

# Eigenschaften der Hauptanlagekategorien

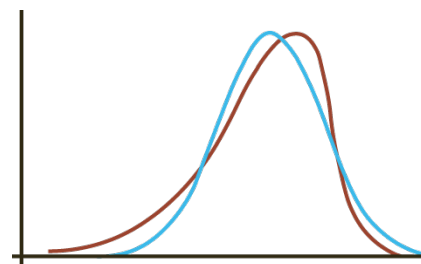


Obwohl die erzielte Rendite von Bedeutung ist, besteht einhellig die Meinung, dass die Risikosicht beim Anlageprozess eine ebenso wichtige Rolle einnehmen sollte. Basieren die Berechnungen des Risikos auf der Annahme normalverteilter Renditen, so wird das effektive Risiko oftmals unterschätzt. Genauer geschätzte Verteilungen, wie sie Complementa z.B. im Rahmen dynamischer ALM-Studien einsetzt, helfen dabei speziell die Abwärtsrisiken einer Anlagestrategie besser zu kontrollieren. Die vier Hauptanlagekategorien werden anhand quantitativer und qualitativer Eigenschaften kompakt vorgestellt. Die Ausführungen sind in Zusammenarbeit mit den Leitern der Complementa-Kompetenzcentren entstanden.

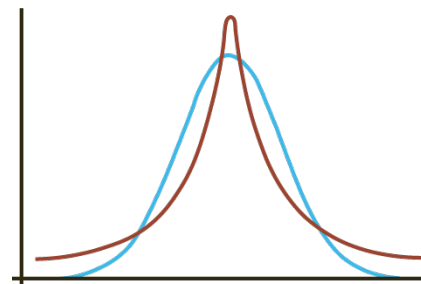
Von *Andreas Rothacher* und *Ueli Sutter*  
24. November 2021

## Tatsächliche Verteilung und Normalverteilung

**Schiefe:** Renditen sind meist linksschief verteilt (Schiefe  $< 0$ ). Gegenüber der Normalverteilung (blau) heisst das: Es gibt mehr positive Renditen, dafür sind die negativen Renditen grösser!



**Kurtosis:** Renditen sind meist steilgipflig (leptokurisch) verteilt (Kurtosis  $> 3$ ). Gegenüber der Normalverteilung (blau) heisst das: Sehr tiefe (und auch sehr hohe) Renditen sind wahrscheinlicher!

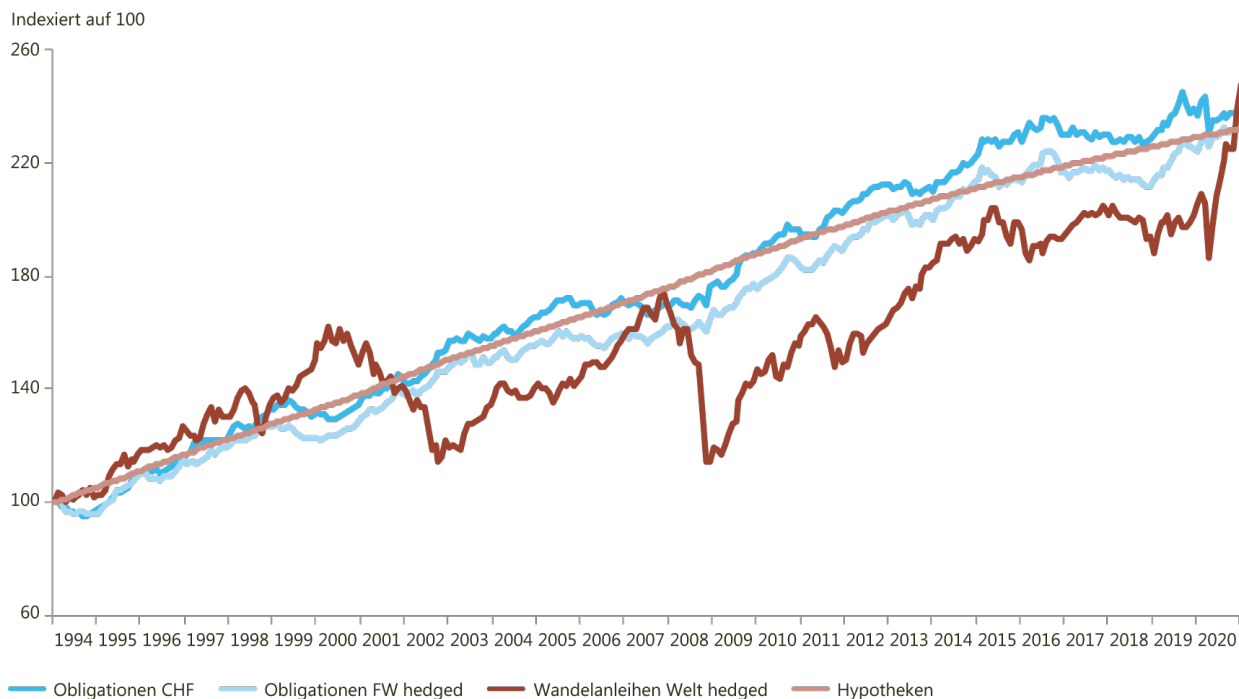


Die berechneten Werte beziehen sich auf die Referenzperiode 1994-2020 (27 Jahre). Die verwendeten Index-Zeitreihen beinhalten Kosten der Vermögensverwaltung.



# Festverzinsliche Anlagen

## Entwicklung 1994-2020



	Hist. Rendite	Hist. Risiko	Hist. Value at Risk (97.5%)	Max. Drawdown	Schiefe	Kurtosis	Gewicht
<b>Obligationen CHF</b>	3.3%	3.5%	7.1%	-6.0%	-0.5	4.2	44.0%
<b>Obligationen FW Agg hedged</b>	3.2%	3.2%	6.3%	-5.7%	-0.1	0.3	42.3%*
<b>Wandelanleihen Welt hedged</b>	3.4%	9.3%	18.2%	-35.1%	-1.2	5.3	1.7%*
<b>Hypotheken</b>	2.9%	1.9%	3.9%	-4.0%	-0.4	19.3	12.0%

\* Gewicht berücksichtigt währungsgesicherte und nicht währungsgesicherte Umsetzungen

**Allgemein:** Grundbestandteil der Anlagestrategie von Schweizer Pensionskassen bilden festverzinsliche Anlagen. Über mehrere Jahrzehnte hinweg haben sich festverzinsliche Anleihen wie Staats- als auch teilweise Unternehmensanleihen als stabile Renditequelle mit relativ tiefem Risiko erwiesen. Jedoch hat sich dies im Zuge der sinkenden Zinsen geändert, sodass sich Investoren gezwungen sahen, das Anlagespektrum auf weitere Kategorien wie Emerging Market Debt, High-Yield oder auch Wandelanleihen und Hypotheken auszuweiten. Dies kann mit zusätzlicher Rendite belohnt werden, ist allerdings dementsprechend auch mit einem höheren Risiko verbunden.

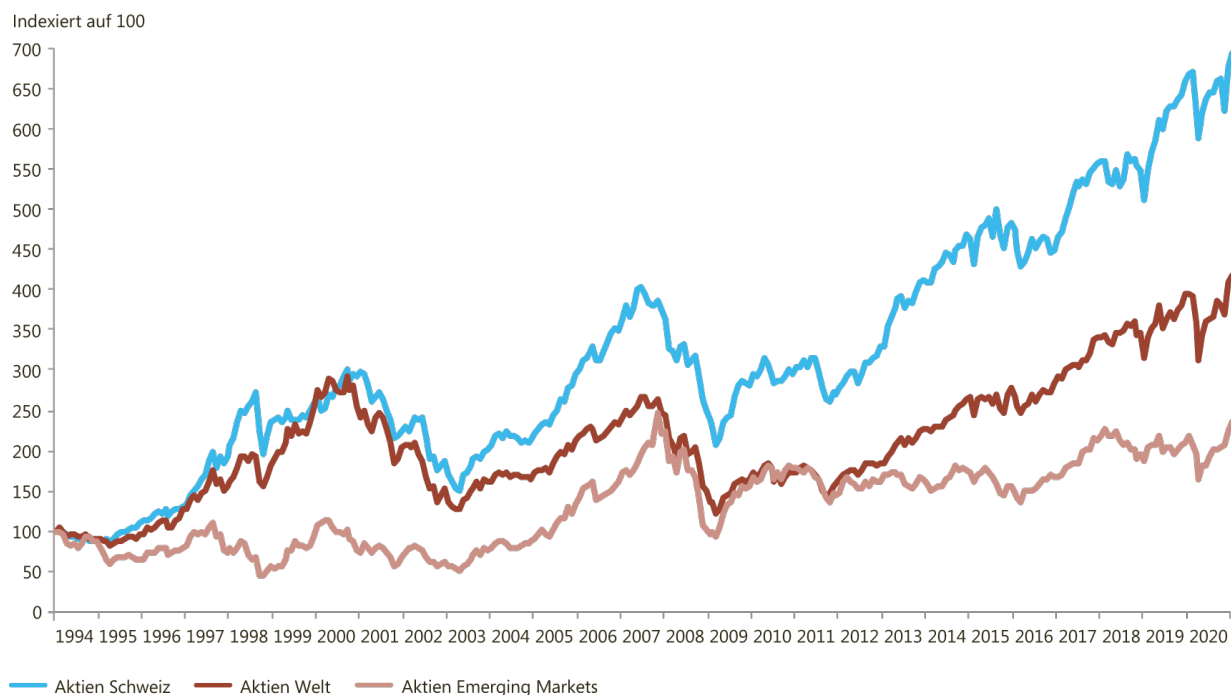
**Risikoeigenschaften:** Die Hauptrisikotreiber bei Obligationen sind die Zinssensitivität, die Ausfallwahrscheinlichkeit des Schuldners (Kreditrisiko) sowie das Währungsrisiko bei in Fremdwährungen denominierten Obligationen. Zu beachten gilt es, dass die Risikofaktoren je nach Subkategorie unterschiedlich ausgeprägt sind.

**Ausblick:** Aufgrund der tiefen Renditeaussichten in herkömmlichen Obligationenmärkten setzt sich der Trend fort, dass viele Pensionskassen in risikoreichere oder gar exotischere Anleihekategorien wie z.B. Loans oder Katastrophenbonds (Alternative Anlagen, gemäss BVV2) umschichten. Das Ausweichen auf Regionen und Branchen mit höheren Renditen ist oftmals mit grösseren Risiken und teilweise auch mit illiquideren Produktlösungen verbunden. Die Pensionskassen tun gut daran, sich vertieft damit auseinanderzusetzen und den Einfluss auf das Gesamtportfolio zu analysieren.



# Aktien

## Entwicklung 1994-2020



	Hist. Rendite	Hist. Risiko	Value at Risk (97.5%)	Max. Drawdown	Schiefe	Kurtosis	Gewicht
<b>Aktien Schweiz</b>	<b>7.4%</b>	<b>18.1%</b>	<b>35.4%</b>	<b>-49.4%</b>	<b>-0.70</b>	<b>1.61</b>	<b>31.1%</b>
<b>Aktien Welt</b>	<b>5.5%</b>	<b>18.4%</b>	<b>33.9%</b>	<b>-58.3%</b>	<b>-0.63</b>	<b>0.76</b>	<b>54.9%*</b>
<b>Aktien Emerging Markets</b>	<b>3.2%</b>	<b>26.8%</b>	<b>50.2%</b>	<b>-61.6%</b>	<b>-0.67</b>	<b>2.01</b>	<b>14.0%*</b>

\* Gewicht berücksichtigt währungsgesicherte und nicht währungsgesicherte Umsetzungen

**Allgemein:** Aktien stellen meist den Hauptrenditetreiber in einer strategischen Allokation dar. Trotz verschiedener Marktverwerfungen (u.a. Finanzkrise, Corona-Krise) hat sich die Anlageklasse langfristig deutlich positiv entwickelt. Dies widerspiegelt sich auch in der historischen Rendite der Aktien Schweiz von 7.4% p.a. über die Referenzperiode. Die Rendite ist somit deutlich höher als bei anderen traditionellen Anlagen wie Obligationen. Auch der Bereich Aktien Welt hat sich mit einer historischen Rendite von 5.5% als Renditetreiber bewährt. Die Vermögensverteilung innerhalb der Aktien hat sich über den Referenzzeitraum deutlich verändert. Bestand das Aktienportfolio bis 1998 aus rund 2/3 Schweizer und 1/3 ausländischen Aktien, änderte sich dies in den letzten Jahren merklich (1/3 Schweiz und 2/3 Ausland). Der Emerging Market-Anteil innerhalb der Aktien Ausland macht inzwischen rund 20% aus.

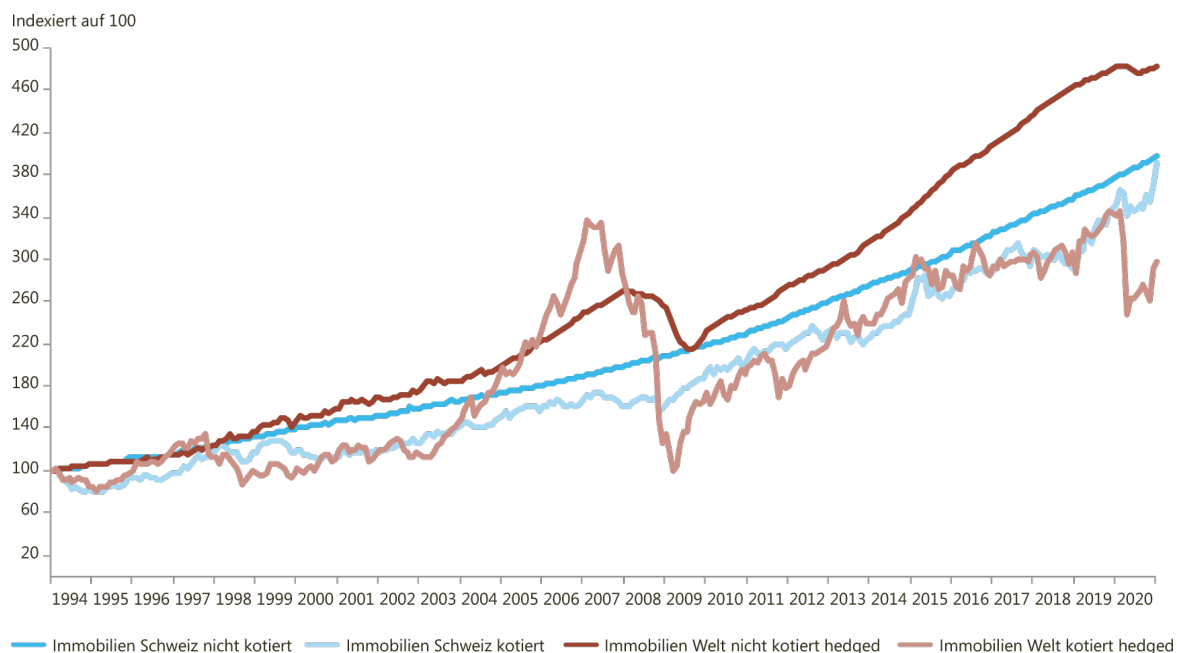
**Risikoeigenschaften:** Wesentliche Einflussfaktoren auf die Performance der Aktienmärkte sind insbesondere die gesamtwirtschaftliche Entwicklung aber auch die Geldpolitik der Zentralbanken. Aktien reagieren auf allfällige Zinserhöhungen oft negativ, auf eine positive Konjunktur hingegen mehrheitlich mit steigenden Kursen. Somit ist der Konjunkturverlauf für die Kursentwicklung entscheidend. Die grössere Volatilität im Verhältnis zu anderen traditionellen Anlageklassen bedeutet, dass die Aktien den grössten Teil des Risikobudgets beanspruchen.

**Ausblick:** Viele Aktienindizes haben in den letzten zwei Jahren neue Höchstwerte erreicht. Neben den hohen Bewertungen gilt es die Schuldensituation verschiedener Länder nicht zu vernachlässigen, welche sich längerfristig negativ auf die Wachstumsdynamik auswirken könnte. Weitere Risiken können sich aus Zinserhöhungen ergeben, die im Kontext der Wirtschaftserholung und der angestiegenen Inflation nicht mehr ausgeschlossen werden können.



# Immobilien

## Entwicklung 1994-2020



	Hist. Rendite	Hist. Risiko	Value at Risk (97.5%)	Max. Drawdown	Schiefe	Kurtosis	Gewicht
<b>Immobilien Schweiz nicht kotiert</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>6.1%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>0.7</b>	<b>9.6</b>	<b>67.3%</b>
<b>Immobilien Schweiz kotiert</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>-21.2%</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.2</b>	<b>17.5%</b>
<b>Immobilien Welt nicht kotiert hedged</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.9%</b>	<b>11.6%</b>	<b>-20.3%</b>	<b>-0.9</b>	<b>5.1</b>	<b>14.1%*</b>
<b>Immobilien Welt kotiert hedged</b>	<b>4.1%</b>	<b>18.8%</b>	<b>39.7%</b>	<b>-70.4%</b>	<b>-1.4</b>	<b>7.0</b>	<b>1.1%*</b>

\* Gewicht berücksichtigt währungsgesicherte und nicht währungsgesicherte Umsetzungen

**Allgemein:** Immobilienanlagen sind bei Schweizer Pensionskassen ein wichtiger Baustein der Vermögensanlagen. Die Entwicklung der nicht-kotierten einheimischen Immobilien verdeutlicht die Erfolgsgeschichte dieser Anlagekategorie mit einer bewertungsinhärenten schwankungsarmen Rendite über die Referenzperiode. Die Analyse der Vermögensaufteilung innerhalb der Kategorie offenbart einen grossen Home Bias. So weisen Pensionskassen einen Anteil an Schweizer Immobilien von 85% aus. Aus Diversifikationsüberlegungen erscheint eine Investition in die Subanlagekategorie Immobilien Welt nicht-kotiert (hedged) prüfenswert.

**Risikoeigenschaften:** Wesentliche Risikofaktoren für Immobilienanlagen sind insbesondere Zinsentwicklungen, Mietausfälle und Illiquiditätsrisiken. Die Risikoeigenschaften der verschiedenen Subkategorien weisen insbesondere kurzfristig deutliche Unterschiede auf. REITs weisen beispielsweise einen aktienähnlichen Renditeverlauf auf. Zu beachten ist, dass die isolierte Betrachtung der Volatilität bei nicht-kotierten Immobilienanlagen das Risiko unterschätzt, da die Zeitreihen Glättungseffekten ausgesetzt sind. Neben der Anlageform hat auch die Nutzungsart einen wichtigen Einfluss auf die Risikoeigenschaften, so sind beispielsweise Geschäftsimmobiliien deutlich konjunktursensitiver als Wohnimmobilien. Für die adäquate Beurteilung von Risiken ist es somit auch essentiell, das Immobilienportfolio unter qualitativen Gesichtspunkten (Nutzungsart, Lage, Leerstände, Objekt- und Mieterdiversifikation etc.) zu analysieren.

**Ausblick:** Innerhalb einer ausgewogenen Anlagestrategie werden Immobilien in den nächsten Jahren weiterhin einen hohen Stellenwert haben. Angesichts der fortgeschrittenen Phase des globalen Immobilienzyklus ist es für den Investorfolg unabdingbar, das Immobilienportfolio insbesondere in Bezug auf die Nutzungsarten zukunftsgerichtet auszurichten.





# Alternative Anlagen

## Entwicklung 1994-2020

	Hist. Rendite	Hist. Risiko	Value at Risk (97.5%)	Max. Drawdown	Schiefe	Kurtosis	Gewicht
Private Equity hedged	8.3%	13.3%	22.8%	-37.1%	-0.8	2.7	24.7%*
Hedge Funds hedged	2.9%	7.1%	14.3%	-23.5%	-1.0	5.1	17.6%*
Rohstoffe hedged	-0.9%	17.3%	35.4%	-79.9%	-0.6	2.5	14.1%*
Insurance Linked Securities hedged	2.2%	4.1%	11.9%	-16.8%	-6.1	52.1	10.6%*
Private Debt hedged	2.3%	7.2%	14.5%	-32.7%	-3.4	31.1	16.5%*
Infrastruktur hedged	5.6%	8.6%	15.6%	-30.5%	-1.8	10.2	16.5%*

\* Gewicht berücksichtigt währungsgesicherte und nicht währungsgesicherte Umsetzungen

**Allgemein:** Die Kategorie Alternative Anlagen ist sehr heterogen aufgestellt. Die verschiedenen Subkategorien unterscheiden sich wesentlich in ihrem Rendite-/Risikoprofil und ihrer Liquidität sowohl untereinander als auch im Vergleich zu den traditionellen Anlagen. Zwar variiert der Einsatz von Alternativen Anlagen zwischen Vorsorgeeinrichtungen stark, im Schnitt hat die Anlagekategorie seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise aufgrund des Tiefzinsumfeldes jedoch an Bedeutung gewonnen und sich als Ersatz für Anleihen mit relativ tiefen Verfallsrenditen bewährt.

Insbesondere Infrastrukturanlagen haben in den letzten Jahren ein deutliches Wachstum verzeichnet. Diese gelten seit Oktober 2020 als eigene BVV2 Anlagekategorie und nicht mehr als Subkategorie der Alternativen Anlagen. Voraussetzung hierfür ist, dass die Produkte keinen Fremdkapitalhebel (Leverage) aufweisen. Aber auch Private Debt erfreut sich zunehmender Beliebtheit. Gold konnte aufgrund der niedrigen Zinsen, der Coronakrise und Inflationsängsten zeitweise neue Höchststände erreichen. Hingegen haben Insurance Linked Securities aufgrund verschiedener Katastrophenereignisse an Attraktivität eingebüsst.

**Risikoeigenschaften:** Es gilt zu berücksichtigen, dass die Anlagekategorie sehr heterogen ist, was auch auf die Risikoeigenschaften der verschiedenen Subkategorien zutrifft. So sind beispielsweise Subkategorien wie Private Equity und Private Debt aktien- bzw. obligationenähnlich und von konjunkturellen Entwicklungen abhängig. Andererseits besitzen Insurance Linked Securities ein völlig eigenes Risikoprofil und sind konjunkturunabhängig. Allerdings gibt es nicht nur zwischen den Subkategorien beachtliche Unterschiede, auch innerhalb der Kategorien kann es je nach gewählter Umsetzung und Manager deutliche Differenzen geben.

Im Allgemeinen zeichnen sich Alternative Anlagen i.d.R. durch eine tiefe Korrelation zu traditionellen Anlagekategorien aus. Zu beachten ist, dass die isolierte Betrachtung der Volatilität bei verschiedenen Subkategorien der Alternativen Anlagen das Risiko unterschätzt, da die Zeitreihen Glättungseffekten ausgesetzt sind. Dies birgt die Gefahr, dass sich Investoren in falscher Sicherheit wiegen. So gilt beispielsweise die Kategorie Infrastruktur als wenig konjunktursensitive Anlageklasse, welche aufgrund ihrer ökonomischen Charakteristiken stabile Erträge unabhängig vom Wirtschaftszyklus generiert. Die vom Coronavirus verursachten Marktverwerfungen zeigen jedoch, dass auch diese Anlagen nicht völlig vor Markteinbrüchen gefeit sind, wie dies beispielsweise der Rückgang des Passagieraufkommens an Flughäfen aufzeigt.

**Ausblick:** Insbesondere in Zeiten tiefer respektive negativer Zinsen dienen Alternative Anlagen als Substitut für festverzinsliche Anleihen. Je nach Risikoprofil lassen sich einzelne Subkategorien besser oder schlechter in die Anlagestrategie von Pensionskassen integrieren. In diesem Kontext ist es hilfreich, sich jeweils die unterliegenden Risikofaktoren einer Anlageklasse vor Augen zu führen und dies in die Portfolio-konstruktion einfließen zu lassen. In Anbetracht der wirtschaftlichen Erholung und potentiell steigender Inflation gilt es die Zinsentscheidungen der Zentralbanken genau zu beobachten, da diese die Attraktivität der Anlagekategorie bzw. ihrer Subsegmente massgeblich beeinflussen können.



## Autoren



Andreas Rothacher  
M.A. HSG, CFA, CAIA  
Investment Consultant



Ueli Sutter  
B.S.c. Wirtschaftsmathematik  
Quantitativer Analyst

## Über Complementa

Seit 1984 unterstützen wir institutionelle Anleger und vermögende Privatpersonen flexibel in der Überwachung ihrer Finanzierungs- und Anlageprozesse. Wir schaffen Transparenz und ebnen mit zielgerichteten Leistungen im Investment-Consulting/Controlling und Investment-Reporting/Accounting den Weg für eine fundierte Entscheidungsfindung.

Complementa befindet sich vollständig in privater Hand, wodurch ausschliesslich die Interessen der Kunden im Fokus stehen. Unsere 60 Mitarbeitenden betreuen Vermögenswerte von über CHF 280 Milliarden bei mehr als 160 Kunden weltweit.

## Kontakt

Complementa AG  
Gaiserwaldstrasse 14, CH-9015 St. Gallen  
Telefon +41 71 313 84 84

Complementa AG  
Eisengasse 16, CH-8008 Zürich  
Telefon +41 44 368 30 90

Complementa GmbH  
Landsberger Strasse 302, DE-80687 München  
Telefon +49 89 904 053 42

E-Mail	info@complementa.ch
Website	www.complementa.ch
Twitter	@Complementa_AG
LinkedIn	@Complementa-AG