschnellen. Tatsächlich könnten wir uns bereits mitten in der Anfangsphase des Innovationszyklus befinden, vergleichbar mit den Jahren 1990-95. In einem solchen Umfeld könnten sich gezielte Anlagen in Unternehmen, die stark in den aktuellen Innovationen engagiert sind, lohnen.

Auch in der Beschleunigungsphase könnte ein solcher Ansatz sinnvoll sein. Denken wir nur an die Jahre 1996-2000. Mit zunehmendem Wettbewerb steht den „Innovatoren der ersten Stunde“ jedoch eine brutale natürliche Darwin'sche Auslese bevor. Hierzu ein Beispiel aus den 1990er Jahren mit zwei börsennotierten Unternehmen: Amazon und Sycamore (Ausrüstungen für Glasfasernetzwerke). Amazons Erfolgsgeschichte ist bestens bekannt. Sycamores Marktkapitalisierung belief sich Ende der 1990er Jahre auf 20 Mrd. USD. Sein Quartalsgewinn indes summierte sich auf gerade einmal 14 Mio. USD. Anders als Amazon verschwand das Unternehmen nach dem Technologiecrahsang- und klanglos von der Bildfläche. In der Beschleunigungsphase könnte auch eine Anlage in technologieelastige Indizes wie dem Nasdaq Erfolg versprechen.

In der Reifephase markieren die Aktienindizes nicht selten Übertreibungsniveaus oder bilden sogar Blasen aus. Damit steigt die Gefahr eines Crashes oder zumindest einer drastischen Korrektur wie 2001-2002, als die Dotcom-Blase platzte. Defensivere Strategien könnten in dieser Phase eine Umschichtung aus innovationssensitiven Aktien in Substanzwerte beinhalten.

Wann genau es zu einem Innovationsschock kommen wird, lässt sich nicht mit Sicherheit sagen. Uns ermutigt jedoch der Umstand, dass in der Wirtschaftsgeschichte tendenziell auf negative Schocks positive folgten. Wir glauben daher, dass Innovationen das Wirtschaftswachstum erneut auf eine höhere Stufe heben werden. ■

ZUSAMMENFASSUNG

Wir haben unsere Schätzungen der erwarteten Renditen für die wichtigsten Anlagekategorien in jedem der drei grossen Wirtschaftsböcke aktualisiert. Unseren Berechnungen liegen makroökonomische Analysen von Wachstum und Inflation, den beiden aus unserer Sicht bestimmenden Faktoren für die langfristigen Anlageerträge, zu Beginn und Ende des Prognosezeitraums zugrunde. Dabei beleuchten wir zwei Szenarien: eines mit einem Innovationsschock, der das Wirtschaftswachstum ankurbelt (unser Basisszenario), und eines ohne Innovationsschock und folglich mit einer allmählichen Normalisierung von Wirtschaftswachstum und Inflation (unser Sekundärszenario). Die wichtigsten Ergebnisse unserer Analyse können wie folgt zusammengefasst werden:

Die erwarteten langfristigen Renditen von Aktien und US-Hochzinsanleihen sind gestiegen. In unserem Basisszenario (siehe Seite 6) steigen die erwarteten Renditen von Aktien gegenüber unseren Prognosen vom April 2014 auf 10,3% für US-Aktien. Auch die erwarteten Renditen von US-Hochzinsanleihen sind gestiegen. Bei Geldmarktanlagen blieben die Renditeprognosen weitgehend unverändert. Für die meisten anderen Anlagen sind die erwarteten Renditen gesunken. Das gilt vor allem für Staatsanleihen und europäische Investment-Grade-Anleihen. Leicht rückläufig sind auch die erwarteten Erträge aus Private-Equity-Anlagen, doch sind hier in beiden Szenarien (mit und ohne Innovationsschock) nach wie vor die höchsten erwarteten Renditen (13%) aller Anlagekategorien zu finden.

Erträge sind im historischen Vergleich mehrheitlich niedriger. Erwartete Renditen sind bei fast allen Anlagekategorien niedriger als im historischen Vergleich – in vielen Fällen sogar deutlich niedriger (siehe Seite 8). Ausschlaggebend dafür sind die derzeit überzogenen Bewertungen. In diesem Umfeld relativ niedriger erwarteter Renditen in allen wichtigen Anlagekategorien würde ein traditionelles Portfolio aus 60% Aktien und 40% Staatsanleihen nach unseren Berechnungen jährlich eine Rendite von knapp 6,9% mit einem Innovationsschock und von 4,2% ohne Innovationsschock abwerfen, verglichen mit 10,9% in den Jahren 1981-2012. Dabei sind wir von einer Anlage in den S&P 500 sowie in US-Staatsanleihen ausgegangen. Für höhere Erträge werden Anleger daher künftig höhere Risiken in Kauf nehmen müssen.

Die Idee einer säkularen Stagnation trägt der Möglichkeit von Innovationen nicht gebührend Rechnung. Als Folge struktureller Zwänge, so argumentieren einige Ökonomen,

ist das Trendwachstum in den Industrieländern auf dauerhaft niedrigere Niveaus gesunken. Wir sind zwar der Meinung, dass der strukturelle Gegenwind für das Wachstum zugenommen hat. Im Konzept der säkularen Stagnation werden aus unserer Sicht zyklische Faktoren aber nicht ausreichend berücksichtigt. Zugleich wird die Möglichkeit, dass Innovationen das Wachstum ankurbeln könnten, völlig ausser Acht gelassen (siehe Seite 10). In unserem Sekundärszenario ohne Innovationsschock erwarten wir eine sukzessive Normalisierung von Wachstum und Inflation in einem Standard-Regime mit einem Wirtschaftswachstum von rund 2,5% und einer Inflationsrate von ca. 2% in den USA.

Die Zeichen stehen gut für einen radikalen Innovationsschock. Echte technologische Revolutionen brauchen Zeit, bis sie sich spürbar und nachhaltig im Wirtschaftswachstum niederschlagen. Gegenwärtig aber mehren sich die Anzeichen, dass uns eine solche Revolution bevorsteht, und dies untermauert unser Basisszenario mit einem radikalen Innovationsschock (siehe Seite 11). Tatsächlich könnten wir uns bereits dem Ende der Anfangsphase des Innovationszyklus nähern und am Beginn der Beschleunigungsphase stehen. Ein radikaler Innovationsschock würde das Wirtschaftswachstum nachhaltig ankurbeln und die grossen Volkswirtschaften auf eine höhere Wachstumsstufe heben. In den USA beispielsweise würde die Trendrate des Wachstums in einem solchen Szenario auf 4% steigen.

Anlagestrategien dürften sich an der S-Kurve orientieren. Für die Anfangsphase eines Innovationszyklus am besten geeignet ist ein Ansatz mit sorgfältiger Titelauswahl, denn in dieser Phase streben immer mehr Innovatoren an die Börse. In der Beschleunigungsphase, in der die Innovation verstärkte Verbreitung in der gesamten Wirtschaft findet und das Wachstum auf eine höhere Ebene hievt, könnten sich Anlagen in Aktienindizes als lohnend erweisen. In der Reifephase, in der die Indizes anfällig für eine Korrektur oder einen Crash sind, ist ein Wechsel zu defensiveren Strategien ratsam. Dabei sollte der Fokus auf Substanz- und defensiven Werten und weniger auf Aktien von Unternehmen liegen, die stark in den Innovationsfeldern engagiert sind (siehe Seite 12).

Das Internet der Dinge (IoT) wird vom Hype zur Realität an den Anlagemärkten. Die Entwicklung des IoT liefert ein Paradebeispiel dafür, wie Innovations- und Technologietrends eine rasante Verbindung eingehen und so eine Revolution in Gang setzen können (siehe Seite 14). Das IoT könnte mehr als 25 Milliarden Geräte umfassen. Sinkende Kosten für Geräte, die allgegenwärtige Konnektivität und Energieeffizienz begünstigen seine Weiterentwicklung. Unter anlagetechnischen Gesichtspunkten ist nun der Zeitpunkt gekommen, zu dem sich die Gewinner und Verlierer der hypervernetzten IoT-Welt abzeichnen. ■

I. Erwartete Renditen der Anlagekategorien

Wir haben unsere Schätzungen der erwarteten Renditen für die meisten Anlagekategorien in den drei wichtigsten Wirtschaftsböcken angepasst. Unseren Berechnungen liegen makroökonomische Analysen von Wachstum und Inflation, den beiden aus unserer Sicht bestimmenden Faktoren für die langfristigen Anlageerträge, zu Beginn und Ende des Prognosezeitraums zugrunde. Wir berücksichtigen zwei Szenarien: eines mit einem radikalen Innovationsschock, der das Wirtschaftswachstum ankurbelt (Basisszenario); und eines ohne Innovationsschock, bei welchem sich Wirtschaftswachstum und Inflation schrittweise normalisieren (Sekundärszenario).

Die erwarteten langfristigen Renditen von Aktien und US-Hochzinsanleihen sind gestiegen

Die bei **Aktien** erwarteten Renditen sind in beiden Szenarien im Vergleich zu unseren Schätzungen vom April 2014 gestiegen. Dies ist auf die in den vergangenen Jahren unter dem langfristigen Trend liegende Performance der US- und der europäischen Aktienindizes zurückzuführen. Im Szenario mit Innovationsschock steigen die nominalen durchschnittlichen Jahresrenditen in den nächsten zehn Jahren von 8,2% auf 10,1% für europäische Aktien und von 7,8% auf 10,3% für US-Aktien. Die Anfälligkeit der erwarteten Rendite ist im Rahmen des Innovationsschock-Szenarios grösser - weshalb eine unbedeutende Variation der Grundannahmen in diesem Szenario einen bedeutenden Anstieg bewirkt.

Die erwarteten Renditen für **US-High-Yield-Unternehmensanleihen** sind von 6,5% auf 8,2% im Basisszenario und von 6,1% auf 8,0% im Szenario ohne Innovationsschock gestiegen, was einem günstigeren Basiseffekt zu verdanken ist. In den USA setzt sich jedoch ein grosser Teil dieser Anlagekategorie aus Energieunternehmen

ERWARTETE RENDITEN VON ANLAGEKATEGORIEN MIT UND OHNE INNOVATIONSSCHOCK

		Mit Innovationsschock		
		Projektion (September 2015)*	Projektion (April 2014)*	Unterschied
		2015-2025	2014-2024	
Aktien	Private Equity	13.0%	15.0%	-2.0%
	Aktien USA	10.3%	7.8%	2.5%
	Aktien EU	10.1%	8.2%	1.9%
	Aktien Asien ohne Japan	9.7%	8.2%	1.5%
	Private Equity: Immobilienanlagen	8.0%	8.0%	0.0%
Unternehmensanleihen	Unternehmensanleihen: US-Hochzins	8.2%	6.5%	1.7%
	Unternehmensanleihen: EU-Hochzins	5.4%	5.2%	0.2%
	Unternehmensanleihen: EU-Investmentgrade	1.7%	3.1%	-1.4%
	Unternehmensanleihen: US-Investmentgrade	3.8%	3.8%	0.0%
Zinsen	Geldmarkt USA	3.9%	4.0%	-0.1%
	Geldmarkt EU	2.1%	N.V.	N.V.
	Staatsanleihen: US Treasuries	1.6%	2.6%	-1.0%
	Staatsanleihen: deutsche Bund	-0.1%	1.1%	-1.2%

* Durchschnittliche annualisierte Normalerträge in Lokalwährungen, Coupons und Dividenden reinvestiert.

zusammen. Während diese derzeit ein gutes Wertpotenzial bieten, gibt es aufgrund des ungewissen Ausblicks für den Energiesektor auch ein grosses Risiko von Wertfällen. Ausserdem haben High-Yield-Unternehmensanleihen eine deutlich niedrigere Duration als Investment-Grade- oder Staatsanleihen, und das Reinvestitionsrisiko ist darum höher.

Für die meisten anderen Anlagen sind die erwarteten Renditen gesunken. Dies ist insbesondere für **Staatsanleihen** der Fall. Renditen deutscher Staatsanleihen sind nun neutral oder leicht negativ, während Renditen der US-Staatsanleihen sich im Basisszenario von 2,6% auf 1,6% und im Szenario ohne Innovationsschock von 2,7% auf 1,8% verschlechterten. Auch dies spiegelt Entwicklungen an den Märkten seit der letzten Aktualisierung wider: Die Renditen beginnen nun von einem niedrigeren Ausgangspunkt. Dies gilt vor allem für Europa, wo die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen dieses Jahr einen Tiefpunkt von 0,05% erreichten. Die Anhebung der Zinsen, mit der wir rechnen und die der Normalisierung der Geldpolitik entspricht, wird zu einer Verminderung der Erträge führen.

Bei der 10-Jahres-Prognose kam es auch zu einer Verschlechterung bei den erwarteten nominalen Jahresdurchschnittsrenditen für europäische **Investment-Grade-Unternehmensanleihen**: von 3,1% auf 1,7% im Basisszenario und von 2,8% auf 1,6% im Szenario ohne Innovationsschock. Dies stellt einen weniger günstigen Anfangspunkt dar: Renditen dieser Anlagekategorie in Europa sind seit April 2014 um über 50 Basispunkte gefallen, da eine der Auswirkungen der quantitativen Lockerung der EZB ein Abwärtsdruck auf die Finanzierungskosten für europäische Unternehmensanleihen war. Die Renditen für US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen haben sich im letzten Jahr dagegen nur leicht bewegt.

Bei **Geldmarktanlagen** blieben die Renditeprognosen weitgehend unverändert. Wir erwarten weiter eine Normalisierung der Geldpolitik, bei der die Zentralbanken der Industrieländer bei einem Inflationsziel von rund 2% bleiben. Da unser makroökonomisches Kernszenario das gleiche bleibt, gibt es bei Private-Equity-**Immobilien** keine Veränderung bei den erwarteten Renditen.

„Die Anhebung der Zinsen, mit der wir rechnen und die der Normalisierung der Geldpolitik entspricht, wird zu einer Verminderung der Erträge führen.“

Ohne Innovationsschock

Projektion (September 2015)*	Projektion (April 2014)*	Unterschied	Annualisierte historische Performance in %	Annualisierte Volatilität in %
2015-2025	2014-2024		2011-2015	2011-2015
13.0%	15.0%	-2.0%	-	-
6.0%	4.5%	1.5%	14.5%	14.8%
5.8%	4.5%	1.3%	11.8%	15.9%
7.4%	6.1%	1.3%	2.6%	15.7%
8.0%	8.0%	0.0%	N.V	N.V
8.0%	6.1%	1.9%	6.8%	3.4%
5.2%	4.8%	0.4%	9.1%	3.8%
1.6%	2.8%	-1.2%	5.4%	2.4%
3.6%	3.5%	0.1%	5.1%	4.2%
3.3%	3.4%	-0.1%	0.1%	0.0%
1.7%	N.V	N.V	0.3%	0.0%
1.8%	2.7%	-0.9%	4.9%	6.9%
0.1%	1.2%	-1.1%	7.3%	5.8%

Quelle: Pictet WM – AA&MR

„Trotz dieses Illiquiditätsproblems sind die Renditen von Private Equity und Private-Equity-Immobilien ein notwendiger Teil der Asset-Allokation bei grossen Portfolios.“

Die erwarteten Renditen bei **Private Equity** sinken als Folge der jüngsten Outperformance in beiden Szenarien leicht von 15% auf 13%. Doch sind hier in beiden Szenarien (mit und ohne Innovationsschock) nach wie vor die höchsten erwarteten Renditen aller Anlagekategorien zu finden. Doch die zusätzlichen Renditen dieser Anlagekategorien müssen gegen die fehlende Liquidität abgewogen werden. Der komplette Anlagezyklus für Private Equity beträgt sieben bis acht Jahre, so dass die Rückzahlungen bei diesen Anlagen erst am Ende dieses Zeitraums abgeschlossen sind. Da es sich um eine aussergewöhnlich lange Zeitspanne handelt, um eine Anlage zu halten, fordern die Anleger gewöhnlich höhere Renditen. Trotz dieses Illiquiditätsproblems sind die Renditen von Private Equity und Private-Equity-Immobilien in einem Umfeld allgemein, d.h. bei allen Anlagekategorien, niedriger erwarteter Renditen ein notwendiger Teil der Asset-Allokation bei grossen Portfolios.

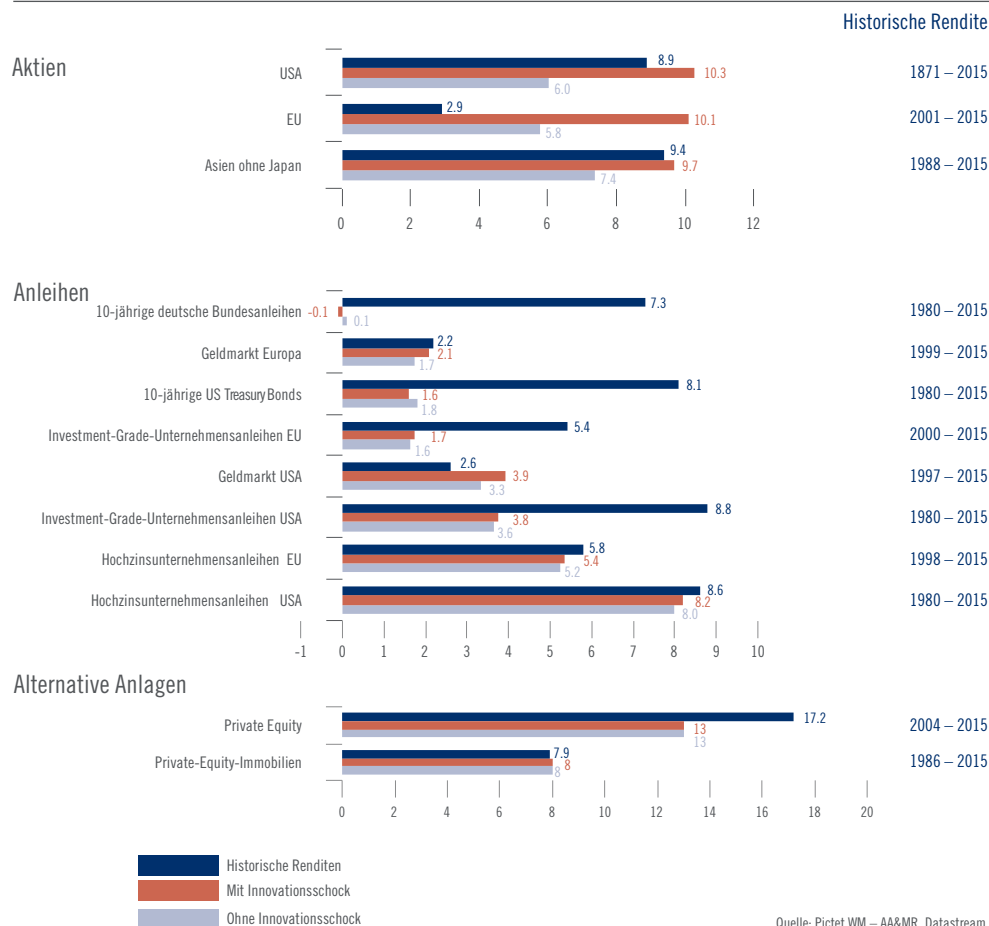
Renditen sind im historischen Vergleich niedriger

In unserem Basisszenario (mit Innovationsschock) rentieren Aktien gut. Hingegen liegen die

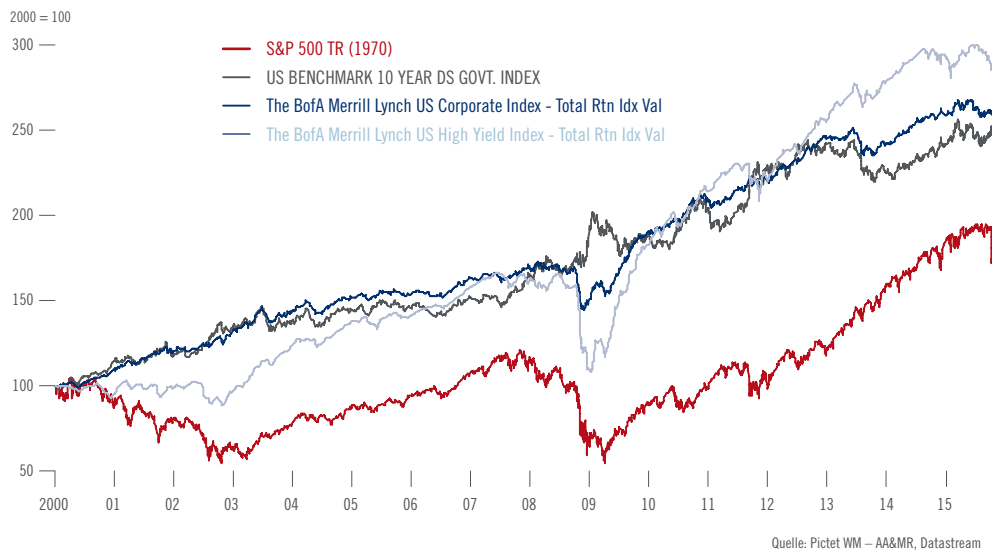
erwarteten Renditen in unserem Sekundärszenario bei praktisch allen Anlagekategorien unter dem historischen Durchschnitt. Die Renditen auf US-Aktien werden im nominalen Durchschnitt auf Jahresbasis für die nächsten zehn Jahre ohne Innovationsschock z.B. auf 6,0% projiziert, im Vergleich zur Durchschnittsrendite von 8,9% in den Jahren 1871 bis 2015. Diese Verschlechterung in allen Anlagekategorien spiegelt die Tatsache wider, dass die Bewertungen etwas überzogen sind.

Die erwarteten Renditen für Aktien liegen über jenen für Staatsanleihen und Geldmarktanlagen, allerdings nicht markant im Sekundärszenario. Die Renditen für Aktien waren historisch normalerweise auch höher, obwohl sie seit dem Jahr 2000 ins Hintertreffen geraten sind, da die Märkte zwei grosse Crashes erlebten: das Platzen der Dotcom-Blase und die Subprime-Krise – der S&P 500 verzeichnete aber dennoch eine Outperformance während der Erholung nach diesen Einbrüchen. Die Trends bei Anleihen scheinen weniger volatil als bei Aktien – obwohl es selbst bei Anleihen deutliche Variationen der jährlichen Renditen geben kann.

ERWARTETE VS. HISTORISCHE RENDITEN (GESAMTERTRAG IN LOKALWÄHRUNGEN)



SEIT 2000 LIEGT DER US-AKTIENMARKT WEGEN ZWEI GROSSEN CRASHES ZURÜCK



In diesem Umfeld mit relativ niedrigen erwarteten Renditen bei Staatsanleihen würde ein traditionelles 60/40-Portfolio (60% Aktien, 40% Staatsanleihen) nach unseren Berechnungen im Jahresdurchschnitt mit einem Innovationsschock 6,9% Rendite und ohne Innovationsschock 4,2% Rendite bieten (unter der Annahme einer Aufteilung zwischen S&P500 und US-Staatsanleihen), im Vergleich zu 10,9% in den Jahren 1981-2012. Diese Verschlechterung ist kein neues Phänomen: Seit die Renditen dieser Anlagekategorie Mitte der 1990er Jahre ihr Höchst bei rund 16% erreichten, war der Trend rückläufig. Der Grund, warum ein 60/40-Portfolio in den letzten 30 Jahren zweistellige Renditen erzielen konnte, war, dass die langfristigen Zinsen stetig fielen, bis auf ein Tief von 1,4% in den USA im Juli 2012. Da der Anleihekurs sich in die entgegengesetzte Richtung der Rendite entwickelt, lieferten US-Staatsanleihen konsistent zweistellige Renditen. Vor dem Hintergrund einer niedrigen Inflation war dies sogar in Phasen starker wirtschaftlicher Expansion der Fall.

Die Generierung höherer Renditen bedeutet die Akzeptanz höherer Risiken

Die Frage ist nun, da sich die langfristigen Zinsen normalisieren, wie weiter vergleichbare Renditen erzielt werden können. Die einzige Lösung wird sein, mehr Hebel einzusetzen. Während bei einem 60/40-Portfolio beispielsweise 90% der

Volatilität aus Aktienpositionen stammt, wird bei einem Risikoparitätsportfolio ein Hebel für die Anleihepositionen eingesetzt und so die Volatilität diversifiziert.

Das heisst jedoch, ein höheres Risiko zu akzeptieren - insbesondere, wenn es zu einem Schock bei langfristigen Zinsen kommt. Während der „Tapering-Turbulenzen“ im Juli 2013 - als die Märkte in Panik gerieten, weil es Anzeichen gab, dass die Fed bereit war, ihre quantitative Lockerung zu reduzieren - verzeichneten Risikoparitätsportfolios schwere Verluste. In unserem Basisszenario mit einem radikalen Innovationsschock würden die Aktienrenditen starken Auftrieb erhalten. Ansonsten gilt für eine solche Situation, in welcher es keinen Free Lunch gibt, dass sich die Anleger, die die niedrigeren erwarteten Renditen nicht akzeptieren wollen, entscheiden müssen, wie viel Risiko sie tolerieren wollen. ■

„In dieser Situation gibt es keinen Free Lunch, so dass sich die Anleger, die die niedrigeren erwarteten Renditen nicht akzeptieren wollen, entscheiden müssen, wie viel Risiko sie zu tolerieren bereit sind.“

II. Innovation, Wachstum und Anlagestrategien

Jüngst wurden vermehrt Befürchtungen laut, dass den Industrieländern eine „säkulare Stagnation“ bevorstehen könnte. Dabei soll der strukturelle Gegenwind für Wachstum vor allem vom ungünstigen Bevölkerungswachstum kommen und schliesslich in ein dauerhaft niedrigeres Trendwachstum münden. Diese pessimistische Einschätzung teilen wir nicht. Aus unserer Sicht wird sich das Wachstum allmählich normalisieren und der Gegenwind seitens zyklischer Faktoren nachlassen. Zudem sehen wir Potenzial für einen radikalen Innovationsschock, der die Produktivität und damit das Wachstum antreiben könnte. Schon gibt es erste Hinweise darauf, dass die Weichen für einen solchen Schock gestellt sind.

Das Gespenst einer säkularen Stagnation sucht die Industrieländer heim

Mit seiner Analyse einer „säkularen Stagnation“ der US-Volkswirtschaft nach der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 sorgte der frühere US-Finanzminister Larry Summers für Aufregung und brachte damit einen vom amerikanischen Ökonomen Alvin Hansen 1938 nach der Grossen Depression geprägten Begriff wieder ins Gespräch. Als Folge struktureller Zwänge, so argumentiert Summers, ist das Potenzialwachstum auf dauerhaft niedrigere Niveaus gesunken. Seine Beobachtungen beziehen sich zwar auf die USA. Aber tatsächlich scheint die Gefahr einer säkularen Stagnation für die Euro-Zone sogar noch grösser und stellt für Japan ein Dauerproblem dar.

Für eine säkulare Stagnation gibt es zwar bislang keine allgemeingültige Definition. Summers beschreibt hiermit jedoch eine anhaltende Tendenz zu einem die Gesamtnachfrage übersteigenden Gesamtangebot. Mithilfe der Zinspolitik gelingt es ihm zufolge nicht, ein Gleichgewicht zwischen Gesamtnachfrage und Gesamtangebot herzustellen, da der neutrale Realzins negativ ist und unter dem niedrigsten erreichbaren Wert für den tatsächlichen kurzfristigen risikofreien Realzins liegt.

Auch wir sind der Meinung, dass struktureller Gegenwind das Wachstum der Industrieländer bremst. Ausschlaggebend hierfür sind vor allem folgende Faktoren:

- **Demografische Entwicklung.** Inzwischen wirken sich die demografischen Trends weniger günstig auf das Wirtschaftswachstum aus, da die Bevölkerungen altern, während sich der Anstieg der erwerbsfähigen Bevölkerung verlangsamt bzw. sogar umkehrt. So rechnet etwa die Europäische Kommission mit einem Schrumpfen der erwerbsfähigen Bevölkerung in der EU um 2,1% in den Jahren 2013-2020.¹
- **Bildung.** Die Bildungsrevolution in den westlichen Ländern, ausgelöst durch die allgemeine Schulpflicht und den Zugang zur Hochschulbildung für die breite Masse, ist abgeschlossen. Eine weitere spürbare Verbesserung des durchschnittlichen Bildungsniveaus in den Industrieländern ist nicht zu erwarten – mit negativen Folgen für den Produktivitätszuwachs.
- **Verschuldung.** Wir haben bereits an anderer Stelle auf den Trend der „Great Divergence“ mit steigender Verschuldung der öffentlichen Hand bei gleichzeitig nachlassendem Wirtschaftswachstum hingewiesen.² Viele Industrieländer haben mittlerweile mit diesem Problem zu kämpfen: So ist die Schuldenlast im Verhältnis zum BIP in der Euro-Zone auf 92%, in den USA auf 101% und in Japan auf 224% gestiegen.

Innovation kann das Wirtschaftswachstum beflügeln

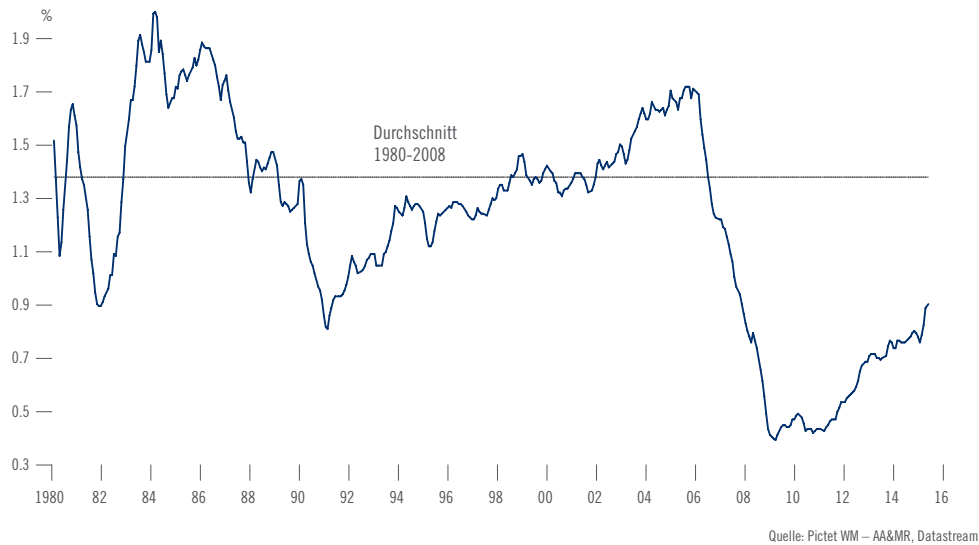
Anders als Summers sind wir nicht überzeugt, dass den Industrieländern eine säkulare Stagnation droht. Erstens wird mit diesem Konzept der Einfluss zyklischer, das Wachstum nach dem Crash von 2008-09 belastender Faktoren unterschätzt, darunter der schwache Kreditzyklus, der Abschwung am US-Häusermarkt und die Entschuldung der Verbraucher. Angesichts des Ausmasses des letzten Boom-Bust-Zyklus verläuft die Erholung zwar nur schleppend. Der US-Häusermarkt zum Beispiel kommt nur langsam wieder auf die Beine. Aber je mehr die Wirkung dieser zyklischen Hemmnisse nachlässt, umso stärker wächst die Wirtschaft. Aus diesem Grund erwarten wir in unserem Sekundärszenario eine allmähliche Normalisierung von Wirtschaftswachstum und Inflation, wenngleich auf eher moderate als hohe Niveaus.

Zweitens misst die Idee einer säkularen Stagnation den nachfrageseitigen Problemen eine zu grosse Bedeutung als Wachstumshemmnis bei. Ihre wichtigsten Verfechter wie Paul

¹ Europäische Kommission (2014), *Alterungsbericht 2015*

² Donay, Ch. (2012): *Neues Paradigma der Verschuldung*, Perspektiven - Sonderausgabe, Pictet & Cie

USA: SCHLEPPENDE ERHOLUNG (BAUBEGINNE UND -GENEHMIGUNGEN IN % DES GESAMTEN WOHNIMMOBILIENBESTANDS)



Krugman schliessen sich der keynesianischen Sichtweise an, der zufolge das Wachstum durch die Nachfrage angekurbelt wird. Wir sind jedoch der Meinung, dass in den Industrieländern das Angebot die Nachfrage schafft – wobei die Ausweitung des Angebots zunehmend eine Frage des technologischen Fortschritts ist. Ein gutes Beispiel hierfür ist die mobile Kommunikationstechnologie: Getrieben von Innovationen hat sie die Nachfrage nach Mobiltelefonen und anschliessend für weitere Anwendungen erst entstehen lassen. Deshalb könnte ein Innovationsschock durchaus das in den vergangenen zehn Jahren verlangsamte Produktivitätswachstum anfachen und damit den strukturellen Gegenwind überwinden und die Weichen für stärkeres Wirtschaftswachstum stellen. Darauf beruht unser Basisszenario der zu erwartenden Erträge.

Überdies glauben wir, dass die Zeichen für einen radikalen Innovationsschock gut stehen. Dieser liegt dann vor, wenn die Innovation die gesamte Wirtschaft erfasst und das Wirtschaftswachstum nachhaltig beflügelt. Von einem vorübergehenden Innovationsschock hingegen profitiert lediglich eine bestimmte Branche bzw. gehen nur kurzlebige Impulse für die Wirtschaft aus. So lässt etwa die Markteinführung eines neuen iPhones in den USA regelmässig die Einzelhandelsumsätze kurzzeitig hochschnellen, jedoch ohne das Wirtschaftswachstum nachhaltig anzukurbeln.

Ein radikaler Innovationsschock könnte bevorstehen

Echte technologische Revolutionen brauchen Zeit, bis sie sich spürbar und nachhaltig beim Wirtschaftswachstum niederschlagen. Gegenwärtig

aber mehren sich die Anzeichen, dass uns eine solche Revolution bevorsteht. Wir haben sieben wichtige Sektoren identifiziert, die in der nächsten Welle einer radikalen Innovation eine führende Rolle spielen könnten: Internet, IT/Informations- und Datenverarbeitung, Automatisierung, Transport, Energie, Biowissenschaft und intelligente Werkstoffe. Gerade im Silicon Valley in den USA kommt eine kritische Masse an technologischem Know-how, innovativen Instinkten, unternehmerischer Energie und Finanzkraft zusammen, die eine sich selbst verstärkende Welle der transformativen Innovation entstehen lässt.

Bestärkt sehen wir uns auch durch die Tatsache, dass der private Sektor angesichts der umfangreichen Barreserven in den Unternehmensbilanzen über die Mittel für nachhaltige Investitionen verfügt, die eine wesentliche Voraussetzung für einen radikalen, im Unterschied zu einem nur vorübergehenden Innovationsschock sind.

Radikale Innovationsschocks treiben das Wirtschaftswachstum dauerhaft an, denn Angebot schafft Nachfrage. So liess das Aufkommen neuer Computer- und Kommunikationstechnologien in den 1990er Jahren das reale BIP-Wachstum in den USA auf 3,5% und damit weit jenseits der langjährigen Gleichgewichtswachstumsrate des Landes von 2,5% hochschnellen.

Anlagestrategien dürften sich an der S-Kurve orientieren

Wie aber können Anleger von einem radikalen Innovationsschock profitieren? Den Zyklusverlauf eines solchen Schocks kann man sich als S-Kurve vorstellen:

„Die Idee einer säkularen Stagnation misst nachfrageseitigen Problemen zu grosse Bedeutung als Wachstumshemmnis bei. Wir meinen vielmehr, dass in den Industrieländern das Angebot erst eine Nachfrage schafft.“

„Radikale Innovationsschocks treiben das Wirtschaftswachstum dauerhaft an, denn Angebot schafft Nachfrage.“

„Trifft unsere Prognose eines unmittelbar bevorstehenden radikalen Innovationsschocks zu, könnten wir uns bereits dem Ende der Anfangsphase des Zyklus nähern und am Beginn der Beschleunigungsphase stehen.“

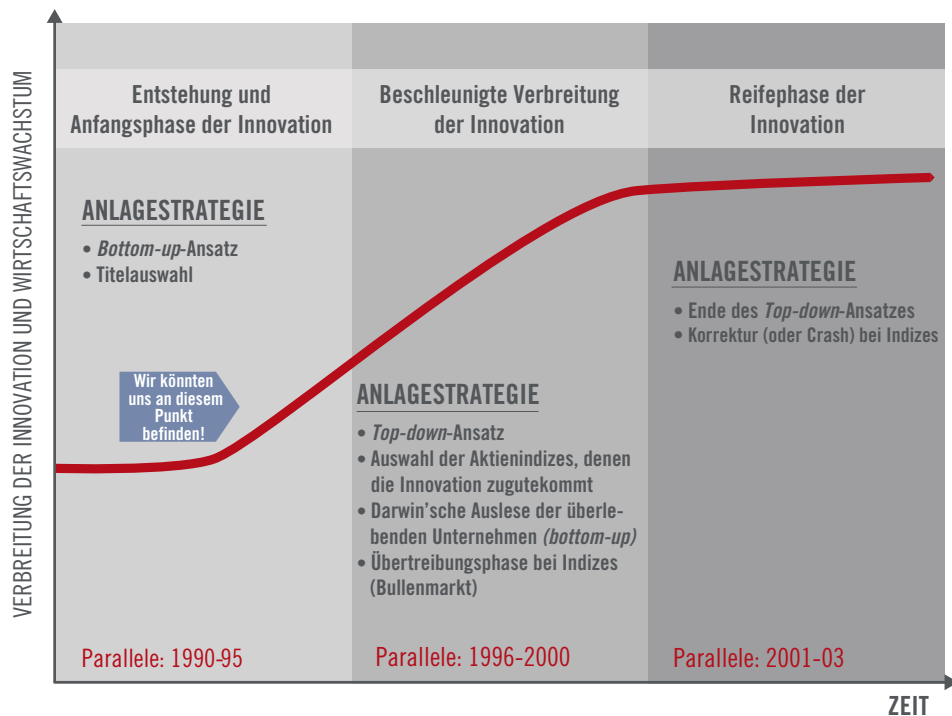
- **Anfangsphase des Zyklus.** Die einen radikalen Innovationsschock entfesselnden Faktoren verstärken sich mit Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie ersten kommerziellen Anwendungen in bestimmten Branchen. In dieser Phase ist ein Ansatz mit sorgfältiger Titelauswahl am besten geeignet, da die Innovatoren an die Börse drängen und die frühen Anwender (engl. „early adopters“) die Früchte der Innovation ernten. Die im Silicon Valley angesiedelten Technologiefirmen haben schon jetzt zusammen einen Wert von über 3 Billionen US-Dollar. Allerdings sind viele Technologieunternehmen heute in der Anfangsphase ihrer Entwicklung stärker auf „business angels“ und Risikokapitalgeber angewiesen als zu Zeiten des Dotcom-Booms.
- **Beschleunigungsphase.** Mit der beschleunigten Verbreitung der Innovation kommt der Schock in immer mehr Wirtschaftsbereichen an und entfaltet seine transformative Wirkung in allen Branchen. Damit hebt er auch das Wirtschaftswachstum auf eine höhere Stufe. Anleger können weiter gezielt in einzelne Unternehmen investieren, aber viele der „Innovatoren der ersten Stunde“ verschwinden in dieser Phase wieder von der Bildfläche. Als lohnend kann sich auch ein breiteres Engagement in technologielastrige Aktienindizes erweisen, denn das höhere Wirtschaftswachstum begünstigt einen allgemeinen Kursanstieg.

- **Reifephase.** Das Tempo, mit dem sich die inzwischen ausgereifte Innovation durchsetzt, verlangsamt sich und das Wirtschaftswachstum flacht ab. Die Aktienmarktindizes befinden sich in der Übertreibungsphase, in der sie anfällig für einen Crash oder zumindest eine Korrektur sind. Anleger sollten in dieser Phase auf defensivere Strategien umschwenken. Auch eine Rückkehr zur Titelauswahl kann sinnvoll sein, wobei jedoch generell aus Aktien, die empfindlich auf den Innovationszyklus reagieren, in Substanzwerte umgeschichtet werden sollte.

Trifft unsere Prognose eines unmittelbar bevorstehenden radikalen Innovationsschocks zu, könnten wir uns bereits dem Ende der Anfangsphase des Zyklus nähern und am Beginn der Beschleunigungsphase stehen. Diesen Schluss legen die grosse Zahl der neu gegründeten Technologieunternehmen und ihre hohen Bewertungen nahe.

Das Konzept der säkularen Stagnation lässt daher unseres Erachtens die Möglichkeit eines radikalen Innovationsschocks, der ein neues Angebot schafft und damit die Nachfrage beflügelt, völlig ausser Acht. Die Berücksichtigung eines solchen möglichen Innovationsschocks hat erhebliche Auswirkungen auf die aus den verschiedenen Anlageklassen zu erwartenden Erträge.

DIE S-KURVE VON INNOVATIONSZYKLUS UND ANLAGESTRATEGIE



Quelle: Pictet WM – AA&MR

SIEBEN POTENZIELLE QUELLEN FÜR EINEN RADIKALEN INNOVATIONSSCHOCK

Technologiesektoren

Potenzielle radikale Innovationen

1. Internet



- Mobile Apps
- Internet der Dinge (IoT)
- Crowdsourcing, Crowdfunding, Crowdteaching

2. IT/Informations- und Datenverarbeitung



- Verlängerung von Moores Gesetz (neue Generation von Mikroprozessoren)
- Quantencomputing
- Massendaten

3. Automation



- Advanced Robotics – Automatisierung von menschlicher Arbeit und Mitarbeiter-Know-how, Mensch-Maschine-Kommunikation, Drohnen, Entscheidungsprozesse

4. Transport



- Fahrerlose Fahrzeuge
- Mit neuen Energien betriebene Fahrzeuge

5. Energie



- Schieferöl und -gas
- Lagerung und Verwaltung von elektrischer Energie
- Neue Energien – Sonnen-, Wind-, Wellen/Gezeiten-, Hydrogen-, Biomassenenergie und Erdwärme

6. Biowissenschaften



- Pharmazeutika
- Biotechnologie – Biomarker, Nanotechnologie, gezielte biologische Therapien, Genomik (Entzifferung des Erbguts), Molekular- und Zellgenetik
- Neurobiologie (und Neuroinformatik)
- Bioinformatik
- Immunologie
- Onkologie

7. Intelligente Werkstoffe



- Nanotechnologien
 - Graphene
 - Verbundstoffe
 - Einsatz von weicher/n Materie/Materialien (Polymere, Proteine)
-

III. Das Internet der Dinge: vom Hype zur Anlagerealität

Die Entwicklung des Internets der Dinge (englisch: Internet of Things, kurz IoT) ist ein gutes Beispiel dafür, wie Trends aus den Bereichen Innovation und Technologie schnell verschmelzen und dann potenziell revolutionäre Auswirkungen haben. Seit etwa einem Jahr findet die Idee des IoT ein unaufhaltsam wachsendes Interesse. Inzwischen gilt es allgemein als grosses Industrie- und Anlagethema für die nächsten Jahre. Dies ist zweifellos wahr. Aber blicken wir zuerst kurz zurück, um zu bewerten, was IoT im Investmentumfeld wirklich bedeutet.

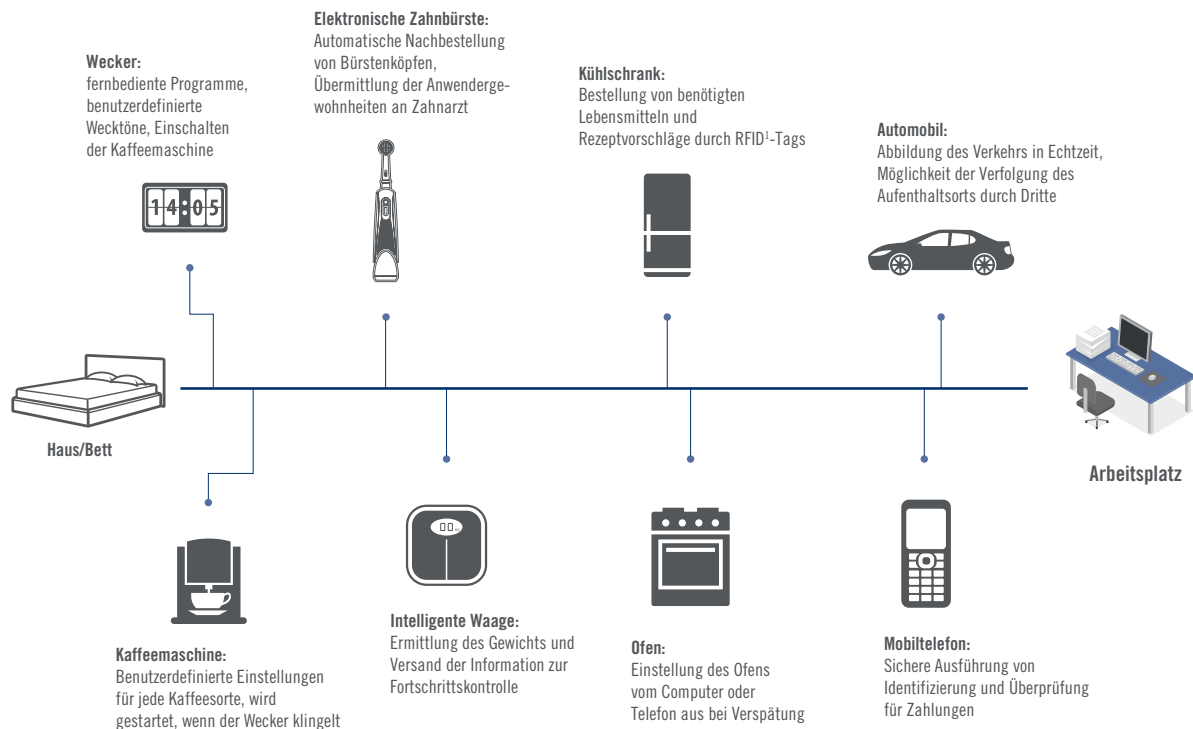
Christopher Seilern
Finanzanalyst Technologie

Das Internet der Dinge ist alles andere als neu. Nicht nur das Internet selbst ist inzwischen ziemlich alt (Transmission Control Protocol/ Internet Protocol - (TCP)/(IP) wurde zum ersten Mal vor über 30 Jahren im Jahr 1982 verwendet), auch der Begriff Internet der Dinge wurde bereits 1999 in einer Präsentation über RFID-Technologie bei Procter & Gamble geprägt. Bill Joy, Gründer von Sun Microsystems, erwähnte es ebenfalls 1999 auf dem Weltwirtschaftsforum im Rahmen seiner 6-Webs-Präsentation.

Warum also dauerte es dann fast 20 Jahre bis die Idee zum Hype wurde? Werden sich aus dem Hype konkrete Produkte und Dienstleistungen entwickeln? Und werden diese ökonomischen Wert schaffen? Um es kurz zu sagen: Ja. Und es gibt 3 einfache Gründe, warum dies jetzt passiert und nicht vor fünf Jahren oder in fünf Jahren: Kosten, Omnipräsenz und Energieeffizienz.

Kosten, Omnipräsenz und Energieeffizienz fördern den jetzigen Hype um das IoT

Während das Internet derzeit rund 3 Milliarden Menschen bzw. 40% der Weltbevölkerung erreicht, rechnet die Gartner Group damit, dass das IoT über *25 Milliarden* Geräte umfassen dürfte. Das ist rund drei Mal mehr als die Weltbevölkerung.



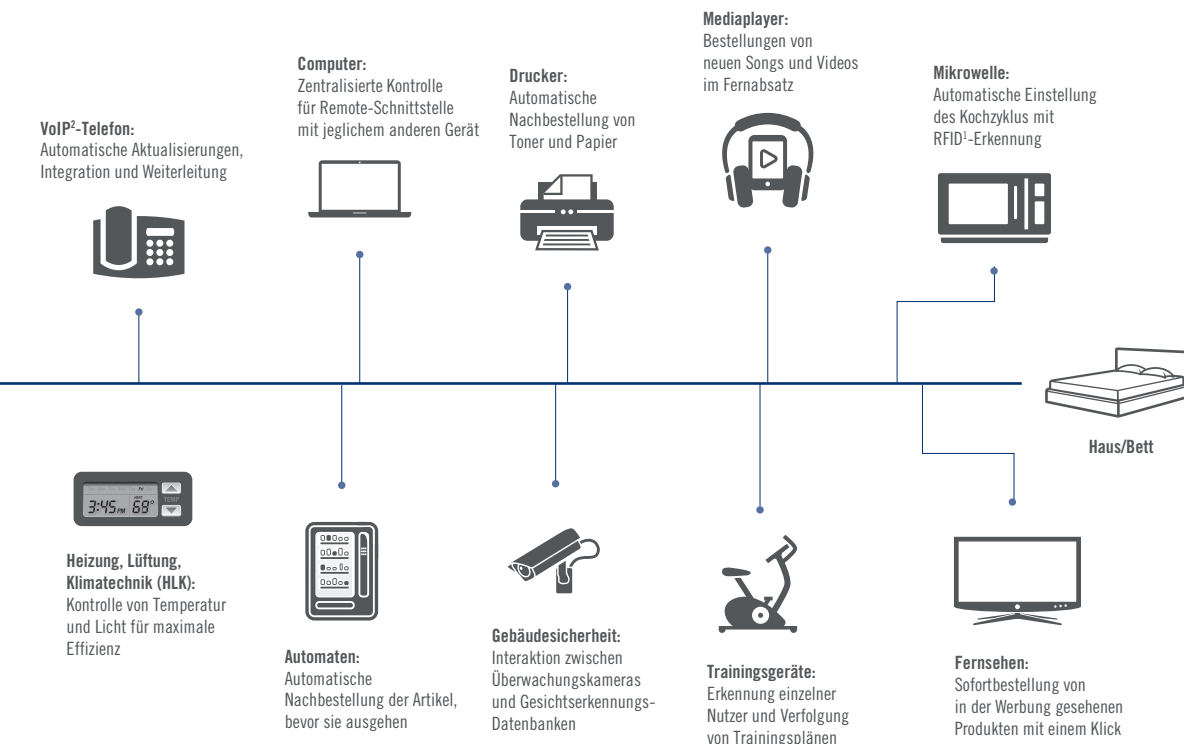
Bei dieser Größenordnung sind die Kosten der wichtigste Faktor, da nicht davon auszugehen ist, dass man für die nächsten 20 Milliarden Geräte jeweils Tausende von Dollar zahlen wird. Damit das IoT ökonomisch sinnvoll ist, darf die Mehrheit der angeschlossenen Geräte höchstens einen zweistelligen Dollar-Betrag kosten.

Der zweite Faktor, Omnipräsenz, wird durch die kostengünstigen Verbindungen ebenfalls zu einer Realität. Sowohl Kabel- als auch kabellose Anschlüsse gibt es bereits seit Jahrzehnten. Die Verfügbarkeit extrem billiger kabelloser Konnektivität ist jedoch ein relativ neues Phänomen: Ein GSM-Modul ist inzwischen schon für weniger als 10 Dollar erhältlich, Wifi für weniger als 3 Dollar und Bluetooth für weniger als 1 Dollar. Auf diesem Kostenniveau steigt die Zahl der Gerätearten, die ökonomisch mit dem Internet verbunden werden können, exponentiell. Als Folge ist seit etwa einem Jahr eine Lawine von internetfähigen Produkten auf den Markt gekommen, die noch vor einigen Jahren nicht rentabel gewesen wären: Glühbirnen (Philips), Thermostate (Google), Garagentür-Öffner (Chamberlain), Waschmaschinen (Whirlpool), Kochtöpfe (Belkin), Waagen (Fitbit) und viele mehr.

Der dritte und letzte Faktor, Energieeffizienz, ist ebenfalls sehr wichtig. Mit 0,80kWh pro Tag verbraucht ein Desktop-Computer weniger als 2% des täglichen durchschnittlichen amerikanischen Stromkonsums. Dagegen sind es 10% des täglichen Stromverbrauchs eines durchschnittlichen Chinesen. Energieeffizienz ist eindeutig ausschlaggebend, und sehr niedriger Stromverbrauch für IoT-Geräte unabdingbar, insbesondere in Schwellenländern oder abseits von traditionellen Stromnetzen. Ein Beispiel ist Bluetooth. Während der kabellose Standard seit über 10 Jahren existiert, wird Bluetooth Low Energy erst ab 2011 verwendet.

Die Kombination von angemessenen Kosten, Omnipräsenz und Energieeffizienz hat die Entwicklung von Massenmarktanwendungen in fast jedem Bereich der Branche ermöglicht. Inzwischen gibt es IoT-Produkte und -Dienstleistungen in den Bereichen Umweltmonitoring, Infrastrukturmanagement, Industrieautomatisierung, Energiemanagement, medizinische Systeme, Transportsysteme und Gebäude- bzw. Hausautomation, um nur einige zu nennen.

„Bei der Hausautomation und -überwachung gibt es einige der innovativsten IoT-Geräte und, noch wichtiger, einige der weltweit grössten Technologieunternehmen haben endlich begonnen, diese Marktchance zu nutzen.“



¹ Radio Frequency Identification ² Voice over Internet Protocol

Quelle: Pictet WM – AA&MR

Hausautomation und -überwachung ist weit fortgeschritten

Wir werden hier insbesondere auf den Hausbereich eingehen, in dem die Aspekte des Standardisierungsprozesses sowie die Produkt- und Dienstleistungsverfügbarkeit am weitesten fortgeschritten sind. Bei der Hausautomation und -überwachung gibt es einige der innovativsten IoT-Geräte und, noch wichtiger, einige der weltweit grössten Technologieunternehmen haben endlich begonnen, diese Marktchance zu nutzen. Das ist wichtig, weil das Haus eine der breitesten, sichtbarsten und standardisierbaren IoT-Markt-Chancen ist.

Während Cisco seine Produkte und Dienstleistungen schon vor einigen Jahren mit Fokus auf die IoT-Zukunft neu ausgerichtet hat, nehmen Google und Apple diese Gelegenheit erst seit kurzem umfassend wahr. Google hat fast 4 Mrd. USD für den Erwerb von Nest (Hersteller von Thermostaten und Rauchmeldern) und Dropcam (Hersteller von Webcams) ausgegeben und zudem sein Hausautomations-Ökosystem Drittparteien zur Verfügung gestellt. Mercedes Benz und Whirlpool gehören zu den ersten Firmen, die Produkte mit Internetzugang entwickelten, die mit Googles Hausautomationsprodukten und -dienstleistungen kompatibel sind, und viele anderen werden folgen.

Auch Apple hat nun die ersten Schritte im Bereich der internetfähigen Hausautomation gemacht. iOS 8 (iPhone, iPad, iPod und AppleTV) umfassen nun HomeKit, ein Apple-Standard, der dafür erstellt wurde, Kommunikation zwischen verschiedenen miteinander verbundenen Geräten im Haus des Anwenders zu ermöglichen (vom Fernseher bis zur Zahnbürste).

Auf den ersten Blick erscheinen sowohl Googles als auch Apples Ansätze ziemlich technisch und nutzlos, da es derzeit nur eine Handvoll kompatibler Geräte gibt. Aber wie so oft in der Vergangenheit sind Plattformen und Standards ausschlaggebend. Nur wenige Plattformen in egal welcher Branche können mit Apples 800 Millionen iTunes-Konten oder den über 1 Mrd. Menschen, die Googles Produkte und Dienstleistungen nutzen, mithalten. Ausserdem dürften Google und Apple als die De-facto-Marktführer der am besten verbundenen Branche, dem Mobiltelefonmarkt, die IoT-Standards insgesamt dominieren und bestimmen.

Gewinner und Verlierer zeichnen sich ab
Google, Apple und Cisco dürften wichtige Akteure in der IoT-Zukunft sein, selbst wenn das direkte Aufwärtspotenzial ihrer Aktienpreise derzeit schwierig zu quantifizieren bleibt. Zudem werden andere Unternehmen, z.B. Ubiquity Networks oder Sonos, auf den Markt drängen und standardisierte IoT-Produkte und -Dienstleistungen entwickeln.

Die Kehrseite dieser Innovations- und Wachstumswelle wird sein, dass Unternehmen mit sehr guten Produkten und Geschäftsbereichen unter ihrer Unfähigkeit leiden werden, in einem Umfeld mit einer Handvoll Plattformen mit Milliarden Nutzern Standards zu setzen und die Preissetzungsmacht zu halten. Gemeint sind Unternehmen der PC-Ära, deren Geschäfte auf einer vertikalen Spezialisierung fokussiert sind (z.B. Halbleiter oder PCs) oder deren Produkte Netzwerk-Effekte ausschliessen (z.B. Software oder Dienstleistungen).

Unter anlagetechnischen Gesichtspunkten ist nun der Zeitpunkt gekommen, zu dem sich die Gewinner und Verlierer der hypervernetzten IoT-Welt abzeichnen. So wie bei der industriellen Revolution oder dem Jet-Zeitalter wird diese neue Revolution grössere Unternehmen hervorbringen als je zuvor, mit globalem Marktauftritt, die den ökonomischen Wert in praktisch allen Teilen der Wirtschaft beeinflussen. ■

„Google, Apple und Cisco dürften wichtige Akteure in der IoT-Zukunft sein. Zudem werden andere Unternehmen, z.B. Ubiquity Networks oder Sonos, auf den Markt drängen und standardisierte IoT-Produkte und -Dienstleistungen entwickeln.“



IV. Rahmen für die Berechnung der erwarteten Renditen

Bei der Vermögensplanung und der damit verbundenen strategischen Vermögensallokation muss die langfristig erwartete Rendite der einzelnen Anlagekategorien berechnet werden. Die wissenschaftliche Forschung versucht die verschiedenen ertragsbestimmenden Risikofaktoren gegeneinander abzugrenzen, doch hat dies bisher noch nicht zu einer umfassenden theoretischen Struktur geführt. Pictet hat für die Berechnung der erwarteten 10-Jahres-Rendite der verschiedenen Anlagekategorien eine eigene Methode entwickelt, welche auf einem Risikofaktoransatz beruht.¹

„Wir haben zwei wesentliche Risikofaktoren zur Beurteilung der langfristig erwarteten Renditen identifiziert: das reale Wirtschaftswachstum und die Inflation. Beide Faktoren sind mit der Entwicklung aller wichtigen Anlagekategorien hochgradig korreliert.“

Wirtschaftswachstum und Inflation sind die wichtigsten Faktoren

Von den drei am meisten verwendeten Methoden zur Berechnung der 10-Jahres-Rendite - Rückkehr zum Mittelwert, Prognosestellung mit Hilfe von Konfidenzintervallen und Risikofaktoren-Ansatz - finden wir den Risikofaktoren-Ansatz am geeignetsten, insbesondere weil er die Berücksichtigung von Innovationschocks erlaubt.

Wir haben zwei wesentliche Risikofaktoren zur Beurteilung der langfristig erwarteten Renditen identifiziert: das reale Wirtschaftswachstum und die Inflation. Beide Faktoren sind mit der Entwicklung der wichtigen Anlagekategorien hochgradig korreliert. Bei unserem Risikofaktoren-Ansatz hängen die erwarteten Renditen der verschiedenen Anlagekategorien folglich vom Inflations- und Realwirtschaftsszenario sowie von der Hypothese eines möglichen Wirtschaftsschocks ab. Eine Rolle spielen werden dabei auch vermögenswertspezifische Faktoren.

Zur Vereinfachung des weiten Spektrums von Möglichkeiten in Bezug auf Inflation und Wirtschaftswachstum legen wir drei Hauptregime für das Wachstum (Standard-, schwaches und starkes Wachstum) sowie drei Inflationsregime (Standard-, niedrige und hohe Inflation) fest. Dadurch ergeben sich neun mögliche Wirtschaftsregime - auch wenn in der Praxis nur sieben davon realistisch sind.

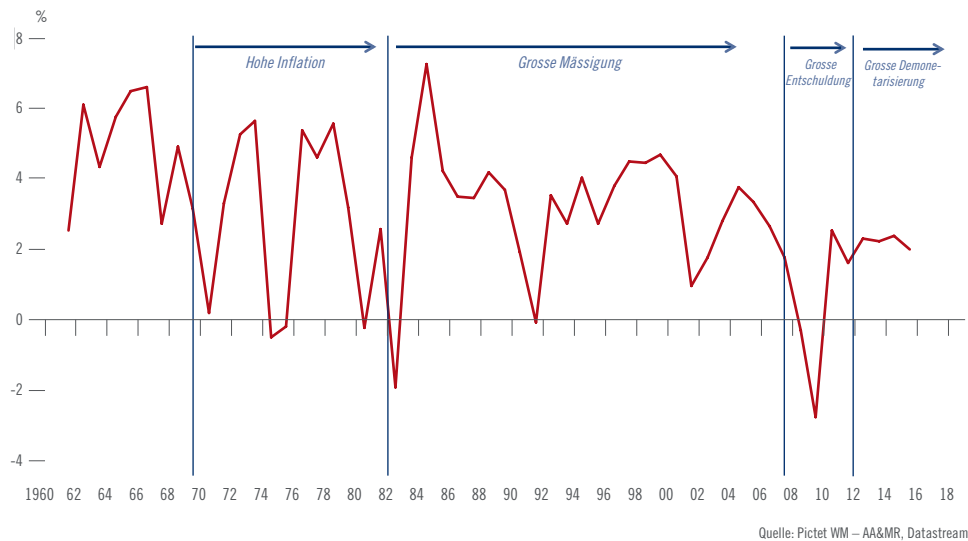
MATRIX DER WIRTSCHAFTSREGIME

	Schwaches Wachstum $w_r = 1\%$	Standard-Wachstum $w_r = 2.5\%$	Starkes Wachstum (Innovationschock) $w_r = 4\%$
Niedrige Inflation/Deflation $\pi = 0.5\%$	Deflationsumfeld Europa, 2010er Jahre	Unwahrscheinlich	Unwahrscheinlich
Standardinflation $\pi = 2\%$	„Neue Normalität“ USA 2000er Jahre	„Goldlöckchen“-Wirtschaft USA 1990er Jahre	Goldene Jahre USA 1980er Jahre
Hohe Inflation $\pi = 4\%$	Stagflation USA 1970er Jahre	Inflationsumfeld Schwellenmärkte 1970er Jahre	Überhitztes Umfeld China 2000er Jahre

Quelle: Pictet WM – AA&MR

¹ Weitere Angaben dazu finden Sie in der von Pictet im Jahr 2015 veröffentlichten Broschüre *Methode zur Berechnung des 10-Jahres-Ertrags der Anlagekategorien*.

USA: REALES BIP-WACHSTUM (JAHRESRATE GEGENÜBER VORJAHR)



Innovationsschock oder Rückkehr zur Normalität?

Anfangs- und Endregime könnten unterschiedlich sein. Die Möglichkeit eines makroökonomischen Schocks, der zu einer Veränderung des Wirtschaftsregimes führt, muss unbedingt mitberücksichtigt werden: Die jüngsten Jahrzehnte endeten alle mit anderen Wachstums- und Inflationsregimen als sie angefangen hatten. Folglich haben wir zwei Hauptszenarien: eines mit und eines ohne Innovationsschock. Ein radikaler Innovationsschock könnte beispielsweise ein Technologieschock sein (was wir derzeit für am wahrscheinlichsten erachten) oder ein sozialer oder ein politischer Schock.

In unserem Basisszenario kommt es in den nächsten zehn Jahren zu einem Innovationsschock (den wir für unsere Berechnungen im Jahr 2017 erwarten), der im Prognosezeitraum zu einer Veränderung des Wirtschaftsregimes führt. Volkswirtschaften würden sich dabei anfänglich im Einklang mit ihren aktuellen Regimes entwickeln. Nach dem Innovationsschock würde die volle Auswirkung auf Wachstum und Inflation erst gegen Ende des Jahrzehnts zum Tragen kommen. Die Volkswirtschaften würden ab 2020 vollständig in den neuen Regimes funktionieren.

In unserem Sekundärszenario ohne Innovationsschock kehrt das Wachstum langsam zum langfristigen Potenzial zurück. Dieses Szenario ist sehr ähnlich wie das „Rückkehr zum Mittelwert“-Szenario.

Basisszenario: Innovationsschock

USA

- **Anfangsregime: Standardwachstum und niedrige Inflation.** Die von uns in den USA erwartete Normalisierung der Wirtschaft ist mit der gleichzeitigen und konsumfördernden Belegung des Immobilien-, des Kredit- und des Arbeitsmarktes eingetroffen. In den letzten drei Jahren übertraf das reale Wirtschaftswachstum in den USA 2% im Vorjahresvergleich. Demgegenüber blieb die Inflation niedrig und bewegte sich im ersten Halbjahr 2015 im Vorjahresvergleich bei 0,0%.

- **Endregime: starkes Wachstum und Standardinflation.** Aufgrund eines Innovationsschocks könnte es in den USA zu einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums auf rund 4% kommen. Die Inflation würde bei rund 2% unter Kontrolle gehalten, da die Fed eine vorsichtige Politik betreiben dürfte.

Europa

- **Anfangsregime: schwaches Wachstum und niedrige Inflation.** In der Euro-Zone betrug das reale Wirtschaftswachstum in den letzten drei Jahren im Schnitt knapp 1,5%. Zudem wurden vor der Einführung des quantitativen Lockerungsprogramms der EZB im Jahr 2015 Deflationsbefürchtungen geweckt. Zahlreiche europäische Volkswirtschaften werden auch mit jener Situation konfrontiert, die wir „Grosse Divergenz“ nennen, d.h. mit steigender öffentlicher Verschuldung bei nachlassendem Wirtschaftswachstum.

„Die Möglichkeit eines makroökonomischen Schocks, der zu einer Veränderung des Wirtschaftsregimes führt, muss unbedingt mitberücksichtigt werden.“

- **Endregime: starkes Wachstum und Standardinflation.** Obwohl ein radikaler Innovationsschock seinen Ursprung in den USA haben dürfte, würde auch Europa daran teilnehmen. Das Wachstum würde sich im Kielwasser der Beschleunigung in den USA auch in Europa auf rund 3,5% erhöhen (aber nicht so hoch sein wie in den USA, weil die Hürden in Europa für die Verbreitung neuer Technologien und die Verbesserung der Produktivität höher sind). Wie die US-Notenbank würde auch die EZB eine straffere Politik betreiben, um die Inflation bei rund 2% zu kontrollieren.

Asien (ohne Japan)

- **Anfangsregime: starkes Wachstum und Standardinflation.** In den asiatischen Volkswirtschaften hat sich das Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren verlangsamt, am stärksten in China, nämlich von durchschnittlich 13% in den letzten fünfzehn Jahren auf derzeit 7%. Damit bewegt es sich aber immer noch deutlich über dem in den Industrieländern verzeichneten Wachstum und typischerweise auch über dem Niveau, das wir für Schwellenländer als Standardwachstum bezeichnen würden. Die Inflation konnte in den wichtigsten asiatischen Schwellenländern weitgehend kontrolliert werden.
- **Endregime: starkes Wachstum und Standardinflation.** Asiatische Schwellenländer würden ebenfalls von einem Innovationsschock profitieren, d.h. sowohl von einer höheren Nachfrage aus den USA und Europa als auch von

technologischen Ausstrahlungseffekten, die eine Produktivitätssteigerung erlauben würden. Das Wirtschaftswachstum würde sich in diesem Fall nicht weiter verlangsamen, sondern bei rund 7% stabilisieren und die Inflation einer Standardinflation entsprechen.

Sekundärszenario: Kein Innovationsschock

USA

- **Endregime: Standardwachstum und Standardinflation.** Kein Innovationsschock, wahrscheinliche Stabilisierung des US-Wirtschaftswachstums bei rund 2,5%.

Europa:

- **Endregime: Standardwachstum und Standardinflation.** Unser Sekundärszenario sieht in Europa eine allmähliche Normalisierung des Wirtschaftswachstums vor, mit einem BIP-Zuwachs von rund 2% und einer Stabilisierung der Inflation bei rund 2%.

Asien (ohne Japan)

- **Endregime: Standardwachstum und Standardinflation.** In den asiatischen Schwellenländern wird sich das Wachstum weiter verlangsamen. China befindet sich in einer Anpassungsphase. Das sehr hohe Investitionswachstum dürfte sich abschwächen und das Wirtschaftswachstum bis Ende dieses Jahrzehnts auf unter 6% sinken, um danach dort zu verharren. Auch in den anderen asiatischen Schwellenländern wird sich das Wachstum im Zuge ihrer Entwicklung zu reifen Volkswirtschaften verlangsamen. Infolge höherer Lohnkosten besteht zudem Inflationsgefahr, vor allem in China, doch dürfte die Abschwächung der Nachfrage dafür sorgen, dass die Inflation bei 4% beibehalten werden kann, was in Schwellenländern einer Standardinflation entspricht. ■

UMFELD DES JAHRZEHTS

Am Ende des Jom-Kippur-Kriegs von **1973** zwischen Israel und einer von Ägypten und Syrien angeführten Koalition arabischer Staaten setzte die OPEC in weniger als 3 Monaten eine Verdreifachung des Rohölpreises von 3 auf 10 USD pro Fass durch.

WIRTSCHAFTSSCHOCK

Die OPEC provoziert mit ihrem Manöver einen Erdölschock, der in den Industrieländern zu nie dagewesenen wirtschaftlichen Verhältnissen führt: Stagflation, d.h. zu einer gefährlichen Kombination aus extrem schwachem Wirtschaftswachstum und gleichzeitiger Inflation von bis zu 12%.

VERMÖGENSWERT DES JAHRZEHTS

1970

US-Geldmarkt

▶ **6,3%***

Die hohen Erträge am US-Geldmarkt ergeben sich, weil die Zinsen im Verlauf des Jahrzehnts von 5% auf 14% kletterten.

Die Wahl von Ronald Reagan zum US-Präsidenten läutete **1981** eine neue Haushaltspolitik mit einer Vielzahl von Steuersenkungen und eine neue, extrem restriktive Geldpolitik ein, die auf die Eindämmung der Inflation abzielte.

Die angebotsorientierte Wirtschaftspolitik (Supply-Side Economics) von US-Präsident Ronald Reagan und die Geldpolitik von FED-Präsident Paul Volcker mit Inflationsziel kurbeln das US-Wirtschaftswachstum wieder an. Im Jahresdurchschnitt steigt es erneut auf knapp 3,5% und die Inflation sinkt zu Ende des Jahrzehnts auf rund 2%. Die US-Aktienkurse ziehen wieder an und der Trend greift auch auf die europäischen Papiere über.

1980

Europäische Aktien

▶ **22,7%***

Stetig sinkende Zinsen trieben die Aktienerträge auf nie dagewesene Rekorde.

Mit den Anfängen des Internets wurden ab **1990** ein Jahrzehnt lang unzählige neue Technologien entwickelt. Damit wurden Innovation und Investitionen zu den Motoren des Wirtschaftswachstums.

Dank der mit den neuen Technologien verbundenen Investitionen und Konsumausgaben legt das reale durchschnittliche Wirtschaftswachstum in den USA (über 3%) und in Europa (mehr als 2%) kräftig zu. Die geldpolitische Inflationszielsetzung erlaubt zudem eine Stabilisierung der Teuerung bei rund 2%.

1990

US-Aktien

▶ **18,2%***

Die Hausse an den amerikanischen und europäischen Aktienmärkten spiegelte ein sehr hohes antizipiertes Wachstum der Unternehmensgewinne wider.

Das Platzen der Dotcom-Blase im Jahr **2000**, die Attentate vom 11. September **2001** in New York und die anschließende Subprime-Krise von **2007-2008** bedeuteten das Ende der tiefen Volatilität der Wirtschaftsvariablen (wie Inflation oder reales Wirtschaftswachstum).

Zwei Schocks im Laufe des Jahrzehnts: 1. Das Platzen der US-Immobilienblase. In der Folge kommt es zu einer internationalen Finanzkrise, in deren Verlauf Lehman Brothers im September 2008 Konkurs anmeldet. 2. Die Staatsschuldenkrise in der Euro-Zone. Diese führt dazu, dass europäische Peripherieländer vor dem Konkurs gerettet werden müssen und die Integrität der Euro-Zone bedroht ist.

2000

10-jährige deutsche Bundesanleihen

▶ **10,3%***

Quantitative Lockerung und unkonventionelle geldpolitische Massnahmen führten zu einem nachhaltigen Anstieg der Staatsanleihenkurse.

Die weltweite Konjunkturerholung von der tiefen Rezession von 2008-09 ist langwierig und die Euro-Zone leidet unter einer Staatsschuldenkrise. Mitte des Jahrzehnts scheint das US-Wirtschaftswachstum aber immer kräftiger und in der Euro-Zone das Schlimmste überstanden zu sein.

Zu einem radikalen Innovationsschock in der zweiten Jahreshälfte dürfte es am ehesten im Technologiebereich kommen. Wir haben sieben wichtige Sektoren identifiziert, die in der nächsten Welle einer radikalen Innovation eine führende Rolle spielen könnten: Internet, IT/Informations- und Datenverarbeitung, Automatisierung, Transport, Energie, Biowissenschaften und intelligente Werkstoffe.

2010

Aktien aus Industrieländern

▶ **10,2%***

Aktien aus Industrieländern scheinen aufgrund ihres ausgewogeneren Risiko/Ertrags-Verhältnisses attraktiver zu sein als Aktien aus Schwellenländern.

*Durchschnittliche annualisierte Nominalrendite über 10 Jahre in Lokalwährung, Dividenden und Coupons werden reinvestiert (Prognosen von 2015 bis 2025)

Verfasser: Christophe Donay
Redaktionsteam: Aidan Manktelow, Kalina Moore, Wilhelm Sissener
Konzeptionelle Beratung: Production Multimedia Pictet
Übersetzung und Lektorat: Sprachendienst Pictet

Haftungsausschluss | Dieses Dokument ist nicht für die Verteilung an oder die Verwendung durch Personen oder Einheiten bestimmt, die die Staatsangehörigkeit oder den Wohn- oder Geschäftssitz an einem Ort, in einem Staat, Land oder Gerichtskreis haben, in dem eine solche Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstößt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Angaben dienen lediglich der Information, die Pictet-Gruppe haftet nicht für sie, und sie stellen weder ein Kauf- noch ein Verkaufsangebot (oder eine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Titeln oder anderen Finanzinstrumenten) dar.

Im Übrigen spiegeln die hier wiedergegebenen Informationen, Meinungen und Schätzungen eine Beurteilung zum ursprünglichen Veröffentlichungsdatum wider und können ohne besondere Benachrichtigung geändert werden. Die in diesem Bericht erwähnten Wertangaben und Erträge von Wertpapieren und Finanzinstrumenten beruhen auf Börsenkursen aus üblichen Quellen für Finanzinformationen und können sinken oder steigen. Der Marktwert kann durch Veränderungen bei wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Faktoren, Restlaufzeit, Marktbedingungen und Volatilität sowie der Bonität des jeweiligen Emittenten oder Referenzemittenten beeinflusst werden.

Zudem können die Wechselkurse einen positiven oder einen negativen Einfluss auf den Wert, den Preis oder die Rendite eines in diesem Dokument erwähnten Titels oder Anlagevehikels haben.

In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung, und die Empfänger dieses Dokuments haften in vollem Umfang für ihre eventuellen Anlagen. Es gibt weder eine stillschweigende noch eine ausdrückliche Garantie für die künftige Entwicklung der Performance.

Der Inhalt dieses Dokuments ist vertraulich und kann nur von der Person gelesen und/oder benutzt werden, an die es sich wendet. Pictet übernimmt keine Haftung für die Verwendung, Übermittlung oder Nutzung der in diesem Dokument enthaltenen Daten. Somit erfolgt jegliche Wiedergabe, Vervielfältigung, Verbreitung, Veränderung und/oder Veröffentlichung des Inhalts unter der alleinigen Verantwortung des Empfängers dieses Dokuments und unter Ausschluss jeglicher Haftung der Pictet-Gruppe. Der Empfänger des Dokuments verpflichtet sich, die geltenden Gesetze und anwendbaren Bestimmungen der Jurisdiktionen einzuhalten, in denen er die im vorliegenden Dokument angegebenen Daten nutzen könnte. Dieses Dokument wurde von der Pictet-Gruppe herausgegeben. Diese Publikation und deren Inhalt können mit Quellenangabe zitiert werden. Alle Rechte bleiben vorbehalten. Copyright 2015.



Sind Sie auf Facebook? Fügen Sie Pictet zu Ihrem täglichen Newsfeed hinzu, indem Sie auf den „Like-Button“ klicken. Suchen Sie bei Facebook nach Pictet Wealth Management und beteiligen Sie sich an der Diskussion

facebook.com/pictetwealthmanagement



Verfolgen Sie die neuesten Kommentare und Nachrichten unserer Anlagespezialisten und Analysten auf Twitter.

twitter.com/pictetwm



Melden Sie sich bei unserem YouTube-Kanal an, um sich die neuesten Interviews mit Pictets Spezialisten zu Anlagestrategien und makroökonomischen Themen anzusehen.

youtube.com/pictetwm



Unsere Videointerviews sind auch als Podcast bei iTunes verfügbar. Melden Sie sich gratis an und schauen Sie sich die Videos von Pictet auf Ihrem iPad oder iPod an.

bitly.com/pictet-itunes