PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Investment Consulting

ASIP – Fachtagung

Entwicklung der Finanzmärkte: Praxisorientierte Empfehlungen für Pensionskassen

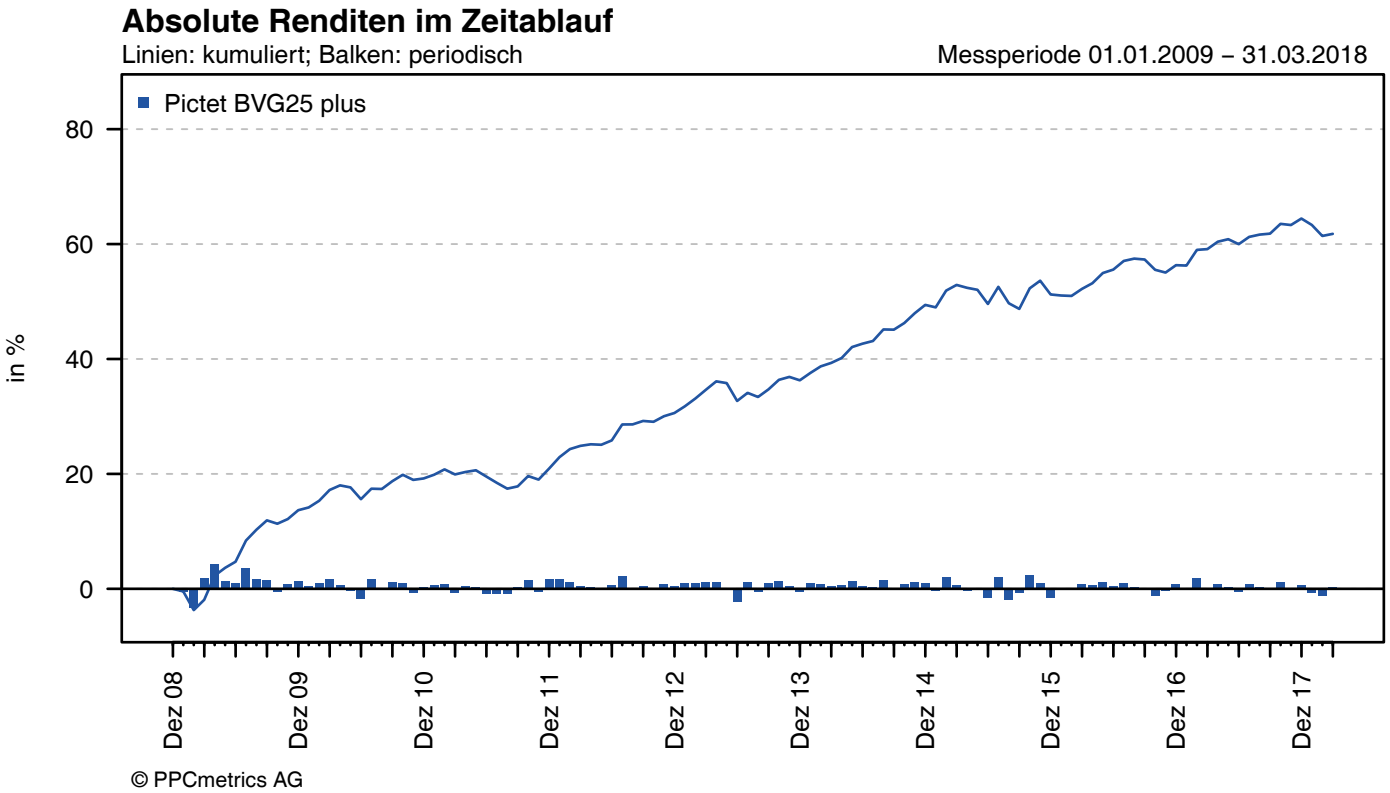
PPCmetrics AG
Dr. Andreas Reichlin, Partner

Zürich, 30. Mai 2018

© PPCmetrics AG

Gefahren?

Erfolgreiche Anlageergebnisse…
…in den vergangenen 9 Jahren



5.34% p.a.

Jährliche Renditen	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	YTD 2018*
Pictet BVG25 plus	*13.68%*	*4.86%*	*1.44%*	*8.00%*	*4.36%*	*9.63%*	*1.21%*	*3.37%*	*5.19%*	*–1.62%*

* bis 31.03.2018

© PPCmetrics AG

Erfolgreiche Anlageergebnisse…
…in den vergangenen 9 Jahren

- **Obligationen**: Hoher Renditebeitrag
- **Aktien (und Immobilien, Alternative Anlagen)**: Steigende Kurse
- **Unsicherheit**: Sehr geringe Volatilität

Und so geht es weiter?

3 Hypothesen:

1. Obligationen

Renditebeitrag in den nächsten Jahren: sehr gering

2. Aktien

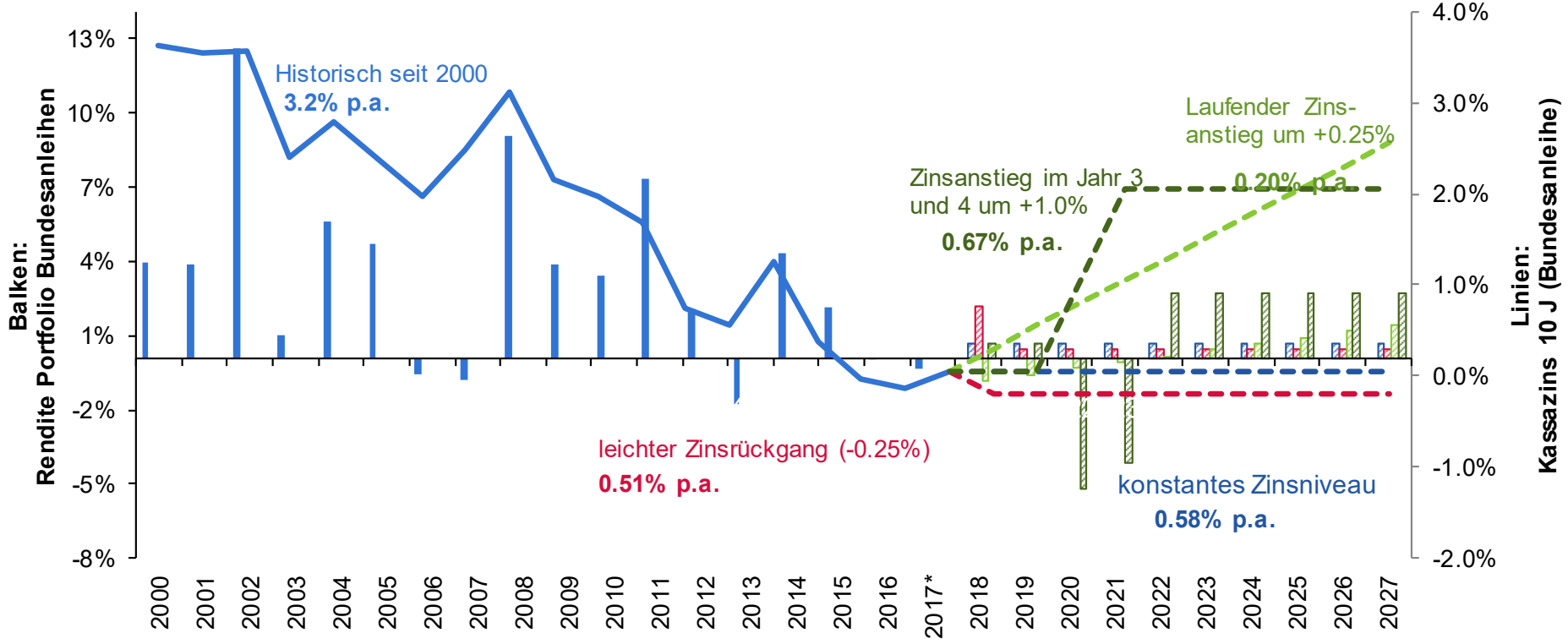
Da Aktienkurse ↗ ↗ in den letzten Jahren,
in Zukunft nicht noch weiter ↗

3. Volatilität

Da jetzt alle passiv investieren wollen, führt dies zu Herdenverhalten und höherer Volatilität.

❶ Obligationen: Renditebeitrag (1)

Zinsentwicklung



Säulen (linke Skala): Rendite Portfolio Bundesanleihen Linien (rechte Skala): Kassazins (Zinsniveau)

Quelle: SNB, Citigroup CBI Switzerland, Berechnungen PPCmetrics per 31.03.2018, Projektion mit Duration 7, rollierende Anlage

* Bis 31.03.2018 (annualisiert)

❶ Obligationen: Renditebeitrag (2)

- **Liability-Hedge**: Da Obligationen eine sehr ähnliche Zinssensitivität wie die Verpflichtungen einer PK haben:
  → Obligationen reduzieren Schwankungen aus Asset Liability Sicht

- **In Krisenperioden**: Vielleicht Obligationenpreise ↗
- **Portfolio-Allokation**: Eher tiefes Risiko → Sicherheit im Portfolio

▸ **Praxisempfehlung: Weiterhin im Portfolio behalten!**

❶ Obligationen: Renditebeitrag (3)

3 Hypothesen:

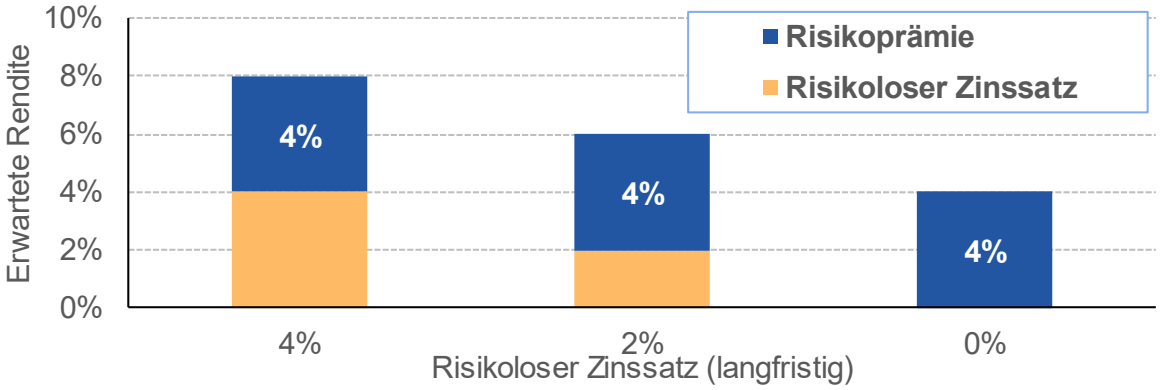
1. Obligationen
Renditebeitrag in den nächsten Jahren: sehr gering

2. Aktien
Da Aktienkurse ↗ ↗ in den letzten Jahren,
in Zukunft nicht noch weiter ↗

3. Volatilität
Da jetzt alle passiv investieren wollen, führt dies zu Herdenverhalten und höherer Volatilität.

❷ Aktien: Renditepotenzial

Zentrale Rolle der erwarteten Aktienrisikoprämie



Aktienrisikoprämie: **Erwartete Mehrrendite** gegenüber **risikolosen Anlage**.

Einsatz der erwarteten Risikoprämie:

- Strategie: Wie viele Aktien vs. Obligationen?
- Taktik: Aktien aufgrund eines positiven Signals von makroökonomischen Faktoren übergewichten?

❷ Aktien: Renditepotenzial

Eingehen von Risiken wird auch in Zukunft entschädigt!

- **Heute**: Investoren sind bereit, **mehr Risiken einzugehen**
  → **Risikoprämie** ist **tiefer…aber** immer noch positiv.

- Risiken eingehen: wird auch in Zukunft entschädigt!

- Aktienrisikoprämie (Aktien Welt)…

  … langfristiger Ø: **4.2%**

  … 2009 - 2017: über **7%**

❷ Aktien: Renditepotenzial

Fundamentalprognose (1)

- Zerlegung der Aktienrisikoprämie in verschiedene Komponenten:
- «Dividenden» + «Repricing»

$$R = D/P - \Delta S + i + g + \Delta PE$$

Aktienaus-schüttungs-rendite | Ertrags-Wachstum | Preis-anpassung

D/P	= Dividendenrendite
$-\Delta S$	= Aktienrückkauf
i	= Inflationsrate
g	= Reale Wachstumsrate der Erträge
$\Delta P/E$	= Veränderung des KGV

Verwendetes Modell: Grinold-Kroner

❷ Aktien: Renditepotenzial

Fundamentalprognose (2)

Modell mit Variablen

Konsensprognosen von >80 Finanzexperten

Schätzung der Experten für 2018 (1-jähriger Zeithorizont):
7% - 10% (!)

❷ Aktien: Renditepotenzial

Schätzung langfristige Aktienrisikoprämie

Übertreibung?	Untertreibung?	Realistisch
ca. 10%	0% (oder negativ)	4%
«Kein Grund weshalb das nicht so weitergehen soll.»	«Aktien sind zu teuer. Auch langfristig gibt's nichts mehr zu holen.»	«Eingehen von Risiken wird langfristig in einem angemessenen Rahmen entschädigt.»

- **Aktienrisikoprämie 4%** ist realistisch aber vermutlich auch die **Obergrenze**

▸ **Praxisempfehlung: Renditepotenzial einer ∅ PK-Strategie (40% Oblis, 30% Aktien, 30% Immos) rund 2%**
(Nicht 0% aber auch nicht 5%).

❷ Aktien: Renditepotenzial

3 Hypothesen:

1. Obligationen
Renditebeitrag in den nächsten Jahren: sehr gering

2. Aktien
Da Aktienkurse ↗ ↗ in den letzten Jahren,
in Zukunft nicht noch weiter ↗

3. Volatilität
Da jetzt alle passiv investieren wollen, führt dies zu Herdenverhalten und höherer Volatilität.

❸ Volatilität: Vergangenheit

Sehr geringe Volatilität in den letzten paar Jahren

- Makroökonomie: **stabil** (praktisch keine negativen Schocks)
- Zentralbanken: Höhere Transparenz und bessere **Kommunikation** als in den 90er Jahren → Märkte werden **«vorbereitet»**
- Fast nur **steigende Kurse** seit 2009

❸ Volatilität: Herdenverhalten passiver Investoren

Vergangenheit

Anteil passives Investieren:
von 8% auf **20%**

❸ Volatilität: Herdenverhalten passiver Investoren

Evidenz

«What Does Nevada's $35 Billion Fund Manager Do All Day? Nothing»

❸ Volatilität: Herdenverhalten passiver Investoren

Theorie: Gefährliche verstärkende Effekte durchs Nichts-Tun

Alle passiven Investoren (Indexierer) kaufen v.a. jene Aktien, die gestiegen sind (höhere Marktkapitalisierung)
→ **Gefährliche verstärkende Effekte**!?

❸ Volatilität: Herdenverhalten passiver Investoren

Free-Riders…

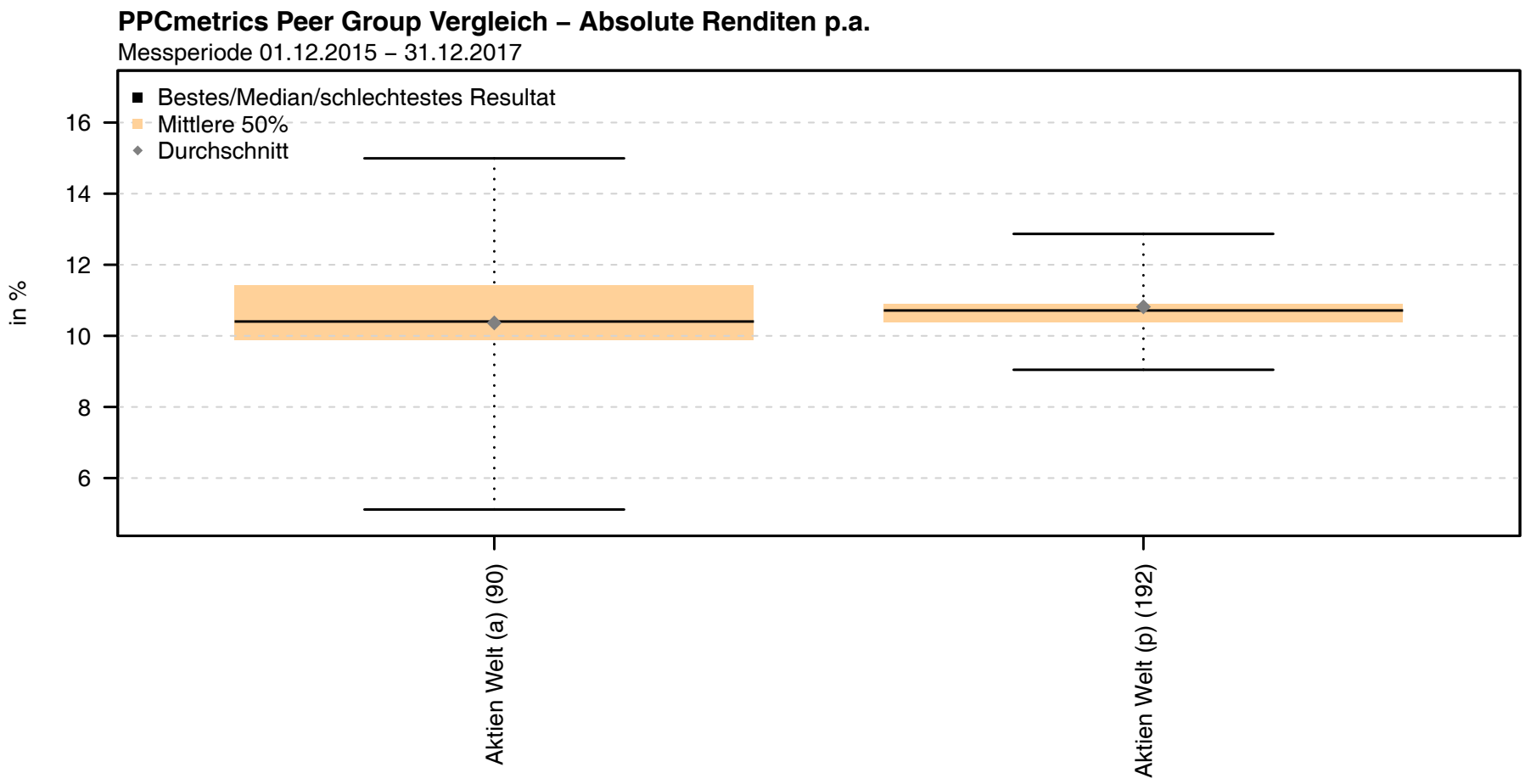
Informationsgehalt in Preisen ↓?

Blasenbildung durch Herdenverhalten?

Aktive Investoren sollten **Verhalten** der passiven Investoren antizipieren und **ausnutzen können**…

❸ Volatilität: Herdenverhalten passiver Investoren

So einfach ist es nicht…



Aber: Trotz Anstieg des Anteils Indexierer ist es **nicht** so, dass mehr **aktive Investoren besser** abschneiden als ein breiter Marktindex!

❸ Volatilität: Herdenverhalten passiver Investoren

Teilweise ist sogar das Gegenteil der Fall

- Empirische Resultate (BIS 2016):
  - Aktive Investoren: Ziehen oftmals in Stressperioden Gelder ab und wirken so destabilisierend (BIS 2016).
  - Passive Investoren wirken eher stabilisierend auf den Gesamtmarkt in Stressperioden!

- **Aktuell kein schädliches Herdenverhalten durch passive Investoren!**
- **Wettbewerb zwischen aktiven und passiven Asset Managern ist im Interesse der Investoren (Kosten)!**

❸ Volatilität: Herdenverhalten passiver Investoren

PPCmetrics

Auch bei höherem Anteil passiver Investoren kein Problem

Heute: 20%

Kein Problem!

Zukunft: vielleicht ca. 50%*!?

Vermutlich kein Problem!

* Schätzung (FuW, 28.12.2016)

❸ Volatilität: Zukunft

Sehr geringe Volatilität in den letzten paar Jahren

- Tiefe Volatilität sagt nichts über die Zukunft!
  Hohe oder tiefe Volatilität beschreibt einfach was gerade passiert – und nicht was uns erwartet.

- Seit 2009 fast nur steigende Kurse: Wenn dies aufhört (oder sich abschwächt) → Per se erhöht sich dann vermutlich auch die Volatilität → **Dies hat aber nichts mit passiven oder aktiven Investoren zu tun.**

❸ Volatilität: Zukunft

Regulierung und Grosswetterlage

- Viel entscheidender für Volatilität: **Regulierung** und **makroökonomische** Lage

- **Verschärfte Banken-Regulierung:**
  - Banken nehmen weniger Risiken in eigene Bücher
    → Sie reduzieren Market-Making und Ausnutzen von Arbitrage.
    → Beispiel: «Versagen» der gedeckten Zinsparität

- **Makroökonomische Lage:**
  - Nach wie vor hohe **Verschuldung** von Staaten und Haushalten
  - Eskalierender **Handelskonflikt**, Handelsungleichgewichte
  - …

❸ Volatilität: Zukunft

3 Hypothesen:

1. Obligationen
Renditebeitrag in den nächsten Jahren: sehr gering

2. Aktien
Da Aktienkurse ↗ ↗ in den letzten Jahren,
in Zukunft nicht noch weiter ↗

3. Volatilität
Da jetzt alle passiv investieren wollen, führt dies zu Herdenverhalten…
…und höherer Volatilität

Kontakt

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Telefon +41 22 704 03 11
Telefax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

PPCmetrics (www.ppcmetrics.ch) ist ein führender Schweizer Investment Consultant, Investment Controller, strategischer Anlageberater und Pensionskassenexperte. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren (beispielsweise vom Typ Pensionskasse, Vorsorgeeinrichtung, Personalvorsorgestiftung, Versorgungswerk, Versicherung, Krankenversicherung, Stiftung, NPO und Treasury-Abteilung) und Privatanleger (beispielsweise Privatkunden, Family Offices, Familienstiftungen oder UHNWI - Ultra High Net Worth Individuals). Unsere Dienstleistungen umfassen das Investment Consulting und die Anlageberatung sowie die Definition einer Anlagestrategie (Asset Liability Management - ALM), die Portfolioanalyse, die Asset Allocation, die Entwicklung eines Anlagereglements, die juristische Beratung (Legal Consulting), die Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection), die Durchführung öffentlicher Ausschreibungen, das Investment Controlling, die aktuarielle und versicherungstechnische Beratung und die Tätigkeit als Pensionskassenexperte.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Artikel / Beiträge

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

Videos

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

Tagungen

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

Webseite