

ANLAGE: Welche Strategie wirklich langfristig ist

Anlagestrategien auf Abwegen

Pensionskassen überprüfen zurzeit ihre Anlagestrategien im Hinblick auf den Aktienanteil im Vermögen. Dabei kommt der Volatilität der Aktien eine zentrale Bedeutung zu.

Von Christian Wagner

Die schweizerische Pensionskassenlandschaft durchlebt die erste Feuerprobe. Viele Vorsorgeeinrichtungen sehen sich Unterdeckungen gegenüber. Teilweise entstanden diese tatsächlich allein auf Grund der in den letzten drei Jahren schwachen Aktienmärkte. Die Anpassung der Anlagestrategie ist einer der zentralen Punkte, die es im Zusammenhang mit zu treffenden Sanierungsmassnahmen zu erörtern gilt. Wenn tatsächlich die fallenden Aktienmärkte Ursache einer Unterdeckung sind, so waren meist Anlagestrategien mit Aktienanteilen von über 30 Prozent verfolgt worden. Diese Strategien sind per Definition auf Langfristigkeit ausgelegt. Entsprechend schwer fällt es jetzt, diese frühzeitig über Bord zu werfen. Dieser Aktionismus kann sich in ein paar Jahren als der nachhaltigste Fehler aller Zeiten erweisen. Daher liegt der Versuch nahe, unter Berufung auf die viel zitierte Langfristigkeit, unbeschadet an der bisherigen Anlagestrategie festzuhalten.

Hoffnungen nicht erfüllt

Die Langfristigkeit allein vermag aber nicht alle Hoffnungen von unterdeckten Vorsorgeeinrichtungen zu erfüllen. Dies lässt sich zumindest für theoretische Modelle von Aktienkursentwicklungen, z.B. die geometrische Brownsche Bewegung, nachweisen. Dieses Modell wird zur Erklärung der realen Preisbildung auf Aktien herangezogen. Der künftige Aktienpreis ist bestimmt durch die erwartete Rendite und die Volatilität. Die Volatilität ist ein Mass für die Schwankungen der effektiv erzielten um die erwartete Rendite. Je grösser die Volatilität, desto grösser sind die Abweichungen der erzielten von der erwarteten Rendite. In der Abbildung sind zwei zufällige Verläufe von Aktienpreisentwicklungen abgebildet. Die eine mit einer jährlich erwarteten Rendite von +8% und einer Volatilität von 15%, die an-

dere mit einer jährlich erwarteten Rendite von +7% und einer Volatilität von 25%. Die dritte, gleichmässig steigende Kurve zeigt zum Vergleich die Wertsteigerung einer festverzinslichen Anlage mit einem Zinssatz von 2% p.a.

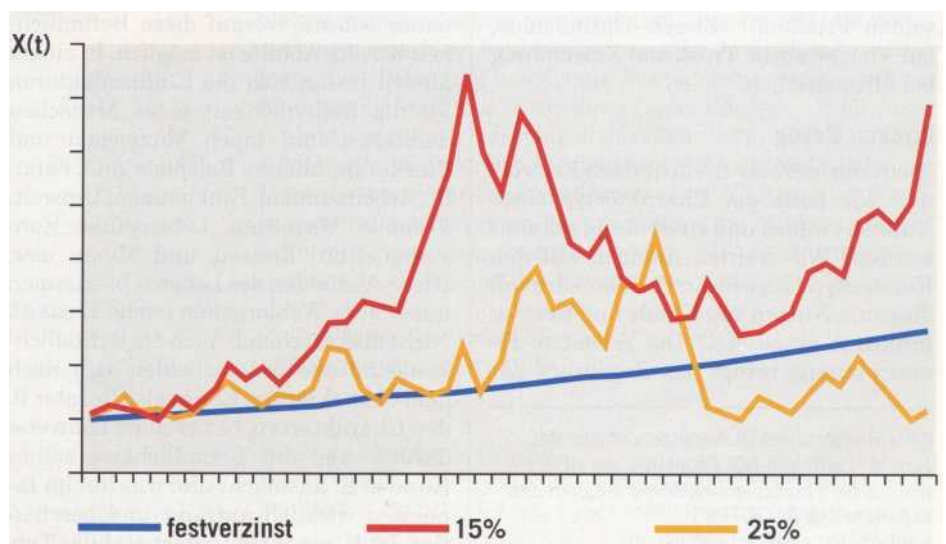
Wie die Abbildung zeigt, kann es durchaus Zeitpunkte geben, in welchen die Investition in einen Aktientitel weniger wert ist als die Investition in eine festverzinsliche Anlage. Dies hat die Praxis für Pensionskassen in der Zwischenzeit bewiesen. Eine ausreichende Wertschwankungsreserve sollte genau dies verhindern helfen. Umso erstaunlicher ist die aus dem Modell zur Bestimmung der Aktienpreisentwicklung erkennbare Aussage: Wenn die Volatilität eines Titels im Vergleich zu dessen erwarteter Rendite zu gross ist, so spielt die Höhe der bei Beginn der Investition vorhandenen Wertschwankungsreserve keine Rolle: Der Titel wird irgendwann mit absoluter Sicherheit weniger wert sein als die entsprechende festverzinsliche Anlage. Die Höhe der Wertschwankungsreserve kann diesen Zeitpunkt für zu volatile Titel bestenfalls hinauszögern, verhindern kann sie dessen Eintreffen nicht.

Die Wertschwankungsreserve bietet nur dann einen relativen Schutz, wenn

bei gegebener erwarteter Rendite die Schwankung der effektiven Rendite nicht zu gross ist. Das Festhalten an der auf Langfristigkeit ausgelegten Anlagestrategie bewirkt, dass die Aktientitel weiterhin gehalten werden. Schliesslich geht es ja irgendwann wieder bergauf. Aber nur dann, wenn das erwähnte Verhältnis von Volatilität und erwarteter Rendite stimmt. Andernfalls besteht nicht einmal Sicherheit dafür, dass der Aktientitel die festverzinsliche Anlage je wieder schlagen wird. Wird an der Strategie festgehalten, ohne das Portefeuille einer Untersuchung zu unterziehen, so besteht das Risiko, Aktientitel weiterhin zu halten, obschon sie wahrscheinlich nie mehr die entsprechende festverzinsliche Anlage schlagen werden.

Diese Resultate lassen sich bereits dann erkennen, wenn in den Simulationen der Anlagehorizont an Stelle der üblichen zehn Jahre mit 50 bis 100 Jahren gewählt wird. Bei autonomen Vorsorgeeinrichtungen wird eine Reserve zur Finanzierung aller fällig werdenden Invaliden- und Todesfallleistungen gebildet, die in 99 von 100 Jahren ausreichen sollte. Eine Betrachtungsweise über 100 Jahre ist somit für Vorsorgeeinrichtungen nichts Ungewöhnliches. Bevor unbeschadet dem Trend, an einer langfristigen Anlagestrategie festzuhalten, gefolgt wird, sollte das Portefeuille um die schwarzen Schafe bereinigt werden. Dann wird sich das Festhalten an der Strategie auszahlen.

Die Volatilität ist ein Mass für die Schwankungen der effektiv erzielten um die erwartete Rendite.



Dr. Christian Wagner ist Partner der Wagner & Kunz Aktuarien AG, Basel.