



AUGUR Research-Letter 1Q 2014

Thema: Renditeprognosen für die Nominalwertsegmente

Motivation des AUGUR Research-Letters

Über den AUGUR Research Letter: Im Quartalszyklus werden wir zukünftig spezifische Fragestellungen, die für die Bildung erwarteter Renditen von besonderem Interesse sind, herausgreifen und fundiert untersuchen. Ziel dieser Analysen bildet die kontinuierliche Verbesserung der AUGUR Fundamentalprognosen.

Über den vorliegenden AUGUR Research Letter 1Q 2014: Im vorliegenden Research-Letter beschäftigen wir uns mit der Bildung von Renditeerwartungen im Bereich der Nominalwertanlagen. Die Mehrheit der Marktteilnehmer legt in den Nominalwertsegmenten den zukünftigen Renditeerwartungen Verfallsrenditen („Yields“) der verwendeten Bondindices zu Grunde. Deshalb liegt der Fokus dieses Research Letters auf der Diskussion der Frage, ob diese Yields tatsächlich geeignete Prognosegrössen für die zukünftigen Bondrenditen sind. Die nachfolgenden Ausführungen liefern zwei zentrale Ergebnisse:

1. **„Yield“ ist nicht gleich „Yield“:** Unterschiedliche Anbieter von Bondindices berechnen – was kaum jemand weiss! – die Yield-Kennzahl nach unterschiedlichen Methoden. Die resultierenden Differenzen sind gerade im aktuellen Tiefzinsumfeld substantiell.
2. **„Yield“ ist (nur) ein Buy-and-Hold-Konzept:** Der Yield eines Bondportfolios misst dessen durchschnittliche Rendite auf Verfall – und zwar ohne Reinvestition der fällig werdenden Zahlungen. Für ein Bondportfolio, das kontinuierlich rebalanciert wird, muss der Prognoseansatz erweitert werden!

Eine angeregte Lektüre und – aufgrund der diesmal teilweise etwas technischen Ausführungen – etwas Durchhaltewillen wünscht



Dr. Ueli Mettler, Partner c-alm AG

Verfallsrenditen („Yields“) als Prognosebasis

Viele Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die Extrapolation historischer Renditen eine adäquate Grundlage für die Ableitung langfristiger Renditeprognosen darstellt. Bei den Nominalwertkategorien hingegen hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass die aktuelle Zinskonstellation über einen mittelfristigen Horizont von 3 bis 5 Jahren relevantere Information zur Einschätzung des Renditepotenzials eines Bondportfolios enthält, als deren vergangene Renditeentwicklung.

**Aktuelle
Zinssituation als
Grundlage**

Den Schlüssel zur Renditeprognose für einen Bond liefert die Verfallsrendite, der sogenannte Yield Y^1 . Der Bond-Yield Y gibt an, mit welcher durchschnittlichen Rendite der Anleger bis zum Verfall des Bonds rechnen darf – vorausgesetzt der Emittent des Bonds geht nicht Konkurs.²

**Yield Y als
Schlüsselgröße**

Der Yield Y eines Bonds lässt sich aus dem Bondpreis P , dem Nominalwert N , der Höhe der Coupons C und Restlaufzeit T wie folgt berechnen:

Berechnung Y

$$P = \frac{C}{(1+Y)^1} + \frac{C}{(1+Y)^2} + \dots + \frac{N+C}{(1+Y)^T}$$

Die Berechnung des Yields Y folgt also der gleichen Logik wie der Berechnung eines internen Zinsfußes³, wie er bei der Evaluation der Rentabilität eines Investitionsprojektes berechnet wird.

**Y vergleichbar
mit IRR-Konzept**

¹ Wird ein Yield im Sinne der Verfallsrendite berechnet, so handelt es sich um den sogenannten Yield to Maturity (YTM). Ist der Bond frühzeitig kündbar, so berechnet man neben dem YTM auch den Yield bis zum frühestmöglichen Kündigungstermin (Yield to Call YTC). Unter dem Namen Yield to Worst (YTW) wird dann der tiefere der beiden Yields (YTM; YTC) als Kennzahl an Stelle des YTM verwendet.

² Je höher die Kreditqualität des Emittenten, desto geringer ist der Einfluss des Ausfallrisikos auf die zukünftig zu erwartende Bondrendite. Aus diesem Grund fokussieren wir in diesem Standpunkt auch bewusst die Prognosebildung für Bondportfolios von hoher Kreditqualität („hochrangige“ Bondportfolios).

³ bzw. Internal Rate of Return IRR

Portfolio Yields

Wie wir im vorangehenden Abschnitt gesehen haben, liefert der Bond-Yield eine zuverlässige (Brutto-) Prognose für die Rendite eines einzelnen Bonds, der bis zur Rückzahlung gehalten werden soll. In der Regel hält ein Investor jedoch mehr als eine Bond-Position. Entsprechend muss in einem nächsten Schritt der Yield Y^{PF} eines Bondportfolios bestimmt werden.

Fragestellung bei Portfolio Yield

Der Yield Y^{PF} eines Bondportfolios misst die Rendite über die durchschnittliche Verfalldauer des Bondportfolios – **ohne dass dabei die an den Anleger ausgeschütteten Zahlungen reinvestiert werden**. Entsprechend lässt sich der Portfolio Yield Y^{PF} als **Proxy für die Buy-and-Hold Rendite** des betrachteten Bondportfolios interpretieren.

Definition des Portfolio Yields Y^{PF}

Analog zur Definition des Yields Y eines einzelnen Bonds entspricht der Portfolio-Yield Y^{PF} dem internen Ertragsatz, der den heutigen Preis des Portfolios P^{PF} mit den zukünftigen Cashflows CF aller im Portfolio enthaltenen Bond-Positionen in Übereinstimmung bringt:

Exakte Bestimmung Y^{PF}

$$P^{PF} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1 + Y^{PF})^t}$$

Je mehr Positionen ein Bondportfolio aufweist, desto aufwändiger wird die exakte Berechnung des Portfolio Yields Y^{PF} gemäss der obigen Formel. In der Praxis werden deshalb Portfolio Yields approximativ bestimmt, indem die Yields der im Portfolio enthaltenen Bonds *gewichtet* werden. Bei der Gewichtung der einzelnen Yields Y_i haben sich am Markt zwei unterschiedliche Methoden durchgesetzt, die *kapitalisierungsgewichtete* Berechnung ($Y^{PF, MW}$) bzw. die *durationgewichtete* Berechnung ($Y^{PF, DW}$) des Portfolio Yields:

Approximative Bestimmung Y^{PF}

$$Y^{PF, MW} = \frac{\sum_i MC_i \times Y_i}{\sum_i MC_i}$$

Gewichtung mit Marktkap. (MC)

$$Y^{PF, DW} = \frac{\sum_i MC_i \times D_i \times Y_i}{\sum_i MC_i \times D_i}$$

Gewichtung mit Duration (D)

Je nach aktueller Zinskonstellation weichen die Ergebnisse für die verschiedenen **Zahlenbeispiel** Portfolio Yield Konzepte unterschiedlich stark voneinander ab. Es lohnt sich deshalb, mittels eines konkreten Zahlenbeispiels ein Gefühl für den Zusammenhang zwischen der aktuellen Zinskonstellation und der resultierenden Werte für die verschiedenen Portfolio Yields zu entwickeln.

Berechnung des Portfolio Yields nach verschiedenen Methoden										
	Bond 1Y		Bond 2Y		Bond 3Y		Bond-Portfolio			
	P	Y	P	Y	P	Y	P^{PF}	Y^{PF}	$Y^{PF, MW}$	$Y^{PF, DW}$
Zinskurve steigend	99.0	1%	96.1	2%	91.5	3%	286.6	2.31%	1.97%	2.31%
Zinskurve flach	98.0	2%	96.1	2%	94.2	2%	288.4	2.00%	2.00%	2.00%
Zinskurve fallend	97.1	3%	96.1	2%	97.1	1%	290.3	1.67%	2.00%	1.67%

Erläuterungen: Betrachtet wird ein stilisiertes Bond-Portfolio mit drei Zero Bonds mit je einem Kontrakt nominal von CHF 100 und einer Laufzeit von 1, 2 bzw. 3 Jahren. Bezüglich Zins-Konstellation wird eine steigende Zinskurve { $i_{1Y} = 1\%$; $i_{2Y} = 2\%$; $i_{3Y} = 3\%$ }, eine flache Zinskurve { $i_{1Y} = i_{2Y} = i_{3Y} = 2\%$ } und eine fallende Zinskurve { $i_{1Y} = 3\%$; $i_{2Y} = 2\%$; $i_{3Y} = 1\%$ } unterschieden. Die bei den verschiedenen Zinskurven resultierenden Portfolio Yields sind in der obigen Darstellung zusammengefasst.

Aufgrund des Zahlenbeispiels gelangen wir zu folgenden Zwischenergebnissen: **Erste Erkenntnisse**

- Je nach Zinskonstellation weichen die verschiedenen Methoden zur Berechnung des Portfolio Yields um bis zu 20 Prozent und damit substantiell voneinander ab.
- Die Duration-gewichtete Methode zur approximativen Schätzung des Portfolio Yields kommt wesentlich näher an den effektiven Portfolio Yield heran als die marktkapitalisierungsgewichtete Methode.

Portfolio Yields bekannter Bondindices

Die uns bekannten Anbieter von im Markt verbreiteten Bondindices stützen sich bei der laufenden Publikation der indexspezifischen Portfolio Yields auf eine der oben eingeführten, approximativen Gewichtungsmethoden. Auf eine Berechnung des Portfolio-Yields wird von den Indexanbietern aufgrund von Aufwandüberlegungen verzichtet.⁴

Approximative
Berechnung der
Index Yields als
Usanz

Berechnungsmethode der verschiedenen Indexprovider

Gewichtungskriterium	Marktkap. $\gamma^{PF, MW}$	Duration & Marktkap. $\gamma^{PF, DW}$
Swiss Bond Index Familie		✓
Barclays Bond Index Familie	✓	
Citigroup Index Familie	✓	

Erläuterungen: Die Swiss Bond Indexfamilie berechnet von den aus Schweizer Anlegersicht wichtigsten Bondindex-Anbietern als Einzige einen durationgewichteten Portfolio Yield. Die relevanten ausländischen Indexprovider Barclays und Citigroup publizieren hingegen kapitalisierungsgewichtete Yield-Kennzahlen für die verschiedenen Indices

Angesichts der oben diskutierten, substanziellen Differenzen überrascht, dass nicht alle Indexanbieter dieselbe Methode für die approximative Berechnung des Portfolio Yields verwenden. Namentlich die von den globalen Anbietern Barclays & Citigroup verwendeten Schätzmethode liefern wie oben ausgeführt bei nicht flacher Zinsstruktur erhebliche Verzerrungen des exakt berechneten Portfolio Yields: Bei steigender Zinskurve unterschätzen die publizierten Yield-Kennzahlen die effektiven Portfolio Yields substanziell – bei fallender Zinskurve ist das Gegenteil der Fall. Nachfolgend werden diese Schätzfehler basierend auf der Basis aktueller Marktdaten analysiert:

Aber:
Unterschiedliche
Schätzmethode
verschiedener
Indexanbieter

⁴ vergl. Barclays (2. October 2013), EM Linkers - An Index Perspective

Aktuelle Portfolio Yields für die wichtigsten Bond Indices

Gewichtungskriterium	Marktkap. $\gamma^{PF, MW}$	Duration & Marktkap. $\gamma^{PF, DW}$
Swiss Bond Index Familie		✓
Swiss Bond Index, Total AAA-BBB	0.95%	1.29%
Swiss Bond Index, Domestic	0.96%	1.31%
Swiss Bond Index, Domestic Government	0.80%	1.17%
Swiss Bond Index, Foreign	0.94%	1.24%
Barclays Bond Index Familie	✓	
BarCap Global Aggregate Index	2.05%	2.64%
BarCap Global Aggregate Corporates	2.97%	3.63%
Citigroup Index Familie	✓	
Citigroup World Government Bond Index	1.53%	2.13%

Erläuterungen: Bei den grau hinterlegten Werten handelt es sich um die Yields welche von den Indexanbietern in den folgenden Dokumenten publiziert werden: SBI Monatsübersicht (öffentliche Webseite der Schweizer Börse), Market Structure Reports (restringierte Webseite von Barclays Capital), Monthly Profile (restringierte Webseite von Citigroup). Bei den weiss hinterlegten Werten handelt es sich um eigene Berechnungen basierend auf den Indexgewichten und Durationen der Laufzeitsegmente 1-3, 3-5, 5-7, 7-10 und 10+. Gewichte und Durationen entstammen den gleichen Quellen wie die Yields. Stichtag für sämtliche Werte ist der 31.12.2013.

Basierend auf den aktuellen Yield Daten für die verschiedenen Bondindices lassen sich folgende Schlussfolgerungen ziehen:

- Bei der Gegenüberstellung von Bondindex Yields verschiedener Anbieter ist darauf zu achten, dass Gleiches mit Gleichem verglichen wird – die Indexanbieter verwenden nämlich unterschiedliche Berechnungsmethoden.
- In der aktuellen Zinskonstellation mit positiver Steigung der verschiedenen Zinskurven ist namentlich darauf hinzuweisen, dass die von den globalen Bondindexanbietern Barclays und Citigroup publizierten Portfolio Yields die effektiven Portfolio Yields aktuell um rund 60-80 Basispunkte unterschreiten. Mit anderen Worten wird die über die durchschnittliche Verfalldauer des Bondindexportfolios zu erwartende Buy-and-Hold Rendite (Rendite ohne Reinvestition der Rückzahlungen) um rund 25% unterschätzt!

**Erkenntnisse zur
Verwendung von
Bond Index
Yields**

Von Portfolio Yields zu erwarteten Bondrenditen

Bislang haben wir erwartete Bondrenditen unter der Annahme ermittelt, dass eine oder mehrere Bonds bis Verfall gehalten werden und nach Rückzahlung keine Neuinvestitionen getätigt werden. Unter diesen rigiden Annahmen war es möglich, Verfallsrenditen für einzelne Bonds – bzw. im Portfoliokontext „Buy and Hold Returns“ über die durchschnittliche Verfalldauer des Bondportfolios zu berechnen. In der Praxis wird aber kein strategischer, langfristig ausgerichteter Investor sein Bondportfolio sukzessive auslaufen lassen, ohne Neuinvestitionen zu tätigen.

Bis jetzt: Buy and Hold

Für die meisten Investoren ist die Annahme realistischer, dass das Bondportfolio kontinuierlich rebalanciert wird bzw. Neuinvestitionen getätigt werden können, so dass sich die Charakteristik des Bondportfolios im Zeitverlauf nicht verändert.

Neu: Portfolio Rebalancing

Wie eingangs betont benötigen wir für unsere langfristigen Renditenprognosen keine Zinsprognosen. Exakter ausgedrückt heisst dies: Wir leiten unsere langfristigen Renditeprognosen unter der Annahme her, dass die aktuelle Zinskonstellation über den Prognosezeitraum so bleibt, wie sie heute ist. Für das stilisierte Beispiel lassen sich mit der „Status Quo“-Annahme die nachfolgend ausgewiesenen, prognoseunabhängigen Renditeerwartungen $E(R^{PF})$ für ein reinvestierendes Bondportfolio ermitteln:

Was heisst Prognose-unabhängigkeit?

(Prognoseunabhängige) Renditeerwartung für ein reinvestierendes Bondportfolio

	Bond 1Y		Bond 2Y		Bond 3Y		Portfoliokennzahlen				$E(R^{PF})$
	P	Y	P	Y	P	Y	P^{PF}	Y^{PF}	$Y^{PF, MW}$	$Y^{PF, DW}$	
Zinskurve steigend	99.0	1%	96.1	2%	91.5	3%	286.6	2.31%	1.97%	2.31%	2.96%
Zinskurve flach	98.0	2%	96.1	2%	94.2	2%	288.4	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Zinskurve fallend	97.1	3%	96.1	2%	97.1	1%	290.3	1.67%	2.00%	1.67%	1.01%

Erläuterungen: Zusätzlich zu den vorgängig ausgewiesenen Yield-Kennzahlen wird neu eine erwartete Rendite – und zwar unter der Annahme einer unveränderten Zinskonstellation – berechnet. Die Berechnung der prognoseunabhängigen Renditeerwartung $E(R^{PF})$ setzt den Jahresendwert des Portfolios (bei steigender Zinskurve $295.1 = 100 + 99 + 96.1$) in Bezug zum Jahresanfangswert des Portfolios (286.6).

Sämtliche Yield-Kennzahlen unterschätzen (überschätzen) die bei gleich-bleibend linear steigender (fallender) Zinsstruktur resultierende Gesamrendite des

Gegenüberstellung stilisierter Daten

Bondportfolios substanziell. Der durationgewichtete Portfolio Yield $Y^{PF, DW}$ wird bei steigender Zinsstruktur um 65 Basispunkte und der kapitalisierungsgewichtete Yield $Y^{PF, MW}$ sogar um 99 Basispunkte übertroffen. Bei fallender Zinsstruktur ist genau das Gegenteil der Fall.

Auch hier wird zur exakten Berechnung der erwarteten, jährlichen Rendite der erwartete Wert des Bondportfolios nach einem Jahr durch den heutigen Portfoliowert dividiert. Dabei wird unterstellt, dass sich die Zinskonstellation für Reinvestitionen nicht verändert hat:

Exakte Bestimmung $E(R^{PF})$

$$E(R^{PF}) = \frac{E(P^{PF}_1)}{P^{PF}_0} - 1$$

Für ein Bondportfolio, das sich wie ein Bondindex aus mehreren tausend Positionen zusammensetzen kann, ist die exakte Bestimmungsformel jedoch nicht praktikabel, da jede einzelne Bondposition unter der Prämisse einer gleich bleibenden Zinskonstellation jährlich neu bewertet werden müsste. Zur approximativen Bestimmung der prognoseunabhängigen Portfoliorendite $E(R^{PF})$ wird das Bondportfolio in verschiedene Laufzeitensegmente unterteilt. Die resultierenden Teilportfolios w_t werden mit dem zugehörigen, impliziten Terminzinssatz f_t^5 multipliziert und anschliessend summiert:

Approximative Bestimmung $E(R^{PF})$

$$E(R^{PF}) \approx \sum_{i=1}^T w_t \times f_t$$

Wie verhält sich die prognoseunabhängige Renditeerwartung im Vergleich zu den Portfolio Yield Kennzahlen, wenn anstatt stilisierte Beispielszahlen die realen Bondindexportfolios betrachtet werden?

Von den stilisierten zu den realen Marktdaten

⁵ Die verschiedenen Terminzinssätze lassen sich aus der normalen Zinsstruktur ableiten. Bei steigender Zinskurve ($y_1=1\%$; $y_2=2\%$; $y_3=3\%$) ergeben sich Terminzinssätze von $f_1=1\%$; $f_2=3.01\%$; $f_3=5.03\%$. Die Bestimmungsformel für den zweijährigen Terminzinssatz f_2 lautet beispielsweise $f_2=(1+y_2)^2/(1+y_1)-1=(1+3.01\%)^2/(1+1.00\%)-1$

Diese Gegenüberstellung ist Gegenstand der folgenden Illustration:

(Prognoseunabhängige) Renditeerwartung für die wichtigsten Bondindices

Gewichtungskriterium	Marktkap. $Y^{PF, MW}$	Duration & Marktkap. $Y^{PF, DW}$	Gesamtrendite $E(R^{PF})$
Swiss Bond Index Familie		✓	
Swiss Bond Index, Total AAA-BBB	0.95%	1.29%	1.36%
Swiss Bond Index, Domestic	0.96%	1.31%	1.47%
Swiss Bond Index, Domestic Government	0.80%	1.17%	1.32%
Swiss Bond Index, Foreign	0.94%	1.24%	1.31%
Barclays Bond Index Familie	✓		
BarCap Global Aggregate Index	2.05%	2.64%	2.88%
BarCap Global Aggregate Corporates	2.97%	3.63%	4.20%
Citigroup Index Familie	✓		
Citigroup World Government Bond Index	1.53%	2.13%	2.14%

Erläuterungen: Die Berechnung der Gesamtrendite $E(R^{PF})$ basiert auf den Laufzeitsegment-spezifischen Yields, Durationen und Indexgewichten. Die Werte wurden den folgenden Publikationen entnommen: SBI Monatsübersicht (<http://www.six-swiss-exchange.com>), Market Structure Reports (<https://live.barcap.com>), WGBI Monthly Profile (<https://www.yieldbook.com>). In einem ersten Schritt wurde basierend auf den Yields und den Durationen die Implied Forward Rates der verschiedenen Laufzeitsegmente berechnet. In einem zweiten Schritt wurde durch die Gewichtung der Implied Forward Rates mit den entsprechenden Indexgewichten die Gesamtrendite $E(R^{PF})$ bestimmt. Stichtag für sämtliche Werte ist der 31.12.2013.

Aus der Gegenüberstellung der für die Bondindices ermittelten Gesamtrenditen und der verschiedenen Portfolio Yield Kennzahlen lassen sich verschiedene aufschlussreiche Konklusionen ziehen:

**Gegenüber-
stellung reale
Daten**

- Die bereits im stilisierten Beispiel gewonnene Erkenntnis, dass bei steigender und gleichbleibender Zinskurve die Gesamtrendite $E(R^{PF})$ des Portfolios sämtliche Yield-Aggregate übertrifft, wird auch mit Bezug auf die aktuellen Marktdaten bestätigt. Bei fallender Zinskurve überschätzen hingegen die verschiedenen Yield-Kennzahlen die bei unveränderter Zinskurve zu erwartende Portfoliorendite.
- Bei flacher Zinsstruktur stimmen die Yield Kennzahlen und die erwartete Rendite $E(R^{PF})$ überein.
- Der durationgewichtete Portfolio Yield ist näher zur erwartenden Bondportfoliorendite $E(R^{PF})$ als der kapitalisierungsgewichtete Portfolio

Yield. Für bestimmte Bondindices – beispielsweise den Citigroup World Government Bond Index (WGBI) – liegen die beiden Werte ausgesprochen nahe beisammen.

- Offensichtlich hängt die Prognosegüte des (durationgewichteten) Portfolio Yields als Schätzgrösse für die zu erwartende Gesamrendite $E(R^{PF})$ nicht nur von der Steigung der Zinskurve, sondern auch massgeblich von Zinskonstellationseffekten zweiter Ordnung – namentlich der Konkavität / Konvexität der Zinskurve bzw. von der Gewichtung der einzelnen Laufzeitensegmente ab.
- Bei den oben ermittelten Bondportfolioprognoesen $E(R^{PF})$ handelt es sich um Bruttowerte. Um die aus Investorensicht relevanten Nettoprognoesen zu erhalten, müssen noch erwartete Abzüge für die eingegangenen Ausfallrisiken, allfällige Anpassungen für erwartete Wechselkursentwicklungen bzw. Absicherungskosten und schliesslich Kosten- und Steuereffekte bei der Bewirtschaftung berücksichtigt werden.

Anpassungen der c-alm Fundamentalprognosen (ab 1Q 2014)

In der nachfolgenden Tabelle vergleichen wir die Bruttoprognosen basierend auf dem Ansatz der prognoseunabhängigen Renditeerwartungen mit den bisherigen Bruttoprognosen welche auf den publizierten Yields basieren. Insbesondere bei den Fremdwährungssegmenten erhöhen sich die Bruttorenditeprognosen substantziell, da diese bislang basierend auf kapitalisierungsgewichteten Verfallsrenditen der anwendbaren Referenzindices berechnet wurden.

**Vorher-
Nachher-
Vergleich**

Update AUGUR Fundamentalprognosen (Brutto)

Anlageklasse	Vorher: publizierter Yield	Nachher: $E(R^{PF})$
Obligationen CHF	1.40%	1.47%
Obligationen CHF Inland	1.44%	1.62%
Obligationen CHF Inland öff.	1.30%	1.43%
Obligationen CHF Ausland	1.33%	1.38%
Obligationen FW Investment-Grade	2.11%	2.99%
Obligationen FW Staatsanleihen	1.60%	2.22%
Obligationen FW Investment-Grade, Unternehmen	2.93%	4.18%
Obligationen Schwellenländer, USD	5.25%	6.50%
Obligationen FW High-Yield	5.80%	6.94%
Obligationen FW Inflation-Linked	2.60%	3.48%

Datenquellen: SIX, Barclays Capital, Citigroup, Berechnungen c-alm AG; Stichtag: 31.12.2013.

Konklusionen

Welche Erkenntnisse kann man nun konkret für die Erstellung der langfristigen „Take Away's“ Renditeprognosen im Nominalwertsegment aus diesen – zugegebenermassen etwas technischen – Ausführungen mitnehmen?

- **„Look ahead“ anstatt „Look Back“:** Um das Renditepotenzial von Nominalwertanlagen abzuschätzen, verspricht die Analyse der aktuellen Zinskonstellation bessere Resultate als die Analyse historischer Renditen.
- **Verfallsrenditen oder „Yields“ als Verankerungspunkt:** Um das Ertragspotenzial eines Bonds bzw. eines Bondportfolios zu beurteilen, bildet die Yield-Kennzahl den geeigneten Verankerungspunkt.
- **Unterschiedliche Berechnungsmethoden für Portfolio Yields:** Verschiedene Anbieter von Bondindices verwenden unterschiedliche Berechnungsformeln für die Berechnung und Publikation der Yield-Kennzahlen für die verschiedenen Indices. Für die Indexfamilie SBI der Schweizer Börse werden die Verfallsrenditen der im Index enthaltenen Bonds mit der Laufzeit und mit dem Volumen gewichtet, bei den Fremdwährungsindices von Barclays und Citigroup erfolgt die Gewichtung lediglich volumengewichtet. Die Verwendung der laufzeitgewichteten Gewichtungsmethode führt zu wesentlich akkurateren Schätzungen der sich effektiv realisierenden Verfallsrendite!
- **Renditeeffekte bei Reinvestition:** Die (korrekt berechnete) Verfallsrendite eines Bondportfolios ist eine hervorragende Schätzgrösse für ein Portfolio von Nominalwertanlagen, bei dem die verfallenden Titel nicht reinvestiert werden. Der Portfolio Yield misst also die „Buy and Hold“-Rendite eines Bondportfolios. Wird aber ein Bondportfolio im Zeitverlauf kontinuierlich rebalanciert und auslaufende Bonds reinvestiert, führt die Verwendung des Portfolio Yields zur Renditeschätzung insbesondere bei nicht-flacher Zinsstruktur zu erheblichen Fehleinschätzungen. Das Ausmass dieser Fehleinschätzungen hängt nicht nur von der Steigung, sondern auch von der Krümmung der Zinskurve ab.

AUGUR-Team

Haben Sie noch weitergehende Fragen zu unseren Prognosen oder interessieren Sie sich für weitere Dienstleistungen der c-alm AG. Gerne steht Ihnen unser AUGUR-Betreueungsteam zur Verfügung.

Ihre Ansprechpartner für AUGUR sind:

**Kontakt und
Support**



Dr. Ueli Mettler
Partner, c-alm AG



Philipp Weber, CFA.
Consultant, c-alm AG

Email :

ueli.mettler@c-alm.ch

philipp.weber@c-alm.ch

Telefon:

+41 71 227 35 35