

Pensionskassenerträge der nächsten Dekade Ausgangslage und Handlungsalternativen Roman von Ah¹

Die nächsten Jahre werden die Pensionskassenbudgets (über)fördern. Trotz der mit viel Publizität bedachten Senkung des technischen Zinses von 4 auf 3.25 Prozent werden die Pensionskassen nicht in der Lage sein, die Minimalverzinsung mit risikolosen Anlagen zu erreichen. Es müssen entweder weitere Senkungen des technischen Zinssatzes folgen oder die Beiträge werden erhöht und/oder die Leistungen gekürzt. Beim zunehmend verbreiteten Beitragsprimat trägt der Versicherte letztlich das volle Risiko: jede Vertiefung des Minimalzinsses führt bei ihm zu überproportionalen Senkungen seiner Rentenansprüche. Dabei ist die negative Wirkung umso grösser, je länger die Ansparphase noch dauert und je tiefer die Durchschnittsverzinsung ausfällt.

Was wir über den Ertrag der risikolosen Anlage wirklich wissen

Der einzig wirklich risikolose Ertrag entspricht der Performance einer kurzfristigen Geldmarktanlage emittiert von Regierungen, beispielsweise Treasury-Bills in den USA oder Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft. Mit der Investition erwirbt der Anleger das Recht auf die Rückzahlung des Nominalwertes innerhalb der nächsten 12 Monate, zuzüglich einer im voraus bekannten Verzinsung. Diese Anlagen gelten deswegen als risikolos, weil im Inland von Regierungen emittierte Schuldverschreibungen wegen der Steuerhohheit immer zurückzahlbar sind und sei dies im Extremfall durch das Drucken von Geld.

Ist der Anlagehorizont länger als ein Jahr, dann tritt bei Geldmarktanlagen eine Komplikation ein. Ich weiss zwar heute, auf welchen Betrag meine Anlage in einem Jahr anwachsen wird; ich habe aber keine Gewissheit, zu welchem Zins ich mein Geld in einem Jahr wieder anlegen kann. Geldmarktanlagen von Regierungen unterliegen dann Risiken, wenn der Anlagehorizont nicht mit der Laufzeit übereinstimmt.

Regierungsobligationen können hier teilweise Remedur schaffen, vor allem dann, wenn die Laufzeit mit dem Anlagehorizont des Anlegers übereinstimmt. Die jährliche Auszahlung in Form der Couponzahlung ist im voraus bekannt. Ein Problem aber bleibt: die Couponzahlungen müssen reinvestiert werden und dies wiederum zu einem Zinssatz, der heute nicht bekannt ist. Was also ist der Gesamtertrag einer Regierungsanleihe, wenn ich den Wiederanlagezins nicht im voraus kenne? Im Falle einer zehnjährigen Nullkuponanleihe wäre die Antwort relativ einfach: Der Marktpreis mal $(1+\text{Zins})^{10}$ muss in zehn Jahren 100 ergeben; daraus lässt sich der Zins einfach berechnen: $\text{Zins} = \sqrt[10]{100/\text{Marktpreis}} - 1$. Beispiel: der Marktpreis einer 10jährigen Nullprozentanleihe betrage CHF 82.035.

¹ Dr. Roman von Ah ist Geschäftsleiter der Swissca Portfolio Management AG

Der Zins würde demnach: $\sqrt[10]{100/82.035} - 1 = 2\%$ p.a. betragen. Leider sind die Märkte für Nullprozentanleihen entweder relativ klein (gemessen am Volumen oder der Auswahlmöglichkeit an Laufzeiten) oder – wie in der Schweiz – nicht einmal existent. Deshalb bleibt die Frage bestehen: wie kann ich die Performance einer Regierungsanleihe heute abschätzen?

Macaulay Duration als Mass für die erwartete Bondperformance

In umfangreichen Studien in den USA konnte gezeigt werden, dass der richtige Einsatz der Bondkennziffer Duration (sh Swissca Inform vom...) auch für die Abschätzung der erreichbaren Gesamtpformance von Regierungsanleihen verwendet werden kann. Dazu muss 1.) der Anlagehorizont (bspw. 10 Jahre), definiert und 2.) eine Regierungsanleihe gesucht werden, deren Macaulay Duration exakt mit dem Anlagehorizont übereinstimmt (bspw. 10 Jahre). Die Verfallsrendite dieser Anleihe ist das gesuchte Mass für die erwartete jährliche Performance. Dies sei an einem Beispiel erläutert: Im aktuellen Marktumfeld gibt es keinen Eidgenossen, dessen Macaulay Duration 10 Jahre entspricht. Wir nehmen deshalb den nächst kürzeren sowie den nächst längeren Bond und interpolieren. Die Verfallsrendite bezogen auf eine Macaulay Duration von 10 Jahren beträgt 2.5 Prozent; dies ist identisch mit der durchschnittlich zu erwartenden jährlichen Performance von 2.5 Prozent während diesen 10 Jahren.

Das Unmöglichkeitstheorem

Inlandobligationen werden primär mit den Zielen gehalten, via laufendes Einkommen die Renten sowie die gesamten Betriebskosten der Pensionskassen zu finanzieren. Als stabiler Ertragsanker helfen sie, das Vermögen zu äufnen sowie die Schwankungsrisiken der Gesamtanlage tief zu halten. Im gegenwärtigen Umfeld werfen Schweizer Regierungsanleihen in den nächsten 10 Jahren eine Performance von 2.5 Prozent p.a. ab. Es ist demzufolge reines Wunschdenken und absolut unmöglich, im aktuellen Marktumfeld eine risikolose Verzinsung in der Höhe von 3.25% zu erzielen. Wer wie Pensionskassen einen langfristigen Horizont hat, dem stellt das aktuelle Marktumfeld in den nächsten 10, 20 oder 30 Jahren ein risikoloses Performancepotential von 2.5 bis knapp über 3 Prozent zur Verfügung.

Die gesetzlichen Vorgaben orientieren sich an einer Illusion

Es ist unmöglich, die gesetzlich geforderte Verzinsung mit risikolosen Anlagen zu erreichen, geschweige denn, zusätzliche Erträge für die Kompensation der administrativen Kosten zu erwirtschaften, welche das Ertragsoll schnell nochmals um mindestens ein halbes Prozent steigern. Der minimal gutzuschreibende Zins ist mit 3.25 Prozent zu hoch und zwar um satte (Einjahreserwartung: 2.5% plus 0.5% Admin.) 3% p.a. oder (10J durchschnittliche Erwartung: $0.75\% + 0.5\% =$) 1.25% p.a.

Die Effekte dieser Ausgangslage möchten wir illustrieren. Folgende Tabelle gibt unseres Erachtens eine realistische Auskunft über die erwarteten Erträge und Risiken der wichtigsten Anlageklassen.

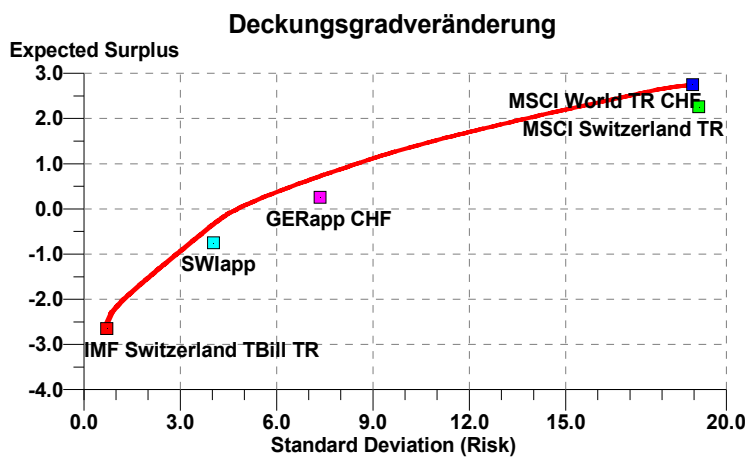
Tabelle 1: Strategische Erwartungen für Anlageklassen

	Ertrag p.a. 95% Sicherheit	Risiko p.a.
Geldmarkt CH (IMF Tbill)	0.6 +/- 2 x Risiko	0.7
OCH Eidgenossen (SWIapp)	2.5 +/- 2 x Risiko	4.1
OFW optimiert (Gerapp)	4.0 +/- 2 x Risiko	7.0
Aktien CH* (MSCI Switzerland)	(2.5 + 3) +/- 2 x Risiko	19.4
Aktien Welt* (MSCI World)	(3.5 + 3) +/- 2 x Risiko	19.0

* sh. Aktienrisikoprämie über Bonds 3% (sh. Swissca Inform vom:XX)

Wenn wir einen Deckungsgrad von 100% annehmen, und dabei die Ertrags- und Risikokennziffern der Tabelle 1 unterstellen, dann kann im Rahmen der modernen Portfoliotheorie eine Effizienzlinie für den Deckungsgrad (DG) geschätzt werden. Punkte auf dieser Linie repräsentieren optimale Vermögenszusammensetzungen: pro erwartetes Surplus (negatives Surplus: DG < 100; positives Surplus: DG > 100) wird entweder das Risiko minimiert oder der Ertrag maximiert.

Grafik 1: Erwartete Deckungsgradveränderung

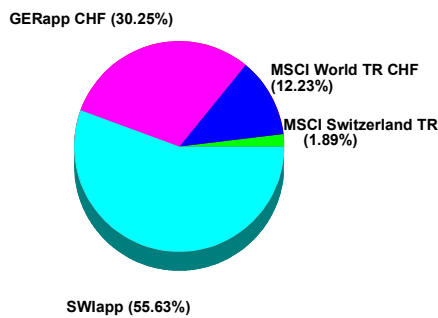


Die maximal konservative Investition in Geldmarktanlagen CH produziert in einem Jahr eine garantierte Unterdeckung von (0.6% - 3.25% => 2.65%, selbst ohne die Berücksichtigung von Administrationsgebühren. Wenn der erwartete Deckungsgrad positiv beeinflusst werden soll, dann müssen Anlagen

mit höheren Risiken beigemischt werden. Als strategische Minimalzielsetzung kommt nur ein DG von 100% in Frage. Daraus folgt **zwingend**, dass die Portfoliozusammensetzung von reinen Geldmarkt- und/oder Regierungs-Obligationen Schweiz abweichen muss, selbst für eine Pensionskasse mit nicht existenter oder minimaler Risikofähigkeit (DG <= 100%).

Die optimale strategische Gewichtung der Anlagekategorien für die Beibehaltung eines Ziel-Deckungsgrades von 100% kann aus der Grafik 1 abgeleitet werden. Es handelt sich um diejenige Portfoliokombination, deren erwartete Deckungsgradveränderung auf der Nullprozent-Linie liegt.

Grafik 2: Optimales Portfolio bei Zieldeckungsgrad 100%



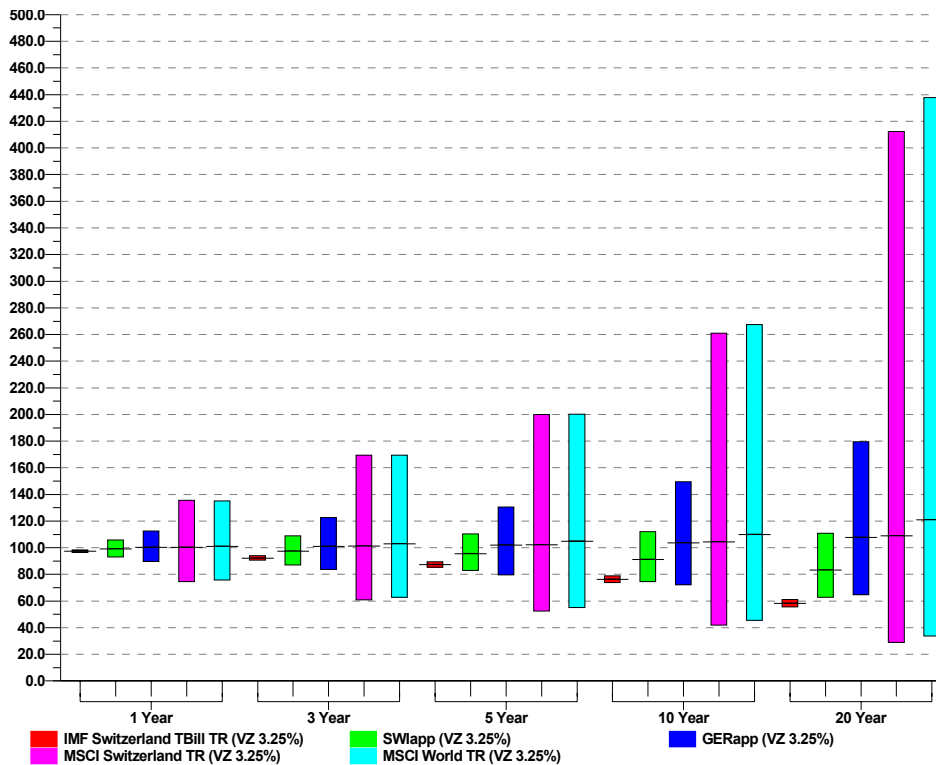
Es ist beachtenswert, dass im gegenwärtigen Zinsumfeld der Aktienanteil mindestens 15% betragen muss, um einen konstanten Deckungsgrad überhaupt erwarten zu lassen. Der für die Strategie verantwortliche Stiftungsrat einer Pensionskasse, welcher aus falsch verstandenem Sicherheitsdenken eine zu tiefe Aktienquote fährt oder auf Dividendenpapiere ganz verzichtet, würde mit einer solchen Positionierung seine gesetzliche und nicht-delegierbare Verantwortung schlicht nicht wahrnehmen. Diese Aussage ist auch dann gültig, wenn die Kehrseite der erwarteten Erträge, nämlich die erwarteten Risiken einbezogen werden.

Grantierte Unterdeckung mit Nominalanlagen Schweiz

Grantierte Unterdeckung mit Nominalanlagen Schweiz

Die Grafik 3 zeigt die erwarteten Erträge der Anlagekategorien, sowie deren 95%-Sicherheitsintervall im Zeitablauf. Wir starten mit einem Deckungsgrad von 100% und simulieren 2000 potentielle Ertragsverläufe der Anlagekategorien, abzüglich 3.25% jährlicher Gutschriften für den Minimalzins.

Grafik 3: Entwicklung Deckungsgrad in Abhängigkeit von der Anlagekategorie



Bezogen auf den jeweiligen Anlagehorizont werden fünf Anlagekategorien verglichen: Geldmarkt und Obligationen Schweiz, Obligationen Ausland, Aktien Schweiz und Ausland. Die für die nächsten Jahre strategisch wichtige Frage steht im Vordergrund, mit welchen Anlagekategorien der erwartete Deckungsgrad bei mindestens 100% gehalten werden kann bzw. mit welchen Anlage-Strategien der Deckungsgrad verbessert werden kann.

Der Querstrich in den Balken stellt den Deckungsgrad dar, welcher bei ausschliesslicher Investition in die entsprechende Anlagekategorie **erwartet** werden darf. Das untere (obere) Ende der Säule repräsentiert den Deckungsgrad, welcher in 95% (5%) der Fälle mindestens erreicht wird. Der zeitliche Verlauf der Schwankungsbreite des Deckungsgrades ist ausschliesslich negativ, wenn aus falsch verstandenem Sicherheitsdenken 100% in Geldmarktanlagen investiert wird (in der Grafik schwer lesbar, da die Säule sehr klein ist). Dies gilt ebenso für die Nominalanlagen Schweiz, wobei die Abweichungen nach oben/unten grösser sind als beim Einsatz von Geldmarktanlagen. Ein richtig optimiertes Fremdwährungs-Obligationenvermögen kann den erwarteten Deckungsgrad leicht steigern, gefolgt von Aktien Schweiz und Aktien Welt. Folgt man horizontal dem Verlauf des Querstriches, ausgehend vom DG=100% auf der Y-Achse der Grafik, dann wird ersichtlich, dass der DG nur mit (optimierten) Auslandbonds und Aktien überhaupt gehalten oder erhöht werden kann.

Tabelle 2: Deckungsgradverlauf bei Verwendung unterschiedlicher Anlagen

Deckungsgradverlauf in Abhängigkeit von einzelnen Anlagekategorien

Wahr- schein.	1 Jahr					3 Jahre					5 Jahre				
	Geldm. CH	Bonds CH	Bonds FW	Aktien CH	Aktien Welt	Geldm. CH	Bonds CH	Bonds FW	Aktien CH	Aktien Welt	Geldm. CH	Bonds CH	Bonds FW	Aktien CH	Aktien Welt
95%	98.5	105.9	112.6	135.5	135.0	94.0	109.0	122.5	169.5	169.5	89.5	110.3	130.6	200.0	200.2
50%	97.3	99.1	100.4	100.4	101.0	92.2	97.3	101.1	101.3	102.9	87.3	95.5	101.9	102.2	104.9
5%	96.2	92.8	89.5	74.4	75.5	90.4	86.9	83.4	60.6	62.5	85.2	82.8	79.4	52.2	55.0

	10 Jahre					20 Jahre				
	Geldm. CH	Bonds CH	Bonds FW	Aktien CH	Aktien Welt	Geldm. CH	Bonds CH	Bonds FW	Aktien CH	Aktien Welt
95%	79.0	112.0	149.7	261.1	267.4	61.1	110.8	179.7	412.2	437.7
50%	76.3	91.3	103.8	104.4	110.0	58.2	83.3	107.7	109.0	121.0
5%	73.6	74.4	72.0	41.8	45.3	55.4	62.7	64.6	28.8	33.5

Grau: Minimale strategische Zielsetzung: DG mindestens 100 Prozent

Im unseres Erachtens realistischen Beispiel sind Aktienquoten, welche weniger als 15 Prozent eines optimierten Vermögens ausmachen, nicht geeignet, den Ziel-Deckungsgrad bei mindestens 100 Prozent anzusetzen. Diese Zusatzerträge müssen zwingend mit Schwankungsrisiken erkaufte werden. Dies gehört zum Geschäftsrisiko einer Pensionskasse und dazu gibt es absolut keine Alternative!

Sicherheit bedeutet eine Verschlechterung des Deckungsgrades

Das Auswahlproblem für Pensionskassenverantwortliche ist ungemütlich: Mit hoher Sicherheit eine garantierte Verschlechterung des Deckungsgrades versus mit Unsicherheit behaftete höhere – und im historischen Vergleich erst noch bescheidenere – Erträge. Der Stiftungsrat als letztverantwortliches Organ kommt nicht umhin, diese Schwankungsrisiken als normales Geschäftsrisiko der Pensionskasse zu akzeptieren. Seine Strategie darf nur lauten, einen Deckungsgrad von mindestens 100 Prozent anzustreben. Will er dies erreichen, dann kommt er nicht umhin – heute weniger denn je – Aktien zu halten. Die Konstanthaltung des Deckungsgrades erfordert unter realistischen Annahmen einen minimalen Aktienanteil von 15%. Wer darunter geht, nimmt seine Führungsverantwortung nicht wahr. Das Hinzufügen von weiteren Anlagekategorien wie Immobilien, Firmenanleihen, kleinkapitalisierte Aktien, Alternative Anlagen ist sinnvoll, muss aber vom Fachmann sorgfältig optimiert werden. Dazu gehört auch, dass die Anlagen nach den Erkenntnissen der modernen Portfoliotheorie diversifiziert und die Umsetzung in rigorosen Prozessen sichergestellt und kontrolliert wird.