

Fünf Jahre SPV-Konsensus-Index

Positive Überraschungen

Die Kapitalmärkte lieferten in den letzten fünf Jahren deutlich bessere Renditen, als dies die Finanzinstitute prognostizierten. Dies liegt vor allem daran, dass die Eingriffe der Notenbanken die Märkte beeinflussten.

IN KÜRZE

Pensionskassen erzielten in fast allen Anlageklassen bessere Renditen, als die Prognosen dies nahelegten. Daraus lässt sich jedoch kein Trend für die Zukunft ablesen.

Konsensusprognosen erlauben die Konsolidierung von dezentral gestellten Wirtschaftsmeinungen und lassen sich auf diverse Prognosegrössen anwenden. Mit dem Konsensus-Index, der seit 2013 quartalsweise in der «Schweizer Personalvorsorge» publiziert wird, werden für die langfristigen Renditen der aus Sicht eines schweizerischen Investors relevanten Anlageklassen Konsensusprognosen bereitgestellt.

Das Fünf-Jahres-Jubiläum des Konsensus-Index nehmen wir zum Anlass, um die Relevanz von Renditeerwartungen für eine Pensionskasse zu durchleuchten und zugleich einen Rückblick auf diese Konsensusprognosen zu wagen.

Sinn und Methodik des Konsensus-Index

Bei der Abstimmung der Fälligkeitsstruktur der aktiven und passiven Bilanzpositionen im Rahmen einer ALM-Studie ist die Strukturierung der strategischen Anlagestrategie von zentraler Bedeutung. Nebst der Risikofähigkeit einer Pensionskasse beeinflusst der Renditebedarf die Definition der Anlagestrategie massgeblich. Dazu müssen zwingend Renditeprognosen herbeigezogen werden, um die zukünftige Entwicklung an den Finanzmärkten einzuschätzen.

Renditeprognosen können durch eine Vielzahl von Ansätzen hergeleitet werden. Eine Methode ist die Konsensuserhebung, bei der die von verschiedenen Finanzdienstleistungsunternehmen abgegebenen Schätzungen zur langfristigen Renditeentwicklung (Referenzperiode: fünf Jahre) zu Durchschnittswerten zusammengefasst werden. Konsensusprognosen haben den Vorteil, dass ein weites Spektrum von verschiedenen Prognoseansätzen berücksichtigt wird und die Meinung zur zukünftigen Entwicklung

an den Finanzmärkten damit breit abgestützt ist. Bei der Erhebung der Konsensusdaten sind Vorkehrungen zu treffen, damit die Prognoselieferungen nicht durch geschäftspolitische Anreize überlagert werden und damit einzelne Prognosen nicht zu optimistisch oder pessimistisch ausfallen.

Im Rahmen des Konsensus-Index werden quartalsweise langfristige Renditeprognosen für neun Anlagekategorien und zwei Portfolios veröffentlicht. Dieses wurde 2013 zum ersten Mal publiziert. Haben damals noch zwölf Konsensusprovider an der Erhebung teilgenommen, sind es mittlerweile 31 nationale und internationale Banken und Vermögensverwalter.

Die erste Darstellung (Seite 13), zeigt die aktuellen Konsensusprognosen per 4. Quartal 2017. Die Medianwerte der erwarteten Renditeprognosen unterscheiden sich in den entsprechenden Anlageklassen. In den Nominalwertkategorien sind im Grundsatz tiefere Prognosen als bei den Sachwerten zu erkennen. Bei der Betrachtung der farbigen Balken fällt zudem auf, dass die Streuung der Prognosen im Bereich der Nominalwertanlagen weniger Unsicherheiten unterliegt als die Prognosen im Bereich der Sachwerte. Dies liegt daran, dass sich Obligationrenditen aufgrund ihrer Struktur längerfristig deutlich besser prognostizieren lassen als Anlagekategorien, die stärkeren Marktschwankungen unterliegen. Kumulieren sich die Risiken einer Anlagekategorie mit dem Fremdwährungsrisiko, ist das Intervall der gelieferten Prognosen nochmals grösser.

Sinkflug seit Beginn ...

Seit der Lancierung des Konsensus-Index sind die erwarteten Medianrenditen kontinuierlich gesunken (zweite

Samuel Annen
Consultant, c-alm AG



Ueli Mettler
Partner, c-alm AG



Darstellung). Lag beispielsweise die Prognose für Obligationen CHF im März 2013 noch bei knapp einem Prozent, fiel sie mit dem SNB-Entscheid vom Januar 2015 zur Einführung von Negativzinsen in den negativen Bereich. Ein ähnliches Bild der abnehmenden Konsensusprognosen zeigt sich auch bei allen anderen Anlagekategorien. Im Resultat sind die Renditeerwartungen für ein konservatives Pensionskassenportfolio – repräsentiert durch den Index Pictet BVG-25 plus – im Verlauf der letzten fünf Jahre um rund ein Prozent gesunken.

...

... indes florierten die Märkte

Seit der erstmaligen Publikation des Konsensus-Index wurde an den globalen Aktienmärkten im Mittel jährlich eine Rendite von rund 10 Prozent erwirtschaftet. Die finanzhistorisch ungewöhnlich lange, mittlerweile neunjährige Boomphase führte dazu, dass die Konsensusprognosen die effektiv realisierten Renditen substanziell unterschätzten.

Wie die dritte Darstellung verdeutlicht, lagen die erstmalig publizierten Konsensusprognosen (2013, 2. Quartal) mit Ausnahme der Segmente Geldmarkt CHF und Obligationen FW Investment Grade deutlich unter den realisierten Renditen im nachfolgenden Fünf-Jahres-Zeitfenster.

Wesentlicher Treiber im Nominalwertsegment war die Einführung von Negativzinsen Ende 2014. Die abrupte Zinssenkung hat am Obligationenmarkt zu (unerwarteten) Preissteigerungen geführt. Dieser Effekt wurde durch die Prognoseanbieter nicht antizipiert, womit sie die effektiv erzielten Obligationenrenditen unterschätzt haben. Bei den Sachwerten ist eine deutliche Unterschätzung der prognostizierten Renditen zu erkennen. Wesentlicher Grund dafür war die lockere Geldpolitik der Zentralbanken. Die massiven Anleihenkäufe durch die Zentralbanken gaben den Finanzmärkten Schwung und haben zugleich zu neuen Höchstständen in den Bewertungen geführt. Die teilnehmenden Konsensusprovider haben diesen wirtschaftlichen Stimulus in ihren Bewertungen der Sachwertsegmente nicht miteinbezogen.

Eine Momentaufnahme

Zusammenfassend kann (nicht überraschend) gesagt werden, dass die Konsensusprognosen in den letzten Jahren mehrheitlich zu defensiv waren, da die Marktteilnehmer nicht mit dem heutigen positiven Zustand der Finanzmärkte gerechnet haben.

An dieser Stelle möchten wir jedoch darauf hinweisen, dass es sich bei dieser Schlussfolgerung nur um eine Momentaufnahme handelt und sich die aktuelle Situation rasch verändern kann. Denn in der letzten Finanzkrise durften wir schmerzhaft erfahren, dass jede Boomphase irgendwann endet. |

