



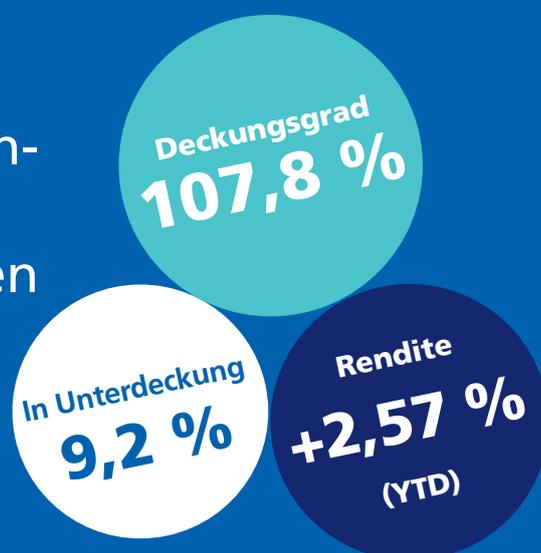
Im Fokus:
Mit der
Herde oder
gegen sie?

Fakten und Trends, Mai 2023

Pensionskassen aktuell

- 4** Swisscanto Pensionskassen-Monitor
- 7** Der Wachstumsmythos
und die Folgen
- 10** Was treibt die Finanzmärkte an?
- 14** Wirtschaft und Finanzmärkte

Pensionskassen-
Monitor:
Aktuelle Zahlen





Heini Dändliker

Liebe Leserin, lieber Leser

Was genau geschieht da gerade? Eine Frage, die ich von Kundinnen und Kunden in den letzten Wochen oft gehört habe. Die Entwicklung bei der Credit Suisse und insbesondere der rasante Vertrauensverlust waren auch für mich persönlich ein unerwarteter Schlag. Unfassbar für unsere Branche wie auch für den Unternehmensstandort Schweiz. Mittlerweile ist die Verunsicherung der Ernüchterung über den Wegfall eines wichtigen Geschäftspartners gewichen.

Vorsorgeeinrichtungen versuchen derweil einzuordnen, was die neue Situation für sie bedeutet. Wir stellen fest, dass viele Kassen das nicht auf die leichte Schulter nehmen und fundierte Analysen erstellen, oft auch gemeinsam mit Beratern.

Ich kann Ihnen versichern, dass wir auch im aktuellen Bankenumfeld unseren bewährten Weg weitergehen – unaufgereg, aber mit erstklassiger Leistung.

Das bedeutet vor allem gute Anlageperformance, glaubwürdiges Produktangebot, ausgewiesene Erfahrung und hohe Markt- sowie Abwicklungskompetenz. Das alles abgerundet durch unser aktives Engagement als Trendsetterin in der Nachhaltigkeit.

Neben dem aus Schweizer Sicht dominierenden Thema Bankenfusion drehen die Märkte weiter. Wir blicken im ersten Quartal auf ein wieder positiveres Bild an den Finanzmärkten zurück – mit leichten Kurszuwächsen bei den Bonds und einer deutlichen Erholung bei den Aktien.

In der aktuellen Ausgabe beleuchten wir für Sie die Mythen, die sich um Wachstumstitel ranken, und gehen mit Prof. Dr. Thorsten Hens den Treibern der Finanzmärkte auf die Spur. Hilft die Psychologie bei der Kapitalanlage? Und warum lohnt es sich, nicht der Herde nachzulaufen?

Ein Highlight ist für mich, dass über 470 Vorsorgeeinrichtungen an der Schweizer Pensionskassenstudie teilnehmen und dabei rund 70 % aller PK-Aktiven vertreten. Sie dürfen mit uns gespannt sein auf die Erkenntnisse, die wir Ihnen am 31. Mai 2023 im Rahmen der Ergebnispräsentation aufzeigen werden.

Ich wünsche Ihnen nun eine interessante Lektüre.



Ihr Heini Dändliker
Leiter Key Account Management/
Firmenkunden Markt Schweiz
Zürcher Kantonalbank

Swisscanto

Pensionskassen-Monitor

Die positiven Vorzeichen sind zurück: Im ersten Quartal 2023 hatten die Vorsorgeeinrichtungen auf der Bondseite leichte Kurszuwächse zu verzeichnen; bei Aktien hellte sich das Bild deutlicher auf. Die geschätzten Deckungsgrade konnten sich im Vergleich zum Vorquartal weiter leicht auf durchschnittlich 107,8 % erholen. Eine durchschnittliche Schweizer Pensionskasse weist im ersten Quartal 2023 eine positive Performance von 2,57 % auf.

Christine Martin, Asset Management,
Zürcher Kantonalbank

Die privatrechtlichen Vorsorgeeinrichtungen mussten nach dem historisch schwierigen Anlagejahr 2022 keinen weiteren Rückgang ihrer Reserven hinnehmen. Die durchschnittliche Zielgrösse der Wertschwankungsreserve von 18 % liegt jedoch am Ende des ersten Quartals 2023 für die meisten Kassen immer noch ausser Reichweite. Mit dem geschätzten Deckungsgrad von 107,8 % (Vorquartal 105,6 %) sind die Deckungsgrade der privatrechtlichen Kassen von den Höchstständen Ende 2021 immer noch weit entfernt (Abbildung 1). Immerhin hat sich das Bild seit dem Zwischentief im Herbst 2022 wieder etwas aufgehellt. Dies trifft auch auf die öffentlich-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen zu.

Vorsorgeeinrichtungen nach Deckungsgrad

Bei der Deckung der Vorsorgeverpflichtungen ist es durch die Kursbewegungen seit Jahresbeginn zu geringfügigen Verbesserungen gekommen. Inzwischen weisen wieder 27,2 % der privatrechtlichen Kassen (Vorquartal 20,6 %) und 8,3 % der öffentlich-rechtlichen Kassen (zum Vorquartal unverändert) eine Deckung von mehr als 115 % auf (Abbildung 2). In Unterdeckung befinden sich 9,2 % (Vorquartal 16,1 %) der privatrechtlichen Kassen sowie 22,2 % (Vorquartal 44,4 %) der öffentlich-rechtlichen Kassen mit Vollkapitalisierung und 87,5 % (Vorquartal 91,6 %) der öffentlich-rechtlichen Kassen mit Teilkapitalisierung. Die gute Entwicklung der Aktienmärkte seit dem Jahreswechsel 2022/2023 hat einen wesentlichen Beitrag zur Erholung der Deckungsgrade im ersten Quartal 2023 geliefert. Diese Markterholung wird allerdings vor dem Hintergrund der Konjunkturerwartungen weitherum als fragil eingeschätzt.

Vorsorgeeinrichtungen nach Renditen

Die erfassten Vorsorgeeinrichtungen erwirtschafteten im ersten Quartal 2023 eine geschätzte vermögensgewichtete Rendite von +2,57 %. Obligationen lieferten einen leicht

positiven Beitrag zur Gesamtrendite; der Beitrag der Aktien war deutlich positiv (Tabelle 1). Die sehr starke Aktienmarktperformance zu Jahresbeginn erlitt bis Ende März jedoch wieder einige Rückschläge. Rohstoffe, die im schwierigen Umfeld des Jahres 2022 mit Kursgewinnen (+17,9 %) herausgestochen hatten, zeigten sich im ersten Quartal mit Kursverlusten von -6,6 %. Hinweis: Bei der Performancemessung von Immobilien werden ab sofort die Immobilienanlagestiftungen stärker als zuvor berücksichtigt (75 %, bisher 50 %), weil dies die Realität der Pensionskassen besser abbildet.

Tabelle 1: Indexrenditen ausgewählter Anlageklassen*

Anlageklasse	1. Quartal 2023	2022
Obligationen CHF	+1,4 %	-12,1 %
Obligationen Welt	+1,7 %	-15,0 %
Obligationen Welt hedged in CHF	+1,8 %	-13,7 %
Aktien Schweiz	+5,9 %	-16,5 %
Aktien Welt	+6,4 %	-17,4 %
Immobilien Schweiz direkt und indirekt	+0,7 %	-5,4 %
Hedge Funds	-1,0 %	-6,6 %
Rohstoffe	-6,6 %	+17,9 %
Rendite	+2,57 %	-11,97 %

Quellen: Bloomberg Finance L.P., Prevanto AG und Swisscanto; Stand: 31.3.2023

*Obligationen CHF: SBI; Obligationen Welt: Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value ex CHF; Obligationen Welt hedged in CHF: Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value ex CHF hedged in CHF; Aktien Schweiz: SPI; Aktien Welt: MSCI AC ex CH; Immobilien Schweiz direkt und indirekt: 75 % KGAST, 25 % Rüd Blass Immo Index; Hedge Funds: HFRX Global Hedge Fund Index hedged in CHF; Rohstoffe: Bloomberg Commodity Index Swiss Franc Total Return

Abbildung 1: Entwicklung der Deckungsgrade, 2011 bis 31.3.2023



Quellen: Prevanto AG und Swisscanto; Stand: 31.3.2023

Abbildung 3 zeigt die Verteilung der geschätzten kumulierten Renditen ohne Abzug von Kosten seit dem 1. Januar 2022 bis zum 31. März 2023. Die vermögensgewichtete Rendite aller Kassen beträgt für diesen Zeitraum $-9,70\%$, die ungewichtete Rendite $-8,62\%$. Die Rendite jeder Vorsorgeeinrichtung wird aufgrund von Indexrenditen fortgeschrieben. Die Berechnungen basieren auf der Vermögensallokation der Vorsorgeeinrichtungen am 31. Dezember 2021 und gehen von der Annahme aus, dass seither keine wesentlichen Änderungen in der Allokation vorgenommen worden sind.

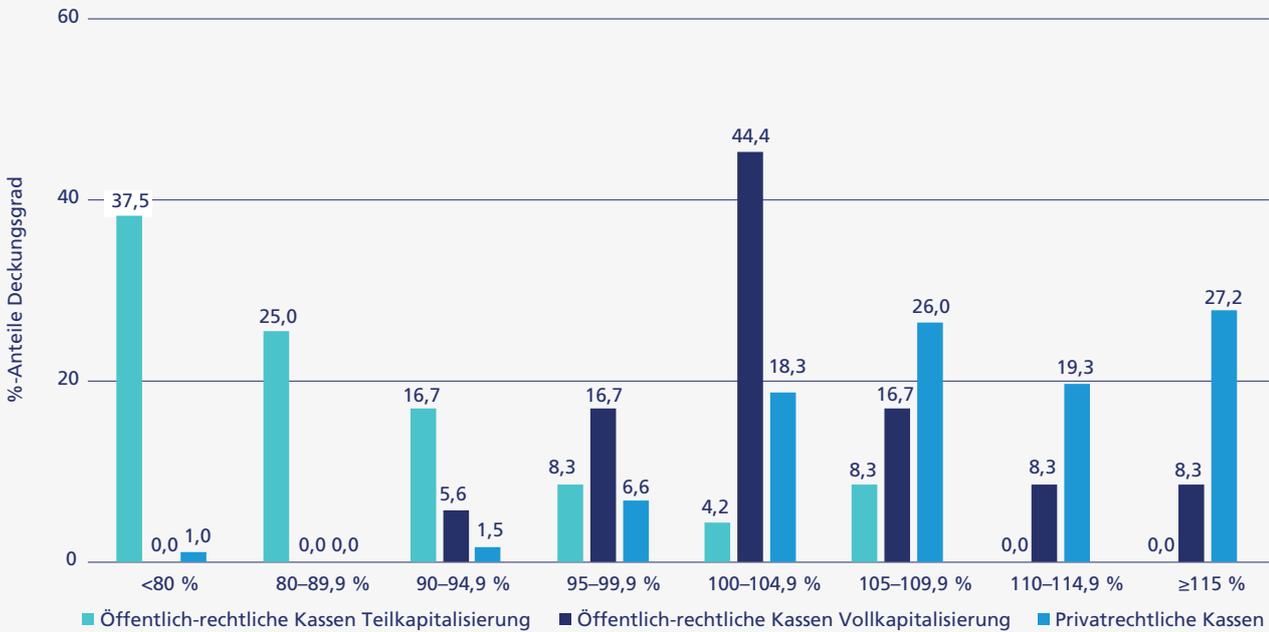
Der **Swisscanto Pensionskassen-Monitor** beruht auf den Daten der Umfrage «Schweizer Pensionskassen» von Swisscanto by Zürcher Kantonalbank. Die Berechnungen werden von der Prevanto AG erstellt.

Grundlage für die Schätzungen zum 31. März 2023 bilden die effektiven Angaben per 31. Dezember 2021 von 475 Vorsorgeeinrichtungen mit einem Vermögen von insgesamt 806 Milliarden Franken (Schweizer Pensionskassenstudie 2022). Die Schätzungen sind Hochrechnungen aufgrund der Marktentwicklungen und der von den Umfrageteilnehmerinnen bzw. -teilnehmern zum Ende des Jahres 2021 gemeldeten Vermögensallokation. Neue, effektive Allokationen per 31. Dezember 2022 gibt es im nächsten Pensionskassen-Monitor am 26. Juli 2023 auf Basis der im Rahmen der Swisscanto Pensionskassenstudie 2023 ermittelten Daten.

zkb.ch/pk-monitor

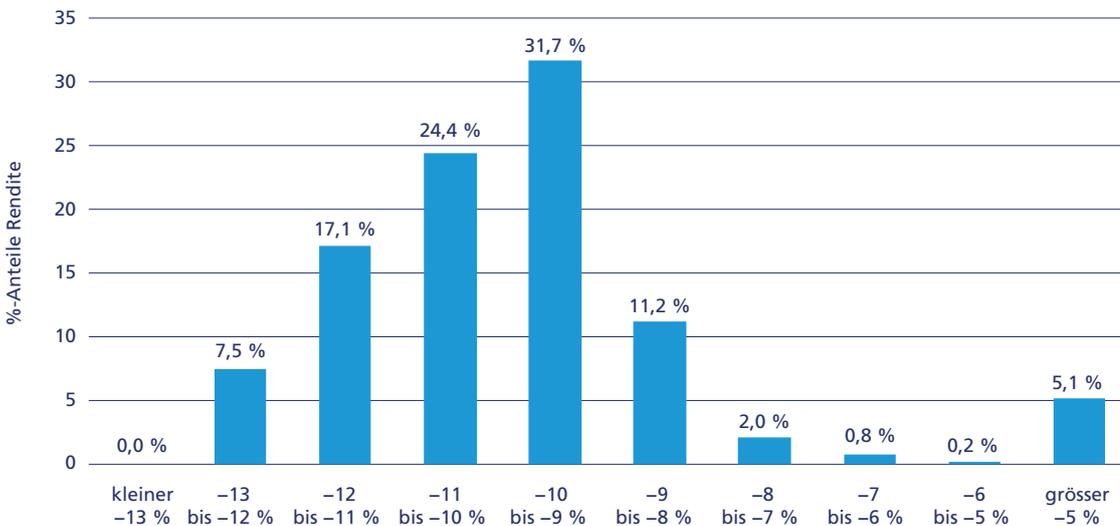
Die Swisscanto Pensionskassenstudie 2023 finden Sie ab 31. Mai 2023 unter zkb.ch/pensionskassenstudie.

Abbildung 2: Anteile privat- und öffentlich-rechtlicher Vorsorgeeinrichtungen pro Deckungsgrad-Bandbreite per 31.3.2023



Quelle: Prevanto AG und Swisscanto; Stand: 31.3.2023

Abbildung 3: Verteilung der kumulierten Renditen der Vorsorgeeinrichtungen, 1.1.2022 bis 31.3.2023



Quelle: Prevanto AG und Swisscanto; Stand: 31.3.2023

Der Wachstumsmythos und die Folgen

Bei Aktienanlagen verbreiten sich quantitative Strategien, die Faktoren wie «Value», «Growth», «Momentum» und «Quality» verwenden, immer stärker – auch bei Verantwortlichen von Pensionskassen. Unternehmen mit hohen Wachstumsraten und ihre «Growth-Aktien» waren und sind besonders

beliebt. Wird deren Wachstumspotenzial richtig eingeschätzt? Und wie nachhaltig sind hohe Wachstumsraten tatsächlich? Eine empirische Betrachtung schafft Klarheit.

Stefan Fröhlich, Senior Portfolio Manager, Systematic Strategies, Zürcher Kantonalbank

Wachstumsunternehmen zeichnen sich durch hohe Umsatz- und Gewinnwachstumsraten, Wettbewerbsvorteile und eine hohe Innovationskraft aus. In den vergangenen Jahrzehnten fanden sich «Growth-Aktien» typischerweise in den Sektoren Informationstechnologie, Gesundheitswesen und bei zyklischen Konsumgütern. Diese Aktien sind in der Regel volatil als diejenigen von Unternehmen mit

Abbildung 1: Geschätztes und realisiertes Gewinnwachstum der Unternehmen des MSCI World Index



Quelle: FactSet, Swisscanto Equity Analytics

unspektakulärem Gewinnverlauf, da die zukünftige Entwicklung mit einer grossen Unsicherheit behaftet ist. Investorinnen und Investoren sind aufgrund der Erwartung hoher zukünftiger Wachstumsraten und des Potentials höherer Renditen oft bereit, einen Aufpreis für solche Wachstumsunternehmen zu zahlen.

Wachstumsraten von Unternehmen überschätzt

Das durchschnittliche realisierte 1-Jahres-Gewinnwachstum der Unternehmen im MSCI World Index seit 1997 beträgt 15,8 %. Die durchschnittliche Gewinnschätzung der Analystinnen und Analysten liegt sieben Prozentpunkte höher und

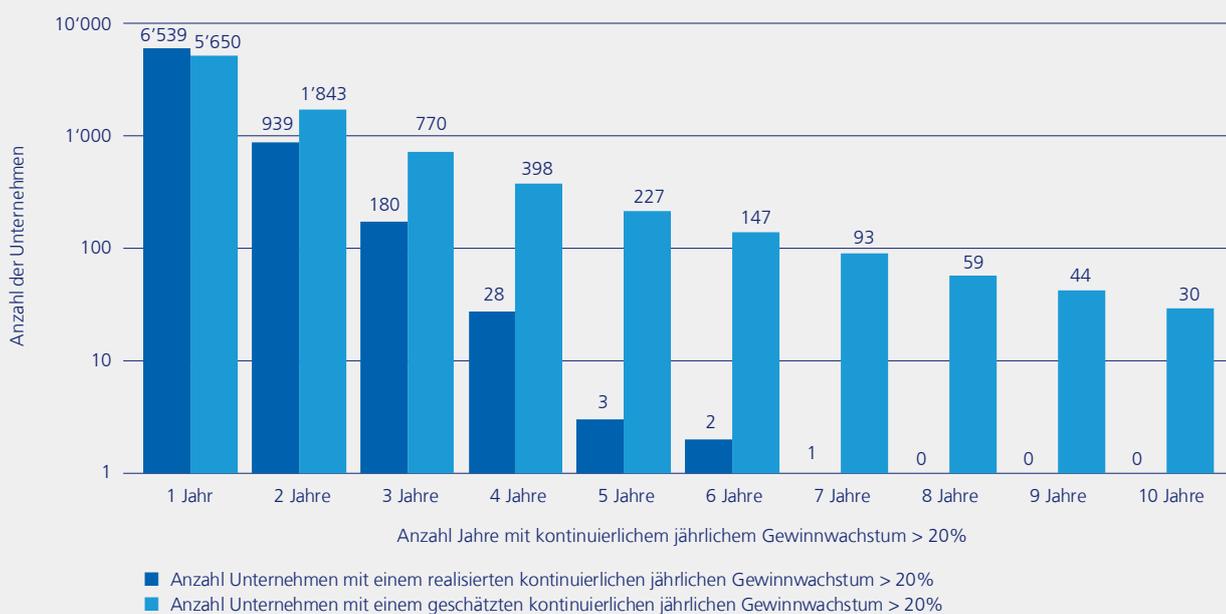
beläuft sich auf 23 %. Aktuell ist die Differenz zwischen realisiertem und geschätztem Gewinnwachstum besonders gross: Während die Analystinnen und Analysten ihre Schätzungen nur geringfügig nach unten korrigiert haben, ist das realisierte Gewinnwachstum im vergangenen Jahr stark gesunken und liegt aktuell nahe bei 0 % (Abbildung 1).

Hohe Wachstumsraten sinken schneller als erwartet

Abbildung 2 zeigt die Anzahl der Unternehmen, die über eine bestimmte Zeitperiode ein kontinuierlich realisiertes Gewinnwachstum von mehr als 20 % erzielt haben. Seit 1997 gab

es nur 28 Unternehmen, die über einen Zeitraum von mindestens vier Jahren ununterbrochen ein Gewinnwachstum von mehr als 20 % realisierten. So erzielte etwa Apple in den Jahren 2004 bis 2008 hohe Wachstumsraten. Bei Adobe war dies in den Jahren 2015 bis 2019 der Fall. Seit 1997 findet man kein Unternehmen im MSCI World Index, das sein hohes Wachstum über mehr als sechs Jahre halten konnte. Analystinnen und Analysten hingegen schätzen das Wachstumspotenzial optimistischer ein: In den vergangenen 25 Jahren erwarteten sie, dass 398 Firmen über einen Zeitraum von mehr als vier Jahren ein Gewinnwachstum von über 20 % erreichen würden. Bei

Abbildung 2: Anzahl der Unternehmen im MSCI World Index mit einem anhaltenden Gewinnwachstum >20 % über verschiedene Zeiträume (seit 1997)



Quelle: FactSet, Swisscanto Equity Analytics, y-Achse logarithmiert

147 Unternehmen hielten sie es für einen Zeitraum von mehr als sechs Jahren für möglich.

Weshalb wird das Wachstumspotenzial überschätzt?

Die folgenden drei Faktoren tragen zur Überschätzung des Wachstumspotenzials von Unternehmen bei:

1. Der Anker-Effekt:

Menschen greifen bei der Schätzung eines Wertes auf eine bereits vorhandene Referenz zurück. In der Psychologie ist diese Denkweise als Ankereffekt bekannt. Bei Wachstumschätzungen stützen sich Analystinnen und Analysten neben der Einschätzung der zukünftigen Unternehmensentwicklung auf das in der Vergangenheit erzielte Gewinnwachstum ab. Ist dieses hoch, wird in der Regel davon ausgegangen, dass die Wachstumsraten auch in künftigen Jahren Bestand haben werden. In der Realität sinken hohe Wachstumsraten aber deutlich schneller als erwartet.

2. Der Momentum-Effekt:

Das Herdenverhalten führt dazu, dass bei hohen Gewinnen und steigenden Aktienkursen das Vertrauen in das Unternehmen gestärkt wird und andere Anlegerinnen und Anleger ebenfalls investieren wollen. Hinzu kommt die Angst, eine einmalige Chance zu verpassen.

3. Anhaltende Wachstumsillusion:

Anlegerinnen und Anleger neigen dazu, ihre eigenen Fähigkeiten und ihr Urteilsvermögen zu überschätzen. Diese Selbstüberschätzung in Verbindung mit dem Herdentrieb führt dazu, dass man sich von



Stefan Fröhlich ist seit März 2020 im Asset Management der Zürcher Kantonalbank im Systematic-Equity-Strategies-Team tätig. Als Senior Portfolio Manager verwaltet er aktive, modellbasierte Aktienfonds und Mandate und wirkt an der laufenden Weiterentwicklung der

Aktien-Selektionsmodelle mit. Zuvor arbeitete er während 18 Jahren bei Julius Bär Asset Management und GAM als Portfolio Manager für globale und regionale Aktienportfolios und entwickelte diverse Multi-Faktor-Modelle, trendbasierte Behavioral-Finance-Ansätze und Machine-Learning-Modelle. Er absolvierte das Studium der Ingenieurwissenschaften an der ETH Zürich (Dipl. Ing. ETH) und verfügt über einen Abschluss als Master of Advanced Studies in Management, Technology and Economics der ETH Zürich. Des Weiteren ist er Certified International Investment Analyst (CIIA/AZEK) und General Securities Registered Representative (Series 7).

den Erfolgen der Unternehmen in der Vergangenheit blenden lässt und die positive Unternehmensentwicklung zu weit in die Zukunft projiziert.

Lohnt sich die Investition in Wachstumsaktien?

Die empirische Evidenz seit den 1930er-Jahren zeigt, dass Wachstumsaktien tiefere Renditen als der Gesamtmarkt erwirtschaften. Günstig bewertete «Value-Aktien» mit niedrigeren Wachstumsraten haben «Growth-Aktien» auf Dauer übertrifft. Es ist daher nicht ratsam, eine Aktie nur aufgrund hoher Wachstumsraten in der Vergangenheit zu kaufen, da hohe Wachstumsraten in der Regel nur von kurzer Dauer sind und oft schneller als erwartet sinken.

Unsere Lösung:

Multi-Factor-Investing

Eine Investition in «Growth-Aktien» erfordert eine fundierte Unternehmensanalyse, bei der Firmenstrategie, Entwicklungspotenzial, Bewertung und Branche sorgfältig beurteilt werden. Das Asset Management der Zürcher Kantonalbank bevorzugt bei seiner quantitativen Strategie die Faktoren «Value», «Momentum» und «Quality».

Eine Analyse der Multi-Faktor-Performance im Jahr 2022 finden Sie unter dem Titel «Multi-Factor-Investing: Value und Quality liefern» in unserem Asset-Management-Blog unter zkb.ch/blog.

Was treibt die Finanzmärkte an?

Wie viel Psychologie steckt in den Finanzmärkten? Welche Rolle spielt die Biologie dabei, wie Entscheidungen gefällt werden? Und wie lassen sich Fallen beim Investieren vermeiden? Im Gespräch mit Prof. Dr. Thorsten Hens gehen wir diesen Fragen mit Blick auf die aktuelle Situation an den Finanzmärkten nach. Denn es ist längst klar, dass Modelle, die den Menschen nur als rational handelnden «Homo oeconomicus» beschreiben, zu kurz greifen.

Das Interview mit Prof. Dr. Thorsten Hens, Universität Zürich, führte Stefan Betschart, Zürcher Kantonalbank.

Wie hat sich die Wahrnehmung der Risiken und Renditechancen seit dem Wegfall der Negativzinsen bei den institutionellen Investoren verändert?

Das Rendite-Risiko-Verhältnis verschiebt sich am Finanzmarkt ständig. Jetzt hat die Zinswende die relative Attraktivität der Anlageklassen deutlich verschoben. Während der Zeit der Tief- und Negativzinsen suchten die Pensionskassen geldmarktähnliche Anlagen, die doch noch eine Rendite abwarfen. Das ist auch auf die Anlagerichtlinien

zurückzuführen, welche Investitionen in anderen Kategorien begrenzen. Folglich wurde in Kredit- oder Versicherungsprodukten wie Cat Bonds, Insurance-Linked Securities (ILS) oder Lebensversicherungen investiert. Sprich in Substitute, die sich in der Kategorie «Geldmarkt» verbuchen lassen. Zumindest erreichte man so auf dem Papier eine positive Rendite. Auf der anderen Seite holte man sich andere Risiken ins Portfolio. Beispielsweise das Risiko katastrophaler Ereignisse aufgrund der globalen Erwärmung.

Ich gehe davon aus, dass das wieder abnimmt, da nun auch kurzfristige Anlagen wie Fest- oder Callgeld wieder eine ordentliche Rendite abwerfen. Im Ausland, zum Beispiel in den USA, liegen die Zinsen im kurzfristigen Bereich bei 4 bis 5 %. Eine Verschiebung zurück zu «Plain Vanilla», also zurück zur Normalität, liegt somit auf der Hand: In Government Bonds wird wieder mehr investiert. Substitute sind nun im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen weniger attraktiv.

Zudem darf man bei den Pensionskassen die Gegenseite nicht vergessen: die Verpflichtungen gegenüber den Versicherten. Deren Gegenwert ist nun gesunken. Das schlimmste Szenario für eine Pensionskasse ist ein niedriger technischer Zins in Kombination mit einer steigenden Bewertung der

Verpflichtungen, d.h. wenn man keine Rendite findet, um den Rentenverpflichtungen nachzukommen. Viel besser ist es, wenn die Renditen der Staatsanleihen, Immobilien und so weiter genügen, um die Renten zu decken. Insofern sind die Pensionskassen nun auf der Gewinnerseite.

Sie sind selbst seit vielen Jahren bei Vorsorgeeinrichtungen tätig. Welche Erfahrungen haben Sie dabei gemacht? Wie gelangt man zu erfolgreichen Anlageentscheidungen?

Ich war unter anderem 15 Jahre Präsident der Anlagekommission der Vita Sammelstiftung. Wir versicherten die Aktienrisiken in einem rollenden Programm via Put-Optionen. In guten Zeiten kostete das rund 1 % an Rendite. In schlechten Zeiten konnten wir dafür der Strategischen Asset-Allokation (SAA) treu bleiben und mussten in der Krise nicht verkaufen. Diese Lösung wurde sogar prämiert. Der Mechanismus ist aufwändig. Wichtig ist ein regelbasierter Ansatz: Einmal definierte Regeln müssen eingehalten werden. Das ist aus psychologischer Sicht nicht immer einfach.

Die Taktische Asset-Allokation (TAA) spielt demgegenüber eine weniger wichtige Rolle. Ab und zu haben wir bestimmte Kategorien unter- oder übergewichtet. Im Durchschnitt er-

**«Es ist
psychologisch
schwierig,
nicht der Herde
hinterher-
zurennen.»**

Thorsten Hens



wirtschafteten wir damit immerhin rund 0,5 % Rendite. Natürlich gehört auch ein bisschen Glück dazu. Doch Glück allein genügt nicht. Die Wissenschaft unterscheidet bei den Erfolgsfaktoren zwischen Glück, Skills und Persönlichkeit. Glück hat man, wenn die Kurse steigen, obwohl sich an den negativen Fakten nichts verändert hat. Ich denke zum Beispiel an den Krieg in der Ukraine oder die Inflation. Erfolg versprechende Skills bedeuten, der SAA treu zu bleiben und die Regeln und Mechanismen einzuhalten – sich also rational zu verhalten. Die Persönlichkeit wird zum Erfolgsfaktor, wenn es gelingt, subjektive Verzerrungen der Wahrnehmung (Bias) auszuschalten, aus den Erkenntnissen der Verhaltensökonomie zu lernen und psychologische Fallen zu vermeiden. Man muss den Blick stets nach vorne richten, nicht nach hinten.

Regelbasiert Anlegen ist eine Kunst. Was gilt es dabei zu beachten?

Die Corona-Krise ist in diesem Zusammenhang ein sehr gutes Beispiel.

Antizyklisches Investieren hat sich hier innert kurzer Zeit bezahlt gemacht. Die Pensionskassen waren zu Beginn der Krise gut ausgestattet, und mit dem Rebalancing konnte eine schöne Rendite erwirtschaftet werden. Die Deckungsgrade blieben stabil.

Längere, grössere und tiefgründigere Krisen lassen den Deckungsgrad jedoch schrumpfen. Ein Beispiel dafür ist die Finanzkrise. In der Folge müssen die Pensionskassen allenfalls Sanierungsmassnahmen einleiten. Es wird weniger in Aktien investiert, was natürlich falsch ist, weil hier die Renditechancen mit Blick nach vorne am besten sind. Die Verkäufe kumulieren sich: Private halten den Druck nicht aus, verkaufen und erleiden Verluste. Auf der anderen Seite müssen die Pensionskassen Sanierungsmassnahmen ergreifen, so dass am Ende beide Seiten verkaufen.

Inwiefern unterscheiden sich private Anleger und institutionelle Investoren in ihrem Verhalten? Sehen Sie hier einen Gegensatz?

Es gibt an den Finanzmärkten viele Fallen, in die man hineintappen kann. Wenn man die Fallen nicht kennt, ist das Risiko grösser, dass sie zuschnappen. Wenn die Destinatäre die Anlageentscheide für ihre Pensionskasse treffen könnten, hätte man am Ende alle Fehler im Portfolio. Besser ist es, die gewählten Gremien in Ruhe arbeiten zu lassen.

Ynve Slyngstad, der Leiter des norwegischen Öl-Staatsfonds, musste während der Finanzkrise seitens der Bürgerinnen und Bürger respektive der Medien Norwegens einiges über sich ergehen lassen. Er wurde regelrecht zerrissen und beschimpft: «Warum zukaufen, wenn es bergab geht?» Doch das Resultat liess sich sehen und gab ihm am Ende recht.

Bewegt die Herde den Markt?

Hinter dem Herdenverhalten steckt oft das Consulting. Ende der 1990er-Jahre haben alle Commodities gekauft. Die Rohstoffe wurden investitionstauglich gemacht, was den Zugang zu mehr Investitionsmöglichkeiten eröffnete.

Eine zweite Welle waren die Hedge Funds. Weil diese beim Platzen der «Dot-com Bubble» stabil blieben, kauften alle Hedge Funds. Anschliessend kam die Private-Equity-Welle, und jetzt sind wir in der Nachhaltigkeitswelle. Das ist aus meiner Sicht klassisches Herdenverhalten: Alle investieren synchron.

Die Herde verspricht Schutz, auch wenn der Einzelne dabei vielleicht auf der Strecke bleibt. Es ist psychologisch schwierig, diesen Bias zu brechen und nicht der Herde hinterherzurennen. Aber antizyklisches Anlegen zahlt sich aus. Das Rebalancing muss strikte durchgezogen werden – auch in guten Zeiten. Wenn beispielsweise die Aktienkurse gestiegen sind, muss auch einmal verkauft werden. Hier liegt eine grosse Stärke der Pensionskassen. Das Rezept lautet: viel SAA, wenig TAA und ein konsequentes Rebalancing, um die definierten Bandbreiten einzuhalten.

Sie sprechen von der «Nachhaltigkeitswelle». Ist nachhaltiges Investieren nur eine Mode, der die Herde hinterherrennt?

Die Klimabedrohung ist das grundlegende Problem, vor dem wir stehen. Müssen deswegen nun alle Pensionskassen nachhaltig nach ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales, Government) investieren und «schäd-

liche» Unternehmen aus ihrem Anlageuniversum ausschliessen? Hier stehen einige Pensionskassen im Clinch. Gerade bei öffentlich-rechtlichen Kassen pocht die Politik auf nachhaltiges Investieren. Gemäss dem Capital-Asset-Pricing-Modell wird der Investor jedoch für die schlechten Dinge, sprich die Risiken, mit einer höheren Rendite entschädigt, und nicht für die guten. Waffen, Öl und Gas haben im vergangenen Jahr wesentlich besser abgeschnitten als nachhaltige Investments. Nachhaltiges Investieren ist sinnvoll aufgrund des Problems, das wir lösen müssen, nicht aus Renditeüberlegungen. Geld und Moral laufen nicht in die gleiche Richtung. Nachhaltiges Investieren ist eine persönliche Entscheidung, es muss dafür ein Opfer gebracht werden. Das allein reicht aber nicht.

Was müsste denn noch getan werden?

Wirkungsvoller als einfach nur «schädliche» Unternehmen auszuschliessen ist beispielsweise das «Impact Investing». Da investiere ich gezielt in Dinge, von denen ich glaube, dass sie etwas Gutes bewirken, wie neue klimaneutrale Technologien. Und dann gibt es noch eine weitere Stufe, das ist Engagement. Da nehme ich als Aktionär direkt Einfluss auf die Unternehmensfüh-

rung und Sorge so dafür, dass sich das Unternehmen in eine nachhaltige Richtung bewegt. Viel wichtiger wäre es zudem, nachhaltig zu konsumieren, statt nur nachhaltig zu investieren. Es ist ein bisschen unehrlich, ein ESG-Produkt zu kaufen und dann in die Ferien zu fliegen. Den grössten Hebel haben wir beim Konsum, nicht beim Investieren.

Inwiefern haben psychologische Aspekte oder das Herdenverhalten in jüngster Vergangenheit bei der Krise der Credit Suisse eine Rolle gespielt?

Banking ist eine Vertrauensfrage. Das Grundprinzip ist die Fristentransformation: Kurzfristiges Geld wird langfristig verliehen. Die Zinskurve ist steigend, und die Bank schöpft die Zinsdifferenz als Rendite ab. Wenn alle ihr kurzfristiges Geld auf einen Schlag wieder zurückhaben wollen, kommen die Banken in Schwierigkeiten, weil das Geld langfristig investiert ist. An diesem Punkt stellt sich die Vertrauensfrage. Eine wichtige Rolle spielt dabei die Kommunikation. Etwa als Mario Draghi sagte, man werde unternehmen, «what ever it takes». Oder als Angela Merkel versicherte: «Die Einlagen sind sicher». In dieser Situation hätte sich ebenfalls jemand hinstellen und erklären müssen, dass die Bank «too big to fail» sei. Doch das Gegenteil geschah:

Die Medien betrieben ein «Bashing», und das obere Management lieferte dafür genügend und stetig Schlagzeilen. So entwickelte sich eine Negativspirale.

Welchen Einfluss haben die Medien denn auf die Finanzmärkte?

Hier erleben wir «Behavioral Finance» pur: Die Medien schreiben mehr Negatives als Positives, denn wir haben eine Verlustaversion. Verluste erregen mehr Aufmerksamkeit als Gewinne. Das ist aus meiner Sicht biologisch bedingt. Die Menschheit lebte rund 4000 Jahre am Existenzminimum, quasi stetig am Abgrund. Das hat sich erst mit der industriellen Revolution in den letzten 200 Jahren geändert. Ein Verlust hätte in dieser Situation den Tod bedeutet, nicht nur für den Einzelnen, sondern unter Umständen für die gesamte Sippe. Daher interessieren wir uns mehr für Gefahren als für gute Nachrichten. Die Medien haben einen klaren Bias und berichten mehr über drohendes oder tatsächlich eingetretenes Unheil. Das ist nicht rational. Denn es gibt ebenso viele positive Nachrichten. Beispielsweise sind grosse Teile des Meeres zu Naturschutzzonen deklariert worden. Das ist doch eine grossartige Nachricht, viele Staaten konnten sich darauf einigen. Nur erregt das leider weniger Aufmerksamkeit.



Prof. Dr. Thorsten Hens ist Professor für Finanzmarktökonomie an der Universität Zürich und stellvertretender Leiter des Instituts für Banking und Finance. Er studierte in Bonn und Paris und hat auch Gastprofessuren in Bergen (Norwegen) und Luzern inne. Seine Forschungsgebiete sind unter anderem Finanzwirtschaft, Verhaltensökonomie und evolutionäre Finanzmarktforschung, welche die Dynamik von Finanzmärkten durch biologische Modelle der Evolution erklärt. Von 2006 bis 2018 war er Berater der Anlagekommission der Pensionskasse der Stadt Zürich (PKZH) und von 2004 bis 2019 Präsident der Anlagekommission der Vita Sammelstiftung. Seit 2020 ist er Stiftungsratspräsident der Pensionskasse Rentenfabrik. Der 61-jährige deutsch-schweizerische Doppelbürger ist verheiratet und hat zwei Kinder.

Wirtschaft und Finanzmärkte

Einschätzung der Zürcher Kantonalbank zur Konjunktur- und Marktentwicklung

Dr. David Marmet,
Investment Solutions,
Zürcher Kantonalbank

Rasche Beruhigung nach Turbulenzen

Nachdem die Welt im März 2023 nur haarscharf an einer erneuten Bankenkrise vorbeigeschrammt ist, hat sich die Situation im Bankensystem und an den Finanzmärkten im April wieder deutlich beruhigt. Zu verdanken ist dies den raschen und entschlossenen Massnahmen von Notenbanken, Aufsichtsbehörden und Regierungen. Mit neuen Liquiditätshilfen und staatlichen Garantien für die Geschäftsbanken konnte ein Flächenbrand aufgrund von Ansteckungsgefahren verhindert werden. Dementsprechend zeigten sich die Finanzmärkte erleichtert, und auch die Indikatoren für den Stress im Finanzsystem signalisierten eine klare Entspannung. Ob mit dem Untergang der Silicon Valley Bank sowie den Übernahmen der Credit Suisse durch die UBS und der First Republic Bank durch JP Morgan Chase der Sturm im Finanzsystem tatsächlich bereits vorüber ist, wird sich erst noch zeigen müssen. Insbesondere bei den kleineren und

mittleren Banken in den USA bleiben die grundlegenden Probleme ungelöst. Ein anhaltender Abfluss zwingt Banken zum Verkauf von Wertpapieren zur Sicherstellung der Liquidität und führt tendenziell zu einer Einschränkung der Kreditvergabe. Aus unserer Sicht hat sich an den konjunkturellen und geldpolitischen Herausforderungen zuletzt nichts geändert, weshalb auch die Risiken für die Finanzstabilität erhöht bleiben.

Notenbanken bleiben gefordert

Der Hauptgrund dafür sind die markanten Zinserhöhungen der Notenbanken als Reaktion auf die höchsten Inflationsraten seit mehr als 40 Jahren. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass die Leitzinsen erst dann wieder sinken werden, wenn es den Notenbanken gelungen ist, die Preisstabilität wiederherzustellen. Gemäss unseren Prognosen wird der Zinserhöhungszyklus gegen Ende des zweiten Quartals zwar in allen wichtigen Ländern und Regionen – inklusive der Schweiz – abgeschlossen sein, und auch die Inflationsraten sind seit einigen Monaten klar rückläufig. Letzteres ist vor allem auf tiefere Energiepreise zurückzuführen. Doch die Kerninflation erweist sich als hartnäckig hoch, und auch die Gesamtinflation bleibt weit entfernt von den jeweiligen Zielen der Notenbanken. Angesichts der ausgezeichneten Lage am Arbeitsmarkt kann dieser Um-

stand kaum überraschen, zumal auch Firmen immer noch Preiserhöhungen durchsetzen können. Gemäss den Prognosen der US-Notenbank Fed und der Europäischen Zentralbank (EZB) wird das Inflationsziel von 2 % erst 2025 wieder erreicht. Die beiden wichtigsten Notenbanken befinden sich damit in guter Gesellschaft. Gemäss Schätzung des Internationalen Währungsfonds werden über 90 % der Notenbanken mit einem expliziten Inflationsziel sowohl 2023 als auch 2024 eine zu hohe Teuerung ausweisen. Die Arbeit der Notenbanken ist somit noch nicht getan.

Anhaltender Gegenwind

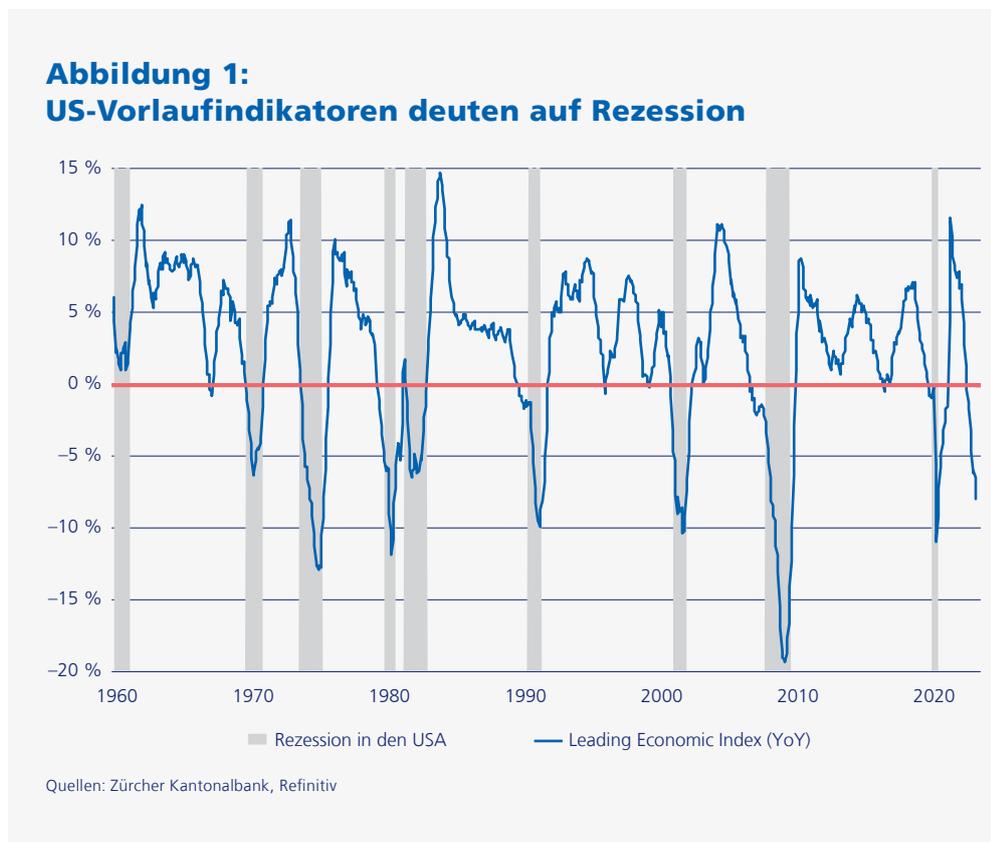
Auf globaler Ebene rechnen wir in diesem Jahr und im nächsten Jahr unverändert mit einem BIP-Wachstum von lediglich rund 2 %. Vor allem in den Industrieländern drohen die Wachstumskräfte nahezu vollständig zum Erliegen zu kommen. Die hohe Inflation, die restriktive Geldpolitik und die Verknappung des Kreditangebots stellen kräftige konjunkturelle Gegenwinde dar. Gleichzeitig fallen bisherige Wachstumstreiber wie die expansive Fiskalpolitik und die Aufhol-effekte nach der Pandemie zunehmend weg. Letzteres gilt insbesondere auch für China. Die Erholung nach dem abrupten Ende der Zero-Covid-Politik fiel zwar schneller und kräftiger aus, als wir erwartet hatten. Da sich am grundlegenden Bild nichts geändert hat, rechnen wir in den kommenden Quartalen nun aber mit einem tieferen Wachstum als bisher.

Widersprüchliche Konjunktursignale Die aktuelle Konjunkturlage erweist sich in den meisten Ländern immer noch als bemerkenswert robust, und

weder die Entwicklung am Aktienmarkt noch Frühindikatoren wie die viel beachteten Einkaufsmanagerindizes deuten auf eine unmittelbar bevorstehende Eintrübung hin. Diesen positiven Signalen stehen jedoch einige blinkende Warnlichter gegenüber. Zu nennen sind unter anderem die flachen bis inversen Zinskurven, das tiefe Konsumentenvertrauen sowie die rückläufige Industrieproduktion. Der Leading Economic Index für die USA, der auf zehn verschiedenen Vorlaufindikatoren basiert und alle Rezessionen der letzten 50 Jahren korrekt antizipiert hat, befindet sich weiter im freien Fall und signalisiert damit ebenfalls einen bevorstehenden Konjunkturreinbruch (Abbildung 1).

Schweiz: Administrierte Preise prägen Inflationsverlauf

Die drohende Energieknappheit und die Beschaffungsprobleme sind mehrheitlich vom Radarschirm der Schweizer Unternehmen verschwunden. Indes bereiten die Rekrutierungsprobleme weiterhin grosse Sorgen. Obwohl die Konjunktursignale bei der Gemengelage kein einheitliches Bild liefern, ist die Schweizer Wirtschaft besser als erwartet ins Jahr gestartet. So legten die Warenexporte in den ersten drei Monaten im Vergleich zum Vorquartal um 5 % zu. Wir halten an unserer über dem Konsensus liegenden BIP-Wachstumsprognose von 1 % fest. Das gesunkene Reallohnwachstum und die verhaltenen Konsumgüterimporte stimmen bezüglich Konsumwachstum zwar nicht sehr zuversichtlich, indes dürften die Ausrüstungsinvestitionen an Dynamik gewinnen. Ein wichtiger Grund dafür, dass die Schweizer Inflation im Vergleich zum



nahen Ausland im letzten Jahr unterdurchschnittlich angestiegen ist, ist das hohe Gewicht der administrierten Preise von 25 % im Landesindex der Konsumentenpreise (LIK). Einige Preise solcher Güter werden im Laufe dieses Jahres erstmalig im aktuellen Inflationszyklus steigen (zum Beispiel das Generalabonnement der SBB). Aber auch nicht-administrierte Preise werden mit Sicherheit noch ansteigen. So werden infolge des für den Juni erwarteten Anstiegs des hypothekarischen Referenzzinssatzes die Mieten im LIK mit der Zeit höher ausfallen. Die Kerninflation bleibt dadurch hartnäckig hoch – gemäss unserer Prognose im Laufe des Jahres gar höher als die Gesamtinflation, die dank der gesunkenen Energiepreise vorerst rückläufig ist (Abbildung 2).

Anlagepolitik: Notenbanken im Trilemma

Die Notenbanken befinden sich zunehmend in einem Zielkonflikt zwischen Wirtschaftswachstum, Preis- und Finanzstabilität. Angesichts des hohen Preisdrucks genießt die Inflationsbekämpfung aber weiterhin oberste Priorität. Die gegenwärtige Ruhe an den Finanzmärkten könnte sich aus unserer Sicht als trügerisch erweisen, weshalb wir eine defensive Ausgestaltung der Anlagepolitik für angemessen erachten. In den vergangenen Monaten haben wir daher Anleihen aufgebaut. Während wir gegenüber Aktien aufgrund der hohen Wahrscheinlichkeit von Rückschlägen weiter skeptisch eingestellt sind, halten wir bei den Obligationen aktuell eine leichte Übergewichtung.

Abbildung 2: Gesamt- und Kerninflation in der Schweiz mit Prognose der Zürcher Kantonalbank



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Die Schweizerische Nationalbank wird die Inflation bekämpfen und einen stärkeren Franken in Kauf nehmen. Demzufolge hat das Zinsniveau in der Schweiz wieder an Attraktivität gewonnen. Auch die Europäische Zentralbank wird konsequent gegen die Inflation vorgehen, wovon die europäische Gemeinschaftswährung profitiert. In Japan wird der Druck auf die Notenbank immer höher, ihre Zinskurvenkontrolle aufzuweichen. Der unterbewertete Yen dürfte davon profitieren. In Nordamerika wird sich die Konjunktur voraussichtlich deutlicher als anderswo abschwächen. Das stützt zwar die Obligationenpreise, belastet jedoch die Währung. Im Vergleich zum Vorquartal haben wir daher die Obligationenquote der

Schweiz, diejenige der Eurozone und diejenige Japans erhöht und die der USD-Obligationen auf «neutral» gesenkt.

Die höheren Leitzinsen rücken die Bewertung einzelner Aktienmärkte stärker in den Fokus. In Australien erwarten wir eine Rezession im Sommerhalbjahr. Vor diesem Hintergrund erachten wir die bisher gute Gewinnentwicklung als korrekturanfällig. Im Vergleich zum Vorquartal sind wir im australischen Aktienmarkt nun untergewichtet. Angesichts unseres konjunkturellen Ausblicks sehen wir wenig Potenzial für die rohstoffnahen Sektoren, die in Grossbritannien stark vertreten sind. Daher haben wir im Vergleich zum Vorquartal die

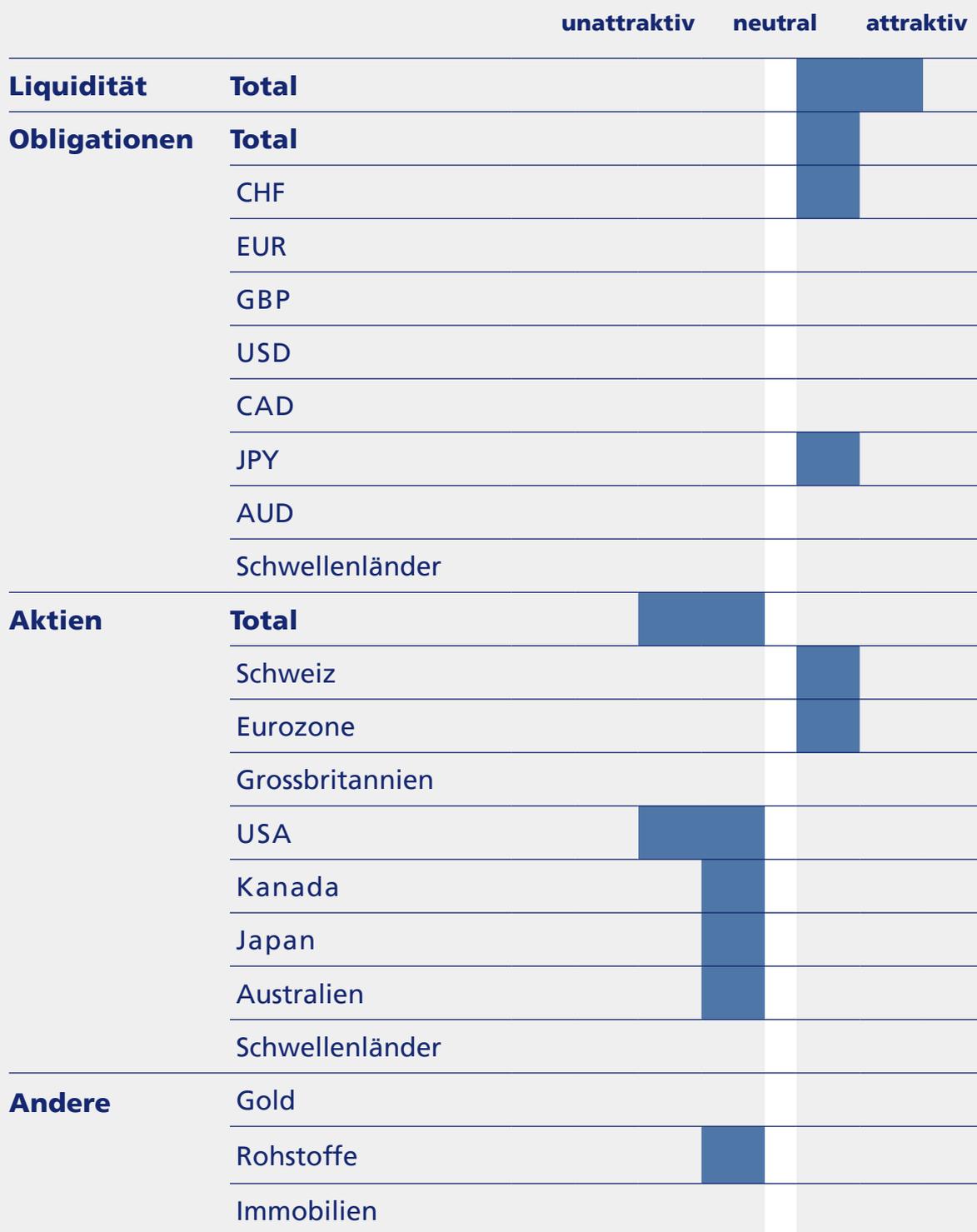
Gewichtung dieser Region reduziert und spiegelbildlich den defensiven Schweizer Markt aufgebaut.

Die Eintrübung der Konjunkturaussichten in den Industrieländern wirkt sich dämpfend auf die Rohstoffnachfrage aus. Gleichzeitig hat sich die Angebotssituation etwas entspannt. Europa kommt mit rekordhohen Füllständen beim Erdgas aus dem Winterhalbjahr, und die Rohöllager wurden global weiter aufgebaut. In diesem Umfeld sehen wir weniger Potenzial bei den Rohstoffen und haben diese deshalb auf «untergewichten» reduziert.

Unsere aktuelle Prognose finden Sie unter: zkb.ch/blog-anlegen

Abbildung 3: Einschätzung zur Attraktivität der Anlageklassen

(Stand: 28.4.2023)



Rechtliche Hinweise

Die Zürcher Kantonalbank hat sich bei der Erstellung dieser Publikation an den Anlagebedürfnissen und -spezifika schweizerischer Vorsorgeeinrichtungen orientiert. Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken. Es ist für die Verbreitung in der Schweiz bestimmt und richtet sich nicht an Anleger in anderen Ländern. Das Dokument stellt weder ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es eine Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Die in diesem Dokument beschriebenen Produkte und Dienstleistungen sind für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen (insbesondere Regulation S des US Securities Act von 1933) nicht verfügbar. Es wird empfohlen, die Informationen allenfalls unter Beizug einer Beraterin oder eines Beraters auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen sowie auf rechtliche, regulatorische, steuerliche und andere Auswirkungen zu prüfen. Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquellen enthalten. Die Meinung von Gastautoren muss sich nicht mit derjenigen der Zürcher Kantonalbank decken. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder von Informationen daraus ergeben. Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden. Es wird darauf hingewiesen, dass allfällige Angaben über die historische Performance keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance darstellen und dass allfällig ausgewiesene Performancedaten die bei der Ausgabe und Rücknahme von Fondsanteilen erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt lassen können. Allfällige im Dokument enthaltene Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken dienen lediglich Informationszwecken. Sie sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Hinsichtlich allfälliger Angaben bezüglich Nachhaltigkeit wird darauf hingewiesen, dass es in der Schweiz kein allgemein akzeptiertes Regelwerk und keine allgemeingültige Liste von Faktoren gibt, die es zu berücksichtigen gilt, um die Nachhaltigkeit von Anlagen zu gewährleisten.

Wo nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben in diesem Dokument auf Swisscanto Fonds mit Domizil Schweiz («Swisscanto (CH)») und/oder Luxemburg («Swisscanto (LU)») und/oder auf Anlagegruppen der Swisscanto Anlagestiftungen und/oder Vermögensverwaltungsmandate bei der Zürcher Kantonalbank. Alleinverbindliche Grundlage für den Erwerb von Swisscanto Fonds sind die aktuellen Fondsdokumente (z.B. Fondsverträge/ Vertragsbedingungen, Prospekte, wesentliche Anlegerinformationen beziehungsweise Basisinformationsblätter sowie Geschäftsberichte), welche unter swisscanto.com, bei der Swisscanto Fondsleitung AG, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zürich (ebenfalls Vertreterin der luxemburgischen Swisscanto Fonds) oder in allen Geschäftsstellen der Zürcher Kantonalbank bezogen werden können. Die Zahlstelle für die luxemburgischen Swisscanto Fonds in der Schweiz ist die Zürcher Kantonalbank, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zürich. Alleinverbindliche Grundlage für Anlagen in Anlagegruppen der Swisscanto Anlagestiftungen sind die Statuten, Reglemente, Anlagerichtlinien und allfällige Prospekte der Swisscanto Anlagestiftung beziehungsweise der Swisscanto Anlagestiftung Avant. Diese können bei den Swisscanto Anlagestiftungen, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zürich, bezogen werden.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können von der Zürcher Kantonalbank jederzeit ohne vorgängige Ankündigung geändert werden. Dieses Dokument wurde nicht von der Abteilung «Finanzanalyse» im Sinne der von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» erstellt und unterliegt folglich nicht diesen Richtlinien.



Bereits jetzt den Mittwoch, 23. August 2023, im Kalender eintragen!

13. Pensionskassentag der Zürcher Kantonalbank

Türöffnung 8.30 Uhr

Kraftwerk, Zürich

Es erwarten Sie interessante Referate, Diskussionen und Meinungen von Expertinnen und Experten aus Wirtschaft, Forschung und Pensionskassenwelt.

Melden Sie sich jetzt an unter zkb.ch/pensionskassentag.