

Methodik

Ansätze zur Bestimmung der erwarteten Rendite

Pensionskassen sind bei der Beurteilung der Finanzierbarkeit ihrer Leistungen auf Renditeerwartungen angewiesen. Die Renditeerwartungen sind das Ergebnis einer gewählten Methodik und verschiedener Annahmen, deren sich das Entscheidungsorgan bewusst sein sollte.

IN KÜRZE

Im Wesentlichen lassen sich drei Modelltypen unterscheiden. In der Praxis werden Ergebnisse unterschiedlicher Typen häufig zu einer Konsensusannahme zusammengefasst.

Der Prognoseansatz ist ein wesentliches Element der Anlagephilosophie und reflektiert die Art und Weise, wie ein Investor seine Vermögensanlagen beurteilt. Aufgrund der grossen Bedeutung von Prognoseansätzen fordert das Gebot der Transparenz grundsätzlich deren Offenlegung. Doch welche verschiedenen Ansätze gibt es, um eine erwartete Rendite zu errechnen?

Wichtige Modelltypen

Die meisten Prognoseansätze können einer der folgenden Modellfamilien zugeordnet werden:

Historische Ansätze

Ein wegen seiner Einfachheit und Nachvollziehbarkeit verbreiteter Ansatz besteht in der Verwendung historischer Renditemessungen als Erwartungswerte. Bei der Definition der Renditen kann zwischen zwei Ausprägungen unterschieden werden:

- Messung der historischen Gesamrendite in einem bestimmten, meist längerfristigen Zeitfenster;
- Bildung der Erwartung basierend auf einer historischen Risikoprämie (historische Überrendite über einem als risikofrei betrachteten Zinssatz) und einer aktuellen Messung des risikofreien Zinssatzes. Als risikofrei gilt meist die Rendite kurzfristiger Staatspapiere oder des Geldmarkts.

Der Nachteil historischer Ansätze besteht in der hohen Sensitivität der Renditeprognosen gegenüber dem arbiträr gewählten Start- und dem Endpunkt des Zeitfensters. Dies führt zu folgenden Problemen:

- Selbst geringfügige Verschiebungen des Zeitfensters können grosse, schwer begründbare Schwankungen der Erwartung zur Folge haben.
- Die Verschiebung des Endzeitpunkts kann zu einem prozyklischen Anlageverhalten führen.

Die Verwendung historischer Renditen als Erwartungswert ist vielfach nicht mit plausiblen Szenarioüberlegungen zu vereinbaren. Beispielsweise können sich langfristige historische Durchschnittsrenditen auf dem Schweizer Obligationenmarkt in der heutigen Ausgangslage nur dann wiederholen, wenn sich das Zinsniveau einige Prozentpunkte in den negativen Bereich verschiebt.

Mikro-/makroökonomische Modelle

Diese Modellfamilie ist vor allem in der akademischen Forschung beliebt und stützt sich auf teilweise umfangreiche Gleichungssysteme ab. Die Gleichungen werden aus ökonomischen Theorien abgeleitet und können sich auf das Verhalten von ökonomischen Akteuren (Mikromodelle) wie auch auf den Gesamtmarkt (Makromodelle) beziehen. Trotz starken Vereinfachungen leidet die Prognoseleistung oft an einer zu grossen Anzahl zu schätzender Modellparameter.

Fundamentalprognosen

Im Rahmen von Fundamentalprognosen werden Ertragspotenziale geschätzt und ins Verhältnis zum aktuellen Preisniveau gesetzt. Bei der Bildung von Brutto- und Nettoprognosen wird dabei auf Ertragskennzahlen wie Couponzahlungen,



Philipp Weber
CFA, Senior Consultant,
Leiter Research, c-alm

Unternehmensgewinne oder Nettoertrag von Immobilien zurückgegriffen. Aus einer Nettosicht müssen zudem Erwartungen bezüglich Kreditverlusten oder verschiedener Kostenaggregate berücksichtigt werden.

Kritisch bei Fundamentalprognosen sind die Annahmen zum erwarteten Preisgefüge. Zur Bestimmung der zukünftigen Zinskurven, Wechselkurse oder Bewertungskennzahlen (beispielsweise der Kurs-Gewinn-Verhältnisse) werden dabei oft die folgenden ökonomischen und technischen Modelle hinzugezogen:

– Zinskurven: Erwartungswertthese, Mean Reversion (siehe unten);

– Wechselkurse: ungedeckte Zinsparität;
– Kurs-Gewinn-Verhältnisse: Mean Reversion (erwartete Rückbewegung zu «normalen» Erfahrungswerten).

Eine Alternative zu diesen Modellen mit ihren direktionalen Preisprognosen stellt die Random-Walk-Annahme dar. Basierend auf der Random-Walk-Annahme werden konstante Preise unterstellt. Der Erwartungswert für Zinskurven, Wechselkurse oder Bewertungskennzahlen von Sachanlagen entspricht dabei dem aktuellen Wert. In vielen Fällen zeigt sich, dass solche Random-Walk-Prognosen geringere Prognosefehler verursachen als ökonomische und technische Modelle.

Konsensusprognose

Die verschiedenen Ansätze und Annahmen führen zu einer grossen Bandbreite von Erwartungswerten. Viele Investoren aggregieren daher die unterschiedlichen Prognosen verschiedener Analysten mit individuellen Modellen und Annahmen zu einer Konsensus-Renditeprognose. Bei einer solchen Aggregation ist darauf zu achten, dass einzelne Analysten die Konsensuswerte nicht zu stark beeinflussen können. Eine einfache Möglichkeit besteht darin, auf Quantilsangaben (wie den Medianwert) und nicht auf Mittelwerte abzustellen.

Problematisch bei der Verwendung von Konsensusprognosen ist die Tatsa-

WERBUNG

PUBLICITÉ

Liebe Mobiliar, was hat der Mammutbaum mit Asset Management für Pensionskassen zu tun?

Über 3000 Jahre alt, 2400 Tonnen schwer und locker 80 Meter hoch – die Masse des Riesenmammutbaums sind faszinierend. Zum Vergleich: Ein Blauwal wiegt 140 Tonnen. Aber nicht nur die Kennzahlen der grössten Pflanze der Welt sind spektakulär. Auch die Fortpflanzungsstrategie des Riesenbaums ist aussergewöhnlich. Damit sich die Samen von den Zapfen lösen können, brauchen sie Feuer. Und zwar mit so hohen Temperaturen, wie sie nur bei einem Waldbrand entstehen können. Wenn also um die am Boden liegenden Zapfen des Mammutbaums herum, alles zu Asche wird, dann ist das gleichzeitig die Geburtsstunde eines neuen Mammutbaums. Voraussetzung dafür ist jedoch eine klare Strategie, die auch in Krisenzeiten standhält. Wer darauf setzt, schnell zu wachsen und besonders schöne Blüten zu tragen, wird keine einzige Krise überleben. Nur wer vorbereitet ist und



schon immer auf Sicherheit und Langfristigkeit gesetzt hat, der wird auch Unerwartetes und böse Überraschungen besser verkraften. Wie die aktuelle Krise, die den Deckungsgrad vieler Pensionskassen negativ beeinflussen wird. Und genau dann gilt es, wie der Mammutbaum gestärkt aus solchen

Zeiten hervorzugehen. Darum setzen wir im Asset Management für Pensionskassen bei der Mobiliar schon seit jeher auf unseren langfristigen und aktiven Qualitätsansatz. Immer nach dem Grundsatz: Sicherheit vor Rendite.

Ganz gleich, welche Entwicklungen sich in der beruflichen Vorsorge abzeichnen: Bei uns sind Sie in besten Händen dank der Genossenschaft. Ihr Vermögen wird mit derselben Sorgfalt aktiv verwaltet, wie wir es auch seit Jahren für unsere Pensionskassen machen. mobiliar.ch/bv

Was immer kommt – wir gestalten Ihre berufliche Vorsorge verantwortungsvoll.

die Mobiliar

che, dass die Resultate aufgrund der Vielfalt der zugrundeliegenden Modelle und Annahmen nur sehr schwer interpretierbar sind. Eine eigentliche Anlagephilosophie reflektiert dieser Prognoseansatz in den meisten Fällen nicht.

Relevanz der Annahmen für die Schätzung

Prämissen und Annahmen reflektieren die Anlagephilosophie eines Inves-

tors. Das Bekenntnis zu einer Anlagephilosophie ist wiederum eine Voraussetzung für das Treffen von konsistenten Anlageentscheidungen und damit ein Gebot der treuhänderischen Sorgfaltspflicht von institutionellen Investoren. Die wichtigsten Prämissen und Annahmen für die verschiedenen Modelltypen sind in der Tabelle zusammengefasst.

Der Stiftungsrat einer Pensionskasse muss sich bewusst sein, dass Rendite-

erwartungen auf zahlreichen, meist umstrittenen Annahmen basieren. Entsprechend sollte er sich damit auseinandersetzen, wie diese Werte zustande kommen, und sich für einen Ansatz entscheiden, der zu seinen Anlageüberzeugungen passt. ■

Die unterschiedlichen Ansätze im Überblick

Ansatz	Prämissen / Annahmen
Historische Ansätze	<p>Prämissen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Die zukünftigen Renditen lassen sich aus den vergangenen Renditen herleiten. <p>Annahmen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Start- und Endpunkt des Zeitfensters, Definition des risikofreien Zinssatzes.
Mikro-/makro-ökonomische Modelle	<p>Prämissen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Das verwendete ökonomische Modell stellt ein ausreichendes Abbild der Realität dar. – Modelle aus der theoretischen Forschung eignen sich für Prognosezwecke. <p>Annahmen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Ökonomische Modellparameter. – Ökonomische Standardannahmen: z. B. Arbitragefreiheit, Informationseffizienz, Rationalität, Verteilungsannahmen.
Fundamentalprognosen	<p>Prämissen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Ertragspotenziale sind messbar. – Sinnvolle Annahmen zur Entwicklung des Preisgefüges sind möglich. <p>Annahmen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Annahmen zur Veränderung des Preisgefüges (Random Walk, Mean Reversion, Zinsparität etc.). – Parametrisierung der Ertragsmessung.
Konsensusprognosen	<p>Prämissen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Aus einer Vielzahl von Meinungen lässt sich eine Konsensmeinung bilden. – Die explizite Festlegung eines Prognosemodells ist nicht notwendig. <p>Annahmen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Gewichtungsschema für Aggregation der verschiedenen Prognosen oder Definition des relevanten Quantils.

Intervalle und Szenarien

In den meisten Fällen geht der Prognostiker davon aus, dass sich die Zukunft nicht deterministisch vorhersagen lässt und dass es mehr als einen zukünftigen Zustand gibt, der mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit eintreffen könnte. Diesem Umstand kann wie folgt Rechnung getragen werden:

Angabe von Verteilungsparametern

Neben dem Erwartungswert werden zusätzlich die Volatilität, Quantile (Intervalle und Value-at-Risk-Kennzahlen) oder bedingte Erwartungswerte (Expected Shortfall) publiziert.

Publikation von Szenarien

Anstelle des Erwartungswerts und weiterer Verteilungsparameter publizieren viele Prognostiker Szenarien mit dazugehörigen Eintrittswahrscheinlichkeiten. Neben einem Basisszenario werden dabei meist mehrere alternative Szenarien beschrieben, die sich in Bezug auf bestimmte wesentliche Risikofaktoren unterscheiden.

Beide Vorgehensweisen helfen, die mit Prognosen einhergehende Unsicherheit auszudrücken oder Stresstests durchzuführen. Das Denken in Szenarien hat zusätzlich oft einen qualitativen Charakter. Zukünftige Zustände können dabei intuitiv hergeleitet werden. Mithilfe von Szenarien kann beispielsweise die Eintretenswahrscheinlichkeit von Extremwerten plausibilisiert werden («Black Swans»).

Kritisch gilt es anzumerken, dass die Berücksichtigung von Angaben zur Unsicherheit nicht dazu führen darf, dass auf eine klare anlagestrategische Positionierung verzichtet wird.

WERBUNG

PUBLICITE



vps.epas-Labor

Finanzielle Führung von Pensionskassen

Donnerstag, 24. September 2020, Zürich

Infos und
Anmeldung unter
vps.epas.ch