

Anlagestrategie und Umsetzung

# Theorieinduzierte Blindheit als Gefahr

Pensionskassen stützen sich in ihrer Anlagetätigkeit auf die moderne Portfoliotheorie ab. In dieser Optik gehen aber wichtige Punkte vergessen, und die Risiken werden falsch gewichtet.

Schweizer Pensionskassen halten im Durchschnitt 40 Prozent Obligationen, die praktisch keine Rendite abwerfen. Der Gesetzgeber erlaubt sogar ein Pensionskassenvermögen, das ausschliesslich aus Anleihen besteht. Aktien- und Immobilienanlagen dagegen werden auf 50 beziehungsweise 30 Prozent begrenzt, obschon sie Cashflow-Renditen von teilweise über 3 Prozent abwerfen. Selbst diese Grenzwerte werden in der Praxis kaum je erreicht. Für die langfristige Finanzierung der Renten ist das höchst alarmierend. Was ist hier schiefgelaufen?

Pensionskassenberater, Banken wie (zumindest implizit) auch Aufsicht stützen sich auf die moderne Portfoliotheorie (MPT) ab, die das Risiko einer Anlage an deren kurzfristiger Volatilität (Schwankungen der Renditen) misst. Aktien und Immobilien erscheinen deshalb als viel riskanter als Obligationen. Grundsätzlich spricht allerdings (zu) vieles gegen die vorherrschende MPT.

## Optimale Portefeuilles sind oft schlecht diversifiziert

Der gemäss MPT-Standard berechnete Swiss-Performance-Index für Schweizer Aktien ist äusserst schlecht diversifiziert – die drei grössten Titel weisen einen Anteil von fast 50 Prozent auf (bei insgesamt mehr als 200 Titeln). Trotzdem wird er von der Mehrheit der Pensionskassen (und -berater) als Benchmark verwendet und vielfach auch passiv nachgebildet. Sollte den Schwergewichten Nestlé, Novartis oder Roche jemals etwas Ähnliches wie den Banken passieren, dann würden unsere Pensionskassen übermässig in Mitleidenschaft gezogen.

## Anlagehorizont soll irrelevant sein

Samuelson hat schon im Jahre 1963 nachgewiesen, dass der Anlagehorizont im Rahmen der MPT irrelevant ist. Ob ein Portefeuille für drei Monate oder 30 Jahre erstellt wird, spielt für seine optimale Struktur keine Rolle. Damit widerspricht die Theorie nicht nur dem gesunden Menschenverstand (theorieinduzierte Blindheit) und der weitverbreiteten Praxis vieler Anlageberater und Vermögensverwalter, sondern auch der empirisch gut fundierten Beobachtung, dass sich die Aktienrenditen einem Mittelwert annähern («Mean Reversion»).

## Langfristige Risiken von Aktien und Immobilien massiv überschätzt

Sie gehorchen damit nicht der von der MPT unterstellten Normalverteilung. Dieselbe lässt auch Crashes – im Gegensatz zur Realität – als höchst unwahrscheinlich erscheinen. Die MPT negiert, dass massive Kursrückschläge an den Aktienmärkten einmalige Einstiegsmöglichkeiten darstellen. Wer die Eigenschaft der Mean Reversion geschickt nutzt, braucht nicht einmal zu wissen, dass die langfristige Volatilität der Aktien- im Verhältnis zu den Obligationenanlagen viel tiefer ist, als die MPT impliziert. Langfristig sind Aktien weit weniger riskant (volatil), als es die Standardmodelle der Pensionskassenberater und Banken annehmen. Gerade bei Dividendenrenditen von mehr als 3 Prozent und Obligationenrenditen von 0 können Aktien sehr wohl weniger riskant sein als Anleihen – vor allem dann, wenn es um die Realisierung einer positiven Rendite geht, die beim Kapitaldeckungsverfahren existenziell ist.

## Gewisse alternative Anlagen sind gefährliche Diversifikatoren

Die Volatilität der Renditen kann ein schlechtes oder sogar irreführendes Risikomass für das echte Risiko darstellen. Gerade vermeintlich stabile Anlagen können sich plötzlich in hochvolatile Vehikel verwandeln, wie wir es von den Wechselkursen zur Genüge kennen.

Für alternative Anlagen wie Hedge Funds und strukturierte Produkte dürfte das MPT-Optimierungskalkül ohnehin nicht angewendet werden, weil deren Renditen asymmetrisch sind und so die Normalverteilungsannahme verletzen. Nichtsdestotrotz werden solche Produkte wegen ihrer angeblichen Diversifikationsvorteile im Rendite-Volatilitätspektrum angepriesen.

## Der Deckungsgrad ist zu volatilitätssensitiv

Für langfristige Investoren, wie es die meisten Pensionskassen sein sollten, bringt die MPT kaum wesentliche Erkenntnisse – im Gegenteil. Ihre kurzfristige Optik hält sie von einer erfolgreichen langfristigen Anlagetätigkeit ab. Mit dem Fokus auf den volatilitätssensitiven Deckungsgrad und die darauf basierende Risikofähigkeit der Pensionskassen leiden weite Bereiche der 2. Säule unter den Nachteilen der MPT. Besonders im heutigen Zinsumfeld sind Realwerte im Allgemeinen und Aktien im Besonderen weniger riskant als renditele Anleihen. Ein Paradigmenwechsel ist überfällig. |



**Christoph Zenger**  
Geschäftsleitungsmitglied,  
Covasys Wyttenbach & Zenger

Stratégie de placement et mise en œuvre

# Attention à l'aveuglement par la théorie

Les caisses de pensions se fondent sur la théorie moderne du portefeuille pour effectuer leurs placements. Mais cette optique masque des points importants et les risques sont mal pondérés.

Les caisses de pensions suisses détiennent en moyenne 40% d'obligations dont le rendement est quasiment nul. Le législateur autorise même que les actifs d'une caisse de pensions soient composés uniquement d'emprunts, tandis que les placements en actions et en immobilier qui dégagent des rendements en cash-flow parfois supérieurs à 3% sont plafonnés à 50 et à 30% respectivement. Et même ces valeurs-limites sont rarement atteintes dans la pratique. Une situation déplorable, sachant qu'il en va des rentes à financer sur le long terme. Où a-t-on fait fausse route?

Les consultants des caisses de pensions, les banques (au moins implicitement) et la surveillance: tout le monde se réfère à la théorie moderne du portefeuille (TMP) qui mesure le risque d'un placement en fonction de sa volatilité à court terme (fluctuations des rendements). Il en résulte que les actions et l'immobilier comportent apparemment beaucoup plus de risques que les obligations. Or, beaucoup (trop) d'indices suggèrent que l'omniprésente TMP présente d'importantes failles.

## Un portefeuille optimal est souvent mal diversifié

Le Swiss Performance Index des actions suisses calculé sur la base de la TMP standard est extrêmement mal diversifié – les trois titres majeurs y représentent près de 50% (pour un total de plus de 200 titres). Ce qui n'empêche pas la majorité des caisses de pensions (et leurs consultants) d'en faire leur benchmark et souvent même de le répliquer passivement. Si jamais les géants Nestlé, Novartis ou Roche devaient un jour connaître les mêmes déboires que les banques, nos

caisses de pensions seraient mises à rude épreuve.

## L'horizon de placement sans importance?

Samuelson prouvait dès 1963 que l'horizon de placement est sans importance dans le cadre de la TMP. Qu'un portefeuille soit composé pour trois mois ou pour 30 ans: sa structure optimale n'en est apparemment pas affectée. Cette théorie est non seulement dépourvue de tout bon sens (aveuglement par la théorie) et en contradiction flagrante avec la pratique répandue de nombreux conseillers en placement et gérants de fortune, elle ignore aussi totalement une observation pourtant empiriquement corroborée, à savoir que le rendement des actions revient toujours à une moyenne (la dénommée «Mean Reversion»).

## Les risques à long terme des actions et de l'immobilier sont massivement exagérés

En d'autres termes, elles n'ont cure de la distribution normale qui sous-tend la TMP. Une théorie qui affirme aussi que les crashes sont hautement improbables – alors que la réalité nous prouve le contraire. La TMP nie le fait que les replis massifs des cours boursiers représentent une opportunité unique d'entrée sur le marché. Quiconque sait utiliser judicieusement la propriété de la Mean Reversion n'a même pas besoin de savoir que la volatilité des actions par rapport aux obligations n'est de loin pas aussi grande que le prétend la TMP. Sur le long terme, les actions sont toujours moins risquées (volatils) que ne l'anticipent les modèles standard des consultants des caisses de pensions et des banques. Alors

même que les dividendes sont susceptibles de rapporter plus de 3% contre 0% pour les obligations il n'y a plus de doute: les actions peuvent définitivement être moins risquées que les emprunts, surtout lorsque l'enjeu est de dégager un rendement positif, ce qui est d'une importance vitale dans un système à capitalisation.

## Certains placements alternatifs sont des outils de diversification dangereux

La volatilité des rendements peut être un mauvais indicateur du risque et même fausser le risque réel. Des placements supposés stables peuvent se transformer en véhicules hautement volatils du jour au lendemain comme les cours de change nous en ont maintes fois livré la preuve.

Le calcul d'optimisation de la TMP ne devrait de toute façon pas être appliqué à des placements alternatifs tels que les hedge funds et les produits structurés dont les rendements sont asymétriques et donc par définition en collision avec l'hypothèse de la distribution normale. Et pourtant, de tels produits sont proposés dans le spectre du rendement et de la volatilité à cause de leurs prétendues vertus de diversification.

## Le degré de couverture est trop sensible à la volatilité

Aux investisseurs avec un horizon de placement long, soit la majorité des caisses de pensions, la TMP n'apporte pas d'enseignements vraiment édifiants – au contraire. Son optique de court terme entrave une activité de placement fructueuse sur le long terme. Comme l'accent est placé sur le degré de couverture particulièrement sensible à la volatilité et sur la capacité d'exposition de la caisse de pensions qui en dépend, d'autres segments du 2<sup>e</sup> pilier sont également préteritis par les inconvénients de la TMP. Dans l'environnement de taux actuel, les valeurs réelles en général et les actions en particulier sont plus que jamais moins risquées que les emprunts qui ne rapportent rien. Il est donc temps de changer de paradigme. |

**Christoph Zenger**