



PPCmetrics AG  
Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research. [www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)





## **Research Paper Nr. 1 / 2016**

### **Anlagestrategien im Jahr 2015**

Während das Jahr 2014 ein sehr positives Anlagejahr für institutionelle Investoren war (Renditen der Musterstrategien zwischen 9.0% und 13.4%), waren sowohl die Renditen von Aktien als auch von Obligationen im Jahr 2015 nahe bei null. Somit lagen die Anlageergebnisse der aufgezeigten Musterstrategien sehr nahe beieinander. Die Strategie mit einer Aktienquote von 50% erzielte mit 2.3% die höchste Rendite, während die Strategie mit einer Aktienquote von 15% mit 1.8% die tiefste Rendite erzielte. Das Anlagejahr 2015 wurde insbesondere durch die Aufhebung des Mindestkurses und der daraus resultierenden Aufwertung des CHF geprägt. Der USD wertete sich im Verlaufe des Jahres stark auf, der EUR notiert am Ende des Jahres jedoch deutlich unter dem Vorjahreswert. Während in der Schweiz aufgrund der erneuten Zinssenkung das Eingehen von Zinsrisiken mit höheren Anlagerenditen entschädigt wurde, war dieser Effekt für Obligationen FW aufgrund der unterschiedlichen Zinsentwicklung im Ausland weniger deutlich. Die Anleihen und Aktien von Schwellenländern entwickelten sich weniger gut als jene von Industrieländern. Im weltweiten Aktienmarkt und insbesondere in der Schweiz konnten Small Caps eine Outperformance gegenüber grosskapitalisierten Titeln erzielen. Alternative Anlagen (insbesondere Commodities) schnitten eher unterdurchschnittlich ab.

Die PPCmetrics AG ([www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen, etc.) und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset und Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allokation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Experte tätig.

## 1. Einleitung

In diesem Research Paper gehen wir der Frage nach, welche Renditen verschiedene Anlagestrategien bzw. verschiedene Anlagekategorien im Jahr 2015 erzielt haben und welche Anlageentscheide sich demzufolge ausbezahlt haben.

Die hohe Bedeutung der Anlagestrategie, das heisst die Wahl und die Gewichtung der Anlagekategorien, für den Anlageerfolg wurde bereits Ende der 80er Jahre dokumentiert<sup>1</sup>. Die Studie von Brinson, Hood, Beebower (1986) mit Daten von rund 90 US Pensionskassen ergab, dass im Zeitraum von 1974 - 1983 über 90% der Portfoliorisiken durch die Strategie erklärt werden konnten. Spätere Untersuchungen sowie unsere Analyse (siehe PPCmetrics Research Paper 3/2014) bestätigen die hohe Bedeutung der Wahl der Strategie auf das Anlageresultat:

### Studien zum Einfluss der Anlagestrategie

| Studie                           | Datensatz und Zeitperiode                 | Einfluss der Anlagestrategie auf das Portfolio |            |
|----------------------------------|---|--|------------|
|                                  |   | Rendite*                                       | Risiko**   |
| Brinson, Hood, Beebower (1986)   | 91 US Pensionskassen (1974 - 1983)        | 112%   | 94%        |
| Brinson, Singer, Beebower (1991) | 82 US Pensionskassen (1978 - 1987)        | 101%   | 92%        |
| Ibbotson, Kaplan (2000)          | 58 US Pensionskassen (1993 - 1997)        | 99%  | 88%        |
|                                  | 94 US Anlagefonds (1988 - 1998)           | 104%   | 81%        |
| Vanguard (2003)                  | 420 US Anlagefonds (1962 - 2001)          | 114%   | 77%        |
| Drobetz, Köhler (2002)           | 51 CH/D Anlagefonds (min. 1995 - 2001)    | 134%   | 83%        |
| <b>PPCmetrics (2014)</b>         | <b>44 CH Pensionskassen (2011 - 2014)</b> | <b>102%</b>                                    | <b>96%</b> |

\*Strategierendite geteilt durch Portfoliorendite nach Kosten, \*\*R-Quadrat (Bestimmtheitsmass) einer Regression der Portfoliorenditen gegen die Strategierenditen.

Im nächsten Abschnitt werden Anlagekategorien definiert und Musterportfolios erstellt und verglichen. Im Anschluss daran werden verschiedene Anlageentscheide innerhalb der Anlagekategorien untersucht.

---

<sup>1</sup> Brinson, Hood, Beebower (1986)

## 2. Verschiedene Anlagestrategien im Jahr 2015

### 2.1. Anlagekategorien

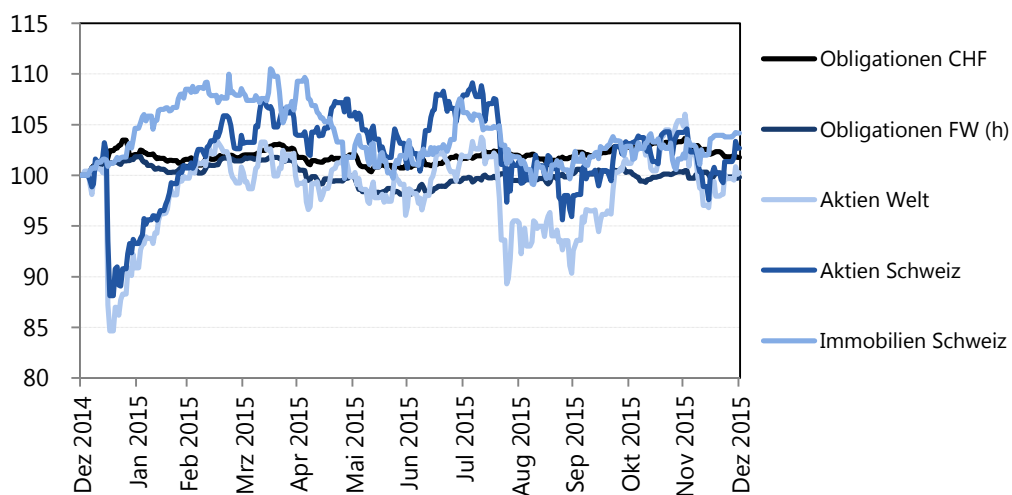
Für den Vergleich stützen wir uns auf gängige Marktindizes ab, d.h. breit diversifizierte Portfolios auf Basis häufig gehandelter Titel und zusammengesetzt entsprechend der Marktkapitalisierung. Damit wird eine grösstmögliche Vergleichbarkeit der Renditen von Anlagekategorien gewährleistet. Die einzelnen Anlagekategorien werden wie folgt abgebildet:

- Der [SBI AAA-BBB Index](#) deckt den Schweizer Obligationenmarkt (Investment Grade) ab und umfasst Obligationen mit einem Emissionsvolumen von rund CHF 470 Mrd., davon ca. CHF 90 Mrd. Eidgenossen und CHF 155 Mrd. Schuldner mit Sitz im Ausland.
- Der [Citigroup World Government Bond Index](#) umfasst Staatsanleihen aus 23 Ländern, welche nach Grösse, Kreditrating (Aufnahme: A-/A3 bei S&P oder Moody's; Ausschluss: Unter BBB-, S&P und Baa3, Moody's) und ausreichendem Marktzugang für Investoren ausgewählt werden. Der Index hat ein Emissionsvolumen von mehr als CHF 20'000 Mrd.
- Die [SPI-Indexfamilie](#) beinhaltet Aktien, welche an der SIX Swiss Exchange kotiert sind. Firmen mit einem geringen Anteil frei gehandelter Aktien sowie Investmentgesellschaften werden ausgeschlossen. Der Gesamtindex umfasst 207 Aktien mit einer Marktkapitalisierung von über CHF 1'250 Mrd. Es bestehen diverse Subindizes.
- Die globale [MSCI Indexfamilie](#) beinhaltet Aktien von 69 Ländern, davon gehören 23 zu den „Developed Markets“, 23 zu „Emerging Markets“ und 23 zu „Frontier Markets“. Der breiteste Index hat ca. 14'000 Titel. Der am häufigsten verwendete „MSCI World Index“, welcher nur Developed Markets beinhaltet, umfasst rund 1'600 Titel (Marktkapitalisierung über CHF 22'000 Mrd.) und deckt pro Land ca. 85% der Marktkapitalisierung ab. Es bestehen zahlreiche Subindizes.
- Der [SXI Real Estate Funds Index](#) enthält alle an der SIX Swiss Exchange kotierten Immobilienfonds, welche zu mindestens 75% in Schweizer Immobilien investiert sind. Die aktuell 29 Fonds im Index weisen eine Marktkapitalisierung von insgesamt rund CHF 33 Mrd. auf.

## 2.2. Musterstrategien und Resultate

Das Anlagejahr 2015 war insbesondere geprägt von starken Währungsverlusten bei Aktien Welt und Kursverlusten bei Aktien Schweiz unmittelbar nach der Aufhebung des Mindestkurses. Über das ganze Jahr gesehen rentierten Aktien Schweiz besser als Aktien Welt, jedoch war die Jahresperformance der Aktien im Jahr 2015 insgesamt unterdurchschnittlich. Bei den Nominalwerten schnitten Obligationen CHF besser ab als Obligationen FW. Die höchste Jahresrendite konnten die Immobilien Schweiz (börsenkotierte Immobilienfonds in der Schweiz) erzielen.

### Indexierte Entwicklung der Anlagekategorien (31.12.2014 = 100)



Der Zusatz „(h)“ steht für währungsgesicherter Index in CHF; Datenquelle: Bloomberg

Die untersuchten Musterstrategien umfassen zwischen 22.5% und 70.0% Sachwertanlagen (Aktien und Immobilien) und einen 15- bis 50-prozentigen Aktienanteil. Für die Berechnung der Jahresrendite 2015 werden die Portfolioanteile monatlich auf den Zielwert zurückgeführt. Dabei anfallende Transaktionskosten werden nicht berücksichtigt. Die verschiedenen Anlagestrategien mit der entsprechenden Rendite für das Jahr 2015 sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

### Musterstrategien

| Kategorie                 | Marktindex            | Anlagestrategie |             |             |             |             |             |
|---------------------------|-----------------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                           |                       | A               | B           | C           | D           | E           | F           |
| Obligationen CHF          | SBI AAA - BBB TR      | 62.5%           | 55.0%       | 47.5%       | 40.0%       | 32.5%       | 25.0%       |
| Obligationen FW (h)       | Citigroup WGBI (h)    | 15.0%           | 12.5%       | 10.0%       | 7.5%        | 5.0%        | 5.0%        |
| Aktien Schweiz            | SPI Index             | 5.0%            | 7.5%        | 10.0%       | 12.5%       | 15.0%       | 15.0%       |
| Aktien Welt               | MSCI World DC (Gross) | 10.0%           | 15.0%       | 20.0%       | 25.0%       | 30.0%       | 35.0%       |
| Immobilien Schweiz        | SXI Real Estate Funds | 7.5%            | 10.0%       | 12.5%       | 15.0%       | 17.5%       | 20.0%       |
| Summe                     |                       | 100.0%          | 100.0%      | 100.0%      | 100.0%      | 100.0%      | 100.0%      |
| <b>Jahresrendite 2015</b> |                       | <b>1.8%</b>     | <b>2.0%</b> | <b>2.1%</b> | <b>2.2%</b> | <b>2.3%</b> | <b>2.3%</b> |

Der Zusatz „(h)“ steht für währungsgesicherter Index in CHF, Berechnungen: PPCmetrics; Datenquelle: Bloomberg

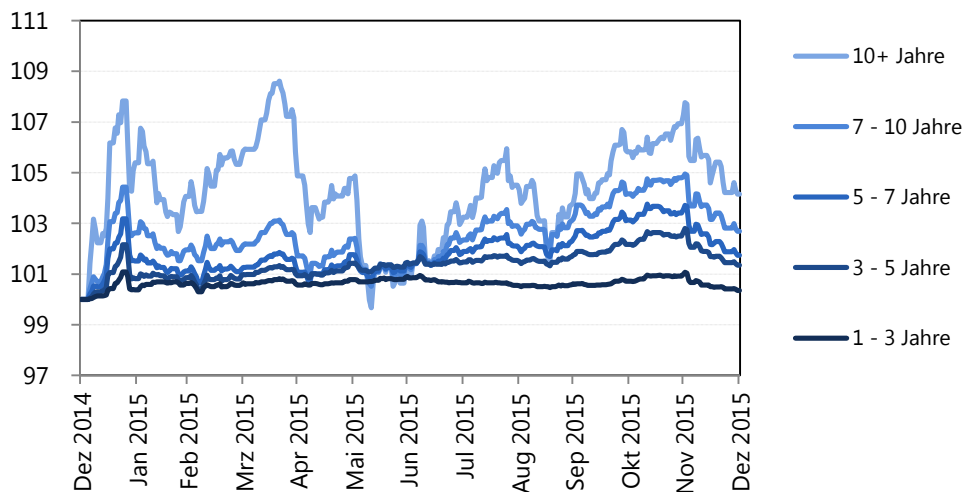
Für jede der aufgeführten Anlagekategorien gibt es weitere Anlageentscheide, wie beispielsweise die Laufzeitenallokation, Investitionen in Small Caps, illiquide/nicht kotierte Anlagen oder weitere Anlagesegmente wie Emerging Markets oder Alternative Anlagen. Diese werden nachfolgend betrachtet.

### 3. Bedeutende Anlageentscheide im Jahr 2015

#### 3.1. Steuerung der Zinsrisiken (Duration)

Die Zinsen von Schweizer Staatsanleihen (Bundesobligationen Eidgenossenschaft, Kassazinssatz) mit einer Laufzeit von 10 Jahren sind im Jahresverlauf 2015 von 0.38% auf -0.04% gefallen. Dieser Zinsrückgang von 0.42%-Punkten führte zu höheren Anlagerenditen von Obligationen mit langer Laufzeit im Vergleich zu Obligationen mit kurzer Laufzeit. Dies zeigt sich deutlich an den Renditen der SBI Laufzeitensegmente.

##### Indexierte Entwicklung der SBI Laufzeitensegmente (31.12.2014 = 100)



Indexierte Entwicklung der SBI AAA Laufzeitensegmente; Datenquelle: Bloomberg

Nachdem die Schweizerische Nationalbank (SNB) bereits im Jahr 2014 Negativzinsen auf den Girokonten einführte, folgte im Januar 2015 eine weitere Zinssenkung von -0.25% um 0.5%-Punkte auf -0.75%. Institutionelle Investoren wie z.B. Pensionskassen oder gemeinnützige Stiftungen legen ihre liquiden Mittel im Gegensatz zu Banken nicht direkt bei der Schweizerischen Nationalbank an und sind somit zwar nicht unmittelbar von den negativen Zinsen betroffen, jedoch können die Negativzinsen an die Kontoinhaber weitergegeben werden. Einige Finanzinstitute haben im Verlaufe des Jahres ihre Praxis bezüglich Negativzinsen verschärft, indem sie ihrerseits Freibeträge, auf denen keine Negativzinsen erhoben werden, gesenkt haben oder Kundenguthaben auf mehreren Konten neu konsolidiert betrachten. Indem institutionelle Investoren ihre Liquidität auf Konten verschiedener Banken verteilten, konnten sie

eine direkte Belastung durch die Negativzinsen grösstenteils vermeiden. Jedoch führen die weiterhin negativen Renditen von kurzfristigen Staatsanleihen zu hohen Opportunitätskosten bei der kurzfristigen Anlage von liquiden Mitteln.

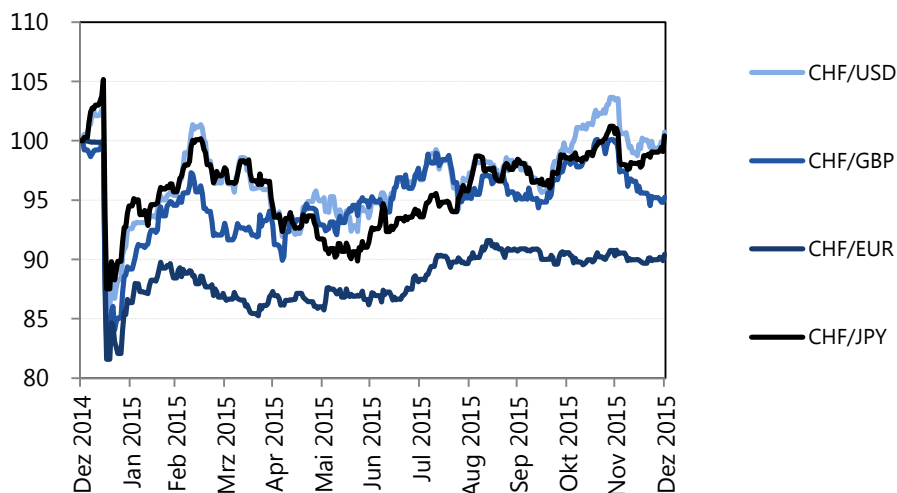
**Fazit: Das Eingehen von Zinsrisiken (Halten von Anleihen mit hoher Duration) wurde auch im Jahr 2015 mit höheren Anlagerenditen belohnt. Institutionelle Investoren mussten zwar selten Negativzinsen bezahlen, das weiterhin sehr tiefe Zinsniveau stellt institutionelle Investoren jedoch weiterhin vor grosse Probleme.**



### 3.2. Absicherung der Währungsrisiken

Die Wechselkurse geben an, wie viele Schweizer Franken für eine Basiseinheit in Fremdwährungen bezahlt werden müssen. Eine positive Währungsrendite bedeutet, dass eine ungesicherte Fremdwährungsposition aus Sicht eines Schweizer Anlegers aufgrund der Wechselkursentwicklung an Wert gewonnen hat. Aufgrund der überraschenden Aufhebung des Mindestkurses durch die SNB am 15. Januar 2015 wertete sich der Schweizer Franken gegenüber allen Währungen innert kürzester Zeit extrem stark auf. Der USD sowie der JPY wurden im Verlaufe des Jahres jedoch stärker gegenüber dem Schweizer Franken und haben sich über das ganze Jahr gesehen sogar leicht aufgewertet. Das GBP und insbesondere der EUR notieren Ende 2015 jedoch deutlich unter dem Vorjahreswert.

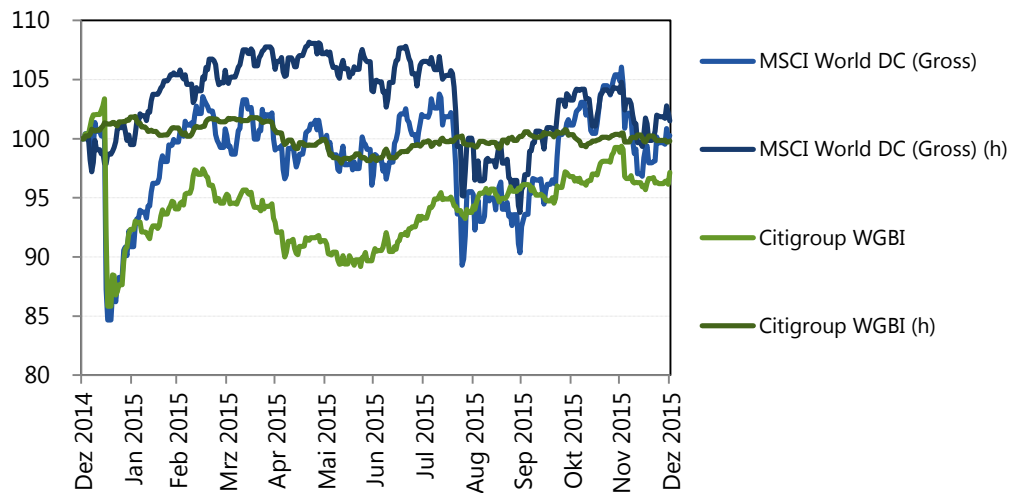
#### Indexierte Entwicklung der Währungskurse (31.12.2014 = 100)



Indexierte Entwicklung der WM/Reuters Kurse, Datenquelle: Bloomberg

Die Währungsabsicherung verfolgt typischerweise das Ziel, das Portfoliorisiko über mehrere Jahre ohne signifikante Renditeeinbußen zu reduzieren. **Im Jahr 2015 bewirkte eine Währungsabsicherung in CHF von globalen Indizes sowohl bei den Obligationen als auch bei den Aktien einen positiven Renditeeffekt**, wie die Darstellung auf der nächsten Seite zeigt.

**Indexierte Entwicklung der Obligationen und Aktien (31.12.2014 = 100)**



Der Zusatz „(h)“ steht für währungsgesicherte Indizes in CHF, der Zusatz „DC“ für Industrieländer (Developed Countries);  
Datenquelle: Bloomberg

**Das Eingehen von Währungsrisiken wurde im Jahr 2015 insgesamt mit einer negativen Rendite entschädigt, insbesondere beim EUR. Durch eine Währungsabsicherung – deren erstes Ziel die Risikoreduktion ist – konnten starke Schwankungen und (zum Teil temporäre) Verluste aufgrund der Aufhebung des Mindestkurses vermieden werden.**

### 3.3. Eingehen von Kreditrisiken

Das Kreditrisiko bezeichnet das Risiko, welches darin besteht, dass der Emittent seinen Zahlungsverpflichtungen gar oder teilweise nicht nachkommt. Investoren erwarten eine Zusatzrendite für das Halten von Anleihen mit Kredit- resp. Ausfallrisiko gegenüber vergleichbaren Anleihen ohne Ausfallrisiko.

In der folgenden Tabelle sind der Barclays Global Aggregate Bond Index sowie verschiedene Subindizes aufgeführt. Aus Sicht eines Schweizer Anlegers erzielten nach Absicherung des Währungsrisikos fast alle Segmente negative Renditen. Einzig Investitionen in Anlagen in JPY konnten eine positive Rendite erzielen.

#### Analyse des Barclays Global Aggregate Bond Index

| Segment                                 | Jahresrendite 2015 | Excess Return 2015 |
|---|--------------------|--------------------|
| <b>U.S. Treasuries</b>                  | <b>-0.80%</b>      | <b>0.00%</b>       |
| Global Aggregate                        | -0.52%             | -0.05%             |
| Global Aggregate - United States Dollar | -0.99%             | -0.49%             |
| Global Aggregate - European Euro        | -0.15%             | 0.62%              |
| Global Aggregate - Japanese Yen         | 0.16%              | -0.03%             |
| Global Aggregate - Pounds Sterling      | -1.94%             | -0.10%             |
| Global Aggregate - Aaa                  | -0.45%             | -0.01%             |
| Global Aggregate - Aa                   | -0.67%             | 0.01%              |
| Global Aggregate - A                    | -0.21%             | -0.10%             |
| Global Aggregate - Baa                  | -1.10%             | -0.26%             |
| Global Aggregate - Treasuries           | -0.15%             | 0.35%              |
| Global Aggregate: Government-Related    | -0.80%             | -0.40%             |
| Global Aggregate - Corporate            | -1.80%             | -1.13%             |
| Global Aggregate - Securitized          | -0.10%             | -0.04%             |

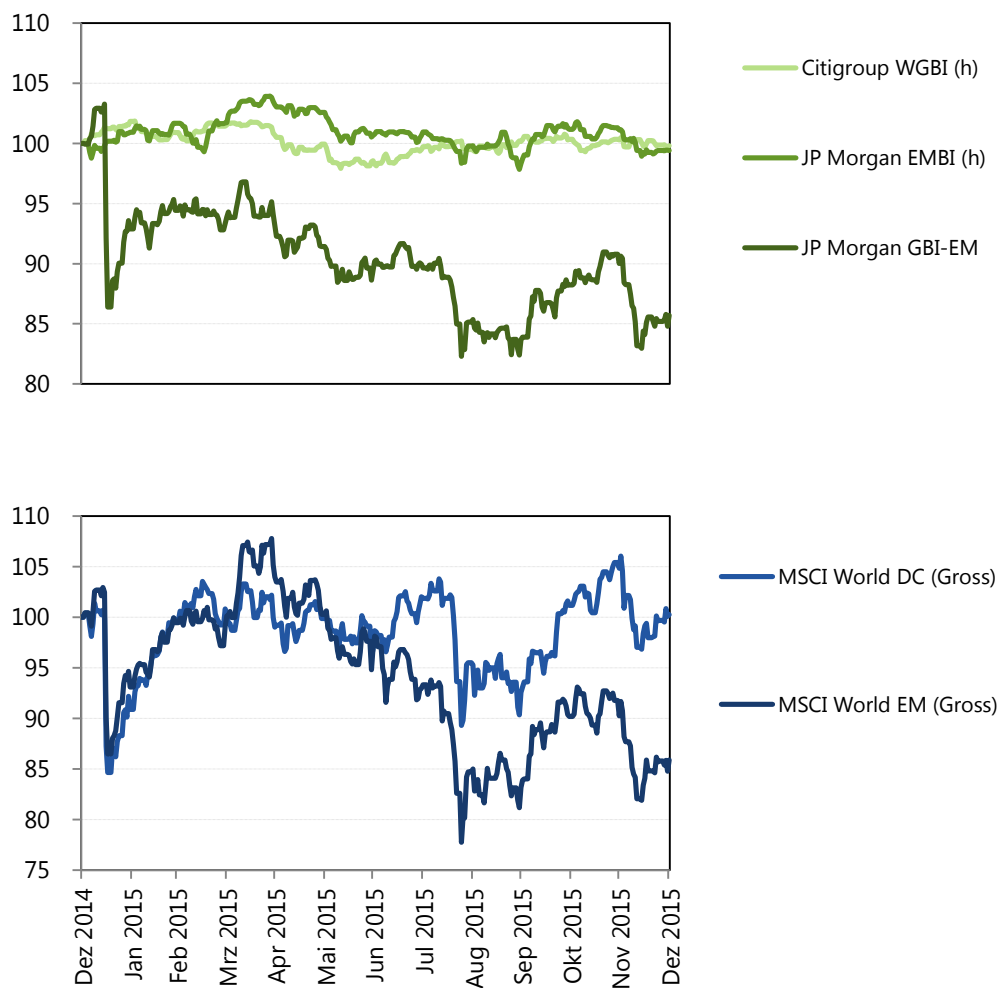
Die Renditen sind währungsgesichert in CHF, der „Excess Return“ ist die Mehrrendite gegenüber US Treasuries, wobei die Duration derjenigen der US Treasuries angeglichen wird; Datenquelle: Barclays Capital

Korrigiert um Währungs- und Zinsrisiken (Duration) konnten mit Investitionen in US Treasuries verglichen mit den anderen Segmenten hohe Renditen erzielt werden. Das heisst, dass Anlagen in anderen Währungen, Segmenten und Kreditqualitäten mehrheitlich eine risikokorrigierte Underperformance gegenüber US Treasuries verzeichneten („Excess Return 2015“). Einzig Anlagen in EUR und globalen Treasuries sowie in globalen Anleihen mit Aa-Rating konnten eine risikoadjustierte Outperformance gegenüber US Treasuries erzielen. **Kreditrisiken wurden im Jahr 2015 nicht mit einer Mehrrendite gegenüber US Staatsanleihen entschädigt. Anlagen in USD, Anlagen von Schuldner mit geringerer Bonität sowie Corporate Bonds erzielten die höchste Minderrendite.**

### 3.4. Investition in Emerging Markets („EmMa“)

Die **Anleihen** von Schwellenländern, die in USD und EUR emittiert wurden („Hard Currency“, JP Morgan EMBI) entwickelten sich ähnlich wie Anleihen von entwickelten Ländern. Im Gegensatz dazu schnitten Anleihen aus Schwellenländern in Lokalwährung („Local Currency“, JP Morgan GBI-EM) deutlich schlechter ab. **Aktien** aus Schwellenländern („Emerging Markets“, EM) erzielten wie schon im Vorjahr deutlich tiefere Renditen als Aktien aus Industrieländern („Developed Countries“, DC).

#### Indexierte Entwicklung der Obligationen und Aktien in Schwellenländern (31.12.2014 = 100)

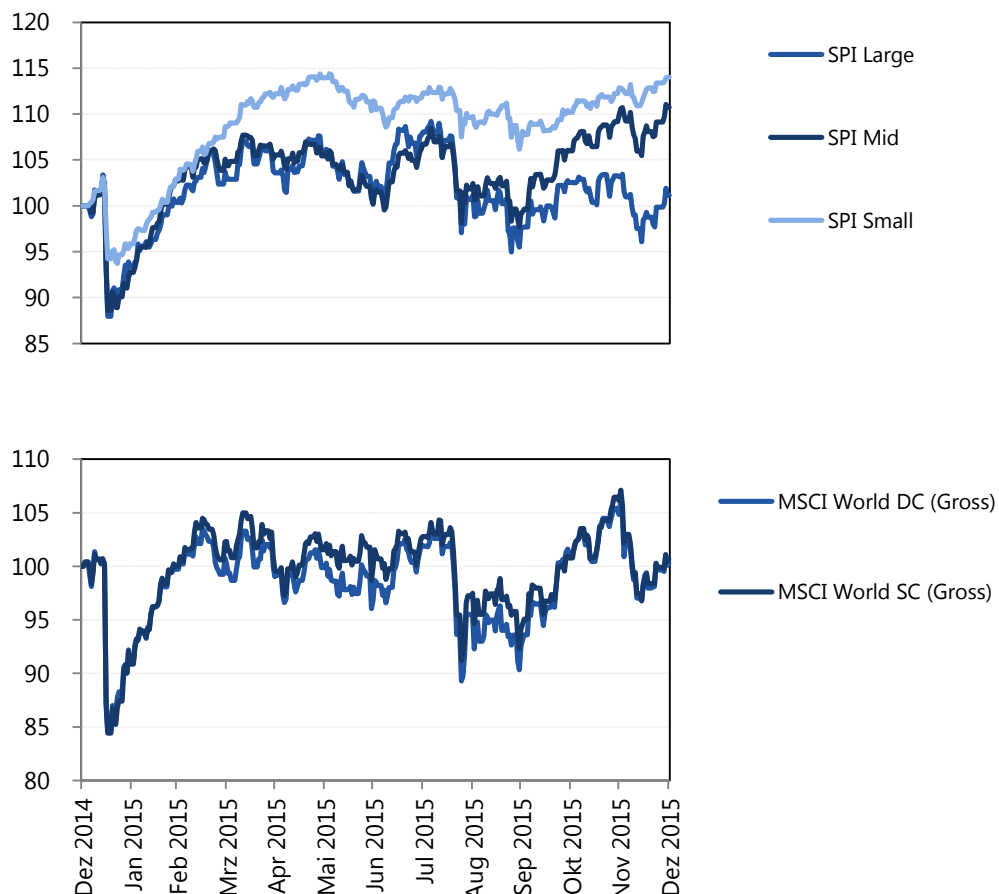


Der Zusatz (h) steht für währungsgesicherte Indizes in CHF; der JP Morgan EMBI Index umfasst Staatsanleihen von Emerging Markets, die in USD und EUR emittiert werden; der JP Morgan GBI-EM Index umfasst Staatsanleihen in lokaler Währung; der MSCI World DC Index umfasst Industrieländer, der MSCI World EM Index Schwellenländer; Datenquelle: Bloomberg

### 3.5. Investition in kleinere Unternehmungen („Small Caps“)

Durch Investitionen in kleinkapitalisierte Unternehmen („Small Caps“) konnte in verschiedenen Zeitperioden in der Vergangenheit gegenüber grosskapitalisierten Unternehmen („Large Caps“) eine Mehrrendite erwirtschaftet werden. Obwohl die Zusatzrendite über sehr lange Zeitperioden statistisch eindeutig positiv ist, können Small Caps dennoch längere Perioden mit einer Underperformance gegenüber Large Caps aufweisen. So betrug z.B. zwischen 1981 und 2000 die kumulierte Rendite von Small Caps gegenüber Large Caps -26%-Punkte. Mehr zu den historischen Anlageeigenschaften finden Sie im PPCmetrics Research Paper Nr. 2/2013. **Eine Beimischung von Small Caps wurde im Jahr 2015 für Aktien Welt mit einer kleinen Zusatzrendite entschädigt. In der Schweiz erzielten Small Caps deutlich höhere Renditen als Large Caps.**

Indexierte Entwicklung der Anlagen in Small Caps Schweiz und Ausland (31.12.2014 = 100)



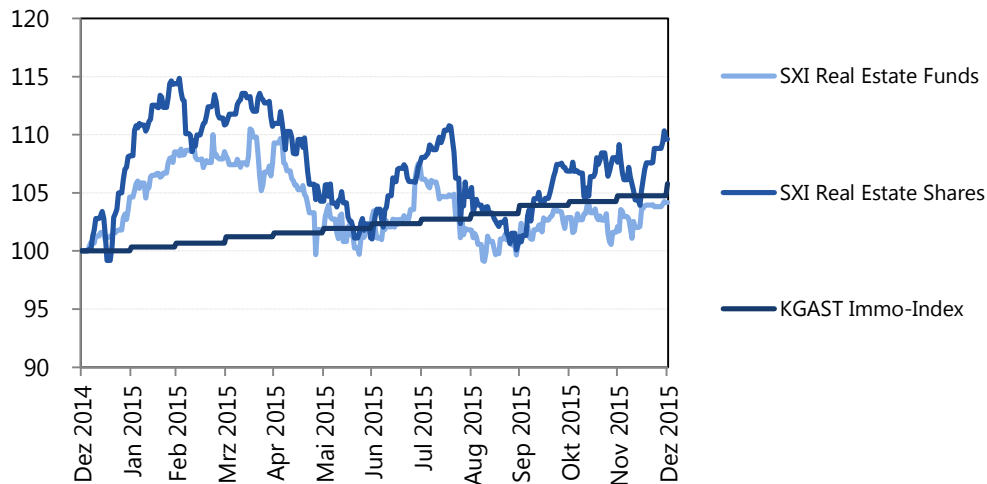
Der MSCI World DC Index umfasst Large- und Mid Caps, der MSCI World SC Index umfasst Small Caps; Datenquelle: Bloomberg, SIX Swiss Exchange



### 3.6. Umsetzung der Schweizer Immobilienanlagen

Die verschiedenen Indizes für den Schweizer Immobilienmarkt entwickelten sich im Jahr 2015 relativ ähnlich. **Die Renditen börsenkotierter Immobilien Aktien waren höher als diejenigen von börsenkotierten Immobilien-Fonds und nicht kotierten Immobilienanlagen.**

Indexierte Entwicklung der Immobilienanlagen in der Schweiz (31.12.2014 = 100)



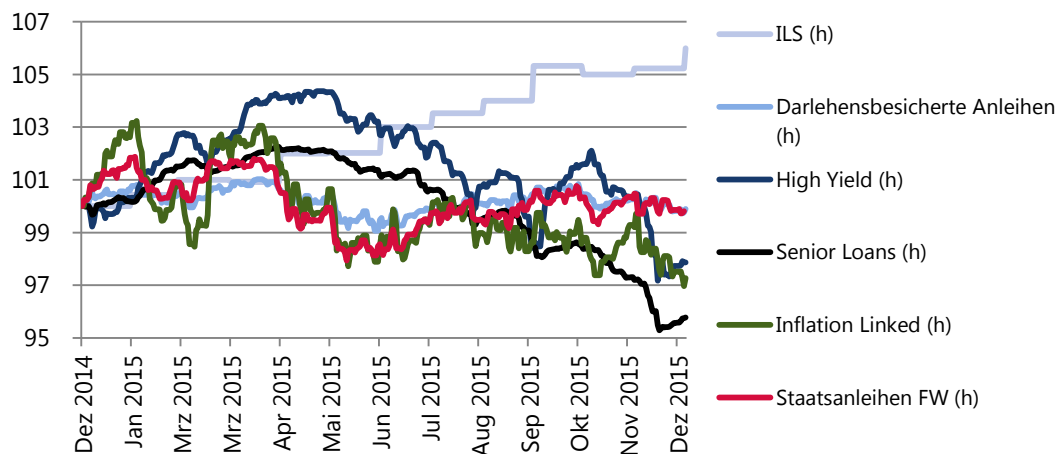
Der „SXI Real Estate Funds“ Index umfasst alle an der Schweizer Börse SXI kotierten Immobilienfonds, der „SXI Real Estate Shares“ Index alle Immobilien-Beteiligungsgesellschaften und der KGAST Immo-Index die Immobilien-Anlagegruppen der Mitglieder im KGAST Verband (KGAST = Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen). Datenquelle: Bloomberg, KGAST

Die Preisfindung bei börsenkotierten Immobilienanlagen erfolgt an jedem Handelstag durch den Markt („mark-to-market“). Der Preis der Liegenschaften im Direktbesitz bzw. von Immobilien Anlagestiftungen wird anhand eines Modells ermittelt („mark-to-model“). Die Bewertung erfolgt i.d.R. jährlich durch unabhängige Schätzer. Aufgrund der unterschiedlichen Bewertungsansätze sind Anlagerenditen (bzw. alle Kennzahlen in Relation zum Immobilienvermögen) grundsätzlich mit Vorsicht zu interpretieren, insbesondere wenn sie sich über einen kürzeren Zeitraum erstrecken.

### 3.7. Einsatz von Alternativen Anlagen

Die Anlageziele, welche mit einem Einsatz von Alternativen Anlagen verfolgt werden, sind unterschiedlich. Anlegern steht zudem eine umfangreiche Palette an verschiedenen Produkten zur Verfügung, sodass die gezeigten Vergleiche keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben können. Hinzu kommt, dass die Anlageresultate stark von der konkreten Umsetzung abhängig sind und sich nur ungenau durch Indizes abbilden lassen. **Der Einsatz von Alternativen Anlagen im Jahr 2015 lässt sich durch einen Vergleich von Indizes nicht abschliessend beurteilen. Verglichen mit klassischen Anlagen (Staatsanleihen und Aktien) war die Performance jedoch eher unterdurchschnittlich.**

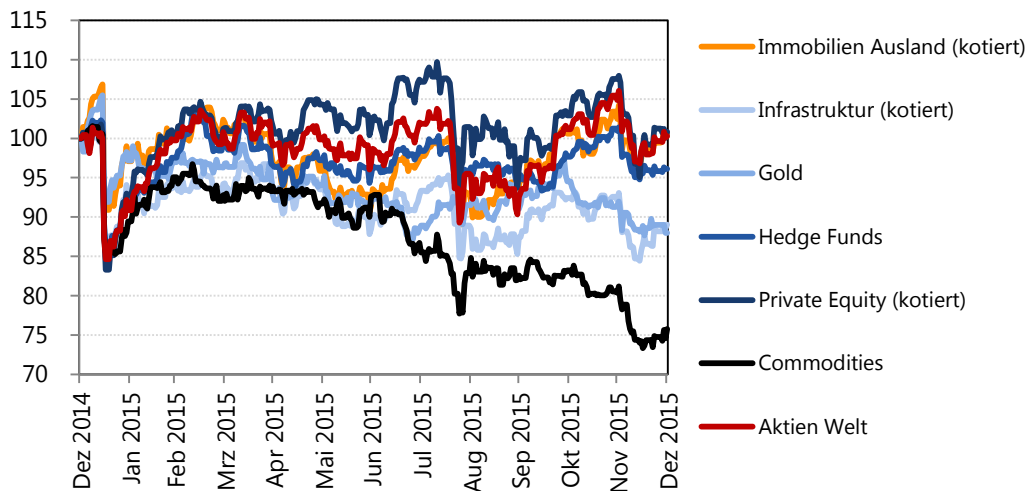
#### Indexierte Entwicklung der Alternativen Anlagen, Nominalwerte (31.12.2014 = 100)



Die Anlagekategorien werden durch die folgenden Marktindizes abgebildet (Bloomberg Ticker in Klammern): ILS – Swiss Re CAT Bond Index (SRGLTRR Index CHF hedged), Darlehensbesicherte Anleihen – Barclays Global Aggregate Securitized (Barclays Live), High Yield – Barclays Global High Yield Index (LG30TRCH), Senior Loans – S&P/LSTAL 100 Index (SPBDLLFH), Inflation Linked – Barclays World Inflation Linked (BCIW1H); der Zusatz „(h)“ steht für währungsgesicherte Indizes in CHF; Datenquelle: Bloomberg

**Alternative Anlagen im Bereich der Nominalwerte erwirtschafteten mit Ausnahme von Insurance Linked Securities (ILS) keine höhere Rendite als Staatsanleihen (Citigroup WGBI Index CHF hedged).** Zum Vergleich sind auch die Inflation Linked Bonds aufgeführt.

### Indexierte Entwicklung der Alternativen Anlagen, Sachwerte (31.12.2014 = 100)



Die Anlagekategorien werden durch die folgenden Marktindizes abgebildet (Bloomberg Ticker in Klammern): Private Equity – LPX50 Private Equity Index (LPX50TC), Infrastruktur – Macquarie Global Infrastructure Index (MCGIIDDIT), Hedge Funds – HFRX Global Hedge Fund Index (HFRXGL), Immobilien Ausland – FTSE/EPRA NAREIT Global Index (RUGL), Commodities – Bloomberg Commodity Index (DJUBSTR), Gold – London Gold Market Fixing (GOLDLNPM); Datenquelle: Bloomberg

**Alternative Anlagen, welche überwiegend aus Sachwerten bestehen, erwirtschafteten im Jahr 2015 eine geringere Rendite als der breite Aktienmarkt. Einzig Immobilien und Private Equity erzielten ähnlich hohe Renditen wie Aktien Welt.**

In der obigen Grafik sticht insbesondere die stark negative Rendite der Commodities heraus. Nach dem starken Kursrückgang im Vorjahr wurde von vielen Investoren eine Erholung der Rohstoffpreise im Jahr 2015 erwartet. Diese Erwartungen wurden jedoch nicht erfüllt; im Gegenteil, die Preise für Commodities fielen auch 2015 stark.

Der starke Fall des Ölpreises über die letzten Jahre aufgrund des „Fracking-Booms“ in den USA sowie aufgrund der rekordhohen Vorräte der Opec-Staaten ist bestens bekannt. Jedoch ist es keineswegs so, dass die gängigen Rohstoff-Indizes nur aufgrund des gesunkenen Ölpreises stark gefallen sind. Auch die Preise anderer Rohstoffe sanken über die letzten Jahre zum Teil sehr deutlich. Dies zeigt die Analyse der verschiedenen Sub-Indizes, die in dem von uns analysierten Bloomberg Commodity Index enthalten sind. Im Jahr 2015 setzte sich der Index wie folgt zusammen.

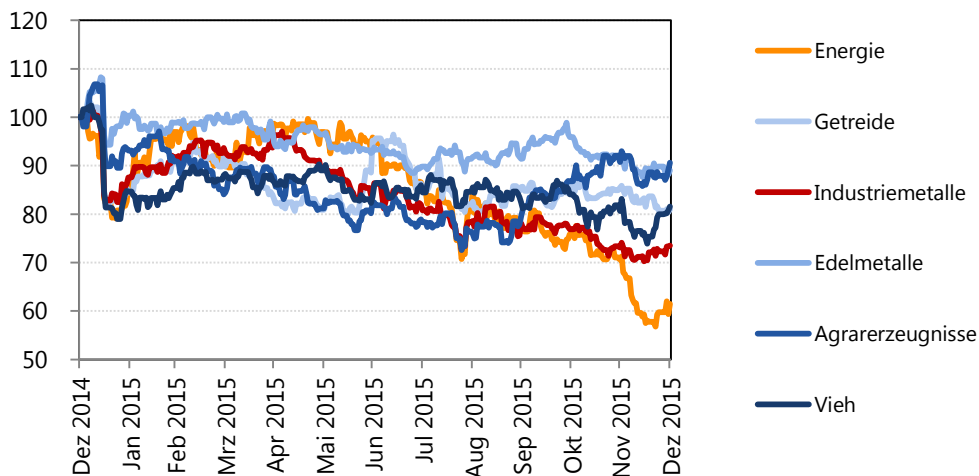
### Gewichtung der Sub-Indizes im Bloomberg Commodity Index im Jahr 2015

| Sub-Index        | Rohstoffe (Auswahl)        | Anteil | Rendite 2015 (1 Jahr) | Rendite 2012 - 2015 (3 Jahre) |
|------------------|----------------------------|--------|-----------------------|-------------------------------|
| Energie          | Gas, Öl, Diesel            | 31%    | -39%                  | -57%                          |
| Getreide         | Korn, Sojabohnen, Getreide | 23%    | -19%                  | -34%                          |
| Industriemetalle | Kupfer, Aluminium, Zink    | 17%    | -26%                  | -36%                          |
| Edelmetalle      | Gold, Silber               | 16%    | -11%                  | -38%                          |
| Agrarerzeugnisse | Zucker, Kaffee, Baumwolle  | 8%     | -9%                   | -26%                          |
| Vieh             | Lebendvieh, Magerschweine  | 5%     | -18%                  | -5%                           |

Der Anteil bezieht sich auf den von Bloomberg angegebenen Zielanteil für das Jahr 2015. Die Gewichtung wird aufgrund der wirtschaftlichen Bedeutung sowie anhand von Liquiditätskriterien vorgenommen; Datenquelle: Bloomberg

Der Zerfall der Rohstoffpreise ist über fast alle Kategorien feststellbar und hat für jede Rohstoffgruppe unterschiedliche Ursachen. Für die tieferen Industriemetallpreise wird hauptsächlich das verlangsamte Wirtschaftswachstum in China und die dadurch tiefere Nachfrage nach Metallen verantwortlich gemacht. Bei den Nahrungsmitteln (Getreide, Agrarerzeugnisse und Vieh) ist der Preisrückgang durch ein höheres Angebot zu begründen und die Edelmetalle verloren durch die geringere Nachfrage der Industrie zum Teil deutlich an Wert. Die sehr tiefe Inflation in verschiedenen westlichen Ländern führt zudem zu einer tieferen Nachfrage nach Edelmetallen, da diese von Investoren oft als Schutz gegen eine hohe Inflation gekauft werden.

### Indexierte Entwicklung der Commodity Sub-Indizes (31.12.2014 = 100)



Die Grafik zeigt die Performance im Jahr 2015 von verschiedenen Sub-Indizes des Bloomberg Commodity Index; Datenquelle: Bloomberg

## 4. Fazit

Während das Jahr 2014 noch geprägt war von hohen Renditen bei den Obligationen und insbesondere bei den Aktien, warf im Jahr 2015 mit Ausnahme der Immobilien Schweiz keine Anlagekategorie hohe Renditen ab. Entsprechend fielen die Anlageresultate von institutionellen Anlegern im Vergleich zum Vorjahr deutlich schwächer aus. Aufgrund der tiefen Renditen über nahezu alle Anlageklassen lagen die Jahresrenditen der von uns analysierten Anlagestrategien sehr nahe beieinander. Die aufgezeigten Musterstrategien erzielten Renditen zwischen 1.8% (15% Aktienquote, 7.5% Immobilienquote) und 2.3% (50% Aktienquote, 20% Immobilienquote).

Im Jahr 2015 bewegte insbesondere die Aufhebung des Mindestkurses die Märkte. Die unmittelbare Folge war eine extrem starke Aufwertung des Schweizer Frankens. Da sich jedoch insbesondere der USD im weiteren Verlaufe des Jahres stark aufwertete, waren die Währungsverluste in den von uns verwendeten Indizes für Obligationen FW und Aktien Welt gering. In der Schweiz war im Jahr 2015 wiederum ein Zinsrückgang festzustellen, wodurch das Eingehen von Zinsrisiken mit einer Mehrrendite entschädigt wurde. In der Eurozone fielen die Zinsen ebenfalls, wohingegen in den USA und in Grossbritannien die Zinsen leicht anstiegen. Die Anleihen und Aktien von Schwellenländern entwickelten sich im Jahr 2015 mehrheitlich schlechter als Anleihen und Aktien von entwickelten Ländern. In der Schweiz konnten Small Caps eine deutliche Überrendite gegenüber Large Caps erzielen, im weltweiten Markt rentierten kleinkapitalisierte Unternehmen leicht besser als grosskapitalisierte Unternehmen. Der Einsatz von Alternativen Anlagen im Jahr 2015 lässt sich weder als besonders positiv noch als negativ beurteilen. Wie schon im Jahr 2014 war auch dieses Jahr eine hohe negative Rendite bei den Commodities festzustellen.

Vergleiche der Renditen allein sind jedoch zu wenig aussagekräftig für eine Beurteilung, ob der Strategieentscheid zum Zeitpunkt der Strategiefestlegung „korrekt“ war. Bei der Wahl der Anlagekategorien und der -strategie spielen neben dem zu erwartenden Ertrag auch das Risiko, die Handelbarkeit sowie andere Kriterien eine zentrale Rolle. Eine optimale Ausrichtung der Anlagen („Assets“) auf die Verpflichtungen („Liabilities“) bzw. andere Vermögensziele (z.B. Kaufkraft) erfordert aufgrund der hohen Bedeutung des Strategieentscheides einen systematischen Strategieprozess und eine detaillierte Auseinandersetzung mit der Risikofähigkeit sowie den Anlageeigenschaften der einzelnen Anlagekategorien.



## 5. Literatur

Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, und Gilbert L. Beebower, 1986. "Determinants of Portfolio Performance". *Financial Analysts Journal*, vol. 42, no. 4, 39 - 44

Brinson, Gary P., Briand D. Singer, und Gilbert L. Beebower, 1991. "Determinants of Portfolio Performance II: An Update". *Financial Analysts Journal*, vol. 47, no. 3, 40 - 48

Bühler, Alfred, Oliver Kunkel, Diego Liechti, und Philippe Rohner, 2013. "Systematische Risikoprämien – Theorie". PPCmetrics Research Paper 2/2013.

Drobetz, Wolfgang und Friederike Köhler, 2002. "The contribution of Asset Allocation Policy to Portfolio Performance". *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 16, no. 2, 219 - 233

Ibbotson, Roger G., und Paul D. Kaplan, 2000. "Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?". *Financial Analysts Journal*, vol. 56, no. 1, 26 - 33

Kunkel, Oliver, und Stephan Skaanes, 2014. „Strategie, Taktik oder Stockpicking?“ PPCmetrics Research Paper 3/2014.

Vanguard Group, 2003. "Sources of Portfolio Performance: The Enduring Importance of Asset Allocation"

## Autoren



**Dr. Stephan Skaanes, CFA**

Partner

Lehrbeauftragter der Universität Zürich und an der Fachschule für Personalvorsorge



**Oliver Kunkel**

Senior Investment Consultant

Dozent an der Universität Zürich / CUREM und der Hochschule Luzern



**Romano Gruber**

Investment Consultant



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](mailto:ppcmetrics@ppcmetrics.ch)

**PPCmetrics SA**

23, route de St-Cergue  
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11  
Fax +41 22 704 03 10  
E-Mail [nyon@ppcmetrics.ch](mailto:nyon@ppcmetrics.ch)

Website [www.ppcmmetrics.ch](http://www.ppcmmetrics.ch)

Social Media   

Die PPCmetrics AG ([www.ppcmmetrics.ch](http://www.ppcmmetrics.ch)) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen, etc.) und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.

