



cost-efficient
wealth management

i-portfolio Standpunkte – Februar 2013

Wer hat die Kristallkugel? – Teil 1

Geschätzte Benutzerinnen und Benutzer von www.i-portfolio.ch

Die Wahl des richtigen Anlagemix ist bei der Vermögensanlage das A und O. Grundlage für die Festlegung des Anlagemixes sind langfristige Renditeprognosen in den verschiedenen Anlageklassen. Und da scheiden sich die Geister!

In dieser und der nächsten Ausgabe der i-portfolio Standpunkte möchten wir einen Beitrag dazu leisten, die Diskussion rund um die langfristigen Renditeprognosen breiter abzustützen. Trotz der elementaren Wichtigkeit dieser Prognosen für das Ergebnis der Vermögensanlage sind nämlich am Markt ausser der Auswertung von historischen Kurszeitreihen kaum konzeptionelle Ansatzpunkte in Sicht, wie die Bestimmung dieser Prognosewerte verbessert werden könnte.

Wir präsentieren zwei komplett neue Methoden, wie langfristige Renditeprognosen bestimmt werden können:

1. In dieser Ausgabe des i-portfolio Standpunktes stellen wir unseren fundamentalen Prognoseansatz vor. Dieser stellt das Ertrag/Preis – Verhältnis der verschiedenen Anlagekategorien ins Zentrum.
2. In der nachfolgenden März-Ausgabe des i-portfolio Standpunktes widmen wir uns dann den Konsensus-Prognosen, die wir vierteljährlich bei rund 20 führenden Banken und Vermögensverwaltern erheben und zu Referenzgrössen verdichten.

Ich wünsche Ihnen eine angeregte Lektüre!



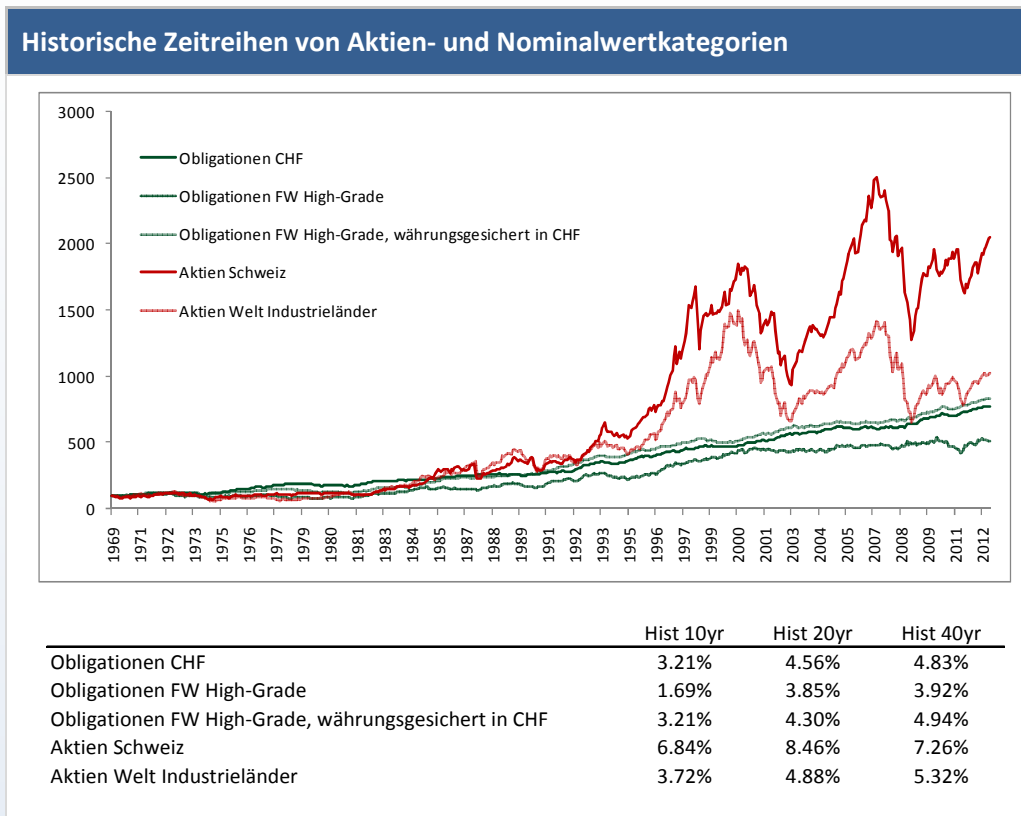
Dr. Ueli Mettler, Partner c-alm AG



Verankerungspunkt: Historische Zeitreihen

Die (nicht nur) im Finanzsektor meistverwendete Methode zur Erwartungsbildung für die Zukunft ist die Fortschreibung der Geschichte. Diese Methode hat – wie anhand der nachfolgend illustrierten historischen Zeitreihen illustriert werden soll – eklatante Schwächen:

Orientierungspunkt



Quelle: c-alm AG, Monatliche Total Return Zeitreihen 31. Dez 1969 – 30. Jun 2012

- Problem 1:** Je nach betrachtetem Zeitfenster resultieren ganz andere historische Durchschnittswerte: so rentiert ein globales Aktienportefeuille in CHF über die letzten 10 Jahre pro Jahr 3.72%, über die letzten 20 Jahre 4.88% und über 40 Jahre 5.32%. Welches Zeitfenster soll nun gewählt werden?
- Problem 2:** Zum anderen resultieren aus der Fortschreibung der Historie Prognosewerte, die sich bei fundierter ökonomischer Analyse als unmöglich heraus stellen: Bei der derzeitigen Zinssituation lässt sich nämlich schlicht kein ökonomisches Szenario definieren, bei dem CHF Anleihen hoher Bonität

Welches
Zeitfenster?

„Unmögliche“
Werte

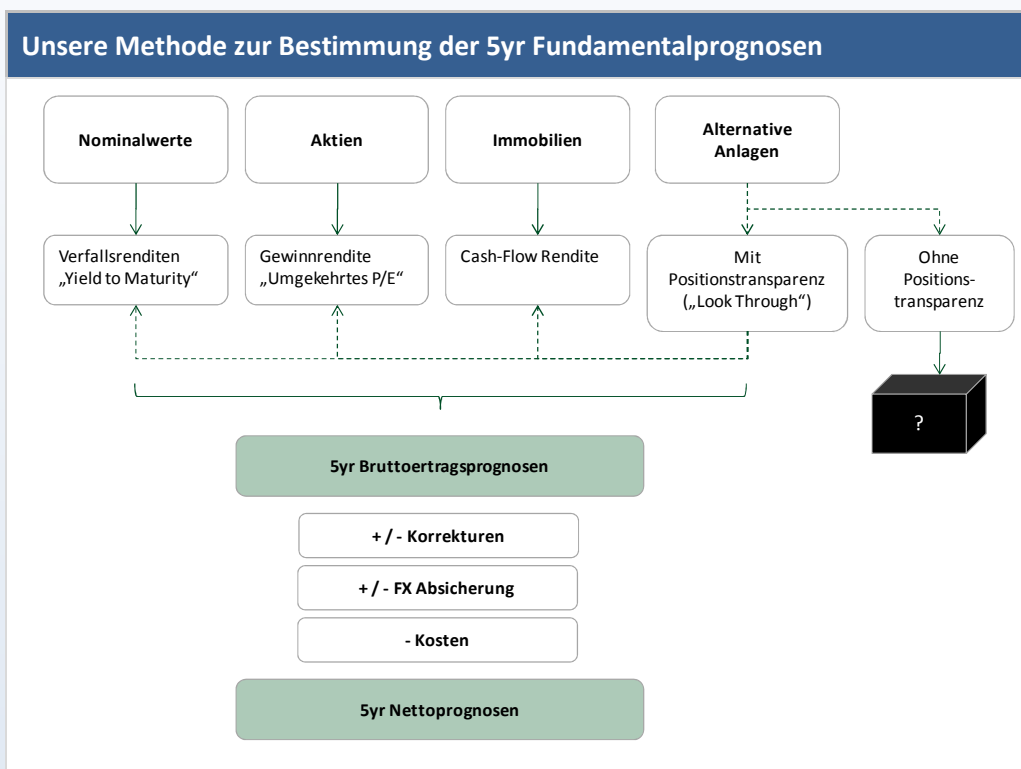
i-portfolio Standpunkte Februar 2013: Wer hat die Kristallkugel? – Teil 1

die historisch erzielten Renditen von jährlich 3.21%, 4.56% bzw. 4.83% in den kommenden Jahren wiederholen können.

Unsere Alternative: Fundamentalprognosen

Im Fokus unserer Fundamentalprognosen steht die möglichst exakte Ermittlung der Ertragskomponente einer Kapitalanlage – und zwar über den Horizont der nächsten 5 Jahre. Je nach Anlageklasse stehen – wie nachfolgend illustriert – unterschiedliche Kennzahlen zur Verfügung, um deren zukünftige Bruttoerträge abschätzen zu können. Das Gute an diesem Ansatz: Wir müssen mit dieser Vorgehensweise keine ohnehin wenig erfolgsversprechenden Prognosen über zukünftige Kursverhalten machen.

Keine Preis-
sondern
Ertragsprognosen



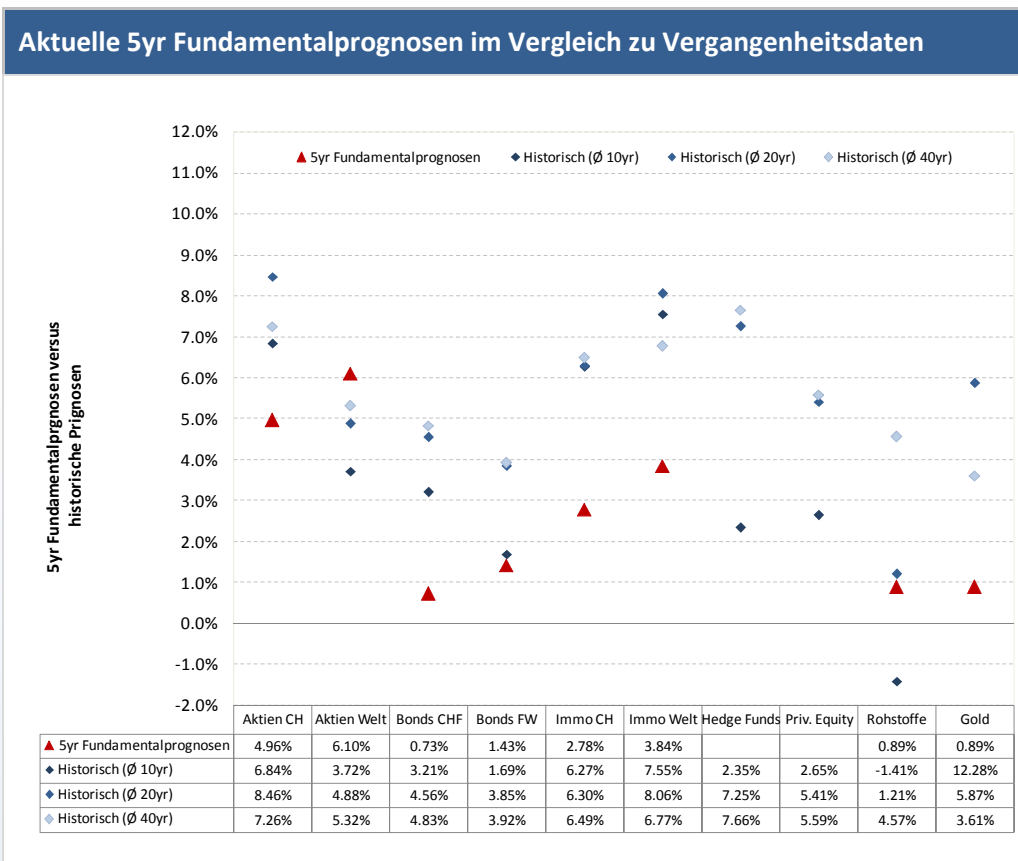
Quelle: c-alm AG, Vorgehensweise zur Herleitung der langfristigen 5yr Fundamentalprognosen

Durch Bereinigung der 5yr Bruttoertragsprognosen durch verschiedene Abzüge wie die bei der Währungsabsicherung oder der Vermögensbewirtschaftung anfallenden Kosten und Steuern resultieren schliesslich die 5yr Nettoertragsprognosen. Diese stellen die zentralen Inputgrößen für unseren Anlagestrategieprozess dar. Die aktuellen

Von Brutto zu
Netto

i-portfolio Standpunkte Februar 2013: Wer hat die Kristallkugel? – Teil 1

Fundamentalprognosen schneiden im Vergleich zu den historischen Durchschnittswerten wie folgt ab:



Quelle: AUGUR Prognoseapplikation der c-alm AG, Stand 1. Quartal 2013

Je nach Anlageklasse liefert die Gegenüberstellung der 5yr Fundamentalprognosen mit den historischen erreichten Renditen andere Ergebnisse:

- Gegenüberstellung in den Aktienkategorien:** In den Aktienkategorien bildet **Aktien** das (invertierte) Kurs-Gewinn-Verhältnis des betrachteten Aktiensegments die Grundlage für unsere Fundamentalprognose. Das Schweizerische Aktiensegment ist mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 19.7 derzeit höher bewertet als das globale Aktiensegment mit 15.8. Ermittelt man nun den Kehrwert, kommt man zur Gewinnrendite, die bei den Schweizer Aktien mit netto 4.96% folglich tiefer liegt als bei den (nicht währungsgesicherten) globalen Aktien mit netto 6.10%. Die vergangene Outperformance des Schweizerischen Aktiensegmentes geht also einher mit aktuell höheren

i-portfolio Standpunkte Februar 2013: Wer hat die Kristallkugel? – Teil 1

Bewertungsniveaus und schliesslich deshalb reduzierten Ertrags- bzw. Gewinnrenditen.

- **Gegenüberstellung in den Nominalwertkategorien:** In den Nominalwert- **Bonds** kategorien bildet die Verfallsrendite des betrachteten Nominalwertsegments die Grundlage für unsere Fundamentalprognose. Die Verfallsrendite eines Nominalwertportfolios errechnet sich als diejenige Rendite, die durchschnittlich erwirtschaftet wird, wenn alle Positionen im Nominalwertportfolio bis Verfall gehalten werden. Die Verfallsrendite lässt sich implizit aus dem aktuellen Marktpreis, dem Nominal, der Laufzeit und den Coupons ableiten. Für CHF Anleihen guter Qualität (Rating AAA-BBB) resultiert eine Verfallsrendite von 0.94% und nach Abzügen eine Nettoertragserwartung von 0.73%. Für ein nicht währungsgesichertes, globales Anleihenportfolio ist die Verfallsrendite mit 1.70% bzw. nach Abzügen unsere Nettoprognose mit 1.43% nur unwesentlich höher. Gerade in den Nominalwertkategorien zeigt sich, dass die Verwendung historischer Daten zu eklatanten Fehleinschätzungen führen kann: Es existiert nämlich – aus Sicht eines Schweizerischen Investors - für die nächsten 5 Jahre kein Szenario, bei dem die historisch realisierten Renditen eines CHF Anleihenportfolios (über 10 Jahre: Ø 3.21% / über 20 Jahre: Ø 4.56% / über 40 Jahre: Ø 4.83%) nochmals erreicht werden können.
- **Gegenüberstellung in den (kotierten) Immobilienkategorien:** Grundlage für **Kotierte Immobilienanlagen** die Fundamentalprognose eines Immobilienportfolios bildet die Netto-Cash-Flow-Rendite, die sich wiederum als Differenz zwischen den Bruttomieten und den Aufwendungen ermittelt und schliesslich durch dessen Verkehrswert geteilt wird. Diese Netto-Cash-Flow-Rendite ist nach am Verhältnis Marktwert / Verkehrswert des Immobilienportfolios zu adjustieren. Für das Teilsegment Schweizerische Immobilienfonds resultiert mit diesem Vorgehen eine 5yr Fundamentalprognose von 2.78%.¹ Der Wert

¹ Da bei kotierten, kollektiven Immobilienanlagen (Fonds oder REITs) das Immobilienportfolio verbrieft wird und der Marktpreis eines Anteils damit dem freien Spiel von Angebot und Nachfrage überlassen wird, kann der Marktpreis aller Anteile folglich vom Verkehrswert des Immobilienportfolios abweichen – die entsprechende Differenz bezeichnet man je nach Konvention als Auf- / Abschlag, Agio / Disagio oder Ecart.

i-portfolio Standpunkte Februar 2013: Wer hat die Kristallkugel? – Teil 1

liegt wesentlich unter den historisch erreichten Durchschnittswerten (über 10 Jahre: Ø 6.27%). Ein wesentlicher Treiber der historisch sehr hohen Rendite der Schweizerischen Immobilienfonds liegt in der sukzessiven Ausweitung des Agios bzw. des Marktwert- / Verkehrswertfaktors. Per 31. Dezember 2012 liegt das durchschnittliche Agio bei rund 20%. Ein Einbrechen des Agios hätte natürlich empfindliche Renditeeinbussen zur Folge.

- **Gegenüberstellung in alternativen Anlagesegmenten:** Fundamentale Ertragsprognosen können nur in Kenntnis („Look-Through“) der in einem Anlagegefäss enthaltenen Wertschriften gebildet werden. Da sowohl Hedge Funds als auch die für Private Equity Investitionen üblichen „Limited Partnership“-Gefässe im Normalfall keine hinreichende Positionstransparenz bieten, können wir in diesen Subsegmenten keine ertragsbasierten Prognosen erstellen. Auf der anderen Seite lassen sich zum Beispiel im Rohstoffsegment durchaus fundamentale Ertragsüberlegungen anstellen, da Klarheit über die einzelnen Bestandteile eines Rohstoffportfolios bestehen. Allerdings sind Rohstoffe keine Kapitalgüter und weisen darum keine Ertragskomponente auf, womit die ertragsbasierte Fundamentalprognose per Definition entfällt bzw. sich auf die Geldmarktrendite („Collateral Return“) beschränkt. Während sich also bei den Kapitalgütern die Gesamtrendite immer als Summe eines Ertragsbestandteils und eines Wertsteigerungsbestandteils ergibt, muss im Rohstoffsegment die gesamte Rendite aus der Wertsteigerung kommen.

Alternative
Anlagen

Nachdem diese Ausgabe des i-portfolio Standpunktes im Zeichen unserer 5yr Fundamentalprognosen stand, geht dann in der nächsten Ausgabe der Vorhang für unsere 5yr Konsensusprognosen bzw. die hinter den Konsensusprognosen stehenden Banken und Vermögensverwaltern hoch.

Ausblick auf März
Ausgabe

Impressum



Betreiber-
unternehmen

Rechtsform: AG nach Schweizer Recht
Gründungsdatum: 1. Juli 2005
Firmensitz: St. Gallen
Anzahl Mitarbeiter: 19
Dienstleistungen: Beratung & Software
Kunden: Professionelle Investoren
Assets under Consulting: Über 100 Mrd. CHF
Homepage: www.c-alm.ch

Ihre Ansprechpartner für www.i-portfolio.ch sind:

Kontakt und
Support



Dr. Ueli Mettler
Partner, c-alm AG



Damian Real, M.A.
Consultant, c-alm AG



Anne Kathrin Funk, B.A.
Consultant, c-alm AG



Dejan Simic
Analyst, c-alm AG

Mail: info@i-portfolio.ch

Wir wollen den Leser darauf aufmerksam machen, dass jegliche Allokations- und **Disclaimer** Umsetzungsvorschläge in diesem Dokument zu empfindlichen Wertebussen – ja sogar zu einem Totalverlust führen können. Dies liegt in der Natur der Finanzmärkte. Die c-alm AG als Betreiberin von www.i-portfolio.ch haftet nicht für entstandene Verluste oder Schäden. Die in diesem Dokument enthaltenen Ausführungen spiegeln lediglich die Sicht der Autoren wieder und können von den tatsächlichen Gegebenheiten abweichen. Die c-alm AG lehnt jegliche Haftung für Schaden, der aus dem Inhalt dieses Dokuments entstehen könnte ab.