

EXPECTED RETURNS

2017

KURZ VOR TAGESANBRUCH IST ES IMMER AM DUNKELSTEN

2021

ZUSAMMENFASSUNG



Zusammenfassung

Wie im letzten Jahr haben wir auch im bisherigen Verlauf von 2016 schon mehrere negative Überraschungen erlebt. Die US-Wirtschaft wurde durch fallende Ölpreise in Mitleidenschaft gezogen, Europa steht immer noch unter dem Schock des Brexit-Votums und Chinas Wachstumsaussichten erscheinen unsicher. Die US-Notenbank Fed hat als einzige eine Zinserhöhung vorgenommen, während die Zentralbanken Großbritanniens und Japans von einem solchen Schritt anscheinend immer noch meilenweit entfernt sind. Die von uns erwartete Normalisierung der Geldpolitik ist nicht eingetreten. Kein Wunder, dass die Stimmung auf dem Tiefpunkt angekommen zu sein scheint. Und dann gibt es auch noch andere Herausforderungen: den Schuldenzyklus, die Erderwärmung und die Tatsache, dass manche Schwellenländer nicht wirklich „über die Schwelle kommen“.

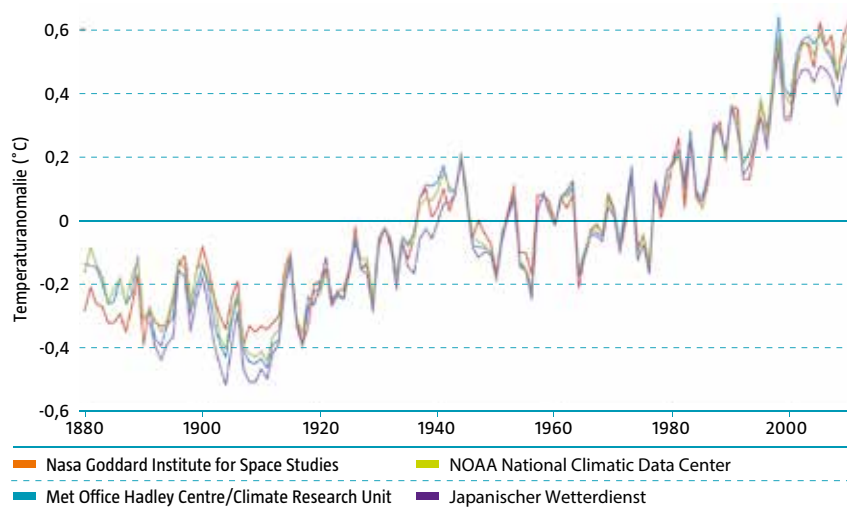
Als wir im Dezember 2015 zum ersten Mal über den möglichen Inhalt der diesjährigen Ausgabe unserer Publikation „Expected Returns“ sprachen, waren wir guter Dinge. Europas Wirtschaft hatte mit einem über dem Trend liegenden Wachstum alle Beobachter überrascht, und die seit langem erste Zinserhöhung der Fed hatte die Märkte nicht – wie vielfach befürchtet – aus dem Takt gebracht. Auch die Weltwirtschaft beschleunigte sich und stand kurz davor, ein durch enttäuschend niedrige Wachstumsraten geprägtes Szenario hinter sich zu lassen. Es bestand die Erwartung, dass die Fed als erste Notenbank den Prozess der Normalisierung der Geldpolitik in Gang bringen und die britische Notenbank ihrem Beispiel folgen würde.

Natürlich gab es auch Probleme – die gibt es immer. Zum Beispiel den Ölpreis. Der befand sich seit über einem Jahr auf Talfahrt, ohne dass ein Ende absehbar war. Eine vielleicht positive Entwicklung für die Verbraucher. Die Finanzmärkte blickten aber eher darauf, welche Folgen der niedrige Ölpreis z. B. für US-amerikanische High-Yield-Anleihen haben würde. Die Spreads erhöhten sich und Anleger fingen an Gelder abzugeben. Dies führte zeitweise zur Besorgnis über die Liquidität. Es stellte sich auch die Frage, ob der Ölpreirückgang ein einmaliges Ereignis infolge der Entwicklungen im US-amerikanischen Schieferölsektor war oder ob es dabei eher um strukturelle Probleme ging. Viele Ökonomen wiesen uns darauf hin, dass die Verschuldung seit Jahren zugenommen hat und dies bald zu einem ungünstigen Schuldenzyklus führen dürfte. Hatten sie damit recht?

Und was ist zum wirtschaftlichen Einbruch in den Schwellenländern zu sagen? Erinnern Sie sich an die BRIC-Länder? Zwei davon, nämlich Brasilien und Russland, ging es nicht besonders gut. Brasiliens Wirtschaftsleistung schrumpfte 2015 um 3,8 Prozent, in Russland waren es 3,7 Prozent. In den beiden anderen Ländern, Indien und China, lief es wirtschaftlich wesentlich besser, aber zu welchem Preis? Wie lang würde China seinen aktuellen Kurs fortsetzen können? Anleger, die Schwellenländeraktien gekauft hatten, wurden für die von ihnen eingegangenen Risiken kaum kompensiert, sodass sie sich fragten, was sie mit diesen Vermögenswerten tun sollten. Verkaufen? Oder boten die niedrigen Kurse eine hervorragende Gelegenheit, Schwellenländeraktien so günstig wie seit Jahrzehnten nicht mehr zu kaufen?

Dann kam der Winter. Der aber machte seinem Namen wenig Ehre. Weltweit wurden neue Rekorde aufgestellt, und im Dezember 2015 wurden die höchsten Durchschnittstemperaturen seit Beginn der Wetteraufzeichnungen gemessen. Der „stärkste bisher registrierte El Niño“ hatte daran erheblichen Anteil. Da die Erdtemperatur aber fast jährlich neue Höchstwerte erreicht, war klar, dass es sich nicht um ein einmaliges Ereignis handelte. Das ist zugegebenermaßen nicht unbedingt ein Thema, mit dem sich die Finanzmärkte intensiv beschäftigen, was aber nicht heißt, dass wir es einfach ignorieren sollten. Können

Abbildung 1.1: Abweichungen der durchschnittlichen Erdtemperatur vom Normalwert (1850-2015)



Quelle: Nasa Goddard Institute for Space Studies

wir ein Thema wie die Erderwärmung bei der Erstellung unseres Fünfjahresausblicks berücksichtigen, und – falls ja – ergeben sich daraus für die Anlagepolitik relevante Beobachtungen?

Schulden, Schwellenländer und Erderwärmung – das sind ernste Themen. Und da wir – wie gesagt – gute Dinge waren und die Zukunft viel versprechend aussah, waren wir auch bereit, uns damit auseinander zu setzen. Acht Monate später müssen wir jedoch einräumen, dass unsere Zuversicht geschwunden ist. Die erhoffte Normalisierung der Geldpolitik beschränkt sich bisher auf die eine Zinserhöhung durch die Fed. Die US-Wirtschaft ist durch den erheblichen Rückgang der Ölpreise getroffen worden. Dadurch wurde die Investitionstätigkeit im dynamischeren Teil der US-Wirtschaft (Schieferöl/-gas) zum Erliegen gebracht. Dies löste Unsicherheit über die gesamtwirtschaftlichen Wachstumsaussichten aus. Zudem haben mehrere externe Faktoren die Fed von weiteren Zinserhöhungen abgehalten: die Unsicherheit über Chinas Wirtschaft, die Volatilität an den Finanzmärkten und eine große negative Überraschung, nämlich der Ausgang des Brexit-Referendums. Letzteres hat jede Hoffnung auf eine Normalisierung der Geldpolitik in Großbritannien zunichte gemacht. Dass Großbritannien in eine Rezession rutschen könnte, hat die britische Notenbank vielmehr veranlasst, dem von der EZB und der japanischen Notenbank in den ersten Monaten von 2016 beschrittenen Weg zu folgen und ihre Anleihekäufe im Rahmen von Quantitative Easing (QE) auszuweiten. Sofern wir QE jetzt nicht als den neuen Normalzustand betrachten, wird 2016 sehr wahrscheinlich nicht das Jahr der Normalisierung der Geldpolitik werden.

Haben wir es nur mit einem weiteren vorübergehenden Rückschlag zu tun? Oder ist es an der Zeit anzuerkennen, dass der bekannte US-Ökonom Robert Gordon recht hat und es künftig nur noch verhaltenes Wachstum geben wird? Seit Gordon seine Ansichten veröffentlicht hat, sind vier Jahre vergangen, und bisher stützen die niedrigen Wachstumsraten seine Argumente. Schlimmer ist aber der Eindruck, dass es nie leichter war als jetzt, glaubhafte „Horrorszenarien“ zu entwerfen. Diese reichen von einem weiteren Zerfall der europäischen Wirtschaft (Brexit, der Aufstieg populistischer Parteien, Italiens Banken) über eine harte Landung in China (misslungene Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft, hohe Schuldenlast) und eine Zunahme des Protektionismus („Trump-Faktor“) bis zum Verlust der Glaubwürdigkeit von Notenbanken (Japan) und zum Platzen der Schuldenblase.

Kurz vor Tagesanbruch ist es immer am dunkelsten ...

Ist die Lage wirklich so schlecht? Aufgrund von Gesprächen mit Kunden und Rückmeldungen zu Präsentationen auf Anlegerkonferenzen in den letzten sechs Monaten würden wir dazu neigen, diese Frage mit „ja“ zu beantworten. Auch wenn wir dies nicht belegen können, haben wir den Eindruck, dass die allgemeine Stimmung unter professionellen Anlegern nie so schlecht war wie jetzt. In einer vor kurzem durchgeführten Umfrage sagten 50 Prozent der teilnehmenden professionellen Anleger, dass sie „auf Jahrzehnte hinaus“ niedrige Anleiherenditen erwarten. Und mehr als 12 Prozent wählten als Antwort „Es wird noch viel schlimmer werden“. Ausgehend davon, welche Erwartung die Finanzmärkte eingepreist haben, ergibt sich eine ähnliche Botschaft: Die Inflationserwartungen am europäischen Markt (in fünf Jahren für die dann folgenden fünf Jahre) sind dieses Jahr auf einen neuen historischen Tiefstand von nur noch 1,25 Prozent gefallen. Das heißt, der Markt erwartet in den Jahren 2021 bis 2026 eine durchschnittliche Inflationsrate von lediglich 1,25 Prozent. Nimmt man die bisherige Entwicklung in Westdeutschland, das für seine „inflationseindliche“ Haltung bekannt ist), als Maßstab, ist ein solcher Fünfjahresdurchschnitt ziemlich selten: Mit einem entsprechenden Trade hätten Anleger in 90 Prozent der Fälle Geld verloren. Und dieser Prozentsatz steigt auf 95 Prozent, wenn wir die ersten zehn Jahre nach dem Zweiten Weltkrieg ausklammern. Ist eine solche Inflationsentwicklung möglich? Sicherlich. Ist sie wahrscheinlich? Nur, wenn man die Zukunft sehr pessimistisch beurteilt. Und genau in diese Richtung geht unsere Argumentation.

Einerseits ist ein solcher Pessimismus an sich schon ein Risiko. Denn in die Funktionsweise von Volkswirtschaften ist sehr viel sich selbst verstärkende Dynamik eingebettet. Das heißt, man kann eine Bewegung in eine Richtung nicht ohne Weiteres umkehren. Sobald sich das Wachstum abschwächt, werden Erzeuger und Verbraucher vorsichtiger und die Investitionstätigkeit, die Beschäftigung und der

Verbrauch gehen allesamt zurück. Damit wird der Abwärtstrend verstärkt. Andererseits kann man den Standpunkt vertreten, dass dies die beste verfügbare Medizin ist: Wenn die Erwartungen so niedrig sind, dann liegt auch die Messlatte für positive Überraschungen sehr niedrig. Die Aktienmärkte erreichen normalerweise ihren Tiefstand, wenn die Situation besonders trostlos ist. Wenn die Gewinne einbrechen, Unternehmen scheitern, Arbeitnehmer zu Tausenden entlassen werden und vom „Ende des Kapitalismus in seiner heutigen Form“ gesprochen wird, ist der Zeitpunkt für eine Trendwende an den Märkten gekommen.

Die schlechten Nachrichten herrschen zwar noch einige Monate vor, aber die Aktienkurse steigen, weil der Markt diese schlechten Nachrichten bereits vorweggenommen hat. Je geringer die Erwartungen, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass die nächste Überraschung positiv sein wird.

Kurz vor Tagesanbruch ist es immer am dunkelsten. Und wenn die Stimmung unter den Anlegern eine Orientierung bietet, dann ist es schon sehr dunkel.

Besondere Themen: Schulden, Schwellenländer und Erderwärmung

Das bringt uns zu unseren besonderen Themen: Schulden, Schwellenländer und Erderwärmung. Diese sind für langfristig orientierte Anleger alle hoch relevant. Hätten wir uns aber nicht weniger deprimierende Themen aussuchen können? Wo sind bei der Erderwärmung die positiven Aspekte? Hat der immer weiter wachsende Schuldenberg eine positive Seite? Wir wollen schlechten Nachrichten oder gewichtigen Themen nicht aus dem Weg gehen, aber ist das nicht übertrieben?

Gibt es Kurspotenzial in den Schwellenländern? Unserer Meinung nach sind die derzeit im Vergleich zu Aktien aus Industrieländern niedrigen Kurse von Schwellenländeraktien wegen der erwarteten Abschwächung der chinesischen Wirtschaft gerechtfertigt. Es gibt einen Grund, warum Aktien billig sind. Wir sehen aber bei den Unternehmensgewinnen Luft nach oben. Insgesamt sind wir in Bezug auf Schwellenländeranleihen zuversichtlicher, da die Währungen dieser Länder gemessen an der Kaufkraftparität mit einem Abschlag gehandelt werden.

Und hat die Verschuldung irgendwelche positiven Aspekte? Uns fallen mehrere ein. Der offensichtlichste ist, dass Schulden Vermögen sind. Denn die Schulden einer Person sind das Vermögen einer anderen. Statt über einen „Schuldensuperzyklus“ könnten wir auch über einen „Vermögenssuperzyklus“ sprechen, was aber niemand macht. Sind Schulden nicht einfach eine logische Konsequenz von wachsendem Vermögen und hohen Ersparnissen? Ist eine massive Vermögenszunahme vorstellbar, ohne dass gleichzeitig an anderer Stelle die Verschuldung zunimmt? Das heißt nicht, dass uns die steigenden Schulden in bestimmten Märkten (China, Staatsschulden) nicht besorgt machen würden. Wir glauben aber, dass die Aussage „Schulden sind schlecht“ zu kurz greift.

Und wo sind zu guter Letzt die positiven Aspekte der Erderwärmung? Zweifellos stellt uns dieses Phänomen vor die größten Herausforderungen, und viel hängt davon ab, welche Maßnahmen die beteiligten Parteien ergreifen werden. Ein Grund für Optimismus ist, dass die weltweite Besorgnis über die Erderwärmung deutlich zugenommen hat. Das zeigt sich auch an dem kürzlich verabschiedeten und ehrgeizigem Pariser Klimaschutzabkommen. Nach unserem jetzigen Kenntnisstand ist dennoch jedes Szenario mit Anpassungskosten verbunden, die sich negativ auf risikobehaftete Vermögenswerte und die Schwellenländer auswirken dürften.

Basisszenario

Neben diesen besonderen Themen haben wir uns natürlich erneut das Auf- und Abwärtspotenzial für die Weltwirtschaft und die verschiedenen Anlageklassen in den nächsten fünf Jahren angesehen. Wie üblich stellen wir drei Szenarien vor, um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass unsere Kunden die Welt unterschiedlich betrachten, und um die Sensitivität unserer Renditeschätzungen aufzuzeigen. Was hat sich geändert? Angesichts eines weiteren enttäuschenden Jahres und der bereits dargestellten, länger werdenden Liste möglicher Risiken könnte man versucht sein, sich von der allgemein pessimistischen

Stimmung anstecken zu lassen. Dennoch halten wir eine allmähliche Normalisierung immer noch für die wahrscheinlichste Entwicklung. Man darf uns deshalb gerne als Optimisten bezeichnen. Viele übersehen allerdings, dass trotz des geringen Wachstums die Arbeitsmarktlage besser wird und die Arbeitslosenquoten in allen führenden Volkswirtschaften derzeit unter ihren langfristigen Durchschnittswerten liegen. In diesem Szenario wird erwartet, dass die Verbraucher, deren verfügbare Einkommen infolge des Ölpreistrückgangs gestiegen sind, eine zentrale Rolle spielen werden. Denn die Bilanzen der Privathaushalte sind im Allgemeinen besser geworden.

Wohlgemerkt: In Anbetracht der zugrunde liegenden Annahmen zum Wachstum und zur Inflation möchten wir betonen, dass wir nichts „außer der Reihe“ prognostizieren: Die Weltwirtschaft, einschließlich der Schwellenländer, wird um ca. 3 Prozent wachsen, und die durchschnittliche Inflationsrate wird weltweit bei 2,5 Prozent und in den Industrieländern bei 2 Prozent liegen. Die genannte Wachstumsrate ist niedriger als die letztes Jahr in unserem Basisszenario vorhergesagte. Wir übersehen auch nicht die im derzeitigen Umfeld offensichtlich vorhandenen Risiken. Um diese zu berücksichtigen, haben wir die Eintrittswahrscheinlichkeit für unser Basisszenario von 70 Prozent auf 60 Prozent reduziert. Die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem ungünstigen Stagnationsszenario kommen wird, hat zugenommen, und wir veranschlagen diese jetzt mit 30 Prozent.

Tabelle 1.1: Jährliche Renditeerwartungen für die nächsten fünf Jahre für die großen Anlageklassen

	Aktuelle Ausgabe 2017-2021	Vorige Ausgabe 2016-2020	Langfristig
Staatsanleihen hoher Bonität*	-3,50 %	-3,00 %	4,25 %
Liquide Mittel oder Geldmarktpapiere**	0,75 %	1,50 %	3,25 %
Investment Grade-Staatsanleihen***	-1,25 %	-1,75 %	5,25 %
High-Yield-Anleihen***	1,00 %	0,50 %	6,25 %
Aktien aus Industrieländern***	6,50 %	5,50 %	7,00 %

* Ausgehend von der 10-jährigen Bundesanleihe ** Europa *** Weltweit. Quelle: Robeco.

Wenn wir uns die Konsequenzen für die großen Anlageklassen ansehen, gelangen wir zu obiger Tabelle. Ähnlich wie letztes Jahr beurteilen wir auch jetzt die Renditeaussichten für Staatsanleihen nicht sonderlich optimistisch. Die von uns in den nächsten fünf Jahren für europäische Staatsanleihen mit AAA-Rating erwartete Rendite haben wir sogar auf -3,5 Prozent gesenkt. Die Ertragsrenditen sind noch weiter gefallen als im letzten Jahr, sodass der Puffer für ungünstige Veränderungen der Anleihekurse noch weiter geschrumpft und für europäische Staatsanleihen mit AAA-Rating in der Tat negativ geworden ist. So wie letztes Jahr ausgeführt, bedeutet das aber nicht, dass Anleihen für uns keine Rolle spielen würden. In einem Asset-Liability-Management- und Risikorahmen haben Anleihen immer ihren Platz. Wir möchten auch darauf hinweisen, dass die -3,5 Prozent auf der 10-jährigen Bundesanleihe basieren, die nahezu die niedrigste Rendite am Markt aufweist. Nach unseren Prognosen – z. B. für die USA – ergibt sich letztlich eine negative Rendite (in der Landeswährung) von -0,25 Prozent, während Anleihen aus den europäischen Peripherieländern auch größeres Wertpotenzial bieten. Zudem kann Mehrwert generiert werden, wenn man in dieser Anlageklasse eine aktive Anlagepolitik verfolgt. Für Aktien haben wir unser Fünfjahresrenditeziel um 1 Prozent erhöht, um dem weltweiten Rückgang des Bewertungsniveaus von Aktien Rechnung zu tragen. Gleichzeitig haben wir die langfristigen Renditeaussichten für Aktien kritisch überprüft und auf 7 Prozent gesenkt. Dies ist Ausdruck der etwas reduzierten Wachstumsaussichten infolge geringerer Produktivitätssteigerung, spiegelt aber auch eine Aktualisierung der erwarteten Dividendenerträge wider.

Tabelle 1.2: Renditen in drei Szenarien

	Basisszenario	Stagnationsszenario	Wachstumsszenario
Durchschnittliche Wachstumsrate*	2,75 %	1,50 %	3,50 %
Durchschnittliche Inflationsrate**	1,50 %	0,25 %	2,25 %
Staatsanleihen hoher Bonität***	-3,50 %	2,00 %	-4,75 %
Liquide Mittel oder Geldmarktpapiere**	0,75 %	-0,50 %	2,25 %
Aktien aus Industrieländern	6,50 %	-2,00 %	6,00 %

* Weltweit ** Europa *** Ausgehend von der 10-jährigen Bundesanleihe. Quelle: Robeco

Alternative Szenarien

Bezüglich der alternativen Szenarien sind wir vorsichtiger geworden. Das zeigt sich auch daran, dass wir die Eintrittswahrscheinlichkeit für unser Stagnationsszenario von 20 Prozent auf 30 Prozent erhöht haben. Dieses Szenario kann viele unterschiedliche Formen annehmen. Wir ziehen es aber vor, hier nicht zu konkret zu werden. Im Allgemeinen erwarten wir einen Rückgang des Weltwirtschaftswachstums auf 1,6 Prozent und damit auf die Hälfte der Wachstumsrate der letzten fünf Jahre. In einigen Ländern wird es eine Rezession geben, und in China wird das Wachstum auf null zurückgehen, wonach ein verhaltener Aufschwung einsetzen wird. Die Inflationsrate wird auf durchschnittlich 1 Prozent sinken, würde aber ohne den Beitrag der Schwellenländer deflationäre Durchschnittswerte erreichen: In den westlichen Ländern wird ein ähnliches Szenario eintreten wie in Japan, wobei das Preisniveau insgesamt auf lange Sicht unverändert bleiben wird. Anders als in unserem Basisszenario sind Anleihen in diesem ungünstigen Wachstumsszenario weiterhin gefragte Anlageinstrumente, die als einzige ein gutes „Preis-Leistungs-Verhältnis“ bieten.

In unserem optimistischen Wachstumsszenario, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit wir nach wie vor mit 10 Prozent veranschlagen, erleben die USA und die Eurozone eine rasche wirtschaftliche Expansion, die zunächst durch den Konsum, schließlich aber auch durch die Investitionstätigkeit angekurbelt wird. Die Weltwirtschaft tritt in eine aufwärts gerichtete Spirale ein. Die Verschuldungsquoten gehen zurück. China schafft den Wandel zu einer durch den Verbrauch getriebenen Wirtschaft. Im Windschatten der starken Volkswirtschaften wird sich auch in Japan das Wachstum beschleunigen. Im Durchschnitt wird die Weltwirtschaft eine reale Wachstumsrate von 3,5 Prozent erreichen. Gemessen am Durchschnittswert der letzten fünf Jahre von 3,25 Prozent mag das nicht viel erscheinen. Wenn wir aber die zunehmende Alterung der Bevölkerung und die niedrigere (und realistischere) Wachstumsrate für Chinas Wirtschaft (durchschnittlich 6,5 Prozent, vgl. mit 8,5 Prozent in 2010-2015) berücksichtigen, bedeutet dies eine Erhöhung der Wachstumsrate über das Potenzialwachstum hinaus. Das größte Risiko geht in diesem Szenario von der Inflation aus. Anleihen geraten unter Druck, und auch Aktien erreichen eine im Vergleich zu unserem Hauptszenario weniger positive Wertentwicklung, weil Lohn- und Finanzierungskosten die Gewinnmargen schmälern.

Unser am wenigsten wahrscheinliches Szenario haben wir an den Schluss gestellt. Man sollte aber nicht vergessen, dass es kurz vor Tagesanbruch immer am dunkelsten ist. Wir hoffen, dass Sie Freude an der Lektüre der vorliegenden Publikation haben, sich von ihr inspirieren lassen und dass sie Ihnen hilft, in den nächsten Jahren den richtigen Kurs einzuschlagen.



Lukas Daalder, Chief Investment Officer Investment Solutions
September 2016

www.robeco.com/expectedreturns

Kontakt

Robeco Deutschland

Taunusanlage 17
60325 Frankfurt am Main

T +49 (0) 69 – 959085 9

F +49 (0) 69 – 959085 0

E service@robeco.de

I www.robeco.de

Hinweis: Robeco Deutschland ist eine Zweigniederlassung der Robeco Institutional Asset Management

Wichtige rechtliche Hinweise

Dieses Dokument wurde von Robeco Institutional Asset Management B.V. („Robeco“) erstellt und stellt weder eine Verpflichtung, noch ein Angebot, noch eine Aufforderung seitens Robeco zum Kauf oder Verkauf von Investmentanteilen dar. Bei den Inhalten dieses Dokuments handelt es sich um eine reine Werbung, die Ihre persönlichen Umstände nicht berücksichtigt. Es stellt weder eine Anlageberatung, noch eine Anlageempfehlung dar. Ein Angebot, ein Verkauf oder ein Kauf von Anteilen des in diesem Dokument genannten Produkt erfolgt ausschließlich auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts. Weitere Informationen Sie im Internet unter www.robeco.de. Stand: September 2016.