

Strategiefindung

Weichen stellen

Die Aktienmärkte jagen von einem Rekord zum nächsten. Die Schweizer Zinsen befinden sich aber auf historischen Tiefständen. Andreas Reichlin, Partner PPC-metrics, berät, was zu tun ist.

Die aktuelle Finanzmarktsituation stellt Pensionskassen vor ein Problem: Geht man davon aus, dass die Sollrendite 3% betragen soll, so rentieren 10jährige Bundesanleihe aktuell nur 1%. Damit die Sollrendite erreicht werden kann, müsste bei einer erwarteten Rendite auf Aktien von 5% die Aktienquote 50% betragen.

Mehr Aktien: kein Problem, oder?

In der aktuellen Aktien-Hausse sind 50% Aktien auf den ersten Blick kein Problem. Die Erfahrung in 2008/2009 zeigt jedoch, dass dies nicht der Fall ist. Je höher das Portfoliorisiko desto grösser die Wahrscheinlichkeit, dass eine aggressive Anlagestrategie während einer Krise nicht durchgestanden werden kann. Das zwingt zu einem prozyklischen Anlageverhalten, mit einer hohen Aktienquote vor und einer (deutlich) reduzierten Aktienquote nach der Krise. Daraus ergeben sich unterdurchschnittliche Renditen in der Phase der Markterholung.

Deshalb sollte das Portfoliorisiko aufgrund der Risikofähigkeit und der Risikobereitschaft gewählt werden, und nicht allein mit Blick auf die Sollrendite. Entscheidung sollten im Rahmen eines Gesamtpakets aus Beitrags-, Anlage- und Leistungspolitik getroffen werden.

Problem Prinzip Hoffnung

Die Ausgangslage der Pensionskasse verbessert sich deutlich, wenn die Renditeerwartungen für Aktien höher ausfallen. Ein Beispiel: Erzielen Aktien durchschnittlich 8%, reicht bereits eine Aktienquote von 30% für eine Sollrendite von 3%. Nur wie realistisch ist die Annahme, dass Aktien eine um 7 Prozentpunkte höhere Rendite abwerfen als Obligationen? Die Analyse der Aktienrenditen von 1900 bis 2012 von Dimson, Marsh und Staunton von der «London Business School» spricht eine deutliche Sprache: Die Mehrrendite von Aktien betrug 3,5%. Optimistischere Annahmen sind gefährlich, weil hohe Rendi-

teerwartungen Finanzierungsprobleme der 2. Säule kaschieren. Damit fehlt die Notwendigkeit, sich mit den aktuellen Herausforderungen vertieft auseinander zu setzen und notwendige Massnahmen werden nicht rechtzeitig ergriffen.

Gegen den Herdentrieb

Die Aktienquote dürfte sich bei den meisten PKs dieses Jahr wiederholt an der oberen taktischen Bandbreite bewegen beziehungsweise diese überschritten haben. Soll die Aktienquote jetzt konsequent auf die Strategiequote zurückgeführt werden (Rebalancing) oder soll man die Aktien laufen lassen (Laissez-faire)? Empirische Analysen zeigen, dass ein konsequentes Rebalancing, das heisst eine antizyklische Strategie erfolversprechend ist. Mit ihr konnte über die letzten 40 Jahre gar eine kleine Mehrrendite erzielt werden. Zudem: Aktienmärkte haben kein Gedächtnis. Die Wahrscheinlichkeit einer Aktienmarktkorrektur ist somit heute wie vor einem Jahr immer dieselbe.

Pro-passive Aktienstrategie

Häufig wird argumentiert, dass volatile Marktperioden aktive Strategien begünstigen würden. Auf den ersten Blick mag dies nachvollziehbar sein. Es muss aber beachtet werden, dass nicht nur die Gewinne, sondern auch mögliche Verluste mit der Volatilität des Marktes steigen. Dies konnte in 2008/2009 beobachtet werden, als nicht nur die Volatilität zunahm, sondern auch die Underperformance einiger aktiver Vermögensverwalter.

Der Erfolg von aktiven Strategien basiert auf der Prognosefähigkeit des Vermögensverwalters. Diese ist nicht von der Volatilität des Marktes abhängig. Es ist im Gegenteil sogar wenig einleuchtend, warum eine Prognose in hektischen Börsenzeiten treffsicherer sein soll als in ruhigen. Eine aktive Strategie führt mit Sicherheit nur zu höheren Transaktionskosten. ♦