

Prognosen machen Anlagestrategien. Und wie macht man Prognosen?

VVP Seminar 11. Mai 2016, Luzern



AGENDA

Einbettung des Themas

Prognosemethoden

Historischer Ansatz

Risikoprämienansatz

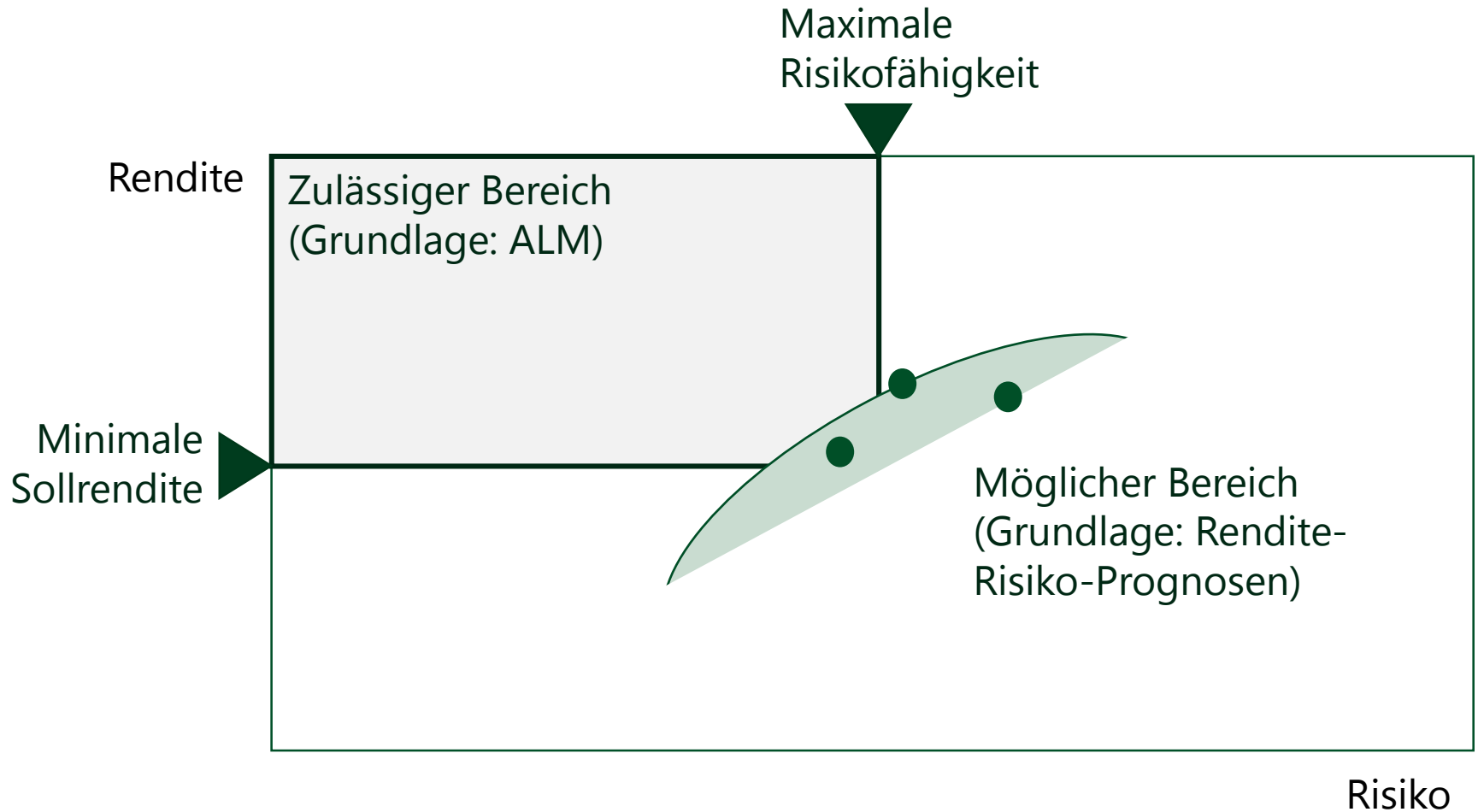
Konsensus-Ansatz

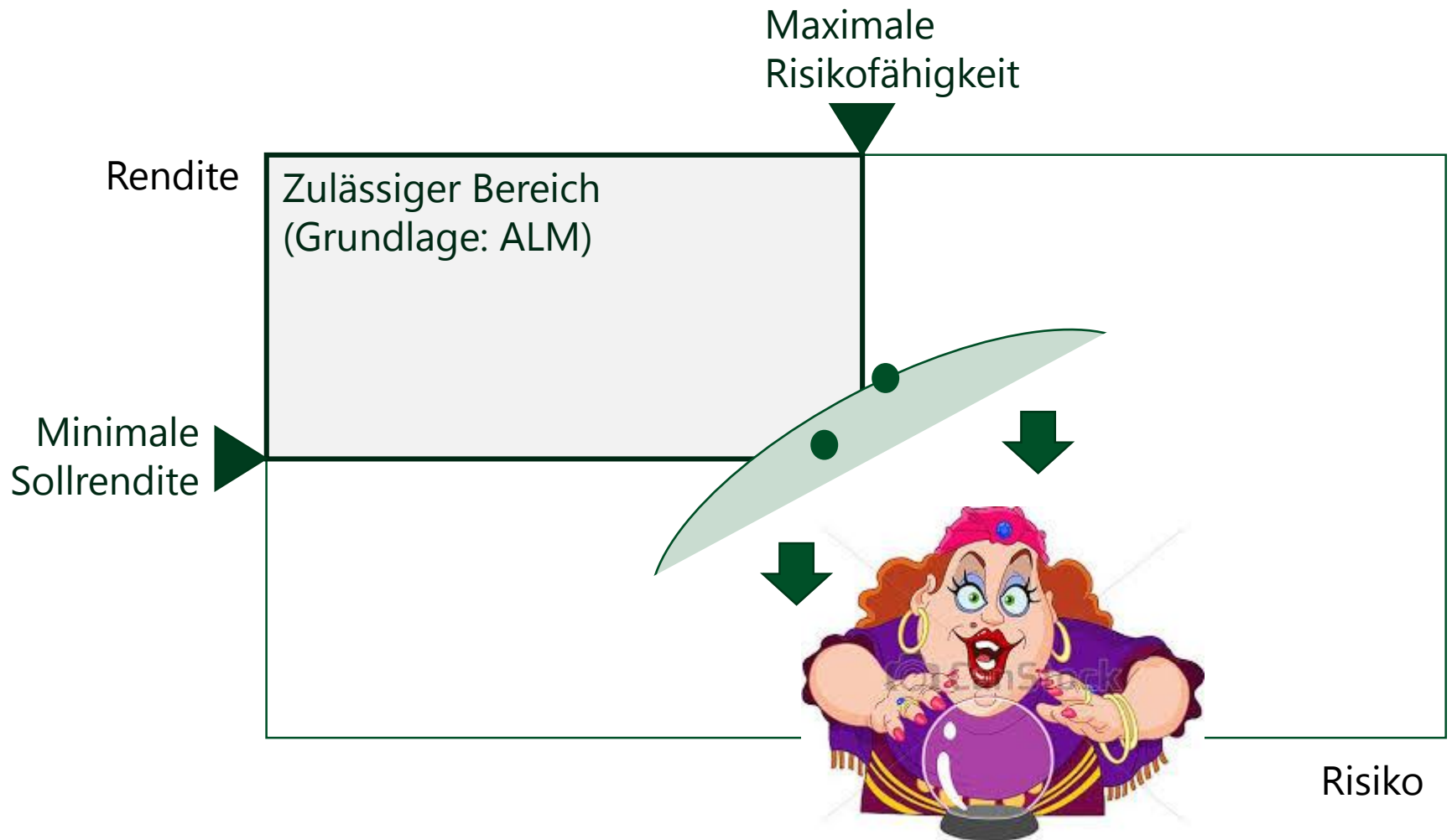
Fundamentaler Ansatz

Von den Prognosen zur Anlagestrategie

Fazit









AGENDA

Einbettung des Themas

Prognosemethoden

Historischer Ansatz

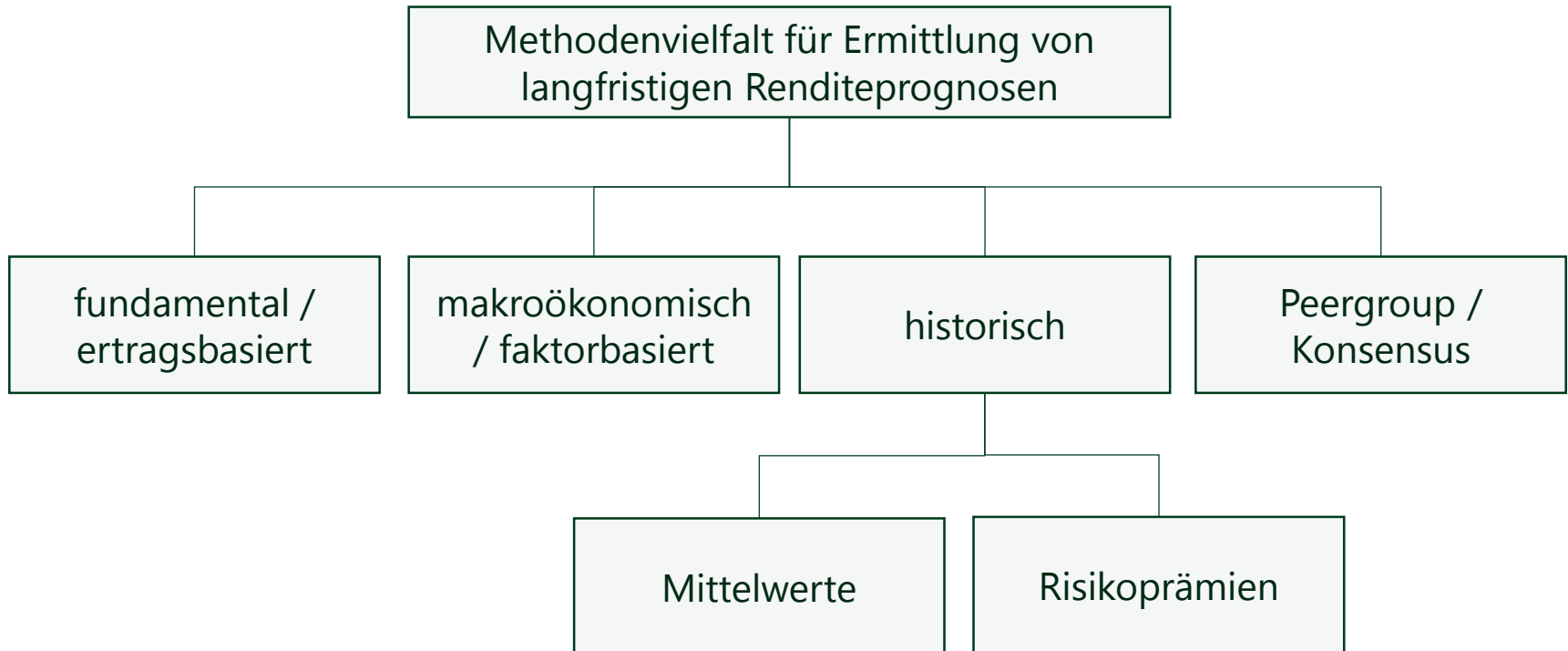
Risikoprämienansatz

Konsensus-Ansatz

Fundamentaler Ansatz

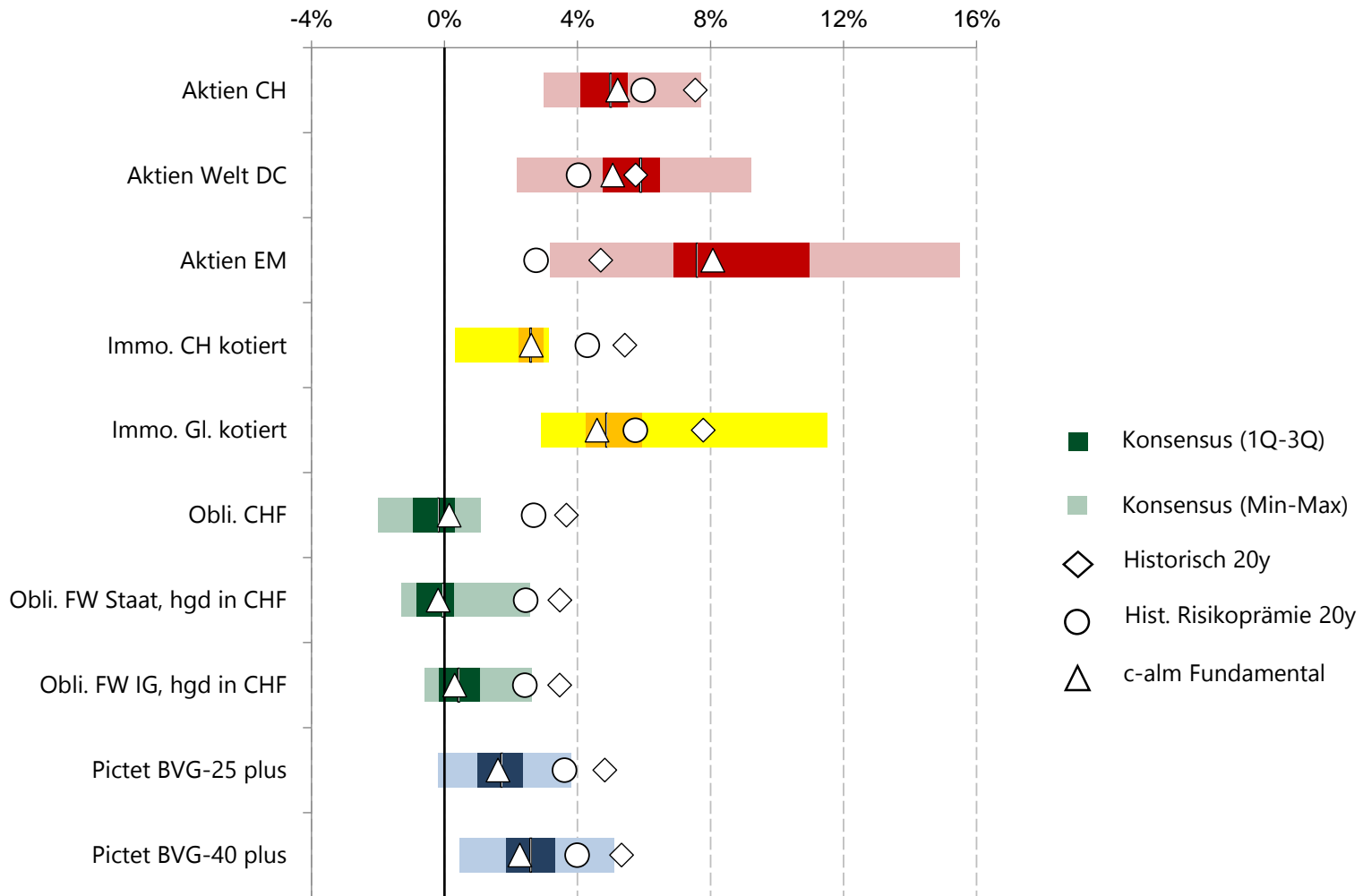
Von den Prognosen zur Anlagestrategie

Fazit



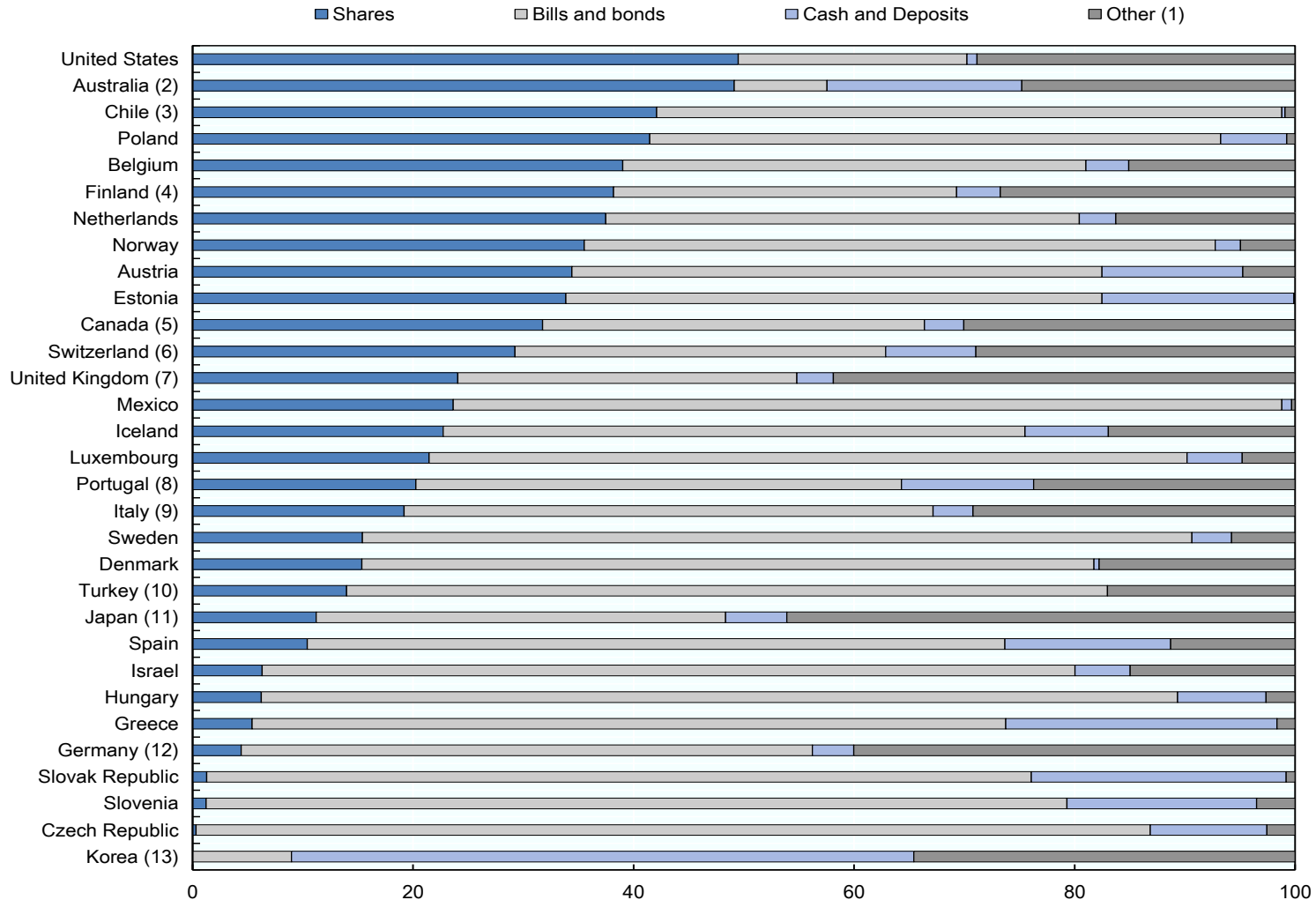
Prognosemethoden

Methodenvielfalt in der Theorie



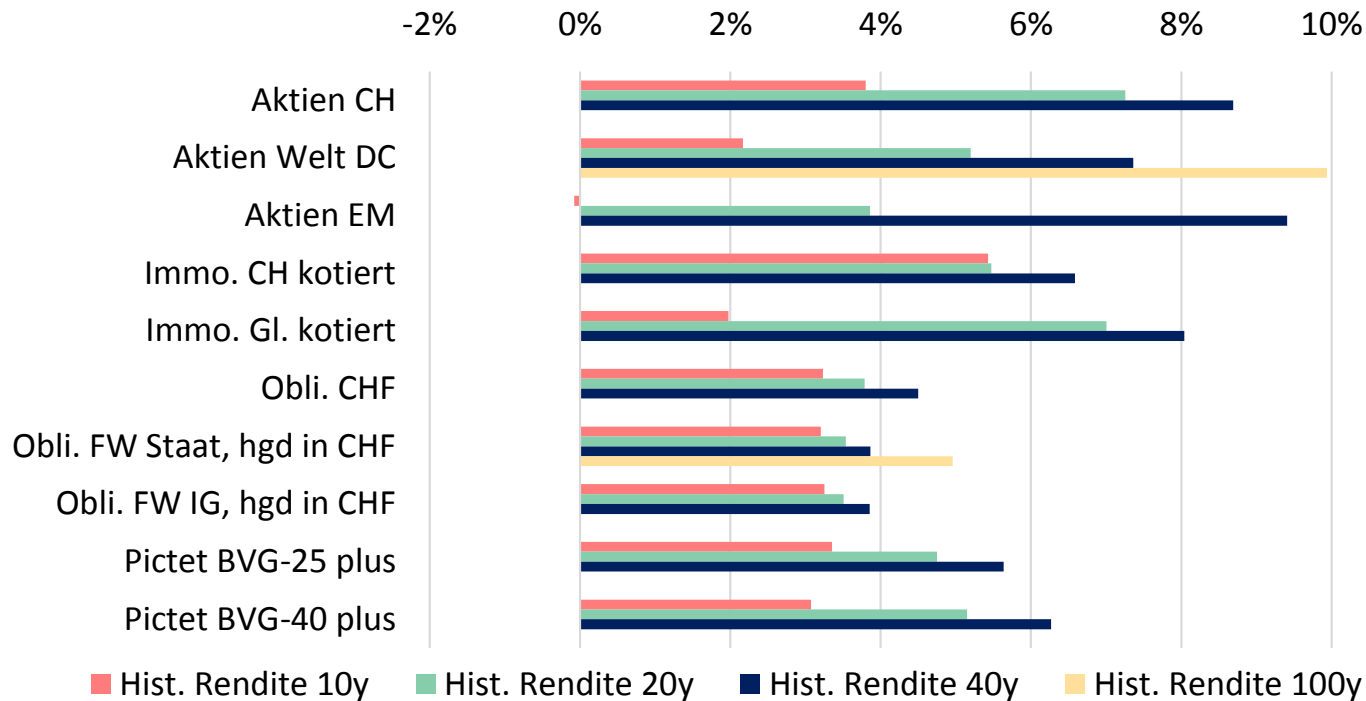
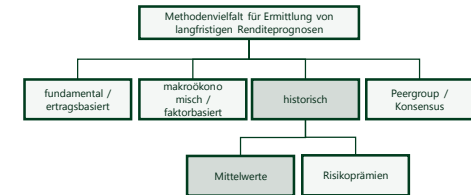
Prognosemethoden

Ergebnisvielfalt in der Praxis



Prognosemethoden

Historische Zeitreihen: Zahlen



Fakten / Bemerkungen:

- Der Blick in den Rückspiegel ist die verbreitetste Methode
- Historische Zeitreihen bilden auch die dominierende Grundlage für Risikoprognosen



Vorteile:

- Breite Akzeptanz der Methode
- Verfügbarkeit / Einfache Berechnung

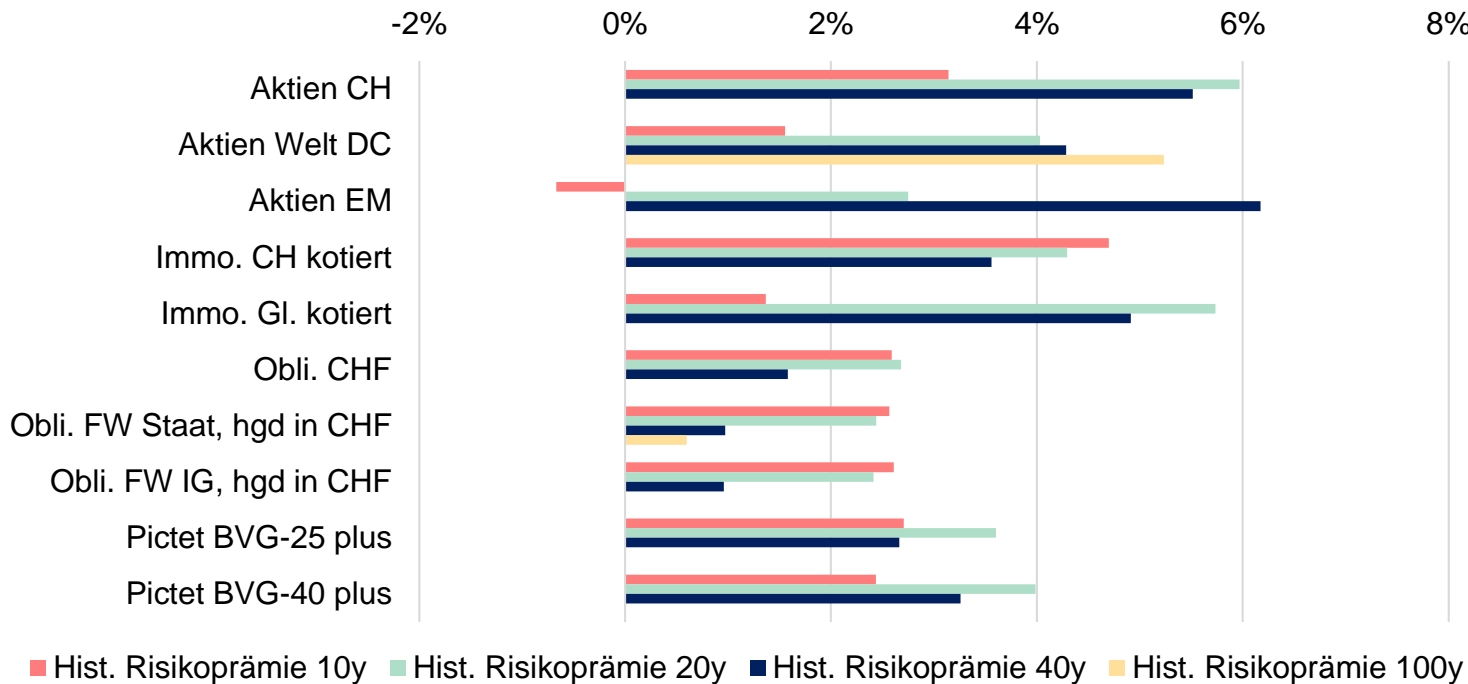
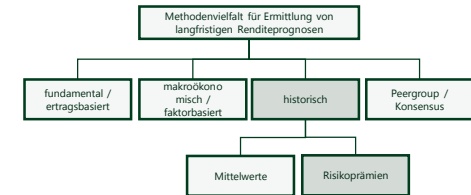
Nachteile:

- Welches Zeitfenster (10yr, 20yr, 40yr, 100yr) ist für die Schätzung massgebend?
- Verfügbarkeit im Bereich der Nominalwertsegmente?
- Datenqualität der verwendeten Zeitreihen bei illiquiden / nicht kotierten Segmenten?
- Datenqualität / Interessenskonflikte bei alternativen Anlagesegmenten?
- Ist Rückspiegel wirklich massgebend? (= > Zins- und Inflationsumfeld!)

Prognosemethoden

(Historische) Risikoprämien: Zahlen

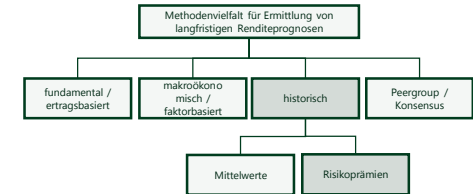
Definition: Risikoprämie = hist. Überschussrendite vs. Cash



Quelle: Berechnung c-alm, annualisierte Differenz zwischen monatlichen Log-Renditen der Anlagekategorie und Geldmarkt. Berechnungen für Zeitfenster 10y, 20y, 40y basieren auf Augur Prognosedatenbank, Sicht eines CHF-Investors; Berechnungen für Zeitfenster 100y basieren auf Daten von Robert Shiller, beziehen sich auf US Markt und sind aus Sicht eines USD-Investors (Risikoprämie = Überrendite in USD gegenüber Geldmarkt USD). Stichtag: 31.12.2015

Fakten / Bemerkungen:

- Der Risikoprämienansatz setzt die Existenz/ Definition einer risikolosen Anlage voraus
- Der Risikoprämienansatz setzt die Existenz langfristig konstanter Risikoprämien voraus
- Der hier betrachtete Risikoprämienansatz ermittelt die Risikoprämien als historische Überschussrendite gegenüber dem CHF Geldmarkt.



Vorteile:

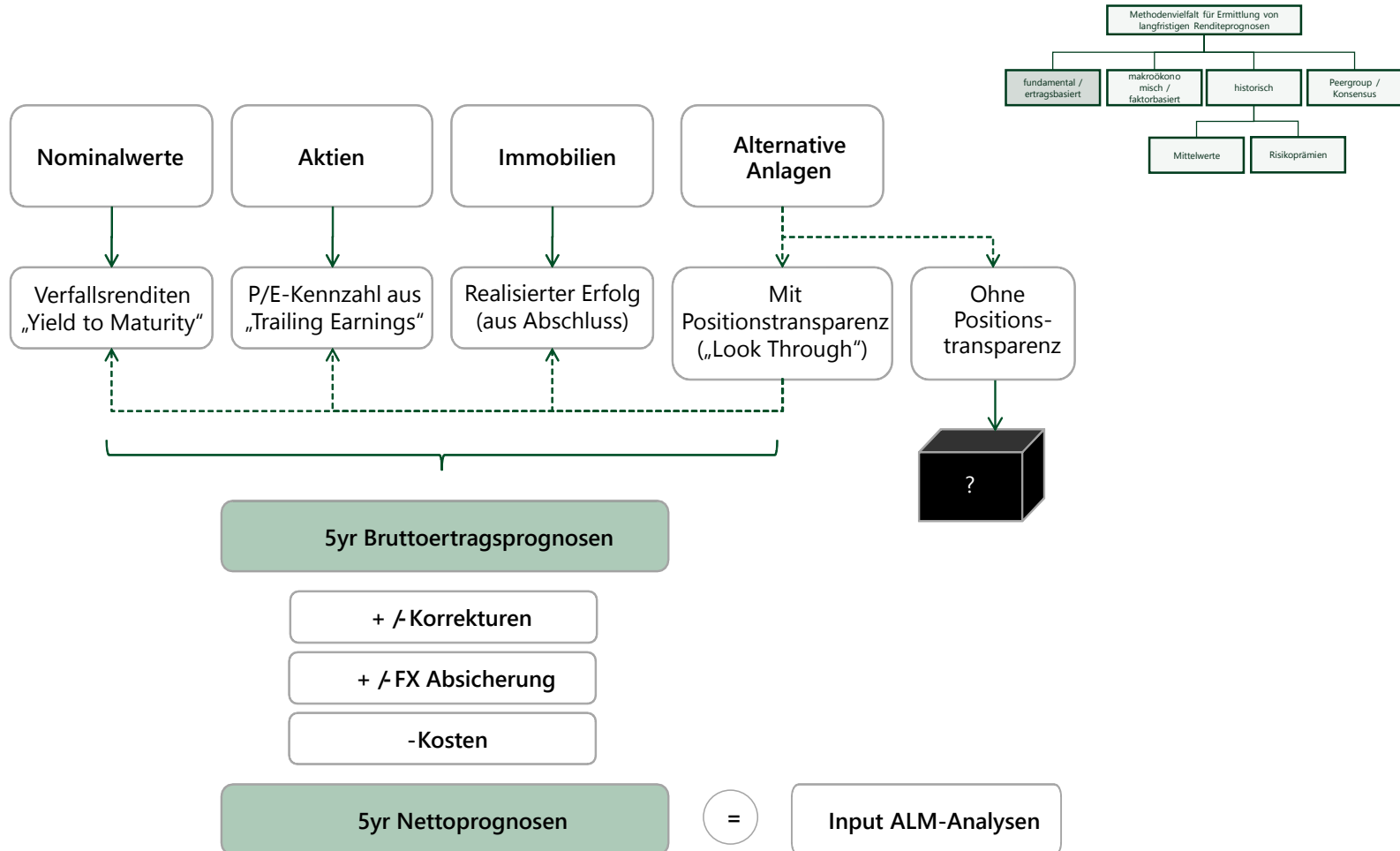
- Breite Akzeptanz der Methode
- Verfügbarkeit / Einfache Berechnung

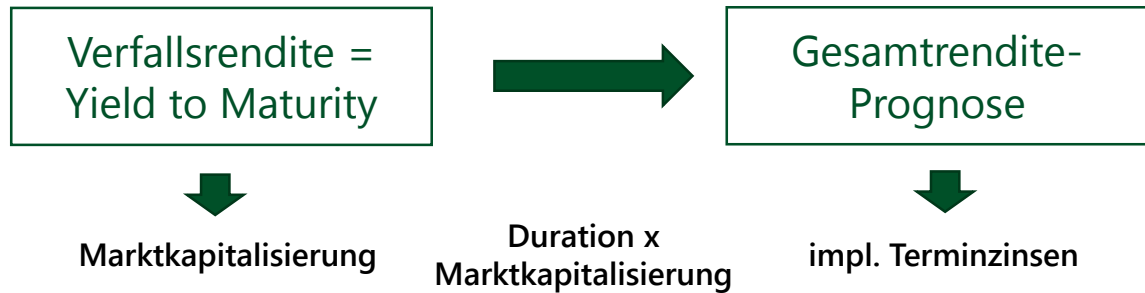
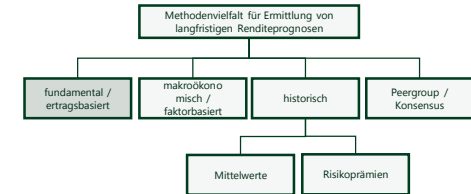
Nachteile:

- Was ist die risikolose Anlage?
- Welche Risiken werden mit einer Prämie entschädigt?
- Im übrigen gleiche Nachteile wie bei der historischen Methode.

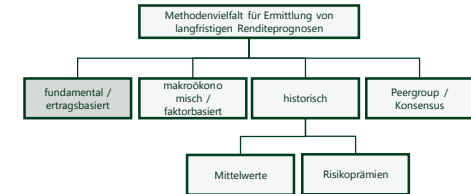
Prognosemethoden

Fundamentalprognosen: Methodik





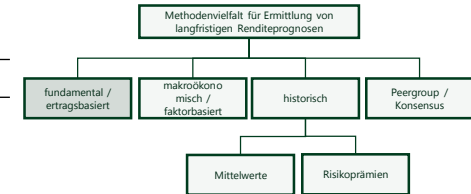
	Verfallsrendite = Yield to Maturity	Dauer x Marktkapitalisierung	impl. Terminzinsen
Swiss Bond Index, Total AAA-BBB	0.15%	0.35%	0.40%
Swiss Bond Index, Domestic AAA-BBB	0.16%	0.37%	0.46%
Swiss Bond Index, Dom. Government	-0.08%	0.25%	0.34%
Swiss Bond Index, Foreign AAA-BBB	0.13%	0.29%	0.33%



Erwartete Kreditausfälle in % des Nominals (kum. 5 Jahre)								Korrektur	Duration		
AAA	AA	A	BBB	BB	B	<B					
Moodies, 31.12.2014	0.03%	0.25%	0.62%	1.06%	6.12%	14.35%	29.41%				
Rating-Allokation der Nominawertkategorien								erw. Kreditverlust	Duration		
Nominalwertkategorie	AAA	AA	A	BBB	BB	B	<B				
Obligationen CHF	51.0%	24.6%	17.2%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%			-0.05%	7.05
Obligationen CHF Inland	65.1%	17.5%	12.1%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%			-0.04%	8.05
Obligationen CHF Inland öff.	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			-0.01%	10.09
Obligationen CHF Ausland	22.6%	39.2%	27.3%	10.9%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.08%	5.05		

Ertragskennzahlen Immobilien-ASTs

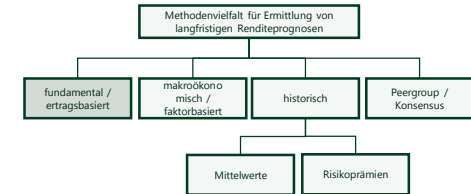
	Anteil KGAST	ROE	CFY
Adimora Omega (Wohnimmobilien)	0.44%	6.38%	4.45%
ASSETIMMO Geschäft	2.19%	4.19%	4.31%
ASSETIMMO Wohnen	4.08%	5.28%	3.78%
Avadis Schweiz Geschäft	2.22%	4.84%	3.90%
Avadis Schweiz Wohnen	6.39%	5.42%	3.82%
CSA Real Estate Switzerland	15.17%	4.42%	4.15%
CSA Real Estate Commercial	2.92%	4.96%	5.15%
CSA Real Estate Residential	1.74%	5.64%	4.68%
ECOREAL Suissecore Plus	1.79%	4.47%	3.35%
Helvetia Immobilien Schweiz	1.17%	6.42%	6.89%
HIG CH-Classico	2.03%	7.16%	5.22%
Imoka Immobilien Schweiz	1.50%	5.54%	4.08%
Patrimonium Wohnimmobilien Schweiz	0.68%	4.76%	3.96%
Pensimo Casareal	2.80%	5.17%	3.91%
Pensimo Proreal	0.82%	2.53%	4.14%
Sarasin Nachhaltig Immobilien Schweiz	0.97%	3.12%	2.68%
Swiss Life Geschäftsimmobilien Schweiz	2.71%	4.96%	3.56%
Swiss Life Immobilien Schweiz	5.01%	6.24%	3.31%
Swisscanto Immobilien Schweiz	17.57%	4.43%	3.62%
Tellco Immobilien Schweiz	2.45%	3.84%	3.13%
Turidomus Casareal	8.56%	5.97%	3.82%
Turidomus Proreal	2.46%	3.43%	1.83%
UBS Immobilien Schweiz	5.46%	4.30%	3.44%
UBS Kommerzielle Immobilien Schweiz	1.38%	3.60%	3.75%
Zürich Geschäft Schweiz	1.66%	3.49%	4.69%
Zürich Traditionell Schweiz	1.59%	5.69%	3.52%
Zürich Wohnen Schweiz	3.41%	6.17%	3.80%
Total	100.00%	4.96%	3.86%



Ertragskennzahlen Kотиerte CH Immobilienfonds

	Indexanteil	ROE	CFY	Agio	Agio-adj. ROE	Agio-adj. CFY
BONHOTE IMMOBILIER	2.21%	5.34%	3.22%	20.73%	4.42%	2.67%
CS REF GREEN PROP	2.18%	3.97%	3.16%	13.58%	3.50%	2.78%
CS REF HOSPITALITY	2.47%	1.89%	2.71%	-9.66%	2.09%	3.00%
CS REF INTERSWISS	4.65%	4.43%	4.28%	10.09%	4.02%	3.89%
CS REF LIVING PLUS	7.44%	3.34%	3.15%	26.06%	2.65%	2.50%
CS REF PROPERTY PLUS	3.53%	3.88%	3.42%	15.01%	3.37%	2.97%
CS REF SIAT	6.76%	4.38%	3.73%	31.90%	3.32%	2.82%
FIR	3.30%	4.81%	3.11%	33.30%	3.61%	2.34%
Immo Helvetic	2.27%	4.46%	3.99%	31.48%	3.39%	3.04%
IMMOFONDS	4.18%	4.50%	4.35%	45.15%	3.10%	3.00%
LA FONCIERE	3.64%	5.01%	3.77%	43.96%	3.48%	2.62%
PATRIMONIUM CH RE	1.45%	4.51%	3.33%	12.85%	4.00%	2.95%
Polymen Fonds Immobilien	0.50%	2.62%	2.59%	7.53%	2.44%	2.41%
PROCIMMO	2.11%	4.90%	3.94%	11.59%	4.39%	3.53%
REALSTONE	1.51%	4.25%	3.21%	12.27%	3.79%	2.86%
RESIDENTIA	0.02%	2.82%	2.86%	2.79%	2.74%	2.78%
Rothschild RE Swiss	2.11%	3.69%	2.82%	11.95%	3.30%	2.52%
SCHRODER IMMOPLUS	3.43%	5.00%	4.39%	15.73%	4.32%	3.79%
SF Sustainable Property Fund	0.46%	3.58%	1.83%	24.93%	2.87%	1.47%
SOLVL 61 PRT	2.69%	3.99%	2.93%	22.03%	3.27%	2.40%
SWISSCANTO IFCA	3.86%	5.16%	3.52%	26.58%	4.08%	2.78%
SWISSINVEST REAL	2.31%	8.69%	3.59%	27.90%	6.79%	2.81%
UBS DIRECT RES	1.64%	4.00%	3.14%	25.19%	3.20%	2.51%
UBS FONCIPARS	2.58%	5.70%	3.47%	24.13%	4.59%	2.80%
UBS SW SWISSREAL	3.86%	4.30%	4.35%	14.01%	3.77%	3.81%
UBS SWISS ANFOS	6.69%	4.30%	3.86%	25.51%	3.43%	3.08%
UBS SWISS SIMA	20.20%	5.20%	3.84%	27.78%	4.07%	3.00%
UBS DIRECT URBAN	0.62%	4.50%	2.47%	21.65%	3.70%	2.03%
Total	100.00%	4.38%	3.33%	21.65%	3.50%	2.81%



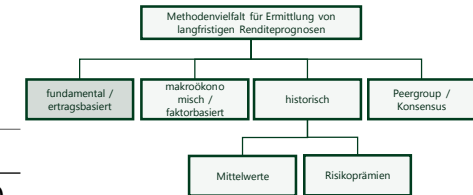


Ertragskennzahlen kotierte Sachwerte

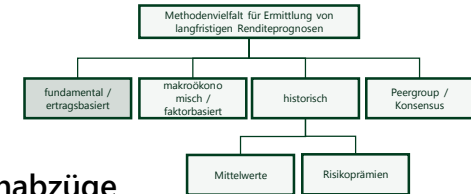
	PE real	EY real.	PE 1Y FW	EY 1Y FW	PE 2Y FW	EY 2Y FW
Aktien Schweiz	18.76	5.33%	17.77	5.63%	16.90	5.92%
Aktien Schweiz Small & Mid Caps	21.49	4.65%	21.81	4.59%	18.95	5.28%
Aktien Welt Industrieländer	19.02	5.26%	16.79	5.96%	15.52	6.44%
Aktien Welt Industrieländer	19.02	5.26%	16.79	5.96%	15.52	6.44%
Aktien Industrieländer Nordamerika	20.53	4.87%	17.67	5.66%	16.19	6.18%
Aktien Industrieländer Europa	18.09	5.53%	15.72	6.36%	14.89	6.72%
Aktien Industrieländer Pazifik	15.24	6.56%	15.36	6.51%	14.09	7.10%
Aktien Welt Industrieländer, Small & Mid Caps	27.24	3.67%	21.63	4.62%	18.31	5.46%
Aktien Welt Schwellenländer	11.76	8.50%	13.17	7.60%	11.08	9.02%
Immobilien Global, Börsenkotierte Anlagen	20.56	4.86%	26.03	3.84%	24.45	4.09%

	Forward Preise			
	USD	EUR	GBP	JPY
Kassakurs per 31.12.2015	0.9998	1.0863	1.4730	0.8320
Terminabschläge 1m (Mittelwert 30 Tage)	-44.9	-21.4	-65.0	-17.9
Terminkurs 1m	0.9953	1.0842	1.4665	0.8302
Hedging-Kosten (annualisiert)	-1.79%	-0.78%	-1.75%	-0.86%

	USD	EUR	GBP	JPY
Aktien Welt Industrieländer	67.82%	13.31%	8.54%	10.33%
Obligationen FW Investment-Grade	49.27%	26.51%	6.47%	17.75%
Obligationen FW Staatsanleihen	31.52%	29.66%	8.56%	30.27%
Obligationen FW Staatsanleihen	31.52%	29.66%	8.56%	30.27%
Obligationen FW Inv. Grade staatsnah	47.98%	37.31%	4.23%	10.48%
Obligationen FW Inv. Grade, Unternehmen	69.11%	22.11%	6.66%	2.12%
Obligationen FW Inv. Grade Securitized	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Obligationen FW High-Yield	80.33%	16.27%	3.40%	0.00%
Obligationen FW Inflation-Linked	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Senior Secured Loans	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Wandelanleihen	66.39%	24.21%	2.60%	6.81%
Immobilien Global, Börsenkotierte Anlagen	66.21%	11.06%	8.67%	14.07%
Insurance Linked Securities, Non-Life	92.08%	6.27%	0.00%	1.65%



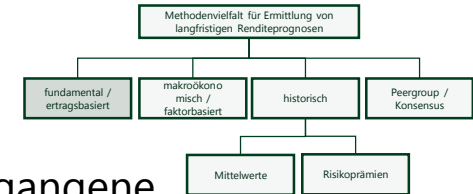
Hedging-Kosten
-1.56%
-1.35%
-1.21%
-1.21%
-1.31%
-1.54%
-1.79%
-1.62%
-1.79%
-1.79%
-1.48%
-1.54%
-1.71%



	Brutto-ertrag	+/- Anpassungen für			- Kostenabzüge		=Netto-prognose
		Ausfälle	Inflation	FX-Hedge	TER	TTC	
Aktien CH	5.33%				-0.22%	-0.01%	5.10%
Aktien Welt DC	5.26%				-0.13%	-0.08%	5.05%
Aktien EM	8.50%				-0.23%	-0.22%	8.05%
Immo. CH kotiert	2.81%				-0.20%	-0.02%	2.59%
Immo. Gl. kotiert	4.86%				-0.20%	-0.09%	4.57%
Obli. CHF	0.35%	-0.05%			-0.25%	-0.03%	0.02%
Obli. FW Staat, hgd in CHF	1.50%	-0.07%		-1.21%	-0.12%	-0.30%	-0.20%
Obli. FW IG, hgd in CHF	2.16%	-0.08%		-1.35%	-0.28%	-0.28%	0.17%

Fakten / Bemerkungen:

- Der ertragsbasierte Prognoseansatz setzt Bestandes- / Bewertungs- / Ertragsdaten («Look through»!) und nicht vergangene Performancedaten voraus
- Grundlage für die Ertragsschätzungen bilden die a) «Yields»/Verfallsrenditen (bei Nominalwerten), b) die Gewinne (bei Aktien, Eigenkapitalien), c) die Cash-Flow-Renditen (bei Immobilien und anderen Realien)



Vorteile:

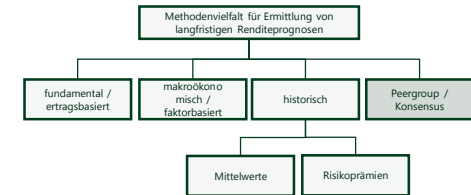
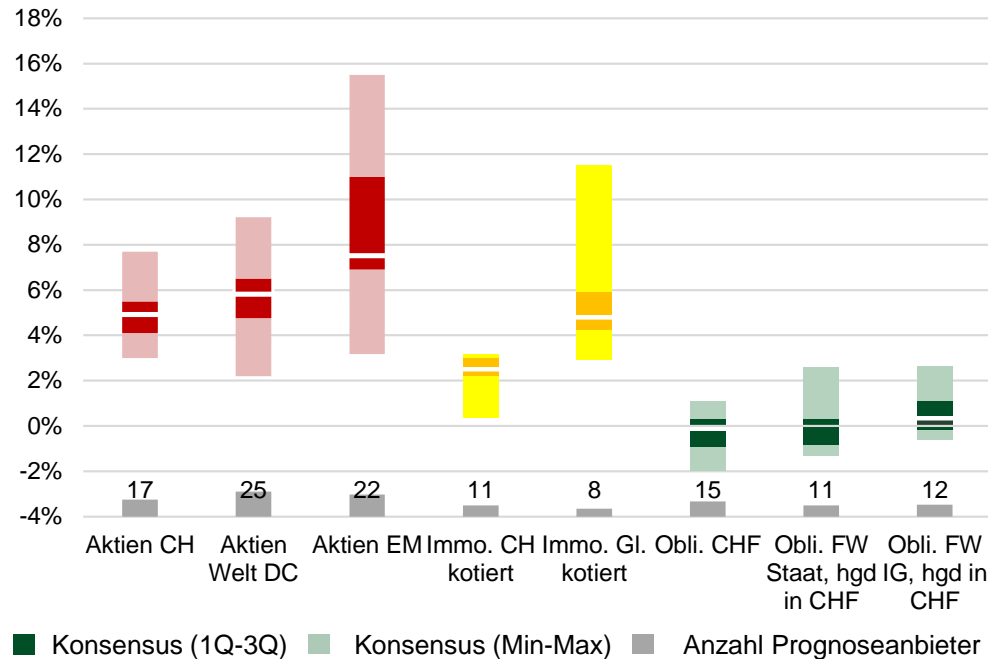
- Prospektiv anstatt retrospektiv ausgerichtet
- Methode wird dem ökonomischen Charakter eines Kapitalguts gerecht und stellt den Ertrag des Kapitalguts in den Vordergrund der Schätzung
- Brutto-Nettosicht sauber implementierbar

Nachteile:

- Für Anlageklassen ohne Transparenz / «Look Through» ist Methode nicht anwendbar
- Bei Aktien und Realwerten müssen vergangene Ertragsdaten oder (Konsensus) Ertragsschätzungen zur Messung der Ertragskomponente verwendet werden.

Prognosemethoden

Konsensus-Prognosen (5yr): Zahlen

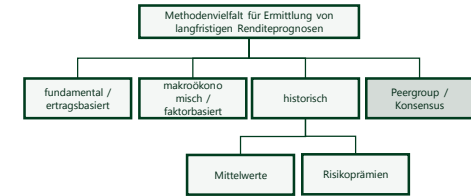


Prognosemethoden

Fundamentalprognosen: Diskussion

Fakten / Bemerkungen:

- Peergroup-Ansätze
- Bezüglich Methodik ein Sammelsurium:



Quelle: Auswertung der Methodenbeschreibungen der 26 Teilnehmer der Augur Konsensuserhebung (Größe repräsentiert Häufigkeit der Stichworte) Stand 31.12.2015

Vorteile:

- Breite Abstützung und Akzeptanz
- Bei Verwendung von Peergroup-Ansätzen kann «Best Practice» kaum verneint werden.

Nachteile:

- Methodische «Black Box» bzw. ein Sammelsurium
- Allfällige Interessenskonflikte der Prognosesteller sind zu berücksichtigen.

Fakten:

- Renditeprognosen sind unsicher
- Keine Methode garantiert die Richtigkeit der Renditeprognosen
- Renditeprognosen ohne Angabe des zugehörige Anlagehorizonts sind (zu) unverbindlich
- Konsensfähig: Höheres Anlagerisiko ist langfristig mit einer höheren erwarteten Rendite verbunden
- Der Weg (Diskussion über zu verwendende Methode) ist mindestens so wichtig wie das Ziel (Einsetzen der resultierenden Prognosewerte)

Mythen:

- Man kann Renditeprognosen formulieren, ohne eine Methode zu wählen
- Es gibt eine spezifische (von der Mehrheit verwendete?) Prognosemethode, mit der man eher auf der sicheren Seite ist als mit anderen Methoden



AGENDA

Einbettung des Themas

Prognosemethoden

- Historischer Ansatz

- Risikoprämienansatz

- Konsensus-Ansatz

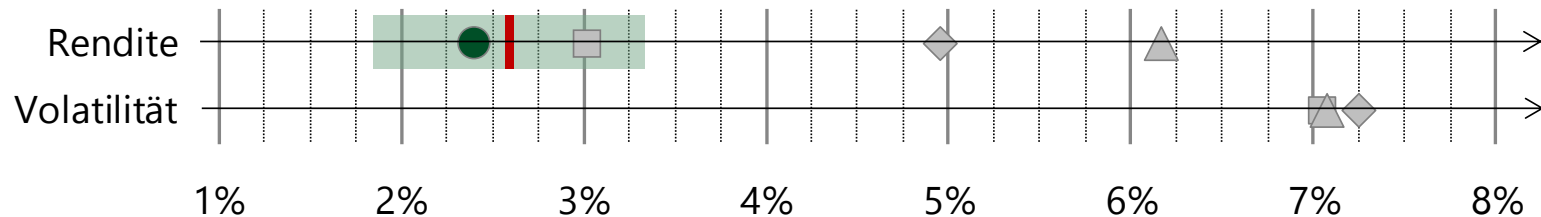
- Fundamentaler Ansatz

Von den Prognosen zur Anlagestrategie

Fazit

Von den Prognosen zur Anlagestrategie

Ausgangslage: Heterogene Prognosen (Bsp. Pictet BVG40plus)

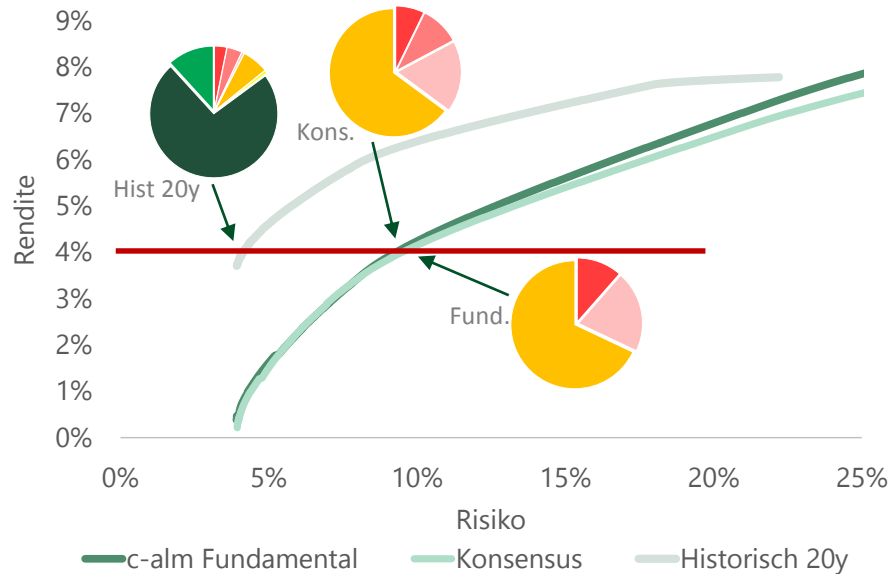


		Rendite
■	Hist. 10y	3.01%
◆	Hist. 20y	4.96%
▲	Hist. 40y	6.16%
	Median	2.60%
■	Konsensus Q1	1.85%
■	Konsensus Q3	3.33%
●	c-alm ALM	2.41%

		Risiko
■	Hist. 10y	7.04%
◆	Hist. 20y	7.25%
▲	Hist. 40y	7.07%

Vorgehen:

- Ermittlung der erforderlichen Ziel- / Sollrendite (bspw. 4.0%)
- Ermittlung der Allokation, die Zielrendite bei minimalem Risiko erreicht.



Probleme:

- Extreme Sensitivität der Zielallokation gegenüber Prognoseparametern
- Verwendung «korrigierender» Bandbreiten nimmt Wunschergebnis vorweg.

Von den Prognosen zur Anlagestrategie

Quantitatives Kochrezept zur Strategieermittlung à la Markowitz (ii/ii)



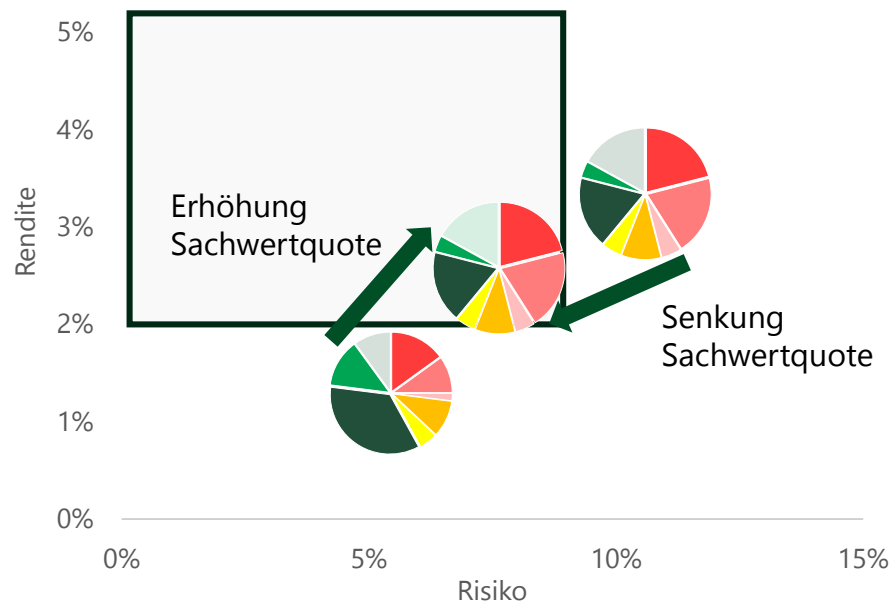
Zielrendite = 4%

	c-alm Fund.	Kons.	Hist (20y)
Aktien CH	11.5%	7.2%	3.2%
Aktien Welt DC	0.0%	10.0%	3.8%
Aktien EM	20.6%	18.0%	0.6%
Immo. CH kotiert	68.0%	64.9%	6.6%
Immo. Gl. kotiert	0.0%	0.0%	0.7%
Obli. CHF	0.0%	0.0%	73.3%
Obli. FW Staat, hgd in CHF	0.0%	0.0%	11.8%
Obli. FW IG, hgd in CHF	0.0%	0.0%	0.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%
Risiko	9.3%	9.5%	4.1%

Von den Prognosen zur Anlagestrategie

Qualitatives Vorgehen zur Strategieanpassung

- Ermittlung des Risikoprofils der Vorsorgeeinrichtung
- Schätzung der Rendite- / Risikoeigenschaften der heutigen Anlagestrategie basierend auf der präferierten Prognosemethode (allenfalls Methodenvielfalt).
- Anpassung des Sachwert- / Nominalwertmix gegenüber Status Quo falls nötig



- Rendite- / Risikoprognosen und die daraus abgeleitete Anlagestrategie sind unsicher!
Einen Wahrheitsanspruch gibt es nicht.
- Problematisch wird's, wenn ein solcher Wahrheitsanspruch explizit oder implizit formuliert wird.
- Methodisch fehlerhafte Argumentationsketten sowie Fehler / Inkonsistenzen bei der Datenverwendung
- Die «blinde» Verwendung eines quantitativen Allokationsmodells entspricht nicht heutiger Best Practice



AGENDA

Einbettung des Themas

Prognosemethoden

Historischer Ansatz

Risikoprämienansatz

Konsensus-Ansatz

Fundamentaler Ansatz

Von den Prognosen zur Anlagestrategie

Fazit

«Zweifellos sind die Erwartungen aktuell tief»

- **Renditeerwartungen sind wichtig.** Einerseits für die Planausrichtung und andererseits für die Optimierung des Portfolios (insbesondere dann, wenn quantitativ optimiert wird).
- **Renditeerwartungen sind unsicher.** Sie basieren auf verschiedenen ökonomischen Methoden und führen zu unterschiedlichen Ergebnissen.
- **Methodik muss transparent sein.** Renditeerwartungen müssen nachvollziehbar und konsistent sein. Sie sollen kritisch hinterfragt werden. Welche Annahmen werden verwendet? Gelegentlich mit anderen Ansätzen konfrontieren.
- **Zweifellos sind die Erwartungen aktuell tief.** Für ein Pictet BVG40plus Index-Portfolio liegt die erwartete 5-Jahres-Rendite bei rund 2.4%.

Dr. Ueli Mettler

Partner c-alm AG

✉ ueli.mettler@c-alm.ch

☎ 071 227 35 35

