

SIGLO Timeout Nr. 18

Höhere angewandte „Milchbüchli“- Rechnungen

Einleitung

Die älteren Jahrgänge erinnern sich noch gut an ihn: der tägliche Besuch des Milchmannes, der Milch, Butter und Rahm lieferte und entsprechende Waren im „Milchbüchli“ eintrug. Ende Monat wurde durch einfache Multiplikation und Addition der geschuldete Betrag ermittelt und im Laden beglichen. Diese Milchbüchlirechnung ist im alltäglichen Sprachgebrauch unter anderem zum Sinnbild einfacher Rechenaufgaben geworden. Unser Timeout schildert, was wir noch heute von den mathematischen Grundsätzen der Milchbüchlirechnung lernen können.

Erwartete Aktienrenditen à la Milchbüchli

Das Einmaleins der Marke Hausfrau aus den 20ern in der komplexen Welt der Finanzmathematik und Portfolio-Optimierung? Unbedingt! Mit einfachen Punkt- und Strich-Operationen lässt sich die jährliche Aktienrisikoprämie herleiten, die implizit erwartet werden muss, um im aktuellen Umfeld die Zielrendite der durchschnittlichen Pensionskasse über die nächsten Jahre zu erreichen.

Wir gehen bewusst von einer vereinfachten Musterkasse aus, die 60% des Portfolios in Schweizer Staatsanleihen mit 10 jähriger Laufzeit und 40% in Aktien investiert. Zur langfristig soliden Finanzierung peilt sie eine Zielrendite von 4% vor Kosten an. Am Markt liegt die Rendite auf Verfall (RaV, d.h. die im besten Fall erzielbare Rendite!) der Anleihen bei rund 0.7% p.a. Man multipliziere also: $60\% \cdot 0.7\% = 0.4\%$ Renditebeitrag im Portfolio. Um die fehlenden 3.6% der Zielrendite zu erreichen, muss das restliche Portfolio, d.h. die Aktien, künftig eine jährliche Rendite von satten 9% erzielen ($9\% \cdot 0.4 = 3.6\%$). Man addiere schliesslich: $0.4\% + 3.6\% = 4.0\%$.

Die Fabel der Milchfrau

Der Begriff der Milchbüchlirechnung basiert auf der Fabel „Die Milchfrau“ von Johan Wilhelm Ludwig Gleim, in welcher sich die Bauersfrau auf dem Weg zum Markt überlegt, was sie sich mit dem Verkaufserlös der Milch alles leisten kann, bevor sie diese leider verschüttet. Diese im deutschen Sprachraum zur Begriffserklärung der Milchbüchlirechnung zitierte Fabel steht als Sinnbild für eine naive Betrachtung einer Situation, bei der wesentliche Punkte nicht beachtet oder falsch interpretiert werden.

Was hat das mit Pensionskassen zutun? Natürlich ist es eine vereinfachte Illustration der aktuellen anlagepolitischen Situation. Es reflektiert aber 2 hoch aktuelle Probleme: 1) reicht der per Definition fixierte Renditebeitrag auf Staatsanleihen nicht aus, um die Zielrenditen von Kassen zu erzielen. Auch wenn wir globale Fremdwährungsanleihen gemäss Citi WGBI Index gehedged in CHF berücksichtigen, (die Rendite auf Verfall liegt aktuell bei rund 1.2% p.a.) ändert das Bild nur wenig. 2) hängt die durchschnittliche Kasse stark von Aktienmarkt-Entwicklungen ab. Fehlen stabile Aktienerträge, besteht die Gefahr analog zur Fabel, die Milch zu verschütten, bevor sie verkauft werden kann.

Verschütten wir die Milch nicht, wie in der Fabel, schon vor dem Verkauf

Wir verblüffen die Leser mit den bisherigen Ausführungen wohl kaum. Wie in bisherigen Timeouts erörtert, sind wir aber überzeugt, dass breite Diversifikation notwendiger ist denn je. Uns bekannte Bestrebungen von Kassen gehen erfreulicherweise auch in diese Richtung. Allerdings oftmals zögernd und sehr konservativ, weshalb der Effekt im Gesamtportfolio eventuell zu wenig spürbar wird wie folgende zwei Rechnungen zeigen:

Milchbüchlirechnung 1: Size matters!

Viele Anleger haben das einleitende Problem erkannt und nach gründlicher Analyse festgestellt, dass sich das gemischte Portfolio aus Aktien und Anleihen über CTA Anlagen diversifizieren lässt. Sie beschliessen 1% in CTAs zu investieren, achten aber aus Furcht vor potenziell hohen Verlusten in alternativen Anlagen darauf, dass die CTAs nicht zu

volatil sind. Diese Idee ist zwar gut aber die Umsetzung kaum signifikant wie die nächste Milchbüchlirechnung veranschaulicht.

Die Musterkasse investiere immer noch 60% in Staatsanleihen, neu aber 39% in Aktien und 1% in konservative CTAs. Nehmen wir zudem an, dass Aktien im Anlagejahr X 10% verlieren, während Zinsen auf tiefem Niveau verharren. Die CTAs erzielen in X wie erhofft positive Renditen, die wegen konservativer Umsetzung aber total "nur" +10% betragen. Aktien liefern folglich -3.9% an das Gesamtportfolio und Staatsanleihen +0.4%, was im Milchbüchli -3.5% bedeutet. Dies wird von CTAs mit +0.1% Beitrag kaum kompensiert. Der Effekt ist im besten Fall ein Tropfen auf den heissen Stein und rechtfertigt die damit verbundene Anstrengung und die viel beachteten Reputationsrisiken nur geringfügig.

Volatilität ist nicht per se schlecht!

Der Wirkungsgrad der CTAs im Portfolio ist wegen tiefer Quote und konservativer Implementierung nur marginal. Das Beispiel zeigt, dass Volatilität per se nicht schlecht sein muss, solange die neue Anlage mit anderen Risiken im Portfolio wenig korreliert. Tief oder negativ korrelierte Anlagen mit geringer Quote im Portfolio sollten daher hoch volatil sein, um den Wirkungsgrad im Gesamtportfolio zu steigern. Diese Kontributionsrechnung entspricht auch unserer sportlichen Erfahrung aus Fußball, Eishockey und Handball: im 1 gegen 1 gibt es grundsätzlich 2 Verteidigungs-Varianten. Entweder deckt

man Raum oder Mann. Der schweizerische Kompromiss (man macht beides ein wenig) führt oft dazu, dass einem Spielgerät und Mann entwischen (ausser natürlich bei Chuck Norris). Ähnliches gilt im Portfoliomanagement. Wer sich für neue Anlagen entscheidet, sollte sie im Portfolio genügend gewichten, damit sich ihr Einsatz wirklich bemerkbar macht (oder halt verzichten).

Milchbüchlirechnung 2: Opportunitäten

Vergleichen wir ein Portfolio globaler Staatsanleihen mit einer RaV von 1.2% p.a. mit einem diversifizierten Insurance Linked (ILS) Portfolio und Cash, das die gleiche Rendite liefern soll. Die Milchbüchlirechnung ist rasch gemacht denn ILS weisen aktuell eine RaV von über 6% p.a. auf. Wenn wir also 80% Cash und 20% ILS halten, erzielen wir in Erwartung das gleiche. Natürlich weisen diese 2 Portfolios unterschiedliche Risiken auf. Die relevante Botschaft liegt aber darin, dass der Renditedruck und der Risikozwang im aktuellen Tiefzinsumfeld nicht nur die Hoffnung auf zukünftig hohe Aktienrenditen, sondern auch Neugier und Interesse an neuen Renditequellen wecken sollte.

Abschlussrechnung

Das Renditeziel vieler Kassen darf nicht nur von hohen Aktienrenditen abhängig sein. Zum Glück ist diese Abhängigkeit mit neuen Risikoprämien im Markt diversifizierbar und damit reduzierbar. Renditekontributionen im Stile des Milchbüchlis zur Bestimmung der Quote oder des Wirkungsgrads einer Anlage im Gesamtportfoliokontext erweisen sich so als leicht verständlich, hilfreich und nützlich.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

