Was ein langer Anlagehorizont effektiv bringt – und was nicht

Die falsch verstandene Langfristigkeit

Entsprechend der Natur ihrer Verbindlichkeiten verfügen Schweizer Vorsorgeeinrichtungen über einen langen Anlagehorizont. Das oft ins Feld geführte Argument, dass langfristige Investoren generell mehr Anlagerisiken eingehen können, stimmt jedoch nur bedingt. Die Zeit heilt leider nicht alle Wunden.

Vergessen wir für einen Moment, wie die Rendite einer Vermögensanlage tatsächlich zustande kommt und nehmen wir an, dies sei das Ergebnis eines Renditewürfels, der durch unsichtbare Hand immer wieder neu geworfen wird. Die Rendite eines einzelnen Jahres kann stark schwanken. Die Durchschnittsrendite, die sich aus immer mehr Wiederholungen unseres Renditewürfels ergibt, wird aber immer deutlicher gegen den Mittelwert streben (siehe Grafik 1). Diese Eigenschaft von Zufallsreihen – bekannt als Gesetz der grossen Zahlen – verleitet zum Schluss, dass Anlagerisiken sich langfristig immer auszahlen.

Trügerischer Durchschnitt

Der Renditedurchschnitt täuscht aber über einen wesentlichen Sachverhalt hinweg: Kumuliert nimmt die Unsicherheit der erzielten Anlageerträge laufend zu (siehe Grafik 2). Wenn eine Pensionskasse mit der erwarteten Rendite gerade die Leistungen finanzieren kann, und einfach auf den zeitlichen Ausgleich setzt, dann können nach 10 Jahren bei negativer Entwicklung 30 Prozent des Vermögens fehlen und nach 20 Jahren sogar schon 50 Prozent. Und das immer unter der Annahme, dass das Anfangsvermögen inklusive erzielter Erträge die ganze Zeit investiert bleibt.

Es kann zur Stabilisierung der finanziellen Lage beitragen, dass die durchschnittliche Rendite nach einer negativen Entwicklung wieder gegen den Durchschnitt korrigiert. Aber dieser Effekt entfaltet erst dann seine Wirkung, wenn die Leistungen der Pensionskasse variabel sind und über mehrere Jahre an die erzielten Erträge angepasst werden können. Wenn beispielsweise die Sollrendite auf 0 Prozent gesenkt werden kann, ist mit dem Anlagerisiko gemäss unserem Beispiel ein Anlagehorizont von 10 Jahre in etwa ausreichend, damit das Ziel nur in 5 Prozent der Fälle verfehlt wird (Grafik 1).

Reihenfolge der Renditen relevant

Eine besondere Problematik ergibt sich für Vorsorgeeinrichtungen, die hohe Mittelabflüsse aufweisen. Selbst wenn langfristig die durchschnittlich erzielte Rendite der Sollrendite der Kasse entspricht, wird dies in vielen Fällen nicht ausreichen um die Verpflichtungen zu finanzieren.

Exemplarisch zeigt sich dies bei einer auslaufenden Rentnerkasse. Aufgrund der Mittelabflüsse wird das Vermögen kontinuierlich kleiner und liegt nach 10 Jahren typischerweise unter der Hälfte des Anfangsvermögens. Folglich sind die Vermögensrenditen der ersten Jahre dieses Zeithorizonts viel wichtiger als die Renditen die gegen Ende der Liquidationsperiode erzielt werden. Verfehlt eine Rentnerkasse in den ersten Jahren die Sollrendite, kann dieser Rückstand in der Regel nicht mehr aufgeholt werden.

Genau umgekehrt verhält es sich bei einer wachsenden Pensionskasse. Hier wird laufend mehr Vermögen investiert und die in der Startphase erzielten Renditen verlieren schnell an Bedeutung.

In Kürze

> Der Durchschnitt erzählt nur die halbe Geschichte
> Negative Cashflows verkürzen den Anlagehorizont
> Aktienkurse haben kein Gedächtnis

Keine automatische Rückkehr zur Trendlinie

Natürlich sind Anlagerenditen nicht wie eingangs angenommen eine immerwährende Wiederholung eines selben zufälligen Ereignisses. Ganz offensichtlich wird dies, wenn man die Kursentwicklung von Obligationen betrachtet. Die Reduktion

Autoren

Marco Jost
Dr. oec., Partner, PPCmetrics

Lukas Riesen
CFA, Senior Consultant, PPCmetrics

des Zinsniveaus zwischen 2008 und 2012 hat zu erhöhten Renditen auf laufenden Obligationen geführt, verbunden mit der Gewissheit, dass die zukünftigen Renditen tiefer sein würden.

Bei Aktienrenditen ist die Lage weniger klar, obschon sie vermutlich zu den am gründlichsten analysierten Zeitreihendaten überhaupt gehören. Im Zentrum vieler Untersuchungen steht dabei die Effizienz von Aktienmärkten.

Zwar bezweifeln viele Marktteilnehmer, dass Aktienmärkte hinsichtlich Informationsverarbeitung vollständig effizient sind. Weitgehend unbestritten ist jedoch, dass historische Aktienkurse keine Informationen bezüglich der zukünftigen Entwicklung beinhalten. Diese Eigenschaft wird oft etwas salopp aber treffend mit «Aktienkurse haben kein Gedächtnis» umschrieben. Es kann folglich nicht erwartet werden, dass sich Aktienpreise nach einem Crash automatisch wieder auf das alte Preisniveau zurückbewegen.

Sehr lange Durststrecken möglich

Ein Beispiel aus der jüngsten Vergangenheit ist der japanische Aktienmarkt. Die reale Rendite von japanischen Aktien inklusive Dividenden lag über die letzten 25 Jahren insgesamt bei ungefähr minus 30 Prozent. Dies ist kein historischer Einzelfall. Während den ersten 50 Jahren des letzten Jahrhunderts wiesen die Aktienmärkte von Frankreich, Deutschland und auch Japan insgesamt negative reale Renditen auf.

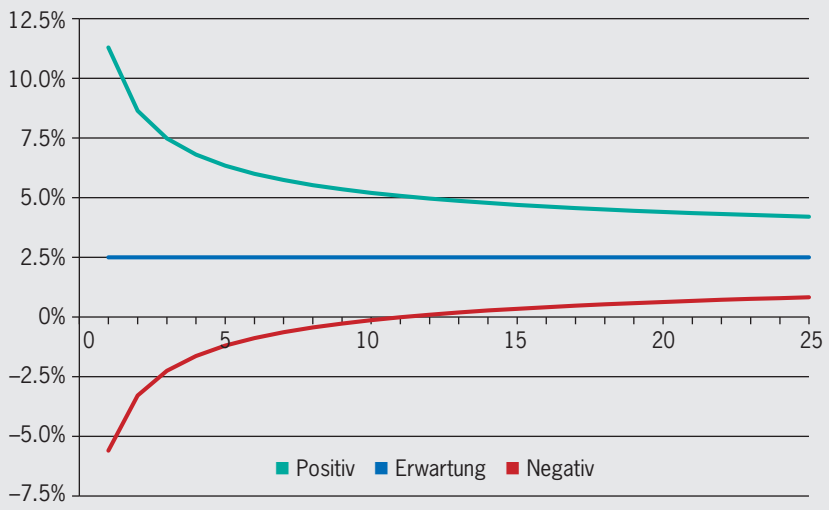
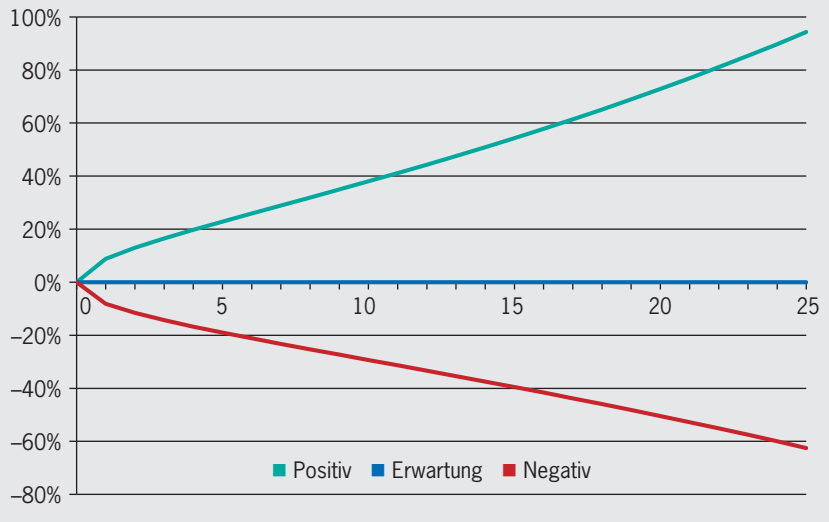
Auch wenn sich Aktienpreise nicht automatisch zur Trendlinie zurückbewegen ist ein langer Zeithorizont von Vorteil. Es darf zweifelsohne erwartet werden, dass mit Aktien langfristig eine positive Risikoprämie erwirtschaftet werden kann. Daher steigt mit zunehmendem Zeithorizont die Wahrscheinlichkeit, dass die Rendite auf Aktien positiv ausfallen wird.

Risikomanagement ist zentral

Pensionskassen, die über einen langen Anlagehorizont verfügen, sollten diesen auch nutzen. Damit ist aber nicht gemeint, dass sie Marktkrisen bewusst ignorieren und von einer automatischen Korrektur der Aktienmärkte im Zeitablauf ausgehen können. Der primäre Vorteil der Langfristigkeit besteht viel mehr in der Möglichkeit, sich an neue Situationen anpassen zu können.

Tiefere Renditeerwartungen können durch eine Anpassung von Beiträgen und Leistungen aufgefangen werden. Je früher entsprechende Massnahmen ergriffen werden, desto milder können diese ausgestaltet werden. Ein modernes Risikomanagement erfordert dabei nicht kurzfristiges agieren, sondern eine periodische und gezielte Auseinandersetzung mit den relevanten Risikofaktoren und der Sicherheit der Erfüllung des Vorsorgezwecks. ■

Grafik 1: Durchschnittliche Rendite p.a.



Grafik 2: Kumulierte Renditedifferenz (zu Sollrendite von 2.5% p.a.)