

INFORM

FINANZINFORMATIONEN
FÜR PENSIONSKASSEN
AUS ERSTER HAND



BONITÄTSORIENTIERTE STRATEGIEN ALS ANTWORT AUF ZINSBLASE UND AKTIENBAISSE?

Die schlechten Anlageresultate der letzten drei Jahre haben die institutionellen Anleger und die verantwortlichen Gremien stark verunsichert. Das lange verdrängte Thema «Sicherheit der beruflichen Vorsorge» verdient spätestens seit der Senkung des technischen Zinses von 4 auf 3,25% das Prädikat «brandheiss». Kurze Wege aus der Misere scheint es keine zu geben. Als Rezept der Stunde werden Beitragserhöhungen und Leistungskürzungen angeboten. Dem bisher wichtigsten Beitragszahler unserer Vorsorge, dem Anlageertrag des investierten Kapitals, wird nicht mehr viel zugetraut. In dieser Situation lohnt es sich, die Ausgangslage und die Handlungsoptionen wieder einmal nüchtern zu prüfen. Hektischer Aktivismus bringt in der aktuellen Lage wenig.

Eliminierte Schwankungsreserven

Das schlechte Abschneiden der Aktien hat die Schwankungsreserven vieler Pensionskassen vernichtet; parallel dazu befinden sich die Deckungsgrade häufig im roten Bereich. Bei vielen Kassen wurden als Sofortmassnahme der Aktienanteil zurückgefahren und das frei gewordene Kapital in «mündelsichere» Nominalanlagen investiert. Diese konservativere strategische Ausrichtung stellt tiefere Anforderungen an die Höhe der Schwankungsreserven, was im gegenwärtigen Umfeld sicher zielführend ist. Die Krux an dieser Positionierung ist allerdings, dass das minimale Ertragsziel von 3,25% mit Garantie nicht erreicht wird, denn die risikolosen Staatspapiere rentieren selbst im 10-Jahres-Bereich lediglich rund 2,5%. Erschwerend kommt hinzu, dass sich bei einer überwiegend an Nominalanlagen orientierten Strategie der zu erwartende Deckungsgrad weiter verschlechtern wird – und dies ebenfalls mit Garantie.

Die Zinsen befinden sich auf historischen Tiefständen. Das Wort «Zinsblase» geistert seit einiger Zeit durch den Pressewald. Tritt die Konsensusprognose der Ökonomen ein, so führt die erwartete Erholung des weltwirtschaftlichen Wachstums zu einem Zinsanstieg und damit zu Kursverlusten auf den Obligationenanlagen. Die steigenden Unternehmensgewinne beflügeln die

Aktienmärkte und verursachen der Pensionskasse Opportunitätsverluste, indem sie an den Kursgewinnen nicht mehr in gleicher Masse wie früher teilnimmt.

Die Zwickmühle

Die Pensionskassenverantwortlichen stehen somit vor einer ungemütlichen Situation: Sie haben die Wahl zwischen einer (Nominalwert-)Strategie, die hohe Sicherheit in Bezug auf den erwarteten Ertrag bringt, aber auch mit hoher Sicherheit eine Verschlechterung¹ des Deckungsgrades nach sich zieht, und einer (Nominal- und Sachwert-)Strategie, die Erträge verspricht, welche zu einer Verbesserung des Deckungsgrades führen könnten, aber mit vielen Unsicherheiten behaftet sind und erst noch wesentlich bescheidener² als in den 90er-Jahren ausfallen dürften.

Ideen im Anlagebereich

Immobilien sowie Hedge-Funds und andere alternative Anlagen erfahren im aktuellen Umfeld grossen Zulauf. Solange die Nettorendite im Immobilienbereich 1 bis 2% über derjenigen von CHF-Nominalanlagen zu liegen kommt, sind Immobilien eine valable Investitionskategorie, nicht zuletzt als partielles Substitut für Obligationen Schweiz. Allerdings sollten in einem konjunkturell schwachen Umfeld die positiven Preisbewegungen der letzten paar Jahre nicht dazu verleiten, zu hohe Erwartungen zu stellen. Gut informierte Kreise sprechen von den Schwierigkeiten, qualitativ hochwertige Objekte zu vernünftigen Renditen zu erwerben. Im Weiteren dürften die Immobilienpreise auf steigende Zinsen ebenfalls negativ reagieren. Die guten Resultate der 90er-Jahre haben dem Segment der Hedge-Funds grosse Volumen beschert. Wegen der tiefen Korrelationen mit den traditionellen Anlagekategorien werden diesem Anlageinstrument in Standardoptimierungen 3 bis 5% des Vermögens zugeordnet. Falls sich die positiven Erfahrungen zu Zeiten der Bullen-Märkte auch in Bären- und Seitwärtsmärkten bestätigen, bringen Hedge-Funds zusätzlichen Nutzen. Das kleine Gewicht an der Gesamtallokation kann die fundamentalen Ertragsprobleme der Pensionskassen aber nicht lösen.

Bonitätsstrategien als Ausweg?

Der Stiftungsrat als letzter verantwortliches Organ kommt nicht umhin, Schwankungsrisiken als normales Geschäftsrisiko der Pensionskasse zu akzeptieren. Absolute Sicherheit und Fortführung des gewohnten Lebensstandards nach der Pensionierung sind Anlageziele, die sich widersprechen, spätestens seit der im Trend liegenden Bevorzugung des Beitragsprimats.

In einem Umfeld schlechter Deckungsgrade müssen Anlagen mit hohen Volatilitäten einerseits möglichst tief gewichtet werden. Andererseits dürfen sich Strategieüberlegungen nur am Ziel eines Deckungsgrades von 100% oder besser orientieren. Ohne Aktien und andere höher rentierende Anlageformen ist das Erreichen des Zieles schlicht nicht möglich.

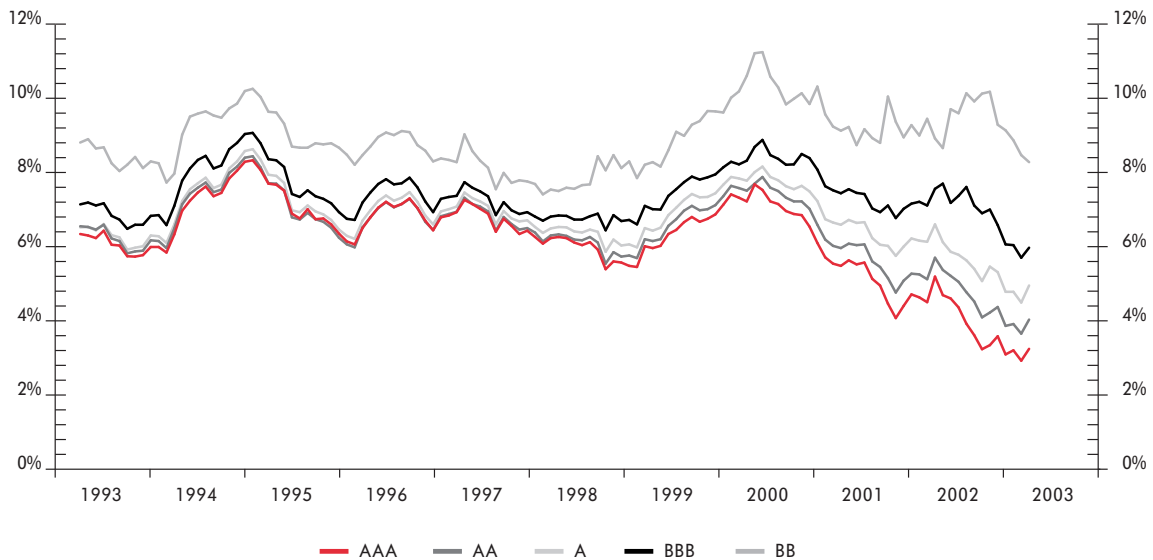
¹ Siehe: von Ah, Roman, 2003: Gesetzliche Vorgaben zwingen zu Aktienengagements, in: Die Schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen: Leistung, Finanzierung, Aktuelle Herausforderungen, Herausgeber: Swisca Portfolio Management AG

² Siehe: von Ah, Roman, 2002: Aktienmarkerträge und Rentenleistungen der Zukunft, in: Inform 4/2002, Herausgeber: Swisca Portfolio Management AG

Wir gehen davon aus, dass der langfristig zu erwartende Ertrag von Aktien auch mit der Erfahrung der letzten Jahre höher ist als derjenige der anderen klassischen Anlagekategorien. Aus der regen akademischen Debatte scheint eine Aktienrisikoprämie in der Grössenordnung von 3 bis 5% über dem 10-Jahres-Zins von Regierungsobligationen eine vernünftige Annahme zu sein. Wir setzen intern die Schwelle bei konservativen 3% an.

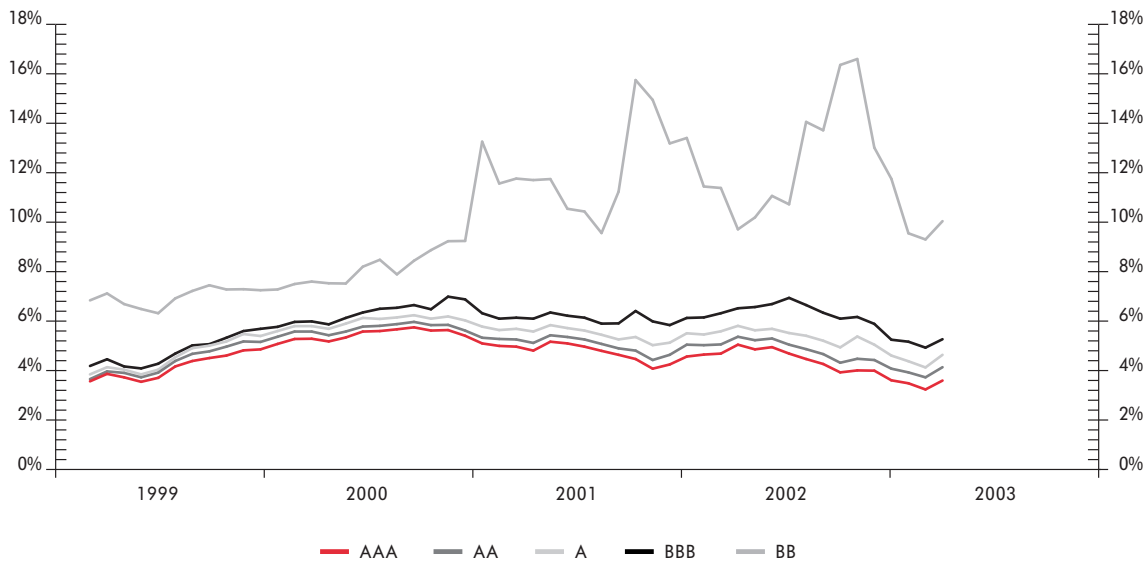
Der erwartete Gesamtertrag von Aktien (10-Jahres-Zins plus 3% Risikoprämie) kommt damit in die Nähe von Obligationen mit Ratings im Bereich von BBB bis BB, wie die folgende Grafik zeigt:

**Grafik 1: Zinsentwicklung verschiedener Ratingklassen in US-Dollar
Lehmann 1993–2003**



Die durchschnittliche Rendite des BBB-Segments im amerikanischen Markt beträgt aktuell rund 6%, diejenige von BB-Bonds über 8%. Das Zinsniveau im BB-Bereich hat sich interessanterweise über die gesamte Beobachtungsperiode in einer Bandbreite von 8 bis 10% bewegt. Die Zinssenkungen in der zweiten Hälfte der 90er-Jahre fanden praktisch nur im Investment-Grade-Bereich, also von AAA bis BBB, statt. In diesem Sinne hat sich die relative Attraktivität des Non-Investment-Grade-Bereichs stark verbessert. Wenn es im Bereich von Regierungs- und Hochqualitätsanleihen so etwas wie eine Zinsblase gibt, dann sind die tieferen Ratings davon weniger betroffen. Ein ähnliches Bild zeigt die Grafik 2 für die Bonitätssegmente in Euro.

**Grafik 2: Zinsentwicklung verschiedener Ratingklassen in Euro
Lehmann 1999–2003**



Die Schwankungsrisiken von gut diversifizierten Anleihenportfolios selbst im Bereich von BB-Ratings entsprechen wesentlich weniger als der Hälfte derjenigen von Aktienanlagen, und dies bei einem Ertragsstrom, der im Voraus bekannt ist. Wir sind überzeugt, dass bonitätsorientierte Anlagestrategien für viele Pensionskassen eine sehr interessante Anlageform sind. Die Steigerung des Ertragspotenzials sowie die positiven Diversifikationseigenschaften haben wir mehrfach kommentiert.³ Neu kommt hinzu, dass mit bonitätsorientierten Strategien wesentlich tiefere Ansprüche an die Schwankungsreserven gestellt werden.

In eigener Sache

Unseren Überzeugungen folgten auch konkrete Taten. Die Swissca Portfolio Management AG hat zusammen mit der Prevista Anlagestiftung zwei neue Teilvermögen aufgelegt, die es Pensionskassen erlauben, in breit diversifizierte BB-Vermögen in Dollar und Euro zu investieren. Damit wird die in der Schweiz einzigartig aufgesetzte modulare Bondfamilie der Prevista Anlagestiftung komplettiert. Falls Sie weitere Informationen oder den direkten Kontakt zu einem unserer Spezialisten wünschen, dann zögern Sie bitte nicht, uns anzurufen.

³ Siehe u. a.: Winiger, Paul, 2002: Von High-Grade Bonds bis zu High-Yield Bonds: Ertragssteigerung und Risikoreduktion mit der richtigen Kombination, in: Inform 2/2002, Herausgeber: Swissca Portfolio Management AG

Impressum

Herausgeber

Autor

Redaktion

Erscheinung

Abonnemente und Bestellungen

Swissca Portfolio Management AG, Waisenhausstrasse 2, 8023 Zürich

Dr. Roman von Ah

Paul Winiger

Quartalsweise

Tel. 058 344 49 00, pmg@swissca.ch