

LOFI Forum 2003

8. Mai 2003, Bern, Hotel Bellevue-Palace

Mindestzins von 3,25%: Wie kann man ihn erreichen? Einige Überlegungen

Dr. Graziano Lusenti

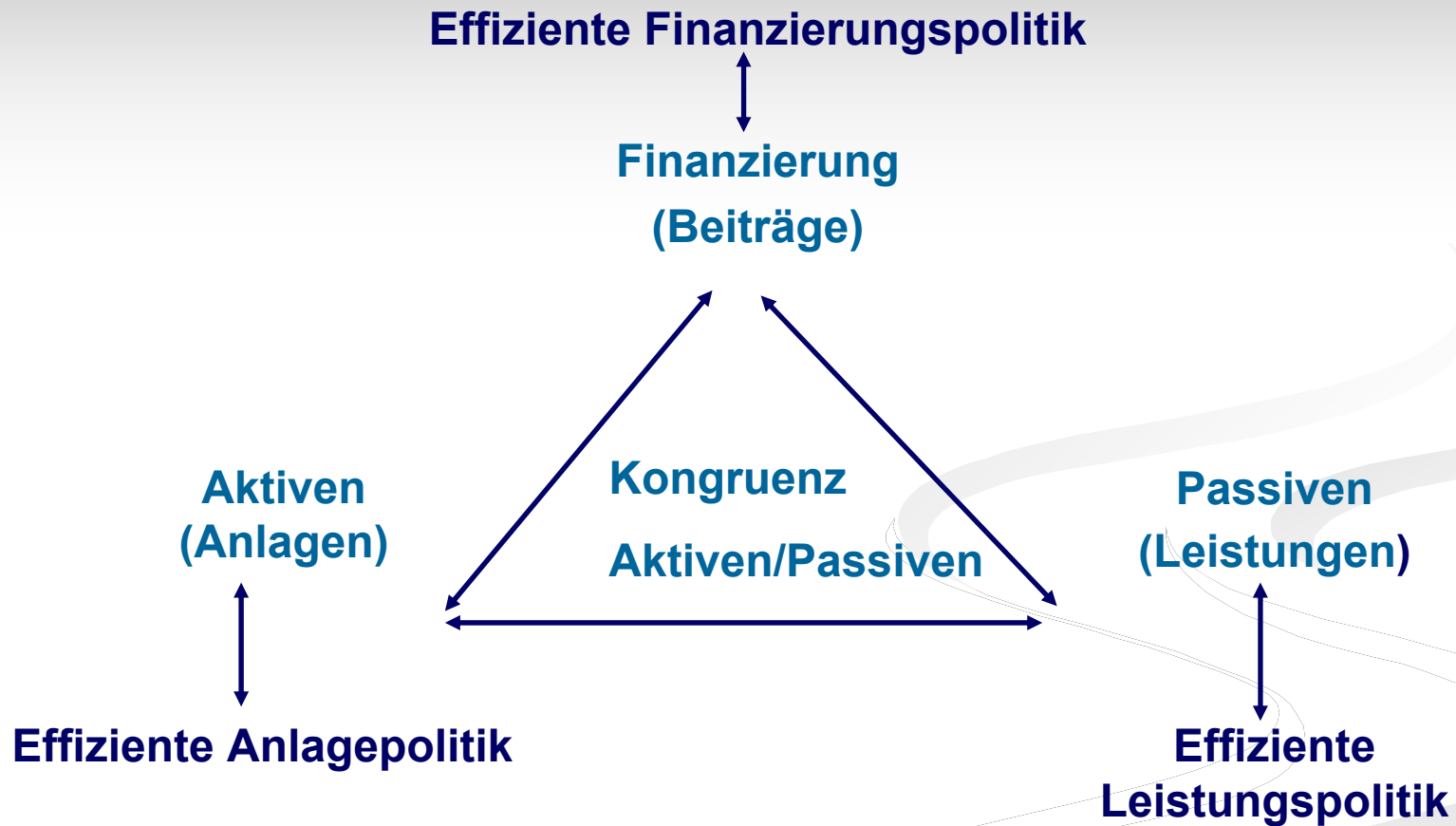
Strategieberater, diplomierter Pensionsversicherungsexperte

Gesellschaftsführender Teilhaber von Lusenti Partners, Nyon (VD)

Plan

- **Finanzierung, Leistungen, Anlagen**
- **Strategie, Taktik, Umsetzung**
- **1991 – 2000: "Goldenes Zeitalter" für Anlagen der Pensionskassen?**
- **Seit März 2000: Neues Umfeld, "Eisernes Zeitalter"?**
- **Faktoren zur Bestimmung der erwarteten Renditen der verschiedenen Asset-Klassen**
- **Untersuchung der Kongruenz von Aktiven und Passiven**
- **Beispiel 1: Erwartete Renditen, Volatilitäten, strategische Allokation und Margen der Allokation von Asset-Klassen**
- **Beispiel 2: Erwartete Renditen, Volatilitäten, strategische Allokation und Margen der Allokation von Asset-Klassen**
- **"Und was soll ich jetzt tun...?" »**

Finanzierung, Leistungen, Anlagen



2. Strategie, Taktik, Umsetzung

1. Strategie (langfristige Perspektive)

- Maximieren der Wahrscheinlichkeit, dass die Leistungen gedeckt sind
- Minimieren der Vorsorgeaufwendungen (Finanzierung) und ihrer Volatilität
- Definieren der langfristigen "Benchmark" des Managements (Raster der Asset-Allokation)

2. Taktik (mittelfristige Perspektive)

- Definieren der Unterschiede zum strategischen Asset Mix ("Benchmark")
= entspricht dem Risiko des aktiven Managements
- Definieren der optimalen Allokation des Budgets des Anlagerisikos des gesamten Portfolios

3. Umsetzung (kurzfristige Perspektive)

- Effiziente Management- und Managerstruktur: Managen der Manager (internes/ externes Management; aktives/passives Management; Management-"Stile")
- Überwachung und wirksame Kontrolle der operativen Risiken

3. 1991 – 2000: "Goldenes Zeitalter" für Anlagen der Pensionskassen?

3.1 Geopolitisches Umfeld

- Verschwinden der kommunistischen Bedrohung ("Friedensdividende")
- Allgemeine Verbreitung des politischen und wirtschaftlichen Liberalismus
- Stabilität aufgrund der Dominanz der USA (1. Golfkrieg, "Pax Americana")
- Fortschreiten der europäischen Integration (neue Mitglieder; der Euro)

3.2 Globale Wirtschaft

- Beschleunigung des technischen Fortschritts (Informationstechnik, Telekommunikation, Internet)
- Intensivierung des Handelsaustauschs ("Handelsrunden", regionale Abkommen, China)
- Zunehmende Interaktion der Volkswirtschaften ("Globalisierung")
- Hohes reales Wirtschaftswachstum (Produktivitätssteigerungen)
- Hohe reale Investitionen (neue Technologien)
- In der Schweiz schwaches Wirtschaftswachstum, unter dem internationalen Durchschnitt

3.3 Inflation und Zinsen

- Deutlicher Rückgang der Inflation (Disinflation, Deflation)
- Kräftiger Rückgang der Zinsen

3.4 Demographische Faktoren

- Kein wesentliches Ungleichgewicht zwischen Erwerbstätigen und Rentnern
- Die Pensionskassen befinden sich noch in der Phase der Bildung von "Kapitalstöcken" (die Summe aus Beiträgen und Kapitalerträgen ist grösser als die der ausgezahlten Leistungen)
- Kosten der verlängerten Lebenserwartung der Rentner und Nicht-Anpassung des Umwandlungssatzes: Das Ungleichgewicht für die Pensionskassen wird durch die steigende Performance kompensiert

3.5 Finanzindustrie und Finanzmärkte

- Beispielloses Wachstum der Finanzindustrie (Tätigkeitssegmente; Personal; geographische Verbreitung)
- Verfeinerung des Finanzmanagements, Entwicklung des Finanzengineering (moderne Portfoliotheorie)
- Zunehmendes Angebot an neuen Produkten und Dienstleistungen (strukturierte Produkte)
- "Bull Market" der Aktien, aussergewöhnlich im Hinblick auf Dauer und Ausmass
- Auswirkungen des Haussemarktes auf die reale Wirtschaft ("assets bubble"): Überinvestition, Überschuldung von Unternehmen und Privaten
- Zunehmende Korrelationen zwischen den Märkten (gleiche Asset-Klasse)
- Zunehmende Korrelationen zwischen den verschiedenen Asset-Klassen

3.6 Managementziele und Asset-Allokation

- Ziele der relativen Performance, festgelegt in Bezug zu Indizes (ganz oder teilweise indexgebundenes Management)
- Konzentration auf reale Werte statt auf nominelle Werte
- Ausgeprägte Konzentration auf führende Asset-Klassen ("cult of the equity")
- Reduzierte Diversifizierung und Zunahme des Anlagerisikos

3.7 Managementmethoden und Asset-Klassen

- Erfolg der Managementansätze "buy and hold"
- Aufkommen neuer Asset-Klassen für Institutionelle: "Hedge Funds" und "Private Equity"
- Stärkere Segmentierung der wichtigsten Asset-Klassen (Unterklassen)
- Obligationen: staatliche Schuldner, Schwellenmärkte, High Yield, Wandelobligationen, Optionsanleihen usw.
- Aktien: Large Caps, Small/Mid Caps, Growth/Value, Sektor/Thema
- Immobilien: direkt/indirekt, Wohnimmobilien/Büroimmobilien/Einkaufszentren/sonstige, Inland/Ausland

3.8 Performance

- Zunehmende Bedeutung der Kursgewinne (realisierte oder nicht realisierte Kapitalgewinne; Liquidität der Anlagen) gegenüber direkten Erträgen
- Sehr hohe reale Performance, über den langfristigen Durchschnitt
- Verwendung der Performanceüberschüsse zur Finanzierung der Vorsorgeleistungen (Indexierung der laufenden Renten; Finanzierung der Frührente)

4. Seit März 2000: Neues Umfeld, "Eisernes Zeitalter"?

4.1 Geopolitisches Umfeld

- Zunahme neuer, vielgestaltiger Bedrohungen (Terrorismus, neue Viren wie SARS, negative Effekte auf das Umfeld der menschlichen Aktivitäten usw.)
- Instabileres Gleichgewicht: "Pax americana" und Bestätigung "regionaler Leader" (Europa, China, Russland, Indien, Brasilien)
- Infragestellung der Wohltaten des politischen und wirtschaftlichen Liberalismus (weicher Liberalismus)

4.2 Globale Wirtschaft

- Technischer Fortschritt und Zunahme des Handelsaustauschs weniger ausgeprägt
- Wirtschaftswachstum ungewisser und schwächer: Was ist der neue Wachstumsmotor?
- Risiko eines relativen Niedergangs Europas: Belastung und Kosten durch den Wohlfahrtsstaat, demographische Alterung, überreglementierte Volkswirtschaften und Arbeitsmärkte usw.
- Schweiz: schwaches Wirtschaftswachstum unter dem internationalen Durchschnitt (Überreglementierung, regulierte Preise, Kartellabsprachen, legislativer Perfektionismus, stagnierende Produktivität)

4.3 Inflation und Zinsen

- Anstieg oder Stabilisierung der Inflationsraten
- Anstieg oder Stabilisierung der Zinsen
- Anstieg der Zinsen = erhebliches Risiko für die Obligationen- und Immobilienanlagen der Pensionskassen (Gefahr eines neuen "Crashs"?)

4.4 Demographische Faktoren

- Europa und die Schweiz sind sehr stark von der demographischen Überalterung betroffen
- Neue Ansätze, um ältere Arbeitskräfte im produktiven Kreislauf zu halten (aufgeschobene Rente, Teilzeitarbeit)
- Pensionskassen: Der Anteil der Pensionäre nimmt zu Lasten des Anteils der aktiven Versicherten zu
- Ab etwa 2010 Phase der Stabilisierung oder Reduzierung ihrer "Kapitalstöcke" aus Anlagen durch die Pensionskassen (erhebliche Auswirkung auf die Aktien-, Immobilien- und Obligationenmärkte)
- Anstieg der Kosten für die Vorsorge (zunehmende Lebenserwartung)
- Verschlechterung der demographischen Kriterien wird kompensiert durch eine Erhöhung der Beiträge (statt durch Performanceüberschüsse)
- Zunahme der Invaliditätswahrscheinlichkeit (stark korreliert mit der wirtschaftlichen Konjunktur)
- Anpassung der Eckwerte des BVG (Umwandlungssätze)

4.5 Finanzindustrie und Finanzmärkte

- Konsolidierung der Finanzindustrie
- Vereinbaren der Notwendigkeit stabiler positiver Erträge mit der Schwäche des Wirtschaftswachstums in der Schweiz
- Zunehmende Internationalisierung der Anlagen der Pensionskassen
- Wegfall der Unterscheidung zwischen Anlagen im Inland bzw. Ausland (oder zumindest Europa)
- Hohe Volatilitäten der wichtigsten Asset-Klassen, insbesondere von Aktien
- Anhaltende Zunahme der Korrelationen zwischen den wichtigsten Märkten

4.6 Managementziele und Asset-Allokation

- Ziele der absoluten Performance (Bruttoperformance abzüglich operative Managementkosten) werden zu Lasten der relativen Performance an Bedeutung gewinnen
- Notwendigkeit, neue Formen und Modalitäten der Diversifizierung zu entwickeln (Korrelationen zwischen den Märkten und Asset-Klassen)
- Geringere Konzentration der Anlagen (grössere Risikostreuung)

4.7 Managementmethoden und Asset-Klassen

- Anhaltende Segmentierung der wichtigsten Asset-Klassen in Unterklassen
- Nutzung des gesamten Spektrums traditioneller Asset-Klassen durch die Investoren (vielfache Segmente der Aktien-, Obligationen- und Immobilienmärkte)
- Stärkerer Rückgriff auf alternative Anlageformen: "Hedge Funds", "Private Equity", "Asset-Backed Securities" usw.
- Die Managementansätze "buy and hold" sind nicht mehr völlig angemessen
- Strategisches Management ergänzt durch ein mittelfristiges (taktisches) oder kurzfristiges Management ("Trading")
- Notwendigkeit, stabile direkte Erträge zu erzielen ("Yield Enhancement"-Strategien)

4.8 Performance

- Niedrigere Realrenditen, mit Perioden mit negativen Renditen
- Rückkehr zu den langfristigen Trends, die niedriger als im vorhergehenden Jahrzehnt sind ("mean reversion")
- Hohe Risiken aufgrund eines möglichen Anstiegs von Inflation und Zinsen

5. Faktoren zur Bestimmung der erwarteten Renditen der verschiedenen Asset-Klassen

- Weltweit schwächeres, ungewisseres und unregelmässigeres Wirtschaftswachstum
- Regionale Ungleichheiten (weltweit, Europa, Schweiz)
- Anstieg oder Stabilisierung der Inflationsrate
- Anstieg oder Stabilisierung der Zinsen
- Hohe Volatilität der wichtigsten Asset-Klassen
- Zunehmende Korrelationen zwischen den wichtigsten Asset-Klassen
- Zunehmende Korrelationen zwischen den wichtigsten Märkten
- Volatilität der Wechselkurse

6. Untersuchung der Kongruenz von Aktiven und Passiven (CAP)

- Von 1991 bis 2001 wurden die in den CAP-Studien verwendeten **erwarteten Renditen** durch die Dauer und das Ausmass der Hausse an den Aktienmärkten verzerrt
- **"Schneeballeffekt" der Aktienhausse:** Sie hat einen Anstieg der erwarteten Renditen von Aktien bewirkt, was wiederum eine Zunahme der Allokation auf Aktien nötig machte
- **Regelmässiges und systematisches Infragestellen der Hypothesen** und der Niveaus der verwendeten erwarteten Renditen
- Sich auf **Hypothesen** betreffend die **Passiven** ebenso stützen wie auf die, welche die **Anlagen** betreffen
- **Die (wahrscheinlichen) Merkmale des neuen Umfelds** in die Einschätzung der erwarteten Renditen integrieren und Anpassungen vornehmen

- **Derzeit ist es schwierig, auf fundierte Weise die erwarteten Renditen** der unterschiedlichen Asset-Klassen einzuschätzen (zahlreiche Unsicherheiten)
- **Zentrale Bedeutung der Länge und der Qualität der verwendeten Zeitreihen** (10 bis 20 Jahre ist ein Minimum; die herangezogenen Daten sollten einen vollständigen Zyklus abdecken, mit Hausse und Baisse)
- **Die Zukunft ist wichtig, nicht die Vergangenheit:** Die historischen Werte müssen "adjustiert" werden, um "erwartete" oder "eskomptierte" Werte zu liefern
- Für mehrere **Unterklassen** von Assets verfügt man **nicht über ausreichend lange Zeitreihen**

7. Beispiel 1: Erwartete Renditen, Volatilitäten, strategische Allokation und Margen der Allokation von Asset-Klassen

| Kategorien | Erwartete Renditen | Volatilität | Strateg. Allokation | Margen der Allokation | |
|----------------------|--------------------|-------------|---------------------|-----------------------|-----|
| Liquide Mittel CHF | 2% | 0.5% | 2% | 0.5% | 4% |
| Obligationen CHF | 4% | 3% | 8% | 6% | 12% |
| Obligationen Devisen | 5% | 7% | 21% | 19% | 23% |
| Immobilien Schweiz | 4.75% | 7% | 30% | 25% | 33% |
| Alternative Anlagen | - | - | - | - | - |
| Aktien Schweiz | 8% | 16% | 30% | 26% | 33% |
| Aktien Welt | 8.5% | 20% | 9% | 6% | 11% |

8. Beispiel 2: Erwartete Renditen, Volatilitäten, strategische Allokation und Margen der Allokation von Asset-Klassen

| Kategorien | Erwartete Renditen | Volatilität | Strateg. Allokation | Margen der Allokation | |
|----------------------|--------------------|-------------|---------------------|-----------------------|-----|
| | | | | | |
| Liquide Mittel CHF | 3.0% | 0% | 5% | 0% | 10% |
| Obligationen CHF | 4.5% | 4% | 10% | 5% | 15% |
| Obligationen Devisen | 5.5% | 10% | 7.5% | 5% | 10% |
| Immobilien Schweiz | 5.5% | 3% | 35% | 30% | 40% |
| Alternative Anlagen | 8.5% | 25% | 2.5% | 0% | 5% |
| Aktien Schweiz | 8.5% | 20% | 17.5% | 15% | 20% |
| Aktien Welt | 8.5% | 20% | 22.5% | 20% | 25% |

9. "Und was soll ich jetzt tun...?"

9.1 Strategie (langfristig)

- Langfristiger strategischer Ansatz, bestimmt durch eine **Untersuchung der Kongruenz von Aktiven und Passiven, die in kürzeren Intervallen durchgeführt wird** (1-3 Jahre)
- **Regelmässiges und systematisches Infragestellen der Hypothesen** (Aktiven und Passiven)
- **Infragestellen der erwarteten Renditen der verschiedenen Aktiven, ihrer Volatilitäten und ihrer Korrelationen** (historische Werte adjustiert, um die Zukunft zu berücksichtigen): ein heikles Unterfangen!
- **Analysieren der internen Strukturen und der Funktionsweise der Institution:**
Personal, Prozesse, Organisation... um zu ermitteln, ob sie optimale Managementresultate ermöglichen

9.2 Taktik (mittelfristig) und Umsetzung (kurzfristig)

- **Langfristiger strategischer Ansatz**, ergänzt durch **mittelfristige** (taktisches Management) und **kurzfristige Ansätze** ("Trading", "Market Timing")
- **"Einfangen" der mittel- und kurzfristigen Performance** (Realisierung von Performancegewinnen) mittels zwingender Regeln (Wiederausgleich)
- **Erweiterung der zulässigen minimalen und maximalen Margen** je Asset-Klasse, insbesondere der liquiden Mittel, **um mehr "Freiheit" für das Management zu erhalten** (Steuern der Asset-Allokation)
- **Verwendung von quantitativen Regeln und Indikatoren**, um die "weichen Kriterien", die Subjektivität auszuräumen

9.3 Anlageziele

- Berücksichtigung von **absoluten Performancezielen**
- **Kombinieren der Ziele** von absoluter und relativer Performance
- **Implizite und explizite Anlageziele**: die Ziele müssen deutlich ausgedrückt und schriftlich festgehalten werden (z.B.: Unterstützung der lokalen Wirtschaft; Bereitstellung von preiswertem Wohnraum)
- **Quantitative und qualitative Ziele**: deutlich ausdrücken (z.B.: nachhaltige Entwicklung)
- **Berücksichtigung aller Leistungen, die finanziert werden müssen** durch den Ertrag des Vermögens

"Und was soll ich jetzt tun...?" (Forts.)

9.4 Asset-Allokation und Asset-Klassen

- **Grössere Diversifikation:** Suche nach neuen Formeln, um der Zunahme der Korrelationen zwischen den Märkten und Asset-Klassen entgegenzuwirken
- **Geringere Konzentration auf die führende Anlagekategorie der 90er Jahre,** die Aktien, aber weiterhin ausgeprägte Allokation (25% bis 40%)
- **Betonung der Internationalisierung der Anlagen**
- **Mittelfristig Wegfall der Unterscheidung Schweiz/Europa bzw. Schweiz/Welt (Aktien)**

9.5 Managementtechniken und Anlageprodukte

- **Nutzung des gesamten Spektrums der traditionelle Asset-Klassen** (Unterklassen) im Hinblick auf Aktien, Obligationen und Immobilien
- **Verstärkte Nutzung alternativer Produkte:** "Hedge Funds", "Private Equity"
- **Nutzung strukturierter Produkte** ("Yield Enhancement"): "Asset-Backed Securities"
- **Diversifizierung der Anlagestile** (aktives/passives Management, Growth/Value usw.)
- **Diversifizierung des Managerrisikos** durch Heranziehen mehrerer Manager für jede Asset-Klasse oder -Unterklasse
- **Nutzung von "Hedging"-Verfahren** (Derivate), aber auf den Preis achten!
- Das billigste Hedging-Verfahren: **liquide Mittel**