

# Anpassung der Anlagestrategie als Sanierungsmassnahme

«Plus ça bouge, plus c'est la même chose»

**Der Gewitterhagel an den Finanzmärkten der letzten Jahre hat die Marktteilnehmer nachhaltig verunsichert. Während es in den Neunzigern nicht stark und schnell genug nach oben gehen konnte, herrscht jetzt – trotz gutem Aktienjahr 2003 – allenthalben die Furcht vor neuen Baissen. Das noch vor wenigen Monaten in dunklen Farben gezeichnete Deflationsgespenst ist einer erstaunlichen Inflationsangst gewichen.**

Die Korrektur an den Aktienbörsen wurde von vielen Beobachtern als massiv und einmalig wahrgenommen, notierte der SMI doch im August 2001 auf einem Hoch von rund 8200 Punkten und sackte bis März 2003 um gut 50 Prozent auf knapp über 4000 ab. Wer die Märkte über längere Zeitperioden studiert, der findet schnell heraus, dass derartige Korrekturen immer wieder vorkommen und im Ausmass sogar grösser sein können. Diese Erkenntnis ist weder neu noch besonders originell. Sie wird einfach gerne unterschlagen. Der Anleger, der Mehrerträge sucht, muss bereit sein, die damit verbundenen Kosten zu tragen: Er kann über längere Zeit massiv im Minus liegen. Umgekehrt sind auch konservative Strategien nicht gratis: Je sicherer ich anlegen will, umso tiefer wird mein Ertrag sein. Ob ich will oder nicht: Anlegen spielt sich zwischen den Polen nominelle (Schein-)Sicherheit und mit Unsicherheit verbundene reale Wertschöpfung ab.

## Bedeutung in der Sanierung

Die finanzielle Altersvorsorge erfolgt über einen langen Zeithorizont. Ob der gewohnte Lebensstandard nach der Pensionierung weitergeführt werden kann, hängt von den vorgängigen Sparbemühungen der Individuen und ihrer Arbeitgeber sowie den Anlageerträgen auf dem Vorsorgekapital ab. Niemand weiss aber mit Bestimmtheit, wie hoch die Erträge auf Aktien, Obligationen oder Geldmarktanlagen in den nächsten zehn, zwanzig oder dreissig

Jahren sein werden. Zukünftige Anlageerträge lassen sich kalkulieren, indem pro Anlagegruppe zum aktuellen risikofreien Zins konservativ geschätzte Risikoprämien addiert werden.

Der erwartete Ertrag einer Anlage setzt sich zusammen aus dem risikofreien Zinssatz zuzüglich einer Entschädigung für die damit verbundenen Risiken. Ausgangspunkt für die Berechnungen sind kurzfristige Zinsen von Regierungsanleihen, die als risikolos betrachtet werden. Hinzu kommen je nach Anlagekategorie Prämien für die Laufzeit, das Konkursrisiko, das Aktienrisiko oder auch das Risiko für Titel klein kapitalisierter Unternehmen (siehe Tabelle 1). Auch wenn man die exakte Höhe der Prämien debattieren kann, so besteht unter den Finanzökonomien doch der Konsens, dass zusätzliche systematische Risiken mit höherer Entschädigung verbunden sind.

Neuere Forschungsarbeiten kommen zur objektivierten Erkenntnis, dass diversifizierte Aktienanlagen mittel- bis langfristig Mehrerträge gegenüber Staatsanleihen von 2 bis 5 Prozent bringen. Der vorsichtig festgelegte Mittelwert liegt bei etwa 3 Prozent.

Basierend auf den aktuellen Marktdaten, sieht die Rechnung wie folgt aus:



### Roman von Ah

Leiter Asset Management,  
Mitglied der Konzernleitung  
Julius Bär Holding AG, Zürich

Aktueller risikofreier Zins von Eidgenossen:	rund 3%
Prämie für Bonitätsrisiken:	0.5 bis 1%
Prämie für Aktien:	3%
Prämie für Kleinkapitalisierung:	1 bis 2%

Für die Schweiz resultiert ein zu erwartender Aktienertrag von 6 Prozent, der sich aus dem aktuellen Zins der zehnjährigen Anleihe der Eidgenossenschaft von rund 3 Prozent zuzüglich einer geschätzten Aktienprämie von 3 Prozent zusammensetzt. Diese erwartete Rendite ist wesentlich tiefer als der historische nominelle Aktienertrag von rund 10 Prozent pro Jahr.

## Verlauf des Deckungsgrades

Pensionskassenleistungen werden mit Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträgen sowie Anlageerträgen finanziert. Von Gesetzes wegen müssen die einbezahlten Beiträge sowie das vorhandene Deckungskapital jährlich verzinst werden. Der Mindestzins gemäss BVG beträgt aktuell 2.25 Prozent. Der BVG-Mindestzinssatz dürfte

**Tabelle 1: Risikoprämienansatz zur Bestimmung der langfristig erwarteten Erträge**

		Konkursprämie	Aktienprämie	Prämie kleinkapitalisiert
	Laufzeitenprämie	Laufzeitenprämie	Laufzeitenprämie	Laufzeitenprämie
Realer risikofreier Zinssatz	Realer risikofreier Zinssatz	Realer risikofreier Zinssatz	Realer risikofreier Zinssatz	Realer risikofreier Zinssatz
Erwartete Inflation	Erwartete Inflation	Erwartete Inflation	Erwartete Inflation	Erwartete Inflation
Geldmarkt TBills, Geldmarktbuchforderungen	Regierungsanleihen	Nicht-Regierungsanleihen	Aktien grosskapitalisiert SMI, S&P500	Aktien kleinkapitalisiert Russell 2000

**Tabelle 2: 50-30-20-Portfolio: 50 Prozent OCH, 30 Prozent OFW und 20 Prozent Aktien**

	DG	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
Zielrendite 3.25 Prozent	100	100.65	101.33	102.03	102.76	103.51	104.30	105.12	105.97	106.85	107.77
Zielrendite 2.25 Prozent	100	101.65	103.36	105.15	107.00	108.92	110.92	112.99	115.15	117.39	119.72

**Tabelle 3: 50-30-20-Portfolio: 50 Prozent OCH, 30 Prozent OFW und 20 Prozent Aktien**

	DG	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
Zielrendite 3.25 Prozent	90	90.26	90.53	90.81	91.10	91.41	91.72	92.05	92.39	92.74	93.11
Zielrendite 2.25 Prozent	90	91.26	92.57	93.93	95.34	96.81	98.34	99.92	101.57	103.28	105.06

**Tabelle 4: 60-30-10-Portfolio: 60 Prozent OCH, 30 Prozent OFW und 10 Prozent Aktien**

	DG	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
Zielrendite 3.25 Prozent	90	89.99	89.98	89.97	89.96	89.95	89.93	89.92	89.91	89.90	89.88
Zielrendite 2.25 Prozent	90	90.99	92.02	93.08	94.18	95.32	96.50	97.72	98.99	100.31	101.67

nur in seltenen Fällen als Zielrendite (Sollzins) ausreichen: Verwaltungskosten oder Rückstellungen für Langlebkeitsrisiken addieren sich schnell zu einem halben bis ganzen Prozent. Ebenso müssten allfällig weggeschmolzene Schwankungsreserven wieder geöffnet werden.

Tabelle 2 zeigt den Verlauf des Deckungsgrades (DG) einer Muster-Beitragsprimatpensionskasse. Die Kasse hat nur Aktive, für eine Kasse mit Rentnern ergeben sich jedoch ähnliche Resultate. Wir nehmen an, dass Obligationen Schweiz (OCH) und Obligationen Fremdwährungen (OFW) einen Ertrag von 3 beziehungsweise 4 Prozent bringen und Aktien 6 Prozent pro Jahr rentieren. Wir konstruieren ein PK-Portfolio mit 50 Prozent OCH, 30 Prozent OFW und 20 Prozent Aktien. Diese Zusammensetzung führt zu einem jährlich erwarteten Ertrag von 3.9 Prozent. Anschliessend betrachten wir den Verlauf des DG im Zeitablauf.

Wenn wir bei einem DG von 100 Prozent starten und Zielrenditen von 3.25 beziehungsweise 2.25 Prozent unterstellen, dann lässt sich der DG in zehn Jahren von 100 auf 107.8 beziehungsweise 119.7 verbessern.

Wenn wir aus einer Situation der Unterdeckung (DG=90) starten (Tabelle 3) und das gleiche Portfolio im Zeitablauf unterhalten, dann sind wir bei einer Zielrendite von 2.25 Prozent in der Lage, den DG auf über 100 Prozent zu verbessern. Beträgt die Zielrendite 3.25 Prozent, dann können wir den DG leicht verbessern, ohne aber die volle Deckung zu erreichen. Der Besserungsverlauf des DG ist eindeutig

langsamer als im ersten Beispiel. Dies hat damit zu tun, dass das zinstragende Kapital am Anfang nur 90 Prozent der Verpflichtungen ausmacht, jedes Jahr aber die Minimalverzinsung auf der Verpflichtungsseite gutgeschrieben werden muss.

Ein beliebter Reflex bei Sanierungsdiskussionen ist der Rückzug auf vermeintlich sichere Nominalanlagen. Wenn wir die Obligationenquote zulasten einer halbierten Aktienquote erhöhen, dann entwickelt sich der DG wie in Tabelle 4 dargestellt.

Die konservativere Strategie (höherer Obligationenanteil) führt zu einem schlechteren Verlauf des DG im Zeitablauf. Die erwartete Rendite dieser Portfoliostrategie beträgt aufgrund des tieferen Aktienanteils nur noch 3.6 Prozent.

Die Frage können wir auch anders stellen: «Wie viel Prozent müssen Aktien pro Jahr bei einem jährlichen Leistungsziel von 3.25 Prozent liefern, damit ich mit einem 60-30-10-Portfolio den DG auf 100 steigern kann?» Die Antwort lautet: erstaunlich hohe 15.15 Prozent. Damit ergibt sich die auf den ersten Blick paradoxe Konklusion: Je tiefer der Aktienanteil, umso höher muss die jährlich erwartete Rendite von Aktien sein, damit ich meine Leistungsziele erreichen kann. Umgekehrt formuliert: Bei einem höheren Aktienanteil darf ich mit tieferen jährlichen Aktienerträgen rechnen, um realistischere Anlageziele verfolgen zu können.

### Thesen

Beitragserhöhungen sind nur in einem (zu) grossen Ausmass geeignet, die finanzielle Ausgewogenheit einer PK wie-

der zu erreichen. Faktisch kommen sie einer Steuererhöhung gleich und entziehen der Schweizer Volkswirtschaft erst noch verfügbares Einkommen.

Die Sistierung von Anlageertragsgutachten ist der effizientere Weg zur Sanierung von Deckungslücken bei Beitragsprimatkassen. Die Effekte schlagen direkt auf das Deckungskapital durch. Umgesetzt auf Leistungsprimatkassen, käme diese Massnahme einer Leistungsreduktion gleich.

Die kollektive Flucht in konservative Anlagestrategien ist eine Scheinlösung. Sie beschneidet das Ertragspotenzial und trägt das Risiko tiefer realer Erträge in sich. Unter realistischen Annahmen können tiefe Aktienquoten weder ungenügende Deckungsgrade sanieren noch ist es möglich, Schwankungsreserven für die Kapitalmarktrisiken zu öffnen.

Gleichzeitig verkümmert der wichtigste Beitragszahler – der Ertrag der Kapitalanlagen – zur Bedeutungslosigkeit, was die zukünftig verfügbaren Renten schnell um doppelstellige Prozentzahlen senkt.

Mehr Flexibilität bei der Wahl von Anlagestrategien ist eine prüfungswürdige Option. Damit könnten Versicherte selber bestimmen, ob sie tiefe Renten mit hoher Sicherheit oder höhere Renten mit grösserer Unsicherheit anstreben wollen. Selbstverständlich liesse sich das Wahlrecht auch ab einer bestimmten Einkommenschwelle definieren, mit dem Preis, dass die Rentenunterschiede in der Zukunft zunehmen.