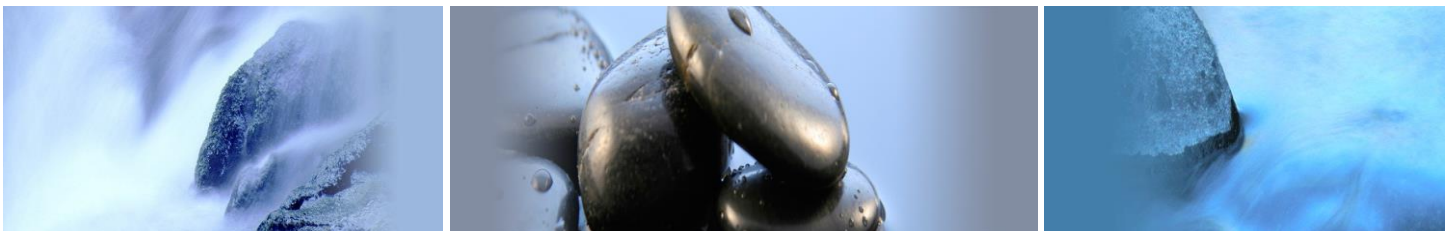




**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch

Renditeerwartungen

Tücken und Fallstricke in der Praxis

Bestehende Anlagestrategien, aber auch Leistungspläne werden gegenwärtig hinterfragt und mit möglichen Alternativen verglichen. Die Bildung von Renditeerwartungen ist für diese Abwägungen zentral. In der Praxis kann man dabei in Fallen tappen, die sich vermeiden lassen.

IN KÜRZE

Renditeerwartungen sollten nicht die alleinige Grundlage einer Anlagestrategie bilden. Zudem gilt es, den Zeithorizont zu berücksichtigen sowie Kosten und Fremdwährungsrisiken zu beachten.

Die Vielfalt an ökonomischen Modellen zur Bildung von Renditeerwartungen ist gross.¹ Nahezu alle Modelle beinhalten jedoch als zentrale Elemente einer Renditeannahme das Zinsniveau und Risikoprämien. Das Zinsniveau beschreibt die nominal sichere Rendite einer Bundesobligation über einen bestimmten Zeithorizont. Die Risikoprämie bildet die zusätzlich erwartete Rendite für das Tragen von Anlagerisiken ab.

An den Finanzmärkten wird sprichwörtlich die Zukunft gehandelt und nicht die Vergangenheit. Die Finanzmärkte verarbeiten dabei neue Informationen über mögliche zukünftige Entwicklungen rasend schnell. Gerade der jüngste Markteinbruch in Zusammenhang mit der Corona-Pandemie und die anschliessende Markterholung haben uns dies eindrücklich vor Augen geführt.

Bekannte und unbekannte Grössen werden vermischt

Das Zinsniveau ist bekannt

Da sich die Zukunftserwartungen laufend ändern, weisen die Renditeerwartungen eine hohe Unsicherheit auf. Ob all den Unsicherheiten geht manchmal jedoch vergessen, dass es bezüglich Renditeerwartung auch einige wenige bekannte Grössen gibt.

Die wohl wichtigste, objektiv bekannte Kennzahl ist die Verfallsrendite von sogenannten risikolosen Staatsanleihen («Bundesobligationen»), sprich das Zinsniveau. Die spezielle Eigenschaft von Bundesobligationen ist, dass deren Rendite über einen bestimmten Zeithorizont im Voraus bekannt ist. Diese Eigenschaft trifft auf keine andere Anlagekategorie im gleichen Ausmass zu.

Bei der Bildung von Renditeerwartungen macht es daher wenig Sinn, das Zinsniveau als objektiv bekannte Information nicht zu verwenden oder zu adjustieren. Die risikolose Anlage stellt somit für jeden Anlageentscheid die Nulllinie für die notwendige Kompensation des übernommenen Anlagerisikos dar.

Risikoprämien sind unbekannt

Das Abbilden von Erwartungen gehört zum Element der Risikoprämien. Im Gegensatz zum Zinsniveau ist die effektive Höhe von Risikoprämien im Voraus immer unbekannt. Zwar gibt es viele unterschiedliche Modelle zur Schätzung von Risikoprämien. Eines haben aber sämtliche Modelle gemeinsam: Die Ergebnisse sind immer nur Schätzungen der erwarteten Höhe der Risikoprämien.

Neben Annahmen zu erwarteten Aktien- und Immobilienrisikoprämien gibt es auch Risikoprämien für Obligationen. Besteht beispielsweise bei Obligationen das Risiko von Zahlungsausfällen infolge Kreditrisiken, dann ist deren Höhe im Voraus nicht exakt bestimmbar.

Eine strikte Trennung von bekannten Grössen und Annahmen erhöht die Transparenz bei der Darstellung von erwarteten Renditen und vereinfacht die Diskussion in den Entscheidungsgremien erheblich. Da sich naturgemäss die Erwartungen bezüglich Risikoprämien unterscheiden, können Szenario- und Sensitivitätsanalysen hilfreich sein. Eine Vermischung von bekannten Grössen und Annahmen verunmöglicht den effektiven Einsatz solcher wertvollen Instrumente.

Oliver Dichter

Dr. oec.,
Managing Consultant,
PPCmetrics



Lukas Riesen

CFA, Partner, PPCmetrics



¹ Siehe Artikel Weber Seite 38.

Kurzfristige Veränderungen überschätzen, langfristige unterschätzen

Die erwarteten Renditen sind im Zeitablauf nicht stabil. Insbesondere Schwankungen des Zinsniveaus führen zu Veränderungen bei den erwarteten Renditen, aber auch des verfügbaren Vermögens. Kurzfristige, mit Schätzfehlern behaftete Veränderungen von Renditeerwartungen können zu kurzfristigen Massnahmen führen, bei einem sehr ungewissen zusätzlichen Nutzen.

Für die Festlegung des langfristigen Leistungsplans ist eine laufende kurzfristige Analyse der erwarteten Rendite daher wenig sinnvoll. Leistungspläne und auch die Beiträge zu deren Finanzierung sollten nur langfristig und schrittweise angepasst werden. Dies erhöht die Planungssicherheit für Versicherte und Arbeitgeber. Eine umfassende Diskussion der Renditeerwartungen erfolgt idealerweise im Rahmen einer periodischen ALM-Studie. Im Fokus steht dabei die lange Frist.

Mögliche Szenarien mit veränderten Zinsniveaus sollten immer unter Einbezug der Vermögenseffekte diskutiert werden. Eine typische Fragestellung in diesem Zusammenhang ist: Welche Wertveränderungen ergeben sich auf dem Weg zu einem höheren Zinsniveau, und welche Rendite würde innerhalb von zehn Jahren resultieren? Dieser Blick auf die lange Frist ermöglicht den Entscheidungsträgern, langfristige Effekte zu identifizieren.

Festlegung der Anlagestrategie nur basierend auf Renditeerwartungen

Unbestrittenermassen sind Renditeerwartungen ein wesentlicher Faktor bei der Festlegung der Anlagestrategie – aber mitnichten der einzige. Der Gesetzgeber hat festgehalten, dass bei der Vermögensanlage die Sicherheit der Erfüllung der Vorsorgezwecke beachtet werden muss. Damit betont er den Risikoaspekt bei der Vermögensanlage.

Anlagestrategien, die nur auf Basis von Renditeerwartungen festgelegt werden, sind im Zeitablauf wenig robust. Veränderte Renditeerwartungen müssen unweigerlich zu Strategieanpassungen führen. Zudem besteht die Gefahr, dass Schätzfehler bei der erwarteten Rendite direkt Eingang in die Anlagestrategie finden. Dies ist der Fall, wenn

optimistische Renditeerwartungen getroffen werden und damit verbunden bereits eine sehr konservative Anlagestrategie mutmasslich genügend Rendite generiert.

Die Herleitung von Renditeerwartungen ist daher direkt mit der Analyse des langfristigen Anlagerisikos verknüpft. Die Höhe der erwarteten Rendite sollte in der langen Frist in einem sinnvollen Verhältnis zum erwarteten Anlagerisiko stehen, und die Annahmen der einzelnen Anlagekategorien sollten aufeinander abgestimmt sein. An den Finanzmärkten gibt es nichts umsonst.

Kein definierter Zeithorizont

Zur Bildung von Renditeerwartungen gehört zwingend auch die Festlegung des betrachteten Zeithorizonts. Angaben zu erwarteten Renditen ohne Informationen über den zugrundeliegenden Zeithorizont sind wenig hilfreich. Je nach Zeithorizont fliesst ein anderes Zinsniveau oder allenfalls auch andere Risikoprämien in die Renditeerwartung ein.

Ebenfalls sollte deklariert werden, ob mit Renditeerwartungen nur die langfristigen, strategischen Eigenschaften von Anlagekategorien beschrieben werden oder ob zusätzlich kurzfristige, taktische Überlegungen mit eingeflossen sind. Dazu gehört beispielsweise die Annahme, dass unmittelbar nach einer Marktkorrektur eine bestimmte Anlagekategorie unterbewertet ist und daher höhere Renditeerwartungen gelten. Eine solche Annahme kann getroffen werden, da möglicherweise die Risikoaversion der Marktteilnehmer und damit verbunden die Risikoprämie zunimmt. Wichtig ist jedoch, dass taktische Überlegungen auch klar als solche deklariert werden. Damit wird die Grundlage für eine transparente Diskussion sowie für Szenario- und Sensitivitätsanalysen geschaffen.

Keine Unterscheidung zwischen brutto und netto

Vermögensverwaltungskosten schmälern die erwartete Rendite. Werden diese Kosten bei der Bildung von Renditeerwartungen nicht berücksichtigt, führt dies zu einer Überschätzung der erwarteten Rendite. Selbstverständlich können Renditeerwartungen auch auf einer Bruttobasis, sprich vor Vermögensver-

waltungskosten, dargestellt werden, wenn die Kosten anschliessend auf eine andere Weise in die Analyse einfließen. Dabei steckt der Teufel bekanntlich im Detail. Vermögensverwaltungskosten können auf unterschiedlichen Ebenen anfallen (Beispiel Fund-of-Funds) und es gibt verschiedene Kostenarten. Idealerweise wird bei Renditeerwartungen klar deklariert, welche Kosten wie in die Daten eingeflossen sind.

Angabe von Renditeannahmen in Fremdwährung

Ein substantieller Teil der Vermögensanlagen von Vorsorgeeinrichtungen ist in Fremdwährungen denominated. Die Bildung von Renditeerwartungen in Fremdwährung ohne entsprechende Umrechnung in Schweizer Franken ist wenig zielführend.

Um dem Aspekt der Absicherung von Fremdwährungsrisiken Rechnung zu tragen, werden idealerweise zwei verschiedene Renditeerwartungen gebildet: einmal als Renditeerwartung mit Fremdwährungsabsicherung und einmal ohne. Dies erlaubt es, spezifische Absicherungskosten, die bei einzelnen Fremdwährungen entstehen können, korrekt zu berücksichtigen. Bei Renditeerwartungen ohne Fremdwährungsabsicherung muss zusätzlich die Komponente der Wechselkursentwicklung berücksichtigt werden. Dies erfolgt in der Regel durch den Einbezug der Zinsdifferenzen zwischen zwei Währungsräumen.

Quintessenz: systematisch vorgehen, kritisch zurückblicken

Zur Bildung von Renditeerwartungen gibt es verschiedene Ansätze, und es resultieren unterschiedliche Ergebnisse. Gerade diese Unterschiede in den Ergebnissen zwingen zu einer systematischen Vorgehensweise und zur Vermeidung der beschriebenen Fallstricke.

Es hat sich bewährt, die eigenen Renditeannahmen der Vergangenheit auch kritisch zu hinterfragen. Ungeachtet des verwendeten Modells ist eine transparente Deklaration der getroffenen Annahmen zentral. Nur damit ist auch eine kritische Auseinandersetzung mit Renditeannahmen möglich. |

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

