

## Wirtschaftsentwicklung, Finanzmärkte und Anlagerenditen bis 2035

Die Pensionskassen stehen u.a. wegen tiefer Anlagerenditen vor grossen Herausforderungen. Die Evaluation verschiedener realwirtschaftlicher Szenarien und deren Folgen für die Entwicklung der Finanzmärkte lässt auch in absehbarer Zukunft lediglich bescheidene Anlagerenditen erwarten. Der Druck auf die Pensionskassen durch geringe Kapitalerträge bleibt damit langfristig bestehen.



Thomas Kübler  
Kübler Economics



Martin Eichler  
BAK Basel

### Ausgangslage, Ziele und Vorgehen

Die Schweizer Pensionskassen sehen sich derzeit einer Reihe von grossen Herausforderungen gegenüber. Dazu gehören neben der Alterung der Gesellschaft auch die tiefen Anlagerenditen auf den Finanzmärkten. Im Zuge der Reformdiskussion über die Altersvorsorge ist die zu erwartende zukünftige Entwicklung der Finanzmärkte von entscheidender Bedeutung. Langfristig – in der Beruflichen Vorsorge muss von einem Zeithorizont von zumindest 20 Jahren ausgegangen werden – ist die Entwicklung von Zinsen und Renditen stark an die realwirtschaftlichen Entwicklungen gekoppelt.

Die hier vorgestellte Studie beschäftigt sich daher in einem ersten Teil ausführlich mit möglichen zukünftigen Entwicklungspfaden für die Schweizer Realwirtschaft bis 2035. Um den Besonderheiten der ökonomischen Ausgangslage und den ausgeprägten Unsicherheiten über die weitere Entwicklung sowie den vielschichtigen langfristigen Herausforderungen Rechnung zu tragen, arbeitet sie mit einer Reihe von Szenarien, die jeweils in sich konsistente mögliche Entwicklungspfade wiedergeben. Die ausgewählten Szenarien sollen einen möglichst grossen Teil aller denkbaren Optionen abbilden, gleichzeitig aber jeweils plausibel und nicht nur hypothetischer Natur sein. Ihre Eintretenswahrscheinlichkeit kann also gering sein, sie soll aber für jedes

Szenario mindestens als realistisch und relevant erachtet werden. Die Szenarien decken somit nicht alle möglichen und extremen Entwicklungen ab, sondern ergeben aus heutiger Sicht ein gutes Gesamtbild möglicher und realistischer Entwicklungspfade.

Die quantitative, modellseitige Grundlage für die Erstellung der langfristigen Entwicklungsszenarien bildet das umfassende Schweizer Makromodell von BAKBASEL, das vollständig in ein Weltmakromodell integriert ist, welches BAKBASEL zusammen mit Oxford Economics betreibt.

Im zweiten Teil der Studie wurden die Auswirkungen dieser makroökonomischen Szenarien auf die Finanzmärkte untersucht. Dabei standen die Effekte auf ausgewählte, für die Vorsorgeeinrichtungen der zweiten Säule relevante Anlageklassen und schliesslich für drei Anlagestrategien, welche sich an den im Umfeld der zweiten Säule typischen Anlagestrategien orientieren, im Vordergrund der Untersuchungen. Die Renditen für diese Anlageklassen wurden im Makromodell geschätzt bzw. projiziert, mit der wichtigen Ausnahme der Obligationen: Die Obligationenrenditen wurden in einem separaten Obligationenmodell berechnet, das den Besonderheiten der Obligationenbewertung Rechnung trägt. Nach eingehenden Untersuchungen wurde darauf verzichtet, auch künftige Volatilitäten zu projizieren oder diese gar nach Szenarien zu unterscheiden. Für die Bewertung der Risiken verschiedener Anlageklassen und -strategien wurde demzufolge auf historische Volatilitäten abgestellt.

Im Untersuchungszeitraum bis 2035 lassen sich grob drei Zeitperioden unterscheiden, die nicht nur für die Realwirtschaft, sondern auch für die Entwicklung der Finanzanlagen

## Makroökonomische Szenarien der konjunkturellen Entwicklung bis 2035

T1

	Bezeichnung	Wachstum im globalen Kontext		Differenzierung Schweiz
		kurz bis mittelfristig	langfristig	
<b>Szenario 1</b>	Normalisierung	Normalisierung	Normalisierung	
<b>Szenario 2</b>	Langfristig ungünstige Demografie Schweiz	Normalisierung	Normalisierung	Langfristig ungünstige Demografie
<b>Szenario 3</b>	Kurzfristig überdurchschnittliches Wachstum	überdurchschnittlich	Normalisierung	
<b>Szenario 4</b>	Kurzfristig überdurchschnittliches Wachstum und Inflation Schweiz	überdurchschnittlich	Normalisierung	kurz bis mittelfristig Inflation
<b>Szenario 5</b>	Eurozone deflationär geprägt und Abschottung Schweiz	Schwache Wirtschaft und Preise in der Eurozone	Strukturell schwache Industrieländer	Beide Entwicklungshorizonte: Abschottung
<b>Szenario 6</b>	Schwache Wirtschaft, hohe Preise («stagflative Tendenzen»)	Schwache Wirtschaft mit Inflation Industrieländer	Normalisierung	auch kurz bis mittelfristig: Normalisierung

Quelle: BAKBASEL / Kübler Economics, BFS, SECO

relevant sind. In der kurzen Frist (2014–2017) ist die Entwicklung vorrangig von konjunkturellen Aspekten geprägt, während es mittelfristig (2018–2025) darum geht, die Entwicklungspfade zu skizzieren, die aus den derzeit noch vorhandenen strukturellen Verwerfungen herausführen könnten. In der langen Frist (2026–2035) schliesslich dominieren die fundamentalen Struktureigenschaften sowohl die Realwirtschaft als auch die Finanzmärkte.

### Auswahl und Überblick der Szenarien

In der Studie wurden sechs makroökonomische Szenarien (vgl. Tabelle T1) untersucht, deren Auswahl und Ausgestaltung durch mehrere Experteninputs zusätzlich abgesichert wurden. Dabei wurden jeweils verschiedene Kombinationen von konjunkturell mittelfristigen und langfristigen Entwicklungen in einem globalen Kontext miteinander verknüpft. Die Szenarien umfassen ein Szenario mit einer Normalisierung der Konjunktur, zwei Szenarien mit schwacher Wirt-

schaftsentwicklung, die sich jedoch hinsichtlich der Preisentwicklung voneinander unterscheiden, sowie ein Szenario mit kurzfristig überdurchschnittlich hohen gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten. In den Szenarien wird wo nötig explizit zwischen der Schweiz und der übrigen Welt unterschieden. Damit konnten für die Schweiz spezifische, vom globalen Setup abweichende Annahmen getroffen werden. Die sechs Szenarien wurden jeweils mit einem möglichst prägnanten Namen versehen und kurz charakterisiert, unterteilt in den kurz- (2014–2017) und mittelfristigen (2018–2025) Zeitraum sowie den langfristigen (2026–2035) Zeitraum.

Szenario 1 «Normalisierung» wird als das wahrscheinlichste Szenario angesehen. Die Weltwirtschaft erholt sich langsam, aber beständig aus der Finanz-, Wirtschafts- und Schuldenkrise und kehrt längerfristig auf einen Wachstumspfad zurück, wie er auch mit einer Situation ohne die Finanz- und Wirtschaftskrise vereinbar wäre. In der mittel- und langfristigen Perspektive wird davon ausgegangen, dass es der wettbewerbsfähigen Schweizer Exportin-

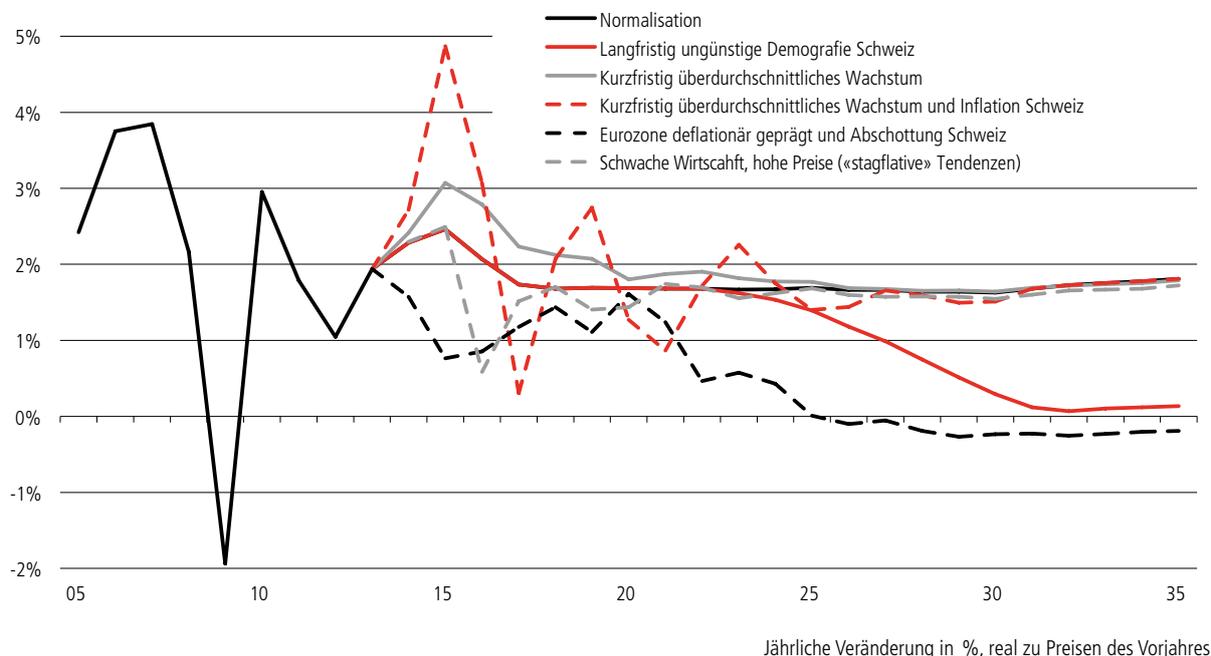
dustrie gelingt, erfolgreich am weiterhin prosperierenden und zunehmend von den aufstrebenden Volkswirtschaften getragenen Weltmarkt zu partizipieren. Hierbei wird auch unterstellt, dass die Kosten für die Schweizer Volkswirtschaft bei der Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative gering gehalten werden. Es wird weiter davon ausgegangen, dass sich die schwächere Zunahme des Schweizer Arbeitsangebots nicht eins zu eins auf die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts überträgt, sondern teilweise durch eine verstärkt steigende Arbeitsproduktivität ausgeglichen werden kann.

### Ergebnisse aus den makroökonomischen Szenarien

Die Wachstumsraten pro Szenario unterscheiden sich im Zeitraum 2015 bis ca. 2020 erheblich (siehe Grafik G1). Während dieser Periode werden die akuten strukturellen Verwerfungen überwunden. Die Art, wie dies geschieht, und die jeweiligen wirt-

## Wachstum des Schweizer Bruttoinlandsprodukts 2005–2035 in den sechs Szenarien

G1



schaftspolitischen Entscheidungen beeinflussen das Wirtschaftswachstum in diesem Zeitraum erheblich. So kommt es beispielsweise in Szenario 4 «Kurzfristig überdurchschnittliches Wachstum und Inflation Schweiz» zu starken Schwankungen, da sich die Schweiz im Spannungsfeld der internationalen Erholung überhitzt und – nach entsprechenden Reaktionen der SNB – mit starken Gegeneffekten rechnen muss.

Vier der sechs Szenarien konvergieren in den Jahren nach 2020 jedoch zu einem recht ähnlichen Wachstumspfad von zwischen 1,5 und 2 Prozent pro Jahr. Nach Überwinden der strukturellen Verwerfungen kann grundsätzlich mit einer Rückkehr zum alten Wachstumspfad gerechnet werden. Dies ist nicht weiter erstaunlich, wird doch gängigerweise davon ausgegangen, dass zwei Trends das langfristige volkswirt-

schaftliche Wachstumspotenzial determinieren: Das Bevölkerungswachstum und der technologische Fortschritt. Beide Trends werden von der Finanz- und Wirtschaftskrise langfristig kaum beeinflusst, weswegen mit einer Rückkehr zur Wachstumsdynamik gerechnet werden kann, wie sie auch ohne Krise möglich gewesen wäre.<sup>1</sup> In den zwei Szenarien, die von diesem Muster abweichen, werden alternative Annahmen für diese beiden zentralen langfristigen Wachstumstreiber der Volkswirtschaft getroffen. Insbesondere werden auch alternative Annahmen zur Bevölkerungsdynamik unterstellt. Dies hängt eng mit der Zuwanderung zusammen und kann insofern auch als alternative (stärker restriktiv wirkende) Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative interpretiert werden.

Die Folgen solch unterschiedlicher Annahmen zum Einfluss des Bevölkerungswachstums und des technologischen Fortschritts auf das erreichbare Wohlstandsniveau der Schweiz

sind erheblich: Das Niveau der gesamtwirtschaftlichen Leistung variiert am Ende des Projektionszeitraums um rund 40 Prozent, bei einer Pro-Kopf-Betrachtung um immer noch 15 Prozent. Trotz zunächst viel stärkerer Schwankungen ist der Einfluss des Verlaufs zur Überwindung der strukturellen Verwerfungen langfristig von geringerer Bedeutung als die langfristigen Wachstumstreiber: Das BIP der entsprechenden Szenarien variiert am Ende des Projektionszeitraums um weniger als 10 Prozent, das BIP pro Kopf um maximal 7 Prozent.

Die Studie diskutiert ausführlich die Entwicklung der langfristigen Wachstumstreiber sowie die dahinterstehenden Überlegungen genauso wie weitere, insbesondere die mittel- und längerfristige Entwicklung der Schweizer Volkswirtschaft beeinflussenden Faktoren. Die am Schluss resultierenden wichtigsten makroökonomischen Kerngrößen sind in der Tabelle T2 pro Szenario und Periode zusammengefasst.

<sup>1</sup> Aufgrund der veränderten demographischen Entwicklung entspricht dies jedoch nicht einer Rückkehr zur früheren Wachstumsdynamik.

## Wichtigste makroökonomische Kenngrößen der Szenarien im Überblick

T2

	BIP real			Inflation			Zinsen 3 M			Zinsen 10 J.		
	Kurz (14–17)	Mittel (18–25)	Lang (26–35)									
1 Norma	2,1	1,7	1,7	1,1	1,5	1,5	0,8	2,5	2,5	2,0	2,9	3,0
2 Demog-CH-LF	2,1	1,6	0,4	1,1	1,5	1,5	0,8	2,5	1,3	2,0	2,9	2,5
3 Wachs-KF	2,6	1,9	1,7	1,4	2,0	1,6	1,6	3,4	2,5	2,5	3,4	2,7
4 Wachs-KF+Inla-CH	2,7	1,8	1,6	2,6	1,9	1,6	2,2	3,4	2,5	3,0	3,4	2,8
5 Defla-EU+Absch-CH	1,1	0,9	-0,2	0,1	1,3	1,2	0,0	0,6	0,3	1,5	1,6	2,2
6 Stagfla	1,7	1,6	1,6	1,2	1,7	1,8	1,7	3,6	3,9	3,0	4,4	4,4

Veränderungsraten in Prozent p.a., Zinsen Durchschnittsniveau in Prozent

Quelle: BAKBASEL / Kübler Economics

## Die Auswirkungen auf den Finanzmärkten

Es sind im Wesentlichen zwei fundamentale Treiber, welche in einer langfristigen Perspektive die Entwicklung der Anlageklassen und -strategien beeinflussen. Die realwirtschaftliche Entwicklung ist bestimmend für die Entwicklung der Unternehmensgewinne und in der Folge der Aktienmärkte. Die monetären Rahmenbedingungen, also die Inflation und die Zinsen, sind demgegenüber für die Dynamik bei den festverzinslichen Wertpapieren entscheidend. Diese Beziehungen gelten natürlich nicht jederzeit und kön-

nen vor allem kurzfristig durch Verzerrungen und Verwerfungen an den Finanzmärkten von der langfristigen Entwicklung abweichen.

Das zu untersuchende Anlageuniversum wurde anhand der zentralen Fragestellung, den Auswirkungen auf die Anlagerenditen der Pensionskassen in der Schweiz, eingegrenzt: Obligationen Schweiz und Welt, Aktien Schweiz und Welt sowie Immobilien Schweiz. Diese Anlageklassen vereinen einen Grossteil des in den Pensionskassen zu verwaltenden Vermögens auf sich und sind die zentralen Treiber von Rendite und Risiko. Viele andere Anlageklassen dienen vor-

ab der Risikodiversifikation und spielen in unserem langfristigen und fundamentalen Untersuchungsansatz keine entscheidende Rolle.

In Tabelle T3 sind die Ergebnisse aus dem Szenario 1 «Normalisierung» aufgeschlüsselt nach Anlageklassen und Zeithorizont tabellarisch zusammengefasst.

## Erwartete Renditen verschiedener Anlagestrategien

Über den ganzen Untersuchungsraum von rund 20 Jahren differieren die Anlagerenditen in einer Anlagestrategie AS25 (je 12,5 % Aktien Schweiz und Aktien Welt, 40 % Obligationen Schweiz, 20 % Obligationen Welt und 15 % Immobilien Schweiz) im Niveau um bis zu 30 Prozent zwischen den Szenarien (siehe Grafik G2). Die Unterschiede rühren einerseits von der sehr unterschiedlichen kurzfristigen Anpassungsperiode her, andererseits aber auch von der Kumulation von leicht differierenden langfristigen Trends.

In der kurzen Frist ist in der Strategie AS25 die Entwicklung der monetären Rahmenbedingungen entscheidend. Ein bedeutender Zinsanstieg, wie er in den drei Szenarien «Schwache Wirtschaft, hohe Preise (stagflati-

## Renditeerwartungen im Szenario 1 «Normalisierung» nach Anlageklasse und Periode

T3

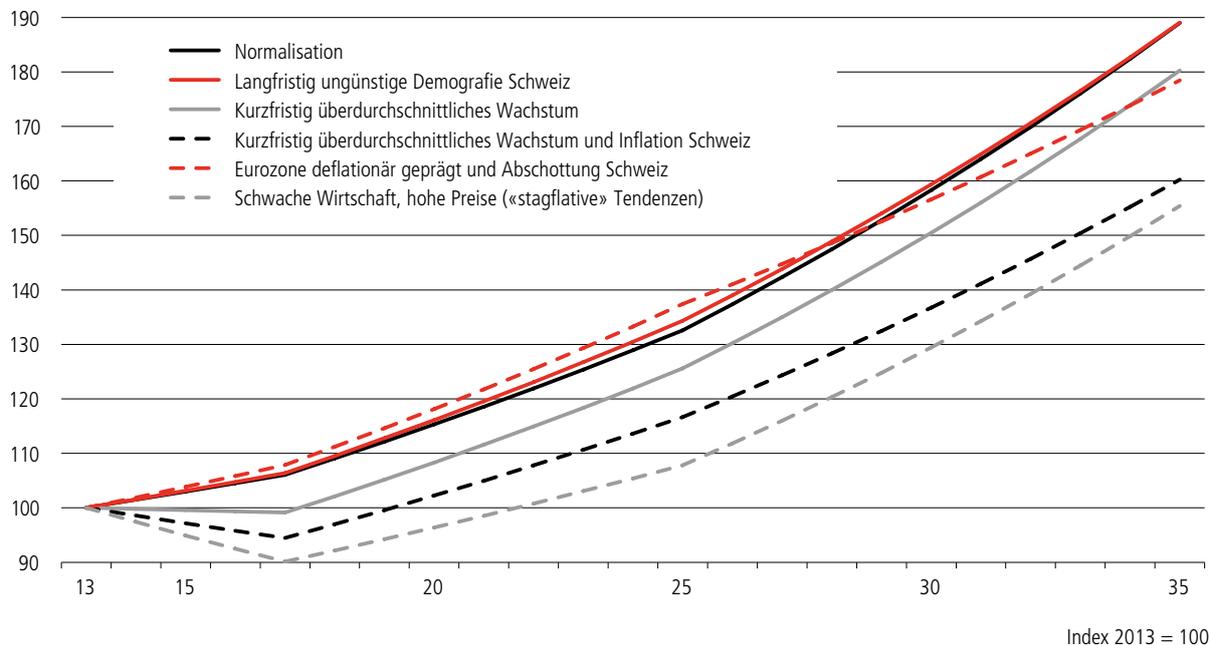
Anlageklasse	Periode		
	Kurz (14–17)	Mittel (18–25)	Lang (26–35)
Obligationenrendite Schweiz	-1,51	1,00	2,15
Obligationenrendite Welt	-1,31	2,04	3,63
Aktien Schweiz	8,18	6,15	5,68
Aktien Welt	7,20	6,85	7,37
Immobilien Schweiz	2,83	2,66	2,60

Durchschnittliche Performance in Prozent p.a.

Quelle: BAKBASEL / Kübler Economics

Erwartete Renditen der Anlagestrategien AS25 in den sechs Szenarien

G2



Quelle: BAKBASEL / Kübler Economics

ve Tendenzen)», «kurzfristig überdurchschnittliches Wachstum» und «kurzfristig überdurchschnittliches Wachstum und Inflation Schweiz» erfolgt, kann auch von einer guten Aktienmarktperformance kaum wettgemacht werden. In diesen drei Szenarien muss denn auch für eine gewisse Zeit mit einer negativen Entwicklung des Gesamtportefeuilles gerechnet werden. Auch langfristig ist der ursprüngliche Verlust auf den festverzinslichen Wertpapieranlagen schwer zu kompensieren, sodass in den beiden Szenarien mit hoher Inflation sechs bis acht Jahre vergehen, bis das Ausgangsniveau wieder erreicht wird. Die Performance hinkt in diesen beiden Szenarien bis zum Ende der Untersuchungsperiode der Entwicklung in den anderen Szenarien deutlich hinterher.

Ganz anders in den Szenarien «Normalisierung» und «langfristig ungünstige Demografie Schweiz», in denen die geldpolitische Normalisierung langsam vollzogen werden kann. Auch hier fallen zunächst Verluste auf

den Obligationenanlagen durch die Zinserhöhung an, aber in bescheidenem Ausmass, sodass sie von der Entwicklung in den anderen Anlageklassen aufgefangen werden können. Langfristig sind es diese beiden Szenarien, welche die beste Entwicklung aufweisen. Nach der moderaten Zinsanpassung spielen in der langen Frist

nämlich vorab die realwirtschaftlichen Faktoren die entscheidende Rolle. Diese sind in den beiden Szenarien zumindest global intakt, sodass die Unternehmensgewinne und damit die Aktienkurse zulegen. Das Szenario «langfristig ungünstige Demografie Schweiz» erzielt keine messbar schlechtere Performance als das Sze-

Erwartete Renditen der Anlagestrategie AS25 pro Periode in den sechs Szenarien

T4

AS25	Periode		
	Kurz (14–17)	Mittel (18–25)	Lang (26–35)
1 Norma	1,48	2,83	3,61
2 Demog-CH-LF	1,56	2,96	3,47
3 Wachs-KF	-0,22	3,00	3,68
4 Wachs-KF+Inla-CH	-1,41	2,67	3,22
5 Defla-EU+Absch-CH	1,92	3,07	2,65
6 Stagfla	-2,57	2,26	3,73

Durchschnittliche Performance in % p.a.

Quelle: BAKBASEL / Kübler Economics

nario «Normalisierung». Dieses auf den ersten Blick überraschende Ergebnis zeigt, dass der Schweizer Finanzmarkt sowohl bezüglich der Aktiendynamik als auch bezüglich der Kapitalmarktzinsen keine (komplette) Eigendynamik aufweist, sondern mit den weltweiten Entwicklungen verflochten ist. Während in der kurzen Frist die monetären Rahmenbedingungen und damit bis zu einem gewissen Mass die länderspezifischen Einflussfaktoren eine wesentliche Rolle spielen, sind es in der langen Frist die realwirtschaftlichen Einflussgrössen und die globale Entwicklung.

Tabelle **T4** fasst nochmals die erwarteten Renditen der Anlagestrategie AS25 (mit 25 % Aktien) zusammen. Die Schätzungen lauten demnach wie folgt: Von 2014 bis 2017 muss in drei von sechs Szenarien mit Verlusten gerechnet werden. Diese Szenarien zeichnen sich durch inflationäre Tendenzen mit entsprechenden Verlusten auf den Obligationenanlagen aus. Mittel- und längerfristig liegen die erwarteten Renditen in allen Szenarien im positiven Bereich. Im historischen Vergleich fallen die zu erwartenden Renditen jedoch bescheiden aus und lassen den Druck auf die Vorsorgeeinrichtungen durch geringe Anlageerträge nicht abnehmen.

## Fazit und Schlussfolgerungen

Die diskutierte Studie hat gezeigt, dass die in den kommenden rund 20 Jahren zu erwartende realwirtschaftliche Entwicklung sehr unterschiedliche Pfade einschlagen kann. Allerdings gibt es keine überzeugenden Gründe dafür, dass die derzeit

nach der Finanz- und Wirtschaftskrise noch vorhandenen strukturellen Verwerfungen mittel- bis langfristig nicht überwunden werden können. Der genaue Weg dahin sowie die Geschwindigkeit, mit der dies erfolgt, sind jedoch schwer abzuschätzen und hängen auch erheblich von noch zu treffenden wirtschaftspolitischen Entscheidungen ab. Unsicherheit, wenn auch in geringerem Ausmass, besteht jedoch auch bezüglich der weiteren Entwicklung der fundamentalen Wachstumstreiber, insbesondere der Bevölkerung im Zuge des demografischen Wandels samt den damit verknüpften politischen Weichenstellungen wie der Masseneinwanderungsinitiative. Dieser breiten potenziellen Entwicklungsspanne wird mit sechs beispielhaften Szenarien Rechnung getragen, die dem weiten Feld der möglichen zukünftigen Wirtschaftsdynamik entsprechen.

Längerfristig hängt die Entwicklung der Finanzmärkte eng mit den realwirtschaftlichen Gegebenheiten zusammen. Im Einzelnen sind es vorrangig die wirtschaftliche Entwicklung im Inland und die nationale Geldpolitik, welche für die Gelmarktsätze und damit das kurze Ende der Zinskurve ausschlaggebend sind. Demgegenüber beeinflusst die internationale Konjunktur primär die Aktienmarktentwicklung und die Entwicklung an den Kapitalmärkten und somit das lange Ende der Zinskurve. Die Steilheit der Zinskurve hängt also (auch) von den Unterschieden in der internationalen Wirtschaftsentwicklung ab. Die Aktienrenditen sind primär durch die internationale Konjunktorentwicklung getrieben, wäh-

rend Obligationenrenditen stärker durch die nationale Geldpolitik und somit nationale Konjunktur bestimmt werden.

Die Analyse der Auswirkungen der unterschiedlichen realwirtschaftlichen Entwicklungsszenarien auf den Finanzmärkten zeigt, dass in Zukunft die Anlagerenditen eines gemischten Portfolios in allen Szenarien tiefer ausfallen werden als in der Vergangenheit – unabhängig davon, welche der zum Teil stark divergierenden makroökonomischen Vorgaben realisiert werden. Allerdings wird sich in keinem der Szenarien die extreme Situation mit rekordtiefen Zinssätzen, die seit 2009 herrscht, über den ganzen Analysezeitraum hinweg fortsetzen. Alle Szenarien zeigen einen Wiederanstieg der Renditen, wenn auch – wie bereits erwähnt – nicht mehr auf das Niveau von vor 2008.

---

Martin Eichler, Chefökonom und Geschäftsleitung BAKBASEL  
E-Mail: martin.eichler@bakbasel.com

---

Thomas Kübler, Economic Advisor,  
Geschäftsführer  
E-Mail: tkuebler@kuebler-economics.ch