

Risikomasse für Pensionskassen

Ausfallrisiko statt Volatilität als relevante Grösse

Pirmin Hotz

Spricht man bei Kapitalanlagen von Risiko, so denkt man an die Volatilität. Für Pensionskassen ist angesichts ihres langen Anlagehorizonts ein anderes Risikoverständnis zielführender.

Es entspricht einem fast gottgegebenen Grundsatz der Branche, die Berechnung und Ausrichtung der Risiken von Pensionskassengeldern auf das Volatilitätsmass zu reduzieren.¹ In der Konsequenz führt das dazu, dass der Blick einseitig auf die jährlichen Renditeschwankungen der einzelnen Anlagekategorien ausgerichtet ist.

Das ist allerdings eine verkürzte Sicht und führt unweigerlich zu suboptimalen Entscheidungen. Ein auf Jahresbasis ausgelegtes Risiko- und Anlageverhalten verunmöglicht eine langfristige optimale Anlagepolitik.

Pensionskassen sollten ihre Risikomessung konsequenterweise nicht auf die irrelevante Jahresfrist, sondern auf den effektiven Anlagehorizont ausrichten, der in der Regel mindestens 10, 20 oder 30 Jahre umfasst.

IN KÜRZE

Betrachtet man das Risiko, eine Sollrendite über einen bestimmten Zeitraum nicht zu erreichen, so sind Aktien deutlich risikoärmer als Obligationen.

Aktien bergen weniger Risiken

Im Zentrum der hier angestellten Risikoüberlegungen steht daher nicht die Volatilität, die auf die kurze Frist eines Jahres beschränkt ist, sondern vielmehr das Risiko, über einen längeren Horizont eine bestimmte durchschnittliche Minimalrendite (Hürde), die eine Pensionskasse zur Ausrichtung zukünftiger Leistungen an die Versicherten benötigt, zu verfehlen. Dieses Risiko wird als Ausfallwahrscheinlichkeit (Shortfall Risk) bezeichnet.

Wie ist sodann das Risiko von Anleihen und Aktien zu beurteilen, wenn sich dieses auf die Wahrscheinlichkeit bezieht, über eine Zeitperiode von 1, 3, 5, 10, 20 oder

30 Jahren eine geforderte Zielrendite zu unterschreiten? Im Kontext der aktuellen Verhältnisse im Umfeld schweizerischer Pensionskassen unterstellen wir im Folgenden eine angestrebte Minimalrendite von 2 Prozent.

Basierend auf den von Pictet für die Zeitperiode von 1926 bis 2020 ausgewiesenen historischen Rendite- und Volatilitätsmassen lassen sich die massgeblichen Risiken, das durchschnittliche Renditeziel von 2 Prozent in Abhängigkeit des Anlagehorizonts zu verfehlen, errechnen (obere Grafik und Tabelle).

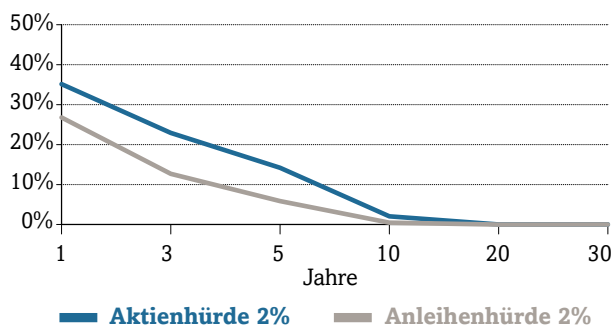
Aktien bergen kaum mehr Risiken ...

Wenn wir den Risikofokus auf ein einziges Jahr legen, so beträgt das Risiko, mit Aktien an der Hürde von 2 Prozent zu scheitern, 35 Prozent. Gut jedes dritte Jahr brachte Schweizer Aktionären somit in den letzten 95 Jahren eine Rendite, die unter 2 Prozent lag.

Im Vergleich dazu gestaltete sich das Risiko, mit Anleihen das Renditeziel von 2 Prozent auf die kurze Frist eines Jahres zu verfehlen, nicht wesentlich tiefer als mit Aktien. Häufiger als in jedem vierten Jahr scheiterten auch Anleihen an der Hürde von 2 Prozent. Interessanterweise ist also das Ausfallrisiko mit Anleihen selbst bei einer jährlichen Betrachtungsweise nur wenig tiefer als mit Aktien. Dies steht im Kontrast zur Volatilitätsbetrachtung: Während Aktien eine durchschnittliche Volatilität von 20 Prozent aufwiesen, betrug diese bei Anleihen bescheidene 3,7 Prozent. Signifikant tiefer lag das Ausfallrisiko von Anleihen im Vergleich zu Aktien bei einem Betrachtungshorizont von drei bis fünf Jahren.

Wird der betrachtete Zeitraum hingegen auf 10, 20 oder sogar 30 Jahre ausgedehnt, so ergibt sich sowohl für Aktien als auch für Anleihen eine klare Tendenz: Das Risiko, die minimal geforderte Hürde von 2 Prozent zu übertreffen, tendiert gegen null. Allerdings: Während Aktien im langfristigen Durchschnitt eine arithmetische Rendite von jährlich 9,7 Prozent abwarfen, kamen Anleihen gerade einmal auf 4,3 Prozent – die historische Risikoprämie von Aktien gegenüber Anleihen betrug somit 5,4 Prozent.

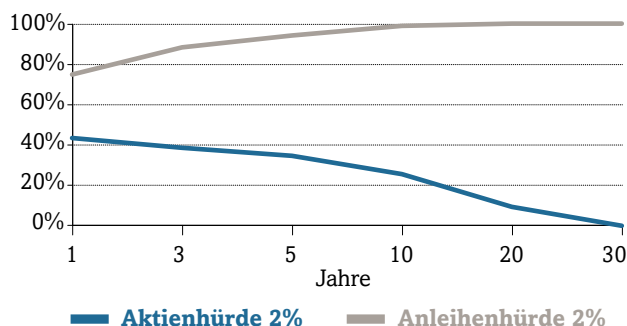
Historische Ausfallwahrscheinlichkeiten



Anlagehorizont in Jahren	Aktienhürde 2%	Anleihenhürde 2%
1	35%	27%
3	23%	13%
5	14%	6%
10	2%	0%
20	0%	0%
30	0%	0%

Zukünftige Ausfallwahrscheinlichkeiten bei einer jährlichen Mindestrendite von 2 Prozent (Renditeerwartung Aktien 4,9 Prozent, Anleihen -0,5 Prozent). Eigene Berechnungen.²

Zukünftige Ausfallwahrscheinlichkeiten



Anlagehorizont in Jahren	Aktienhürde 2%	Anleihenhürde 2%
1	44%	75%
3	39%	88%
5	36%	94%
10	27%	99%
20	11%	100%
30	1%	100%

Historische Ausfallwahrscheinlichkeiten bei einer jährlichen Mindestrendite von 2 Prozent (Rendite Aktien 9,66 Prozent, Anleihen 4,28 Prozent). Eigene Berechnungen.²

...oder sogar weniger als Obligationen

Es ist anzunehmen, dass die zukünftigen Renditen von Anleihen und Aktien in Zeiten historischer Tiefzinsen deutlich niedriger ausfallen werden als in der Vergangenheit.

Was sind realistische zukünftige Renditeerwartungen? Da von subjektiven Renditeprognosen nichts zu halten ist, stützen sich die nachstehenden Annahmen auf das Risikoprämienmodell des Nobelpreisträgers William Sharpe. Für qualitativ hochwertige Anleihen unterstellen wir eine aktuelle Renditeprognose von -0,5 Prozent. Addieren wir dazu die Risikoprämie von rund 5,4 Prozent, so ergibt sich für Aktien eine Renditeerwartung von jährlich 4,9 Prozent. Was sind nun die zukünftig zu erwartenden Ausfallrisiken von Aktien und Anleihen, wenn wiederum ein Minimalrenditeziel von jährlich 2 Prozent unterstellt wird?

Die untere Grafik und Tabelle liefert die Antwort: Unabhängig vom Anlagehorizont ist das Risiko,

in Zukunft mit Anleihen an der Zwei-Prozent-Hürde zu scheitern, immens. Bei einem einjährigen Anlagehorizont beträgt das Ausfallrisiko horrende 75 Prozent, auf fünf Jahre betrachtet sogar 94 Prozent. Bei einem Betrachtungshorizont von zehn Jahren oder länger ist ein Scheitern an der minimal geforderten Rendite von 2 Prozent im Grunde garantiert.

Anders sieht es bei Aktien aus. Selbst bei einem einjährigen Zeitraum liegt das Ausfallrisiko mit 44 Prozent deutlich tiefer als bei Anleihen. Bei einem Anlagehorizont von zehn Jahren beträgt das Ausfallrisiko noch 27 Prozent – etwa in jeder vierten Zehnjahresperiode wird die durchschnittliche Rendite unterhalb von 2 Prozent liegen. Bei einem langfristigen Horizont von 20 oder 30 Jahren kann aber mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit auch in Zukunft erwartet werden, mit Aktien die Minimalrendite von jährlich 2 Prozent zu übertreffen.



Mehr Aktien ins Portfolio

Es steht ausser Frage, dass eine gesunde Pensionskasse über einen langfristigen Anlagehorizont von Jahrzehnten verfügt. Die jährliche Volatilität als Mass für die Risikobeurteilung eines Pensionskassenvermögens ist daher völlig untauglich. Im Gegenteil: Die Ausrichtung auf die Volatilität oder den Value at Risk (VaR) führt zwangsläufig zu einem prozyklischen Anlageverhalten, weil diese Risikomasse regelmässig in Krisenzeiten explodieren und gleichzeitig die Risikofähigkeit der Pensionskassen erodiert. Dies wiederum veranlasst die Consultants, im dümmsten Moment zu einer Reduktion der Aktienquote zu raten.

Das Ausfallrisiko beschreibt die Bedürfnisse einer Pensionskasse wesentlich besser als die Volatilität, da deren Vermögen langfristig zur Verfügung steht und die Risiken sinnvollerweise ebenfalls langfristig gemessen werden sollten. Aktien weisen nicht nur eine markant höhere Renditeerwartung auf als Anleihen, sondern sind unabhängig vom Anlagehorizont auch deutlich risikoärmer als Anleihen.

Die Gleichsetzung von kurzfristiger Volatilität mit (langfristigem) Risiko ist ein Denkfehler, der unser Vorsorgesystem teuer zu stehen kommt. Wer zu kurzfristig denkt und handelt, geht oft grössere Risiken ein, als man damit zu vermeiden versucht. Zu allem Übel führt der Irrglaube Volatilität auch noch dazu, dass vermeintlich risikoarme, aber illiquide und intransparente Alternativenanlagen wie Private Equity, Infrastruktur oder Hedge Fonds gegenüber liquiden, aber volatilen Aktien bevorzugt werden – für illiquide Anlagen existiert nämlich oft gar kein Börsenkurs, weshalb auf einen rein buchhalterisch ermittelten und vermeintlich stabilen Wert abgestützt wird. Das ist absurd.

Nicht nur Rendite-, sondern auch Risikoüberlegungen sprechen für höhere Aktienanteile in den Pensionskassenvermögen. Aufgrund des sehr langen Anlagehorizonts, den Pensionskassen haben, sollten diese wohl eher einen Aktienanteil von gegen 80 Prozent aufweisen, statt wie heute rund 30 Prozent. Selbstverständlich müssten dazu aber auch die regulatorischen Rahmenbedingungen angepasst werden.

PIRMIN HOTZ, Gründer und Inhaber, Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG

QUELLEN

¹ Mehr zu Volatilität und Risikomassen ist im Akzentteil der Januar-Ausgabe 2021 der «Schweizer Personalvorsorge» zu lesen.

² Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2020). Pictet. 2021.