



Remaco-Report | 2024 Q1

Kapitalmarkterwartungen in Schweizerfranken

Eine Remaco-Studie auf der Grundlage
von institutionellen Kapitalmarkterwartungen

 remaco

The art of capital management, since 1947.

Inhalt

1. Methode	3
2. Konsolidierte Kapitalmarkterwartungen für den Schweizerfranken-Investor	4
3. Vergleich im Querschnitt	6
4. Kapitalmarkterwartungen im Zeitverlauf	8
5. Evidenzbasiertes Investieren	9
6. Disclaimer	15

Kapitalmarkterwartungen sind ein wesentlicher Bestandteil beim Aufbau von effizienten und resilienten Multi-Asset-Portfolios. Dabei handelt es sich um langfristige Erwartungen hinsichtlich der Rendite und des Risikos von Anlagen in Obligationen, Aktien und Rohstoffmärkten, sowie von alternativen Anlagen. Anhand der Kapitalmarkterwartungen kann überprüft werden, ob ein Multi-Asset-Portfolio plausibel zusammengestellt ist und die Risiko- und Renditeerwartungen eines Anlegers erfüllen kann, oder sie können zur Verbesserung einer gegebenen Asset Allocation verwendet werden.

Die Bestimmung plausibler Kapitalmarkterwartungen ist ein komplexes Problem, da eine Vielzahl von Faktoren einen Einfluss haben. Nachrichten über unternehmerische, makroökonomische und politische Entwicklungen sind mögliche Kandidaten. Aber auch eine veränderte Risikobereitschaft der Finanzakteure oder eine Änderung der marktweiten Präferenzen für bestimmte Anlagen können die erwartete Rendite und das erwartete Risiko beeinflussen.

In der Praxis hat sich gezeigt, dass die Kapitalmarkterwartungen für ein und dieselbe Anlageklasse selbst unter Finanzexperten stark variieren. Der Grund dafür ist, dass verschiedene Experten aufgrund der hohen Komplexität unterschiedliche Modelle und Daten verwenden. Die Kombination individueller Erwartungen zu konsolidierten Erwartungen ist aus mehreren Gründen eine sinnvolle Antwort auf dieses Problem.

Erstens ist es sehr wahrscheinlich, dass eine individuelle Erwartung zumindest teilweise mit idiosynkratischen Fehlern behaftet ist. Durch die Kombination verschiedener Erwartungen können diese Fehler durch einen Diversifikationseffekt ähnlich dem von Portfolios reduziert werden. Zweitens ermöglicht die Kombination verschiedener Erwartungen die Nutzung einer breiteren Informationsbasis, da verschiedene Experten unterschiedliche Informationen verwenden. Allerdings sind konsolidierte Kapitalmarkterwartungen für Investoren und Berater in der Schweiz bisher nicht frei verfügbar.

Wir von Remaco haben alle öffentlich zugänglichen Kapitalmarkterwartungen der letzten sieben Jahre von bis zu 19 institutionellen Finanzmarktexperten (Asset Manager und Consultants) aus der ganzen Welt gesammelt, standardisiert, in Schweizerfranken umgerechnet und zu konsolidierten Kapitalmarkterwartungen für die Schweiz aggregiert. Da die Remaco Kapitalmarkterwartungen aus Schweizer Anlegersicht erstellt werden, berücksichtigen sie Rendite- und Zinsdifferenzen zu Fremdwährungen.

Wir hoffen, dass dieser Bericht ein nützliches Hilfsmittel für Investoren, Berater, Portfolio Manager und Finanzspezialisten gleichermaßen sein wird.

In dieser Studie

1. Konsolidierte institutionelle Kapitalmarkterwartungen, welche die Markteinschätzungen von 19 global tätigen Asset Managern und Consultants zusammenfassen.¹
2. Erwartete Renditen für Obligationen und Aktien Europa und Aktien Japan im Aufschwung. Private Credit wird als attraktivste illiquide Anlage eingestuft.
3. Portfolios mit starren Gewichtungen schneiden schlechter ab als ein optimiertes Weltportfolio, welches institutionelle Kapitalmarkterwartungen berücksichtigt.

1. Methode

Die Datengrundlage für unsere Studie sind die Kapitalmarkterwartungen von 19 weltweit tätigen Finanzmarktexperten (institutionelle Asset Manager und Consultants). Wir berücksichtigen nur Institutionen, welche die Kapitalmarkterwartungen tatsächlich nutzen, um Anlageentscheidungen zu treffen oder um professionelle Investoren zu beraten (z. B. Versicherungen oder Pensionskassen). Institutionelle Kapitalmarkterwartungen werden von professionellen Forschungsteams erstellt, die ihre Methodik i. d. R. in den jeweiligen Berichten offenlegen.

Alle Kapitalmarkterwartungen beziehen sich auf einen langfristigen Zeithorizont von fünf bis zehn Jahren. Viele Originalquellen geben entweder nur die geometrische oder nur die arithmetische erwartete Rendite an. In diesen Fällen berechnen wir die fehlenden Informationen. Wir konvertieren die Kapitalmarkterwartungen in einer Fremdwährung in Schweizerfranken (basierend auf einer vollständigen Absicherung durch Terminkontrakte).

Eine einzelne Kapitalmarkterwartung bleibt in unserer Stichprobe so lange, bis eine aktuellere Erwartung veröffentlicht wird, jedoch bis zu maximal 18 Monaten. Derzeit werden alle Erwartungen mindestens einmal pro Jahr von der jeweiligen Institution aktualisiert, in vielen Fällen auch unterjährig, zum Beispiel quartalsweise. Nicht alle Anlageklassen werden von allen Instituten berücksichtigt, daher variiert die Anzahl der verfügbaren individuellen Kapitalmarkterwartungen.

Für die Anlageklasse «Kurzfristige risikofreie Anlage in Schweizerfranken» (Cash, CHF) haben wir relativ wenige Beobachtungen (#3) in unserer Stichprobe. Hier geben wir den Mittelwert der konsolidierten Kapitalmarkterwartungen und den aktuellen Wert für «Festgeld und Termineinlagen, 12 Monate» an, welcher auf der Website der Schweizerischen Nationalbank verfügbar ist.

Zuletzt aggregieren wir individuelle Erwartungen zu konsolidierten Erwartungen, indem wir den Median über alle verfügbaren Beobachtungen berechnen. Unsere Methodik ist vergleichbar mit der regelmässig publizierten Studie von Horizon Actuarial Services, welche konsolidierte Kapitalmarkterwartungen für die USA zur Verfügung stellen, sowie aktuellen Forschungspapieren von Dahlquist & Ibert (2023) sowie Coutts, Goncalves and Loudis (2023).²

¹ 19 globale Asset Manager und Consultants wie zum Beispiel BlackRock.

² Vgl. Dahlquist & Ibert (2023). «Equity return expectations and portfolios: Evidence from large asset managers», SSRN, sowie Coutts, Goncalves & Loudis (2023). «The subjective risk and return expectations of institutional investors», SSRN.

Sie sind selbst ein institutioneller Asset Manager oder Consultant mit «in-house» Kapitalmarkterwartungen und möchten an unserer Erhebung teilnehmen? Herr Prof. Dr. Tim Kröncke (tim.kroencke@remaco.com) freut sich über Ihre Kontaktaufnahme.

2. Konsolidierte Kapitalmarkterwartungen für den Schweizerfranken-Investor

In **Tabelle 1** berichten wir die konsolidierten Kapitalmarkterwartungen (erwartete Rendite und Risiko p. a., in Schweizerfranken) für 15 liquide Anlageklassen, 3 private Märkte und Cash. Die Tabelle zeigt auch die Differenz der aktuellen Erwartungen hinsichtlich Rendite und Risiko gegenüber dem Vorjahr (31.12.2022).

Obligationen werden aktuell durchgehend attraktiver als vor 12 Monaten bewertet. So sind die erwarteten Renditen von Corporate Bonds mit 2.96 % p. a. (Zuwachs von +0.30 %) und Inflationsindexierten Anleihen mit 2.64 % p. a. (Zuwachs von +0.39 %) gestiegen.

Die Aktienmärkte «Global» werden insgesamt mit einer erwarteten Rendite von 5.77 % p. a. (Veränderung -0.58 %) als weniger attraktiv eingeschätzt. Auffällig ist, dass institutionelle Finanzmarktexperten für die USA wesentlich geringere erwartete Renditen angeben als für Europa, Japan und Emerging Markets.

Bei den liquiden Alternativen Anlagen halten die institutionellen Finanzmarktexperten Gold für deutlich attraktiver als zum Vorjahr (1.34 % p. a., ein Zuwachs um +1.16 %). Bei den illiquiden alternativen Anlagen verliert Private Equity an Attraktivität und weist eine Renditeerwartung von 9.71 % auf. Private Credit wird im Vergleich zum Vorjahr als attraktiver eingeschätzt (+0.33 %) und verzeichnet eine Renditeerwartung von 6.73 %, während Immobilien Global mit einer Renditeerwartung von 4.66 % sich leicht verschlechtert (-0.13 %).

Anlageklasse	Erwartete Rendite p. a.	Erwartetes Risiko p. a.	Veränderung zum Vorjahr	
	E(R)	σ	$\Delta E(R)$	$\Delta \sigma$
Obligationen, Eidgenossen	1.80	5.50	0.30	0.00
Corporate Bonds Global, hedged	2.96	6.40	0.30	0.10
High Yield Global, hedged	5.12	10.00	0.20	-0.63
Aktien USA	5.83	16.90	-0.58	-0.10
Aktien Europa ex Schweiz	7.13	17.36	0.03	0.04
Aktien Schweiz	7.57	13.72	-0.11	-0.46
Aktien Japan	7.71	16.42	-0.88	0.12
Aktien Pazifik ex Japan	8.69	19.60	-0.04	0.65
Aktien Emerging Markets	8.56	20.78	-0.42	-1.07
REITs Global	6.09	18.92	0.94	-0.48
Inflationsindexierte Anleihen, hedged	2.64	7.00	0.39	0.80
Rohstoffe	3.84	16.47	-0.42	-0.36
Gold	1.34	14.47	1.16	-0.24
Aktien Global	5.77	16.50	-0.58	0.20
Aktien Developed Markets	5.69	16.15	-1.20	0.40
Private Equity	9.71	23.45	-0.49	-1.55
Private Credit	6.73	12.58	0.33	-1.70
Immobilien Global	4.66	12.60	-0.13	0.19
Cash, CHF	1.26		0.30	

Tabelle 1: Konsolidierte Kapitalmarkterwartungen für den Schweizerfranken-Investor, 2024 | Q1.

Konsolidierte Kapitalmarkterwartungen basierend auf dem Median von bis zu 19 individuellen Erwartungen von weltweit tätigen institutionellen Finanzmarktexperten (Asset Manager und Consultants). Angaben sind in %, per annum, Schweizerfranken, und für einen Anlagehorizont von 10 Jahren. Die erwartete Rendite ist arithmetisch. Stichpunkt der Erhebung ist der 31.12.2023.

In **Abbildung 1** zeigen wir die Ergebnisse aus **Tabelle 1** grafisch in einem Rendite-Risiko Diagramm. Die Steigung einer gedachten Linie von der Anlage Cash zu einer riskanten Anlage ist das Rendite-Risiko Verhältnis, auch bekannt als die Sharpe Ratio. Hierbei ist gut zu erkennen, dass Aktien Schweiz, Private Credit und Unternehmensanleihen High Yield über die höchste erwartete Sharpe Ratio verfügen. Obligationen Schweiz (Eidgenossen), Rohstoffe, und Gold haben dagegen die niedrigste erwartete Sharpe Ratio. Diese Anlagen haben eine geringe Korrelation zu den Aktienmärkten und können dennoch dazu beitragen ein Portfolio zu diversifizieren.

Konsolidierte Erwartungen: 31.12.2023

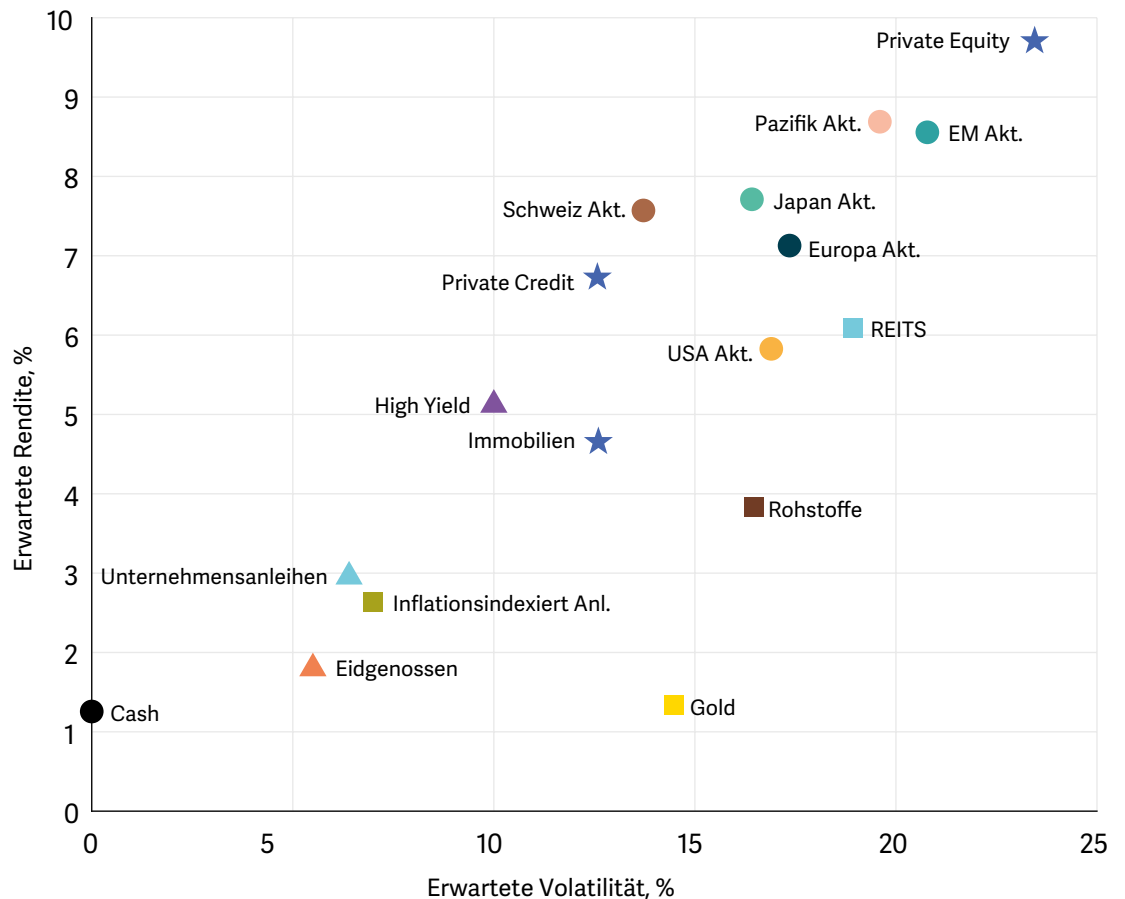


Abbildung 1: Rendite-Risiko Diagramm basierend auf konsolidierten Kapitalmarkterwartungen, 2024 Q1. Konsolidierte Kapitalmarkterwartungen sind der Median von bis zu 19 individuellen Erwartungen von weltweit tätigen institutionellen Finanzmarktexperten (Asset Manager und Consultants). Angaben sind in %, per annum, Schweizerfranken, und für einen Anlagehorizont von 10 Jahren. Die erwartete Rendite ist arithmetisch. Stichpunkt der Erhebung ist der 31.12.2023.

3. Vergleich im Querschnitt

Tabelle 1 und **Abbildung 1** zeigen die konsolidierten Kapitalmarkterwartungen berechnet über einen breiten Querschnitt von weltweit tätigen institutionellen Finanzmarktexperten. In unserer Erhebung zeigt sich, dass die individuellen Erwartungen sehr unterschiedlich ausfallen. Dies verdeutlichen wir für die Anlageklasse Aktien Global anhand untenstehender **Abbildung 2**, welche die Überschussrendite (über Cash) zeigt:

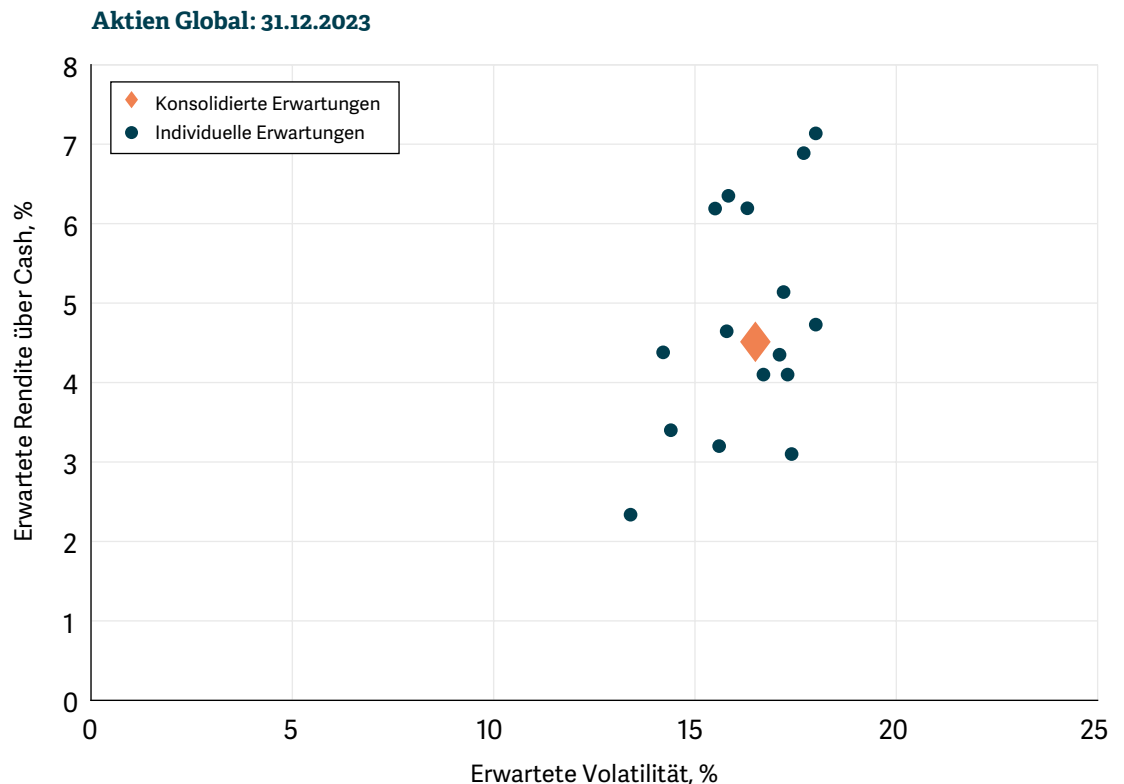


Abbildung 2: Individuelle und konsolidierte Kapitalmarkterwartungen für Aktien Global.

Dunkelblau: individuelle Erwartungen.

Orange: Median der individuellen Erwartungen = konsolidierte Erwartung.

Der Unterschied zwischen individuellen und der konsolidierten Kapitalmarkterwartung ist in **Abbildung 2** exemplarisch für «Aktien Global» dargestellt. Die niedrigste erwartete Überschussrendite (über Cash) ist gerade einmal 2.3 % p. a. und die höchste ist 7.1 % p. a. Die Spannbreite bezüglich der Volatilität reicht von 13.4 % p. a. bis 18.0 % p. a.

Die konsolidierte Kapitalmarkterwartung, symbolisiert durch eine orangefarbene Raute in **Abbildung 2**, befindet sich im Zentrum der jeweiligen Verteilung individueller Erwartungen und ist robust gegenüber extremen Einschätzungen.

In **Abbildung 3** illustrieren wir die Bandbreite der erwarteten Renditen für alle Anlageklassen. Die dunkelblauen Balken entsprechen dem Median der individuellen Erwartungen, wie bereits in **Tabelle 1** gezeigt. Die orangefarbenen Dreiecke zeigen die in unserer Erhebung jeweils niedrigste und höchste erwartete Rendite. Es zeigt sich eine grosse Heterogenität zwischen verschiedenen Anlageklassen. Die Spannweite, welche als Indikator für die Uneinigkeit (Disagreement, D) zwischen Finanzmarktexperten gewertet werden kann, ist für weniger riskante Anlagen wie Obligationen tendenziell geringer als für riskante Anlagen wie Aktien. Innerhalb der Aktienmärkte zeigen individuelle Märkte (zum Beispiel Japan oder Europa) eine weite Spannbreite, während grössere Märkte, wie «Aktien Global», eine geringere Spannbreite aufweisen.

Konsolidierte Kapitalmarkterwartungen: 31.12.2023

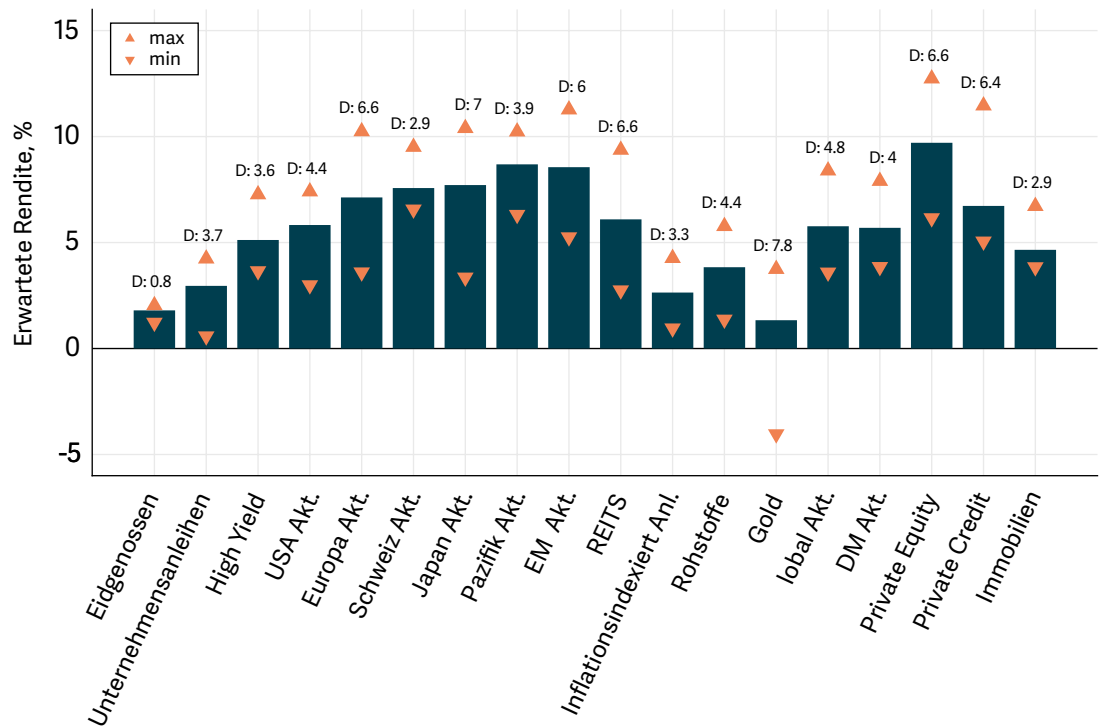


Abbildung 3: Konsolidierte Kapitalmarkterwartungen und Uneinigkeit (Disagreement-Spanne).

Dunkelblaue Balken repräsentiert den Median der individuellen erwarteten Rendite einer Anlageklasse. Die orangefarbenen Dreiecke entsprechen jeweils der in der Erhebung niedrigsten und höchsten individuellen erwarteten Rendite. Die Uneinigkeit zwischen den Finanzmarktexperten zeigen wir als Spanne zwischen dem tiefsten und höchsten Wert an (Disagreement, D).

Eine grosse Spannweite an Erwartungen (hohes Disagreement) bedeutet, dass sich institutionelle Finanzmarktexperten uneinig über die erwartete Performance einer Anlageklasse sind. Die Gründe, warum es zu unterschiedlichen Einschätzungen kommt, sind vielfältig. So ist es möglich, dass verschiedenen Daten und Informationen verwendet werden oder das politische und makroökonomische Umfeld unterschiedlich bewertet wird.

Unterschiedliche Erwartungen, selbst zwischen Experten, sind dabei keinesfalls ungewöhnlich. Für Einschätzungen des Wirtschaftswachstums oder der Inflation sind heterogene Erwartungen gut dokumentiert (z. B. im Survey of Professional Forecasters in den USA, oder dem ECB Survey of Professional Forecasters). Aktuelle Forschung zu Kapitalmarkterwartungen zeichnen ein ähnliches Bild.³

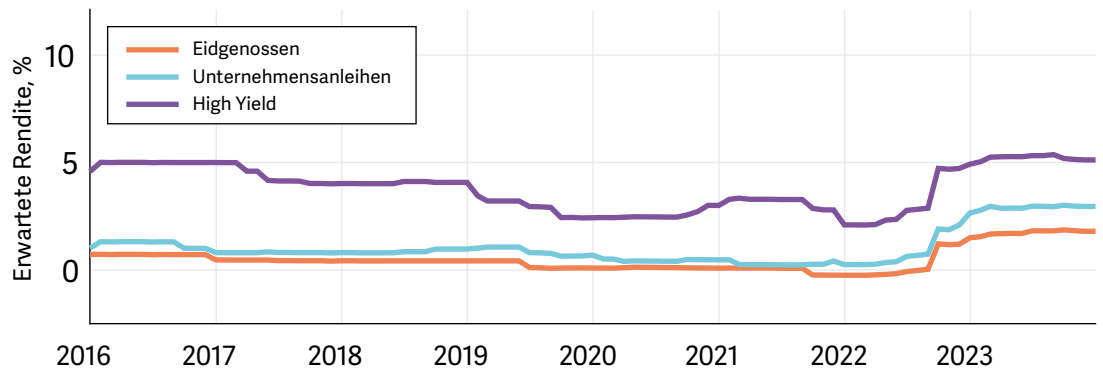
³ Vgl. Dahlquist und Ibert (2023), Coutts, Goncalves und Loudis (2023). Wissenschaftliche Studien haben gezeigt, dass in solchen Fällen Kombinationen von Erwartungen besser performen als individuelle Erwartungen, und dass einfache Kombinationen (z. B. der Median) wiederum vorteilhaft gegenüber komplexeren Kombinationen sind. Siehe Timmermann (2006, «Forecast Combinations», Handbook of Economic Forecasting, Editoren: Elliott, Granger, und Timmermann).

4. Kapitalmarkterwartungen im Zeitverlauf

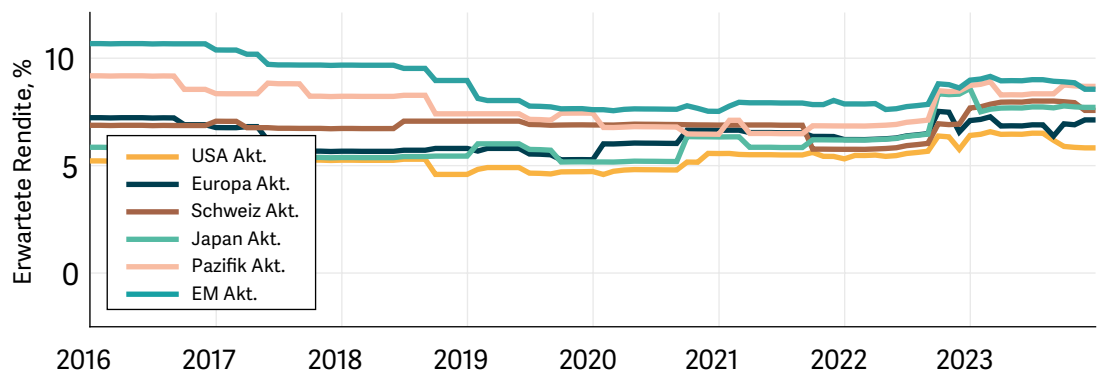
Abbildung 4 zeigt die konsolidierten Kapitalmarkterwartungen für verschiedene Anlageklassen im Zeitverlauf von 2016 bis 2023. Gut zu erkennen ist, wie im Jahr 2022 die steigenden kurzfristigen Zinsen auch zu höheren erwarteten Renditen bei Obligationen und teilweise auch bei Aktien führten. Auf den Aktienmärkten beobachten wir ausserdem, dass die Streuung der erwarteten Renditen zwischen den Regionen im Zeitverlauf deutlich abgenommen hat und im Jahr 2023 relativ nahe beieinander liegen. Bei den liquiden Alternativen Anlagen war insbesondere Gold in den vergangenen Jahren als unattraktiv eingeschätzt, wie durch eine überwiegend negative erwartete Rendite zwischen 2021 und Mitte 2023 deutlich wird.

Bemerkenswert ist, dass Kapitalmarkterwartungen zwar im Querschnitt heterogen ausfallen, wie beispielsweise in **Abbildung 3** dargestellt, jedoch die Variation der Median Erwartungen eine hohe Stabilität im Zeitverlauf aufweisen.

Konsolidierte Erwartungen: Obligationen



Konsolidierte Erwartungen: Aktien



Konsolidierte Erwartungen: Liquide Alternative Anlagen

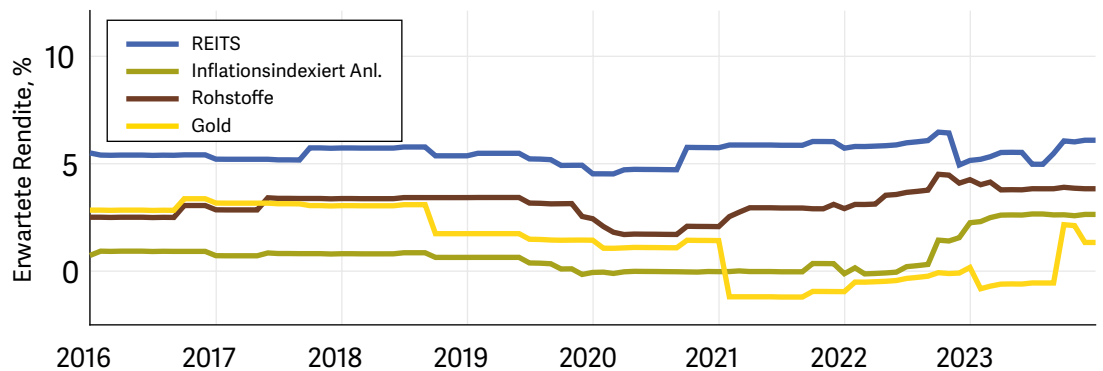


Abbildung 4: Konsolidierte Kapitalmarkterwartungen über die Zeit.

5. Evidenzbasiertes investieren

Konsolidierte Kapitalmarkterwartungen eignen sich zur Optimierung einer bestehenden Asset Allocation, zur Bestimmung der erwarteten langfristigen Performance, oder um die Attraktivität von privaten Märkten abzuschätzen. In diesem Abschnitt demonstrieren wir diese möglichen Anwendungen.

5.1. Portfolio Optimierung

In **Tabelle 2**, Spalte «Ausgangsportfolio», zeigen wir die Gewichtung eines hypothetischen breit diversifizierten Portfolios. Dieses Ausgangsportfolio ist beispielhaft zu verstehen, eine beliebige andere Ausgangs-Gewichtung ist vorstellbar.

Anlageklasse	Ausgangsportfolio	Überrendite (in %)	Beta	Optimiertes Weltportfolio
Obligationen, Eidgenossen	15.0	0.2	0.1	10.0
Corporate Bonds, hedged	10.0	0.3	0.4	15.0
High Yield, hedged	5.0	0.9	0.8	10.0
Aktien USA	30.0	-0.9	1.6	24.3
Aktien Europa ex Schweiz	7.5	0.4	1.4	4.5
Aktien Schweiz	5.0	2.1	1.1	5.3
Aktien Japan	2.5	0.7	1.2	1.3
Aktien Pazifik ex Japan	2.5	1.4	1.6	4.4
Aktien Emerging Markets	2.5	1.3	1.5	4.4
REITs Global	5.0	-0.4	1.6	9.5
Inflationsindexiert, hedged	5.0	0.3	0.3	7.3
Rohstoffe	5.0	-0.4	0.9	2.1
Gold	5.0	-0.9	0.3	2.0
	100			100

Tabelle 2: Optimierung eines Ausgangsportfolios mit Hilfe von konsolidierten Kapitalmarkterwartungen.⁴

Interessanterweise impliziert das Ausgangsportfolio eine erwartete Rendite und erwartetes Risiko für jede einzelne Anlageklasse. Diese impliziten Kapitalmarkterwartungen können nun mit den konsolidierten Kapitalmarkterwartungen verglichen werden. Die Differenz der beiden Erwartungen ist in der Tabelle als Überrendite ausgewiesen. Eine positive Überrendite sagt uns, dass eine Erhöhung der Anlage im Portfolio das erwartete Rendite-Risiko Verhältnis (Sharpe Ratio) verbessern würde. Aus institutionellen Kapitalmarkterwartungen lässt sich so ein regelbasierter «Ratschlag» für die Optimierung eines beliebigen Ausgangsportfolios ableiten.

Nun haben wir in diesem Bericht aber auch gesehen, dass verschiedene Anlageklassen mit unterschiedlich stark ausgeprägtem *Disagreement* von institutionellen Finanzmarktexperten eingeschätzt werden. Es ist plausibel, von der initialen Einschätzung des Ausgangsportfolios stärker abzuweichen, wenn institutionelle Finanzmarktexperten sich in ihrer Einschätzung der Märkte einig sind. Aus diesem Grund gewichten wir die Überrenditen von Anlageklassen mit hohem *Disagreement* niedriger als die Überrenditen von Anlageklassen mit geringem *Disagreement*. Die Anlageallokation eines solchen optimierten Portfolios ist in der Spalte «Optimiertes Weltportfolio» zu sehen.

⁴ Die Überrendite ist die erwartete Rendite der konsolidierten Kapitalmarkterwartungen abzüglich der impliziten erwarteten Renditen des Ausgangsportfolios. Beta misst das Risiko einer Anlageklasse relativ zum Ausgangsportfolio. Das «Optimierte Weltportfolio» verbessert die erwartete Rendite relativ zum Risiko (Sharpe Ratio). Der Optimierungsansatz ist angelehnt an Treynor und Black (1973, Journal of Business) und Black und Litterman (1992, Financial Analysts Journal).

Was kann ein mit Hilfe von Kapitalmarkterwartungen optimiertes Weltportfolio in der Praxis leisten? Dies hängt davon ab wie gross der Unterschied zwischen dem Ausgangsportfolio und dem optimierten Weltportfolio ist. Hat ein Investor das Ausgangsportfolio bereits klug gewählt, dann sollte auch das optimierte Weltportfolio eine sehr ähnliche Struktur aufweisen. Nur wenn ein Ausgangsportfolio ineffizient gewählt wurde, würden die Kapitalmarkterwartungen durch starke *Tilts* diesen Umstand sichtbar machen.

Aus diesem Grund ist der Einbezug von Kapitalmarkterwartungen insbesondere in der dynamischen Betrachtung über die Zeit interessant. Wie in **Abbildung 4** zu sehen ist, verändern sich Kapitalmarkterwartungen über die Jahre. Wird eine Anlageklasse aufgrund von makroökonomischen oder politischen Ereignissen plötzlich unattraktiv, würde dies in einem Portfolio mit fixen Gewichten nicht berücksichtigt werden. Diskretionäre Portfolio-Anpassungen leiden unter einem ähnlichen Problem wie die individuellen Kapitalmarkterwartungen (**Abbildung 3**). Unter Umständen ist der Einfluss eines Ereignisses unklar auf die Finanzmärkte. Eine sehr starke Meinung eines einzelnen Finanzmarktexperten führt dann womöglich zu einer umfangreichen Umschichtung, wobei ein umfassenderes Bild basierend auf einer Vielzahl von institutionellen Finanzmarktexperten keine solch starke Umschichtung rechtfertigen würde. Konsolidierte Kapitalmarkterwartungen können in solchen Situationen wichtige Anhaltspunkte für die effiziente Anlagenallokation liefern und ermöglichen eine regelbasierte Berücksichtigung attraktiver Investitionsmöglichkeiten, welche sich im Laufe der Zeit verändern.

In **Abbildung 5** zeigen wir in einem Backtest die Performance eines hypothetischen Weltportfolios, welches mit Hilfe von konsolidierten Kapitalmarkterwartungen optimiert wurde (dunkelblau) gegenüber einem einfachen Portfolio welches konstant 50 % in Obligationen Schweiz und 50 % in Aktien Schweiz investiert (orange), sowie ein Portfolio welches 50 % in Obligationen Schweiz und 50 % in Aktien Global investiert (hellblau).

Optimiertes Weltportfolio schlägt Home-Bias Portfolio und einfaches Weltportfolio

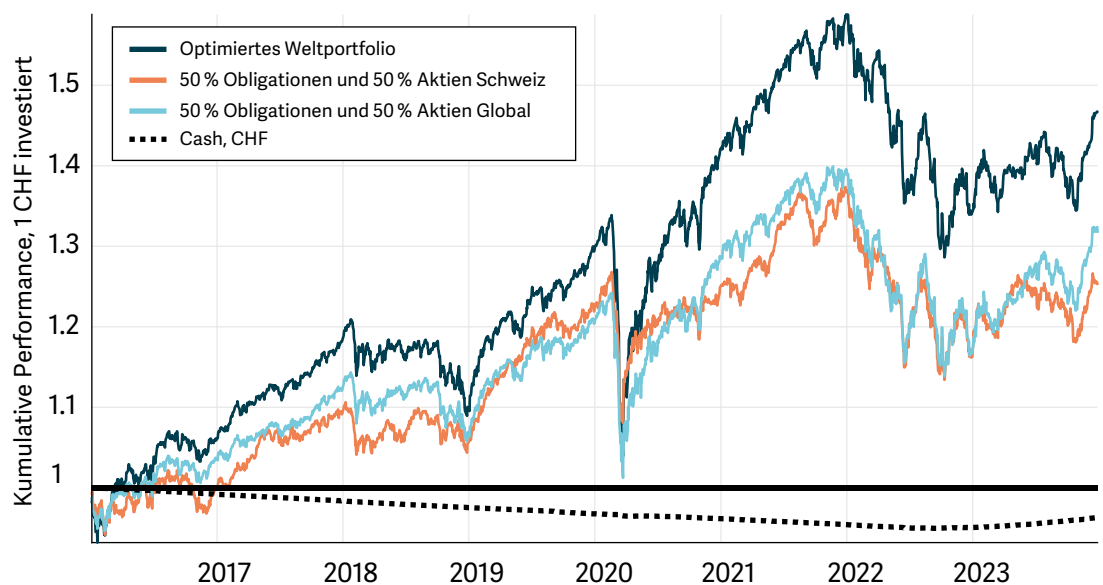


Abbildung 5: Kumulierte Performance im Backtest.

Kumulierte Performance einer Anlage von einem Schweizerfranken investiert am 1.1.2016 bis zum 31.12.2023.

Dunkelblau: Regelbasierter Ansatz auf der Basis konsolidierter Kapitalmarkterwartungen

(Optimiertes Weltportfolio); kumulative Rendite: 46.6%.

Orange: Portfolio bestehend aus 50 % Obligationen Schweiz und 50 % Aktien Schweiz; kumulative Rendite: 25.2%.

Hellblau: Portfolio bestehend aus 50 % Obligationen Schweiz und 50 % Aktien Global; kumulative Rendite: 31.7%.

Die Vorzüge des breit diversifizierten und optimierten Weltportfolios (dunkelblau) sind deutlich erkennbar und spiegeln sich mit einer kumulierten Performance von 46.6% über 7 Jahre wider. Diese Performance steht im Vergleich zu den beiden erwähnten Benchmarkportfolios mit 25.2% und 31.7% über den gleichen Zeitraum. Kapitalmarkterwartungen helfen unattraktive Marktzyklen zu vermeiden und attraktive Marktzyklen zu nutzen. Es wird auch deutlich, dass es sich nicht um eine kurzfristige Market-Timing-Strategie handelt. Ein plötzliches Ereignis wie die Covid-Pandemie wird von den langfristigen Kapitalmarkterwartungen naturgemäss **nicht** antizipiert und wir sehen einen entsprechenden Einbruch im Jahr 2020.

5.2. Bestimmung der erwarteten langfristigen Rendite und des Risikos

Kapitalmarkterwartungen sind keine Punktprognosen, sondern eine Abschätzung der Verteilung erwarteter zukünftiger Renditen. Basierend auf den konsolidierten Kapitalmarkterwartungen beträgt die erwartete Rendite des optimierten Weltportfolios aus **Tabelle 2** 5.01% p. a. bei einer erwarteten Volatilität von 10.08% p. a.

Eine Simulation (vgl. **Abbildung 6** und **Tabelle 3**) ermöglicht es die erwartete Vermögensentwicklung unter Berücksichtigung der Renditeverteilung über langfristige Investitionshorizonte abzuschätzen. Für einen Zeithorizont von 10 Jahren beträgt die erwartete Rendite im Median von einer Million Simulationen 58%, bei einer Verlustwahrscheinlichkeit von 6.6%. In 21.6% der Simulationen verdoppelt sich das eingesetzte Kapital.

Simulierte Verteilung: Optimiertes Weltportfolio

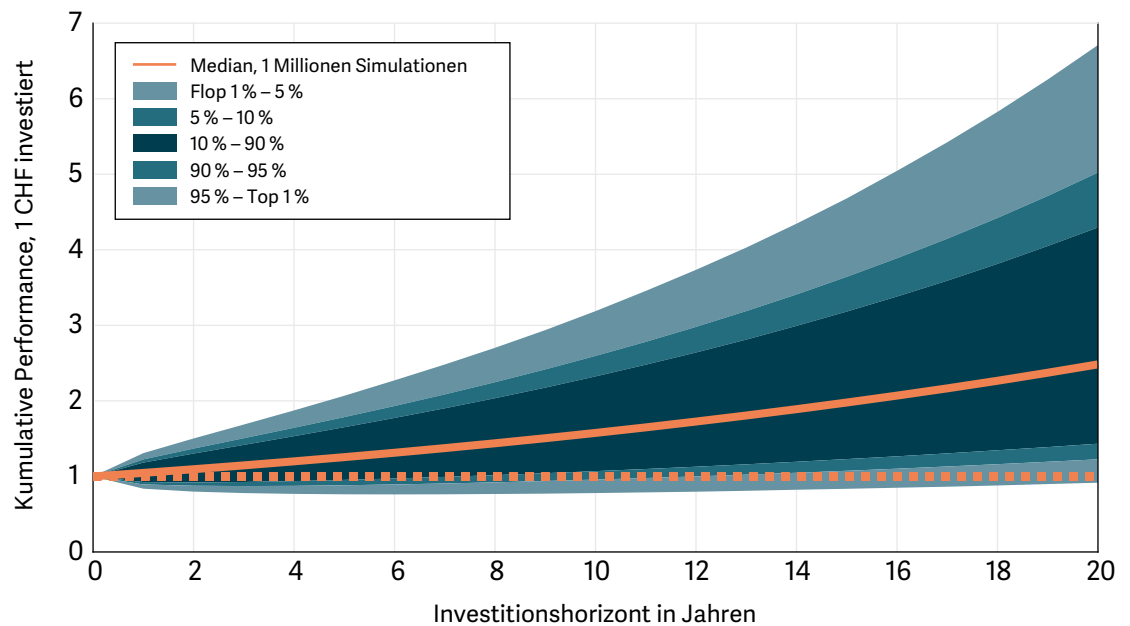


Abbildung 6: Erwartete Verteilung der zukünftigen Performance des optimierten Weltportfolios. Die konsolidierten Kapitalmarkterwartungen werden in einer Simulation genutzt, um die Verteilung der erwarteten Performance über einen Investitionshorizont von 1 Jahr bis 20 Jahre abzuschätzen.

Investitionshorizont	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre
1 %	0.84	0.76	0.78	0.92
5 %	0.89	0.88	0.96	1.23
10 %	0.93	0.95	1.07	1.43
median	1.05	1.26	1.58	2.48
90 %	1.18	1.65	2.32	4.30
95 %	1.23	1.79	2.60	5.02
99 %	1.31	2.07	3.19	6.71
Verlustwahrscheinlichkeit, % (<100%)	31.7	14.4	6.6	1.7
Verdoppelungswahrscheinlichkeit, % (>200%)	0.0	1.5	21.6	69.3

Tabelle 3: Basierend auf den konsolidierten Kapitalmarkterwartungen wird eine Investition von 1 CHF in das optimierte Weltportfolio eine Millionen Mal simuliert. Die Tabelle zeigt die Verteilung des Wertes des Portfolio nach 1 bis 20 Jahren.

Wie in diesem Beispiel gezeigt, können konsolidierte Kapitalmarkterwartungen genutzt werden, um abzuschätzen, ob ein Portfolio mit der Rendite und Risikoerwartung eines Investors übereinstimmt und wie plausibel es ist, dass bestimmte Performanceziele erreicht werden können. Für Stiftungen und Entnahmepläne kann so zum Beispiel evaluiert werden, ob eine jährliche Entnahmehöhe nachhaltig ist.

5.3. Portfoliodiversifikation mit Anlagen in Private Markets

Das optimierte Weltportfolio (**Tabelle 2**) ist ein marktnahes und kostengünstiges Portfolio. Es kann als Benchmark für weitere Anlageklassen und Anlagestrategien verwendet werden und die Basis für sophistizierte Portfolios bilden.

Für viele Anlageklassen sind historische Performance Kennzahlen nur schwer zugänglich und / oder nur eingeschränkt aussagekräftig für die Zukunft. In solchen Fällen kann ein Investor seine Kapitalmarkterwartungen für eine zusätzliche Anlage verwenden, um den erwarteten Nutzen einer Beimischung zum optimierten Weltportfolio zu bestimmen.

Wir illustrieren diesen zusätzlichen Schritt im Anlageprozess in **Abbildung 7** für eine Erweiterung des optimierten Weltportfolios um Anlagen in Private Markets.

Optimiertes Weltportfolio kombiniert mit Private Markets: 31.12.2023

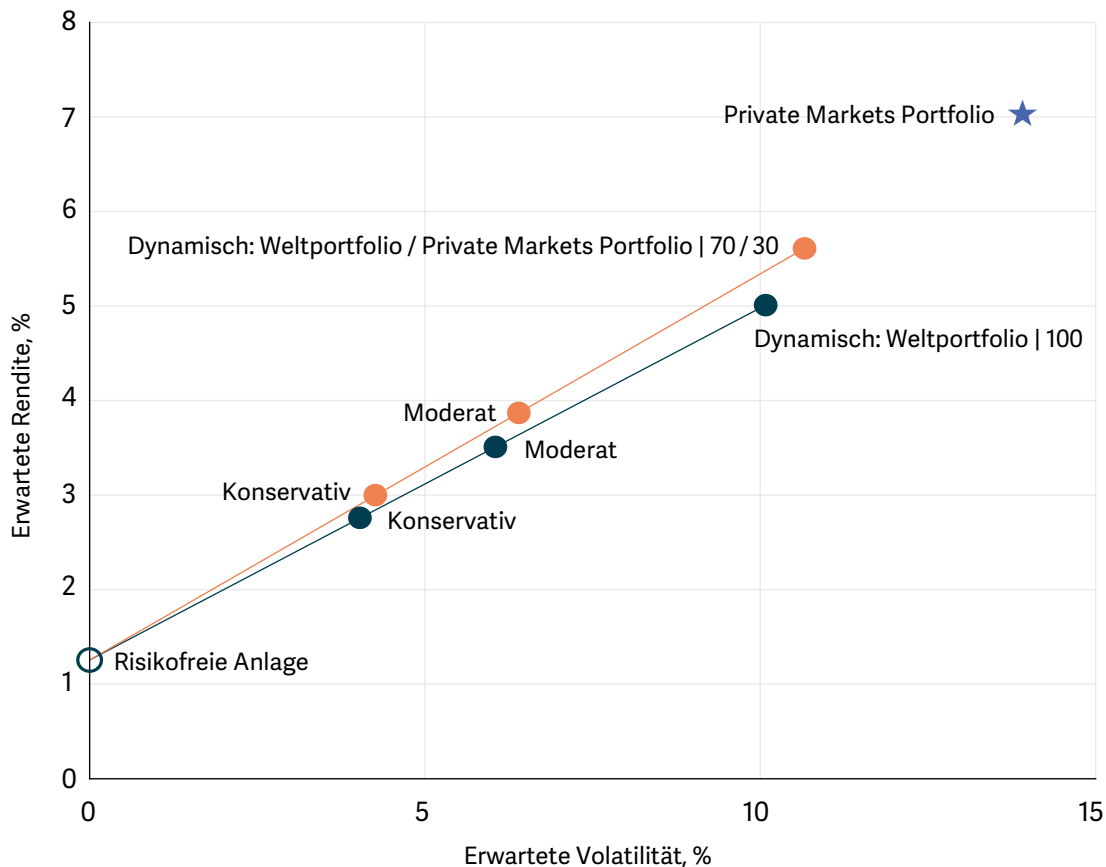


Abbildung 7: Das Private Markets Portfolio (blauer Stern) kombiniert zu gleichen Teilen die Anlageklassen Immobilien, Private Equity und Private Credit auf der Basis der in **Tabelle 1** dargestellten konsolidierten Kapitalmarkterwartungen.

Dunkelblau: Anlagen in das optimierte Weltportfolio und der risikofreien Anlage.

Orange: Kombinationen aus dem optimierten Weltportfolio, dem Private Markets Portfolio und der risikofreien Anlage.

Um die Analyse möglichst unabhängig zu halten, verwenden wir die konsolidierten Kapitalmarkterwartungen in **Tabelle 1** und berechnen zunächst die erwartete Rendite und das Risiko einer Anlage zu gleichen Teilen in Immobilien, Private Equity und Private Credit. Das Private Markets Portfolio (blauer Stern in **Abbildung 7**) verfügt über eine erwartete Rendite von 7.0 % p. a. und einer Volatilität von 13.9 % p. a.

Der orangefarbene Kreis in **Abbildung 7** mit der Kennzeichnung «Dynamisch» zeigt die erwartete Rendite und das Risiko, wenn das Vermögen zu 70 % in das optimierte Weltportfolio liquider Anlagen (dunkelblauer Kreis) und zu 30 % in das Private Markets Portfolio (blauer Stern) investiert wird. Die erwartete Sharpe Ratio steigt dadurch deutlich von 0.37 auf 0.40.

Die erwartete Volatilität des «Dynamischen» Portfolios kann reduziert werden durch eine Beimischung einer Anlage in Cash. Dies ist in **Abbildung 7** illustriert für eine Strategie «Moderat» von 40 % in Cash und 60 % in das Portfolio «Dynamisch», sowie durch eine Strategie «Konservativ» von 60 % in Cash und 40 % in das Portfolio «Dynamisch».

Die Analyse zeigt eindrücklich, dass weltweit tätige institutionellen Finanzmarktexperten private Märkte für eine attraktive Erweiterung eines breit diversifizierten Portfolios bestehend aus Anlagen in Obligationen, Aktien und Rohstoffen halten.

Nehmen Sie Kontakt mit uns auf, um mehr über das evidenzbasierte Portfolio Management bei Remaco zu erfahren.



Christoph Frick

lic. oec. publ.
CEO Remaco Asset Management AG

christoph.frick@remaco.com
ch.linkedin.com/in/christoph-frick



Prof. Dr. Tim Kröncke

CIO Remaco Asset Management AG

tim.kroencke@remaco.com
ch.linkedin.com/in/tim-a-kroencke

Remaco, gegründet 1947, ist ein Schweizer Wertpapierhaus und Beratungsunternehmen, welches seinen Kundinnen und Kunden Research-, Management- und Beratungsdienstleistungen anbietet.

Autoren (alphabetisch):

Prof. Dr. Pascal Böni
Manohar Brüggemann
Christoph Frick
Prof. Dr. Tim Kröncke

Kontakt:

tim.kroencke@remaco.com

Remaco Asset Management AG

Hirzbodenweg 103, Postfach, 4020 Basel
Beethovenstrasse 11, 8002 Zürich
www.remaco.com

6. Disclaimer

Nutzungsbedingungen / Rechtliche Hinweise

Mit der Entgegennahme dieses Dokuments und deren Beilagen sowie der darin enthaltenen oder beschriebenen Informationen, Produkte, Dienstleistungen oder Unterlagen erklärt der Empfänger, dass er die folgenden Nutzungsbedingungen verstanden hat und anerkennt. Die Remaco Asset Management AG als Herausgeberin hat das vorliegende Dokument unabhängig von spezifischen Anlagezielen, einer besonderen finanziellen Situation oder speziellen Bedürfnissen eines bestimmten Adressaten erstellt.

Kein Angebot / Unverbindlichkeit

Die publizierten Informationen und Meinungsäusserungen werden von der Herausgeberin ausschliesslich zum persönlichen Gebrauch sowie zu Informationszwecken bereitgestellt. Nichts, was in diesem Schriftstück enthalten ist, stellt eine Empfehlung, ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Einladung zur Offertstellung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder Anlageberatungsdienstleistungen, zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Wir empfehlen eine persönliche Konsultation bei einem qualifizierten Finanzberater der Remaco Asset Management AG.

Gewährleistungsausschluss

Die im vorliegenden Dokument zusammengetragenen Informationen und Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen; dennoch garantiert die Remaco Asset Management AG weder deren Richtigkeit und Vollständigkeit noch deren Aktualität. Die Herausgeberin behält sich vor, die Informationen und Meinungsäusserungen in diesem Dokument ohne Vorankündigung zu ändern oder zu entfernen.

Performance

Die in der Vergangenheit erzielten Performances irgendwelcher Investitionen sind nicht zwingend ein Massstab für deren zukünftigen Performances. Die Herausgeberin übernimmt demzufolge weder eine ausdrückliche noch eine stillschweigende Haftung oder Garantie bezüglich der künftigen Wertentwicklung.

Haftungsbeschränkungen

Die Remaco Asset Management AG schliesst uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus – sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden –, die sich aus der Benützung des vorliegenden Dokuments ergeben sollten.

