

EXPECTED RETURNS

2021
2025

**SCHÖNE
REALE
WELT**

Expertise in Sustainable Investing von
ROBECOSAM

Zusammenfassung

Zusammenfassung

Schöne reale Welt

Es ist, als sei nichts passiert. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation liegt der MSCI AC World Index in EUR um 8 Prozent höher als vor einem Jahr. Das entspricht annähernd unserer Schätzung für die langfristige Gleichgewichtsrendite von Aktien in Höhe von 7 Prozent. Doch in der Zwischenzeit kam es im Zuge der Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Weltwirtschaft zum stärksten BIP-Rückgang in den USA seit dem dritten Quartal 1932 und zur ausgeprägtesten globalen Rezession seit den 1930er Jahren. Um die Krise zu meistern, müssen Investoren aus unserer Sicht jetzt mehr denn je begreifen, dass extrem niedrige Zinsen ein wesentliches Merkmal des aktuellen Anlageumfelds sind. Wir rechnen mit einer länger anhaltenden Phase negativer realer Zinsen. Das bedeutet, dass ihre Auswirkungen auf den Zusammenhang zwischen ökonomischen Fundamentaldaten und der Entwicklung von Vermögenspreisen sowie der Konsequenzen für die Multi-Asset-Allokation entscheidend sein wird. Wir befinden uns in einer Zeit des radikalen Übergangs, und die Finanzmärkte werden weiterhin von verstärkten Kursschwankungen geprägt sein.

**NUR FÜR
PROFESSIONELLE
ANLEGER**

Dennoch lassen sich aus dem Rauschen Signale herausfiltern. Die Finanzmärkte waren bereits in der Vergangenheit mit Pandemien und länger anhaltenden Phasen negativer realer Zinsen konfrontiert. Wir glauben, dass sich das Eingehen von Risiken in den nächsten fünf Jahren auszahlen wird – insbesondere deshalb, da einige traditionelle „sichere Häfen“ letztlich ebenfalls als riskant wahrgenommen werden.

Während der großen Depression veröffentlichte Aldous Huxley 1932 seine berühmten Roman *Schöne neue Welt*. Es ist etwas aus der Mode geraten, Huxleys Weitsicht zu rühmen, mit der er die Welt von heute genau beschreibt.¹ Dennoch ist Huxleys Vision durchaus relevant, insoweit sie eine von Ungleichheit geprägte technologisch fortgeschrittene Gesellschaft von Konsumenten beschreibt, in der die Regierungen in den privaten Sektor eingreifen – und sogar persönliche Freiheitsrechte beeinträchtigen. Hätte man sich beispielsweise vor einem Jahr vorstellen können, zu einem „Lockdown“ oder einer Quarantäne gezwungen zu werden? Und anschließend mehr digitale Medien als je zuvor zu konsumieren?

Und dennoch ist es keine schöne neue Welt, da es unwahrscheinlich ist, dass die Zeit nach der Covid-19-Pandemie den Beginn einer völlig neuen Welt darstellt. Es wird viel von einer „neuen Normalität“ gesprochen. Das ist nicht verwunderlich, bedenkt man die große Kluft, die sich in der Weltwirtschaft auftut. Diese ist am deutlichsten an der unterschiedlichen Entwicklung des Technologiesektors und der übrigen Branchen seit dem Kurstief am 23. März abzulesen. Sie deutet darauf hin, dass der plötzliche Stillstand der Weltwirtschaft im Jahr 2020 zu einem strukturellen Bruch geführt hat. Tatsächlich hat sich dadurch eine tektonische Verschiebung beschleunigt, die bereits im Gang war. Es handelt sich nicht um eine neue Normalität, sondern um eine Intensivierung der alten Normalität. Was unter der Oberfläche der alten Normalität am Brodeln war, ist allmählich immer realer und immer dringlicher geworden. Die wesentlichen Trends sind nach wie vor gegeben: eine hohe Verschuldung der Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, ein abnehmendes Trendwachstum, immer größere Vermögensdiskrepanzen und Gleichheitslücken sowie schrumpfender Spielraum für die Geld- und Fiskalpolitik. Alle diese Themen haben wir bereits eingehend in früheren Ausgaben von „Expected Returns“ erörtert.

Dennoch glauben wir nicht, dass die dunklen, stark ironischen Untertöne in *Schöne neue Welt* die Zukunft widerspiegeln. Ohne Zuflucht zur Ironie zu nehmen, handelt es sich nicht um eine schöne *neue* Welt, die sich in den nächsten fünf Jahren heraus bilden wird, sondern um eine schöne *reale* Welt.

Es ist eine schöne reale Welt, da medizinisches Personal und Forscher sich in einem Wettrennen um die Lösung der größten globalen Gesundheitskrise seit Jahrzehnten befinden. Das Akronym für den diesen Sommer vorgelegten Vorschlag der Demokratische Partei in den USA für ein fiskalpolitisches Paket – HEROES Act – spiegelt diesen Gedanken wider. Ohne eine Lösung der Gesundheitskrise erscheint eine nachhaltige Erholung der Wirtschaft unplausibel.

1. Das ist ein Gedanke, der beispielsweise in der Besprechung einer Fernsehserie in der New York Times im Juli 2020 formuliert wurde: „Brave New World arrives in the future it predicted“, <https://www.nytimes.com/2020/07/13/arts/television/brave-new-world-peacock.html>.

Eine schöne reale Welt ist im Entstehen, da eine Erholung nach der Covid-19-Pandemie unvollständig und einseitig bleiben wird, wenn sie nur von der virtuellen Welt getragen wird. Die Covid-19-Pandemie hat verdeutlicht, dass die Digitalisierung zuvor in vielen Bereichen hinter ihrem Potential zurückgeblieben war. Der Ausbruch des Virus hat die Produktivitätsvorteile des Arbeitens von zuhause, des Online-Lernens und der Telemedizin zutage treten lassen. Dennoch wird irgendwann ein Sättigungspunkt erreicht werden, ab dem wir aus der virtuellen Welt wieder in die Realität zurückkehren müssen. Wachstum setzt Vertrauen voraus. Vertrauen erfordert Nähe und reale Interaktion. Eine Rückkehr zum normalen Leben bedeutet die Gewährleistung eines Umfelds, das sicher genug ist, um auch gefährdeten Personengruppen den Besuch von Einkaufszentren und die Inanspruchnahme an Offline-Services zu ermöglichen.

Es handelt sich um eine schöne reale Welt, die nach der Überwindung der Probleme erstrebt, die mit der Erreichung einer nachhaltigen, „grüneren“ Zukunft verbunden sind. Die Lockdown-Phasen haben unser Bewusstsein für die tatsächlichen Auswirkungen unserer derzeitigen Wirtschaftsstruktur auf den Klimawandel gestärkt. Wir befinden uns derzeit potentiell auf dem Weg zum größten Rückgang von Treibhausgas-Emissionen seit dem Zweiten Weltkrieg.² Dies unterstreicht sowohl die Bedeutung als auch die Schwierigkeiten der Einhaltung der Ziele des Abkommens von Paris, die eine Begrenzung des globalen Temperaturanstiegs auf weniger als 1,5-2 °C oberhalb vorindustrieller Niveaus anstreben. Zu diesem Zweck haben die führenden Politiker der EU den sog. European Green New Deal initiiert, der Anregung und Inspiration für verstärkte ESG-bezogene Engagements liefern soll.

2. <https://www.nature.com/articles/d41586-020-01497-0>

Es ist eine schöne reale Welt für Politiker, die angesichts der stärksten Rezession seit der Großen Depression alle Register gezogen haben, um eine noch schlimmere Entwicklung der Weltwirtschaft zu verhindern, als die die wir derzeit erleben. Der Umfang der geld- und fiskalpolitischen Anreize übersteigt die Maßnahmen auf die globale Finanzkrise vor mehr als zehn Jahren bei weitem. Tatsächlich fiel es in den USA beispiellos aus. Eine wesentliche Frage, die beim Denken in Szenarien zu berücksichtigen ist, ist die, ob es der Politik gelingt, die realen Zinsen für einen erheblichen Zeitraum weit genug zu drücken, um eine selbsttragende Konjunkturerholung zu ermöglichen. Wir glauben, dass ihnen das gelingen wird. Doch wird ihr Erfolg mehr als je zuvor in der Nachkriegsgeschichte von der engen Zusammenarbeit zwischen der Geld- und der Fiskalpolitik abhängen.

Erweiterung des Makrorahmens

In unserem letzten 5-Jahres-Ausblick schrieben wir, dass „die Geldpolitik – und zunehmend auch die Fiskalpolitik – die Bausteine für das von uns für wahrscheinlich gehaltene Umfeld bestimmen. Die Wechselwirkungen zwischen diesen zwei Instrumenten spielen sich regelmäßig in unseren Szenarioanalysen wider.“ Unsere aktuellen Szenarien basieren auf vier Bausteinen: Lösung der Gesundheitskrise, Krisenhilfen, Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und Bewältigung zwischenzeitlicher politischer Fehlentscheidungen. Die Koordination zwischen der Fiskal- und Geldpolitik wird nach wie vor in erheblichem Umfang den Erfolg der Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bestimmen. Voraussetzungen dafür sind aber die Lösung der globalen Gesundheitskrise und die Bereitstellung effektiver Krisenhilfen. Wie wirksam diese vier Bausteine in der realen Politik umgesetzt werden, wird auch den Erholungspfad in einzelnen Ländern und Regionen sowie das Verhalten der Märkte für Vermögenswerte stark bestimmen.

In unserem Basisszenario „Credible fiscal financiers“, beginnt die Erholung nach der Pandemie in einseitiger Form, da sich die bestehende Kluft zwischen den technologieelastige Sektoren mit geringem Anteil persönlich erbrachter Services und Branchen, die nicht von weiterer Digitalisierung profitieren können, erweitert. Kleine Unternehmen, insbesondere

solche aus den Bereichen Freizeit und Gastgewerbe, erholen sich nur unvollständig, während es für längere Zeit zu Restrukturierungen und Ausfällen kommt. Dagegen holen weiterhin in Betrieb befindliche Branchen nach 2022 erheblich auf, da Impfstoffe gegen Covid-19 für Herdenimmunität sorgen und die Erholung weniger fragmentiert und synchroner verläuft. Das Wachstum erhöht sich gegen Ende unseres Prognosezeitraums auf sein Trendniveau, während die Inflation in den USA bis 2025 auf 3 Prozent steigt.

Im Vergleich zum Basisszenario vom letzten Jahr erwarten wir nun ein höheres Maß an Koordination zwischen den politischen Entscheidern. Die Notenbanken passen sich erfolgreich an ihre neuen Rollen an und verzögern die weitere Aushöhlung der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung. Nachdem die konventionellen geldpolitischen Instrumente (Senkung der Zinsen auf Null) erschöpft sind und der Erfolg unkonventioneller Instrumente (Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage durch Ausweitung der Notenbankbilanz) abnimmt, treten die Notenbanken in eine Phase ein, in der die primäre Zuständigkeit für die Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage an die Regierungen übergeht.

Die Notenbanken fokussieren sich nun auf ihre neue Rolle, das fiskalpolitische Experiment zu erleichtern. Sie halten die Nominalzinsen nahe an der effektiven unteren Grenze und monetisieren die Haushaltsdefizite. Damit bleiben die Kosten des Schuldendienstes für die Regierungen niedrig genug, um die Staatsausgaben und die Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu ermöglichen. Eine solche Situation hat es bereits gegeben. Beispielsweise gab es nach dem Zweiten Weltkrieg ein stillschweigendes Abkommen, wonach die US-Notenbank die Kosten der Refinanzierung der kriegsbedingten Schulden stabilisieren sollte. Dies erfolgte bis 1951, bis die Notenbank vom Finanzministerium unabhängig wurde. Am Ende unseres Prognosezeitraums kommt es voraussichtlich zu einer Neuorientierung der Strategie der Notenbanken, da sie dann ein dauerhaft ausreichendes Inflationsniveau registrieren und möglicherweise sogar ein Überschießen über die Zielbandbreite hinaus.

In unserem optimistischen Szenario „A reboot for growth with echoes of the 1970s“ behält das Wirtschaftswachstum sein Momentum nach einer anfänglichen Erholung im Jahr 2021 bei. Die erste Phase mit der Lösung der Gesundheitskrise verläuft erfolgreicher. 2021 gelangen mehrere effektive Impfstoffe gegen Covid-19 in Umlauf und es kommt zu keiner Mutation der Spike-Proteine des Virus, wodurch die Impfstoffe längere Zeit wirksam bleiben. Im Hinblick auf die Krisenhilfen wird eine fiskalpolitische Klippe vermieden. Es kommt zu keiner wesentlichen zeitlichen Lücke zwischen dem Auslaufen der staatlichen Liquiditätshilfen und dem Einsetzen einer selbsttragenden Erholung, die wieder für Einkommenszuflüsse sorgt. Diese Phase wird in unserem Basisszenario erfolgreicher gesteuert, da das europäische Beispiel gezielter Präventivmaßnahmen zur längeren Beschäftigung von Mitarbeitern auch andernorts übernommen wird.

Im Unterschied zum Basisszenario verschwindet das Sparparadoxon (d. h. eine übermäßige Ersparnisbildung, die eine Erholung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage verhindert) weitgehend. Am Arbeitsmarkt kommt es zu einer kräftigen Erholung. Sehr niedrige Realzinsen veranlassen Haushalte und Unternehmen zum Entsparen, während die Konjunktur stabiler wird. Die fiskalpolitischen Anreizmaßnahmen erweisen sich als sehr effektiv und gehen mit hohen Multiplikatoreffekten einher. Diese ergeben sich aus vermehrten technologischen Ausstrahlungseffekten in Sektoren, in denen die Digitalisierung bislang ihr Potential nicht entfalten konnte. Das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage übertrifft den Trendwert, da sich eine Welle aufgesparter Nachfrage Bahn bricht: Da die Angebotsseite am Arbeitsmarkt und an den Rohstoffmärkten langsamer reagiert als die Nachfrage steigt, erhöht sich die Inflation in den entwickelten Ländern 2022 über den Zielwert von 2 Prozent und beschleunigt sich im Zuge fieberhaft nachgeholter Ausgaben auf 3 Prozent.

Die Notenbanken beginnen früher über steigende Leitzinsen nachzudenken als ins unserem Basisszenario. So beginnt die US-Notenbank 2023 ihre Zinspolitik zu straffen, da die Kerninflationsrate allmählich auf 3,5 Prozent steigt. In diesem optimistischen Szenario kommt es zu einer paradoxen Entwicklung: Die Koordination von Geld- und Fiskalpolitik ist bei der Wiederbelebung der Wirtschaft zu erfolgreich, dass sich die Notenbanken von ihrer Rolle als Finanziers des Staatshaushalts wieder distanzieren und Unabhängigkeit signalisieren wollen.

In unserem pessimistischen Szenario „The great Covid-19 stagnation“ werden die Risse in der Weltwirtschaft größer. Die Pandemie kann kaum unter Kontrolle gebracht werden und es kommt zu Rückschlägen bei der Forschung zu Impfstoffen infolge unerwarteter Virusmutationen. Der Einsatz eines wirksamen Impfstoffs verzögert sich daher bis 2022. In der Wirtschaft bleiben die Akteure im Krisenmodus, da das Hin und Her zwischen Lockdowns und der Wiedereröffnung der Wirtschaft stärker in Richtung Lockdowns geht. Das Instrumentarium für Krisenhilfen ist erschöpft und es kommt zu einer fiskalpolitischen Klippe, bevor eine selbsttragende Erholung einsetzen kann.

Da in einigen Regionen der Welt die fiskal- und geldpolitischen Möglichkeiten aufgebraucht sind, kommt es zu einer erneuten Rezession. Auf diesen W-förmigen Konjunkturverlauf folgt eine Stagnation. Zutage treten die Probleme, auf die diese Publikation bereits in früheren Jahren den Fokus gelegt hat: zu hohe Verschuldung der Unternehmen, steigende Einkommensungleichheit und schwindendes Vertrauen in Institutionen und Geopolitik. All diese Risikofaktoren, die typischerweise zu einer klassischen Rezession geführt hätten, selbst wenn die Covid-19-Krise nicht aufgetreten wäre, sind nach wie vor sehr präsent – sie werden durch die Pandemie nur verschärft. Die Notenbanken versagen bei der Rolle als Finanziers der Fiskalpolitik vor dem Hintergrund geringeren Konsumwachstums aufgrund starker disinflationärer Kräfte, die einen Abbau der Verschuldung erzwingen und zu einem niedrigeren Vermögenseffekt führen. Eine längere Phase der Disinflation und sehr niedrigen realen Wachstums folgt.

Was sind die Implikationen dieser Szenarioanalyse für Anleger in den kommenden fünf Jahren?

Die Investoren treten derzeit in eine „schöne reale Welt“ ein. Das typische Merkmal dieses Anlageumfelds sind extrem niedrige nominale Zinsen und deutlich negative Realzinsen für einen längeren Zeitraum, da die Inflation sowohl in unserem Basisszenario als auch in unserem optimistischen Szenario anzieht. Dies erinnert an die Jahre 1971-1977, als die reale Rendite liquider Anlagen im Durchschnitt -2,4 Prozent betrug.³ Doch wird dieses Echo nur ein entferntes sein. Festzuhalten ist, dass wir kein regelrechtes Stagflations-Szenario skizziert haben.

In einem solchen Umfeld müssen sich Anleger gründlich umorientieren, was die Fähigkeit traditioneller sicherer Anlagen zum Werterhalt und zur Absicherung angeht. Das leichte Überschießen der Inflation infolge der Politik in unserem Basisszenario sorgt dafür, dass die risikofreie Rendite von Liquidität und Anleihen zunehmend zu renditefreien Risiken wird. So erwarten wir negative Erträge auf Liquidität im Euroraum und negative Erträge bei Staatsanleihen aus entwickelten Ländern.

Demnach wird die schöne reale Welt eine paradoxe sein: Sie wird risikobehaftete „sichere Häfen“ mit sich bringen. Wir gehen davon aus, dass sich das Eingehen von Risiken in den nächsten fünf Jahren auszahlt, auch wenn die Kursschwankungen auf erhöhtem Niveau bleiben. Der Fokus der Finanzmärkte wird sich von den Notenbanken auf die Regierungen verlagern. Damit einher gehen stärkere Schwankungen bei den Asset-Preisen und den

3. Eine andere Analogie könnte der Zeitabschnitt von 1946-1952 sein, als die Realzinsen in den entwickelten Ländern dauerhaft negativ waren.

Wechselkursen, da die Politik eine nicht so klare Orientierung und reibungslose Umsetzung wie die Notenbanken bietet.

Für die meisten riskanten Assetklassen erwarten wir eine beträchtliche Prämie für das Eingehen des Volatilitätsrisikos, was zu attraktiven Sharpe Ratios führen sollte. Trotz erhöhter Risikoprämien werden die absoluten Asset-Erträge unter ihren Gleichgewichtsniveaus bleiben.

Renditeerwartungen 2021-2025

	5-Jahres-Rendite (annualisiert)	
	EUR	USD
Anleihen		
Staatsanleihen (AAA-Rating)	-1,75 %	-0,25 %
Globale Staatsanleihen (entwickelte Länder, abgesichert)	-0,75 %	0,00 %
Globale Investment-Grade-Unternehmensanleihen (abgesichert)	0,25 %	1,00 %
Globale Hochzinsanleihen (abgesichert)	2,25 %	3,00 %
Staatsanleihen aus Schwellenländern (Lokalwährung)	2,00 %	3,50 %
Liquidität	-0,50 %	0,25 %
Aktien		
Aktien aus entwickelten Ländern	4,75 %	6,25 %
Aktien aus Schwellenländern	6,75 %	8,25 %
REITs	3,00 %	4,50 %
Rohstoffe	5,00 %	6,50 %
Verbraucherpreise		
Inflation	1,75 %	2,00 %

Quelle: Robeco, September 2020. Der Wert einer Anlage kann schwanken. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.

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 2020.

Kontakt

Robeco Deutschland
Tausananlage 17
60325 Frankfurt am Main

T +49 69 – 959085 9

+49 69 – 959085 0

E service@robeco.com

I www.robeco.com

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