

Achtung:
Sperrfrist 18.2.2010, 11.00 Uhr

**DSW-IVA-Studie zur
privaten Altersvorsorge:
„Mit Sicherheit zu wenig“**



Es gilt das gesprochene Wort

(Redetext zur Folienpräsentation:

Dr. Andreas Beck)

(Folie 1):

Die schlechten Ergebnisse an den Aktienmärkten der letzten 10 Jahre, sowie die teilweise dramatischen Verluste im Verlauf der Bankenkrise haben dazu geführt, dass risikobehaftete Anlagen teilweise als grundsätzlich ungeeignet für Privatanleger dargestellt werden.

(Folie 2) "Die Sicht des Anlegers":

Betrachtet man Portfolios, so lassen sich Renditen grundsätzlich bestimmten Quellen zuordnen. Vollständig stellt sich dies wie folgt dar.

Die reale Rendite, also die Rendite, die tatsächlich beim Anleger als Vermögensveränderung ankommt, setzt sich zusammen aus:

*Risikolosen Zins + Summe Risikoprämien +
Managementleistung - Kosten - Steuern -
Inflation*

Betrachten wir die einzelnen Bausteine der Gleichung:

- Der risikolose Zins ist immer positiv.
- Die Risikoprämie kann auch negativ werden, hat aber zumindest langfristig einen positiven Erwartungswert.

- Die Managementleistung kann auch negativ werden. Da sie letztendlich ein Nullsummenspiel darstellt, ist diese Renditequelle (auch Alpha genannt) in der Fachwelt umstritten.
- Abziehen von diesen potentiell positiven Renditebausteinen muss man dann die Kosten, die Steuer und die Inflation.

(Folie 3) "Mit Sicherheit in die Altersarmut":

Anhand der eingeführten Gleichung sieht man, dass mit risikolosen Anlagen, wie dem Sparbuch, nicht mal eine Reale Rendite von Null, also das konservativste aller möglichen Anlageziele erreichbar ist. Auf lange Sicht findet ein laufender Vermögensverlust statt. Allerdings bestehen auch bei Krisen keine weiteren Risiken.

(Folie 4) "Mit Risiko ins Ungewisse":

Das Gegenbeispiel eines internationalen Aktienfonds zeigt, dass erst der Baustein "Risikoprämien" eine langfristig positive Vermögensentwicklung ermöglicht. Allerdings geht das mit hohen Verlustrisiken bei Krisen einher.

(Folie 5+6) "Anlagerisiken sind unvermeidbar" und "Risikoklasse 1":

Man sieht also, dass man dem Thema Risiko nicht auskommen kann. Die Empfehlung an Privatanleger Risiken zum Beispiel für die Altersvorsorge vollständig zu meiden, ist eine schlechte Empfehlung.

Es ist daneben bemerkenswert, dass in der Bankenkrise nicht Aktienanlagen bei Privatanlegern zu großen Problemen geführt haben, sondern vermeintlich sichere Anlagen. Insofern plädieren wir als Lehre aus der Krise vor allem dafür, stabilere Modelle zur Risikomessung zu verwenden.

Als Graphik haben wir das Beispiel eines Geldmarktfonds verwendet, der in der Krise

eingebrochen ist. Bis zum Einbruch wurde er als Risikoklasse 1 eingestuft.

(Folie 7) "Ist die Normalverteilung schuld?":

Dieser Fonds war kein Einzelfall. Ganze Anlageklassen, die vor der Krise als risikoarm galten, sind in der Krise unter die Räder gekommen. Es muss sich also um einen methodischen Fehler handeln. Der erste Verdächtige ist die in den meisten Modellen verwendete "Normalverteilung". Diese Verteilung geht davon aus, dass extreme Ereignisse auch extrem selten sind. Ausführlich dargestellt wird dies zum Beispiel in dem Bestseller "Der Schwarze Schwan"



(Folie 8 + 9) "Wie normal sind Aktienmärkte?":

Betrachtet man die täglichen Schwankungen des DAX, so bestätigt sich die Kritik an der Normalverteilungsannahme. Extreme Kursschwankungen, wie während der Krise, hätten mit klassischen Risikomessverfahren nur alle 3 Mrd. Jahre stattfinden dürfen.

(Folie 10) "Kein Problem":

Die Kritik ist berechtigt, aber nicht neu, und es stehen moderne quantitative Verfahren zur Verfügung, ohne Normalverteilungsannahme. Wir verwenden zum Beispiel seit Jahren ein Modell, dessen Resultat in der Graphik zeigt, dass die extremen Schwankungen modellierbar sind.

(Folie 11) "Moderne Modelle funktionieren":

Das hat uns auch bei der Bewertung von vielen Anlageklassen geholfen, die mit klassischen Modellen fehlerhaft bewertet worden wären. Als Beispiel einige Berechnungen zu Zertifikatestrukturen, die wir an dieser Stelle im Juni 2007 im Rahmen unserer Studie "Anlagezertifikate im Härte-test" veröffentlicht haben. Betrachten wir den Basiswert DAX und ein Discountzertifikat auf den DAX. Anhand der Volatilität (zweite Spalte) erscheint das Zertifikat halb so riskant wie der Basiswert und

tatsächlich wurde damit auch seitens der Zertifikateindustrie geworben. Korrekt gemessen (vierte Spalte) war das Discountzertifikat nur etwas risikoärmer als der Basiswert. Die realen Verluste in der Krise 2008 haben diese Prognosen umfassend bestätigt. Auch bestätigt hat sich zum Beispiel, dass korrekt gemessen Bonuszertifikate risikoreicher sein können als der Basiswert. Ein Umstand der die Werbebotschaft "Safty First" auf den Kopf stellt.

(Folie 12) "Das Problem liegt woanders":

Grund der heute vorgestellten Weiterentwicklung ist aber, dass auch die modernsten quantitativen Verfahren eine ernst zu nehmende Schwäche aufweisen. Diese wird deutlich bei der Betrachtung der Kursschwankungen des am Anfang gezeigten Geldmarktfonds.

Bis Mitte 2007 war er vollständig schwankungsarm. Jedes Verfahren, welches nur auf Basis einer Interpretation der historischen Schwankungen das Risiko dargestellt hat, konnte die Verluste der dann kommenden Krise nicht andeuten.

(Folie 13) "Aber: Qualitativ waren die Risiken längst bekannt":

Aber betrachtet man die Anlagen des Fonds qualitativ, wie dies zum Beispiel die Bank für internationalen Zahlungsausgleich rechtzeitig unternommen hat, so war schon weit vor den Kursverlusten klar, dass es sich bei diesem Fonds nicht um eine risikoarme Anlage handelt. Das Risiko eines Platzens der US Immobilienmärkte und die Folgen für das unterbewertete Hypothekenkreditrisikos waren bekannt. Nur, es hatte sich noch nicht in den Kursen gezeigt, weil die Blase noch nicht geplatzt war.

(Folie 14) "Paradigmenwechsel":

Dies zeigt, dass man sich davon verabschieden muss, Risiken nur quantitativ, also anhand der Kurshistorie zu messen. Vielmehr muss man ein Risikomodell verwenden, welches hinreichend die qualitativ bekannten Risiken berücksichtigt. Dies ist umso wichtiger, je länger der Anlagehorizont des Anlegers ausfällt.

(Folie 15) "HYRN":

Unser Vorschlag ist die Verwendung von hybriden Stresstests. In dieses Verfahren lassen sich neben den historischen Kursschwankungen auch qualitative Daten verwenden, die auf Basis von makroökonomischen Analysen gewonnen werden können. Natürlich kann man nicht jede Krise vorhersehen, in der Literatur wird passend zwischen kumulierenden und abrupten Stressereignissen unterschieden. Das hier verwendete Verfahren hilft nur bei kumulierenden Ereignissen.

(Folie 16 bis 19) "HYRN Berechnungsschritte":

Anhand von Graphiken sieht man das Vorgehen. Neben der zeitsensitiven Betrachtung besteht die Besonderheit, dass der Fat Tail Bereich, also der Bereich möglicher hoher Verluste, über synthetisch definierte Stressereignisse modelliert wird. Dies muss expertenbasiert erfolgen, lässt sich also nicht anhand historischer Daten "errechnen".

(Folie 20) "Dynamische Ampel":

Im Ergebnis bekommt man eine dynamische Ampel. Im roten Bereich ist das Risiko eine positive reale Rendite relativ zur Zeitachse zu verfehlen sehr hoch, im grünen Bereich sehr gering.

Eine einzelne Aktie bleibt in einer solchen Betrachtung immer rot, da das singuläre

Unternehmensrisiko über die Zeit nicht sinkt.
Ein Mischportfolio wird langfristig hingegen grün, da nur noch extreme fundamentale Risiken als Restrisiko verbleiben. Ein Sparbuch ist kurzfristig natürlich ganz sicher und grün, langfristig hat man aber nur sehr geringe Chancen einen realen Verlust zu vermeiden.



(Folie 21 + 22) "Anlageklassen im Überblick":

Einen Überblick zu gängigen Anlageklassen finden sich in der dargestellten Matrix.

Insgesamt sieht man, dass für die Altersvorsorge ein Mischportfolio mit 50% Aktienanteil am besten abschneidet.