PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Anlagenotstand und Negativzinsen

Ausbildungsveranstaltung
für Stiftungsräte:
Die Altersvorsorge im Umbruch

Dr. Andreas Reichlin, Partner
PPCmetrics AG

Zürich, 2. September 2015

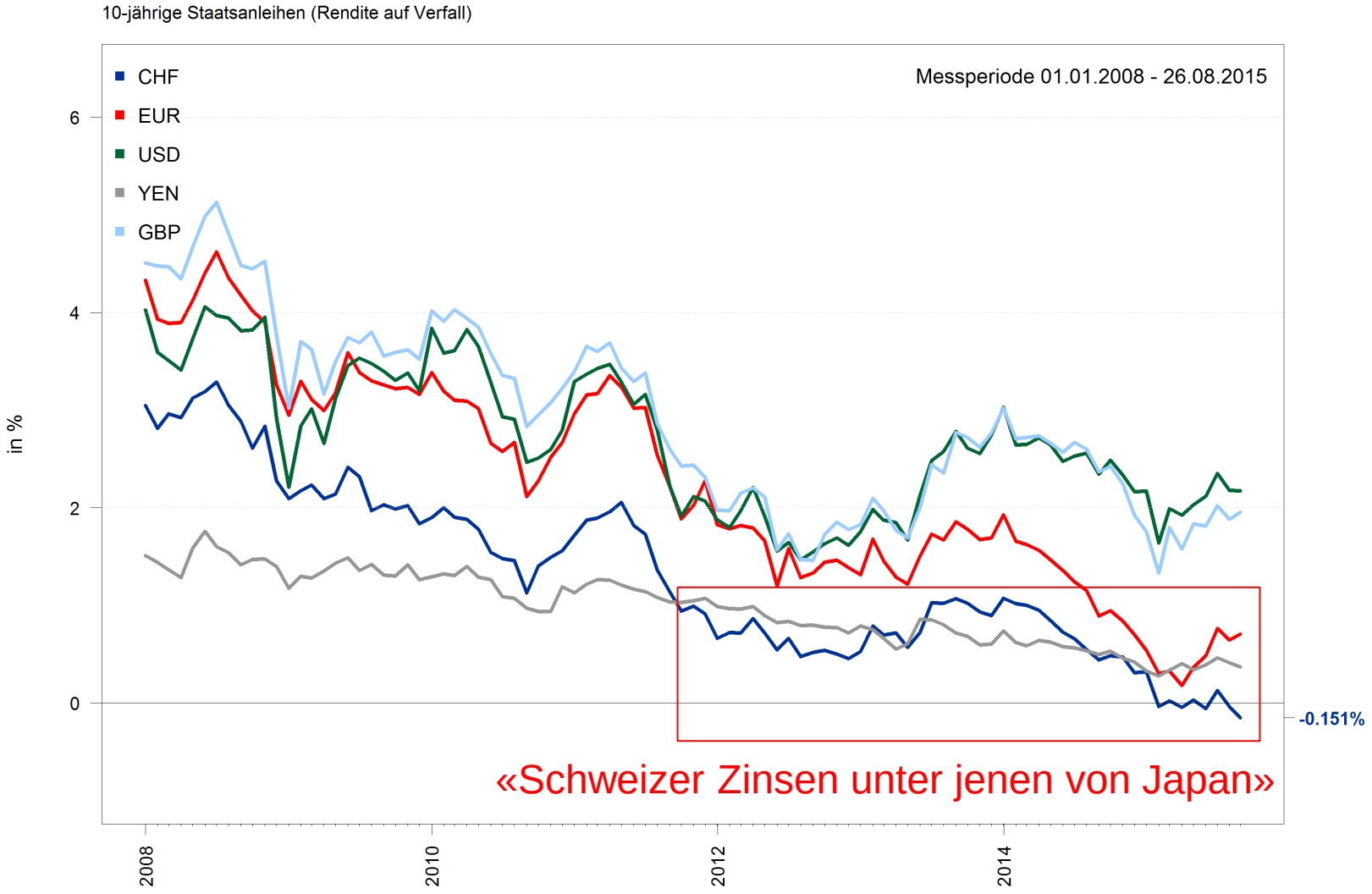
© PPCmetrics AG

Inhalt

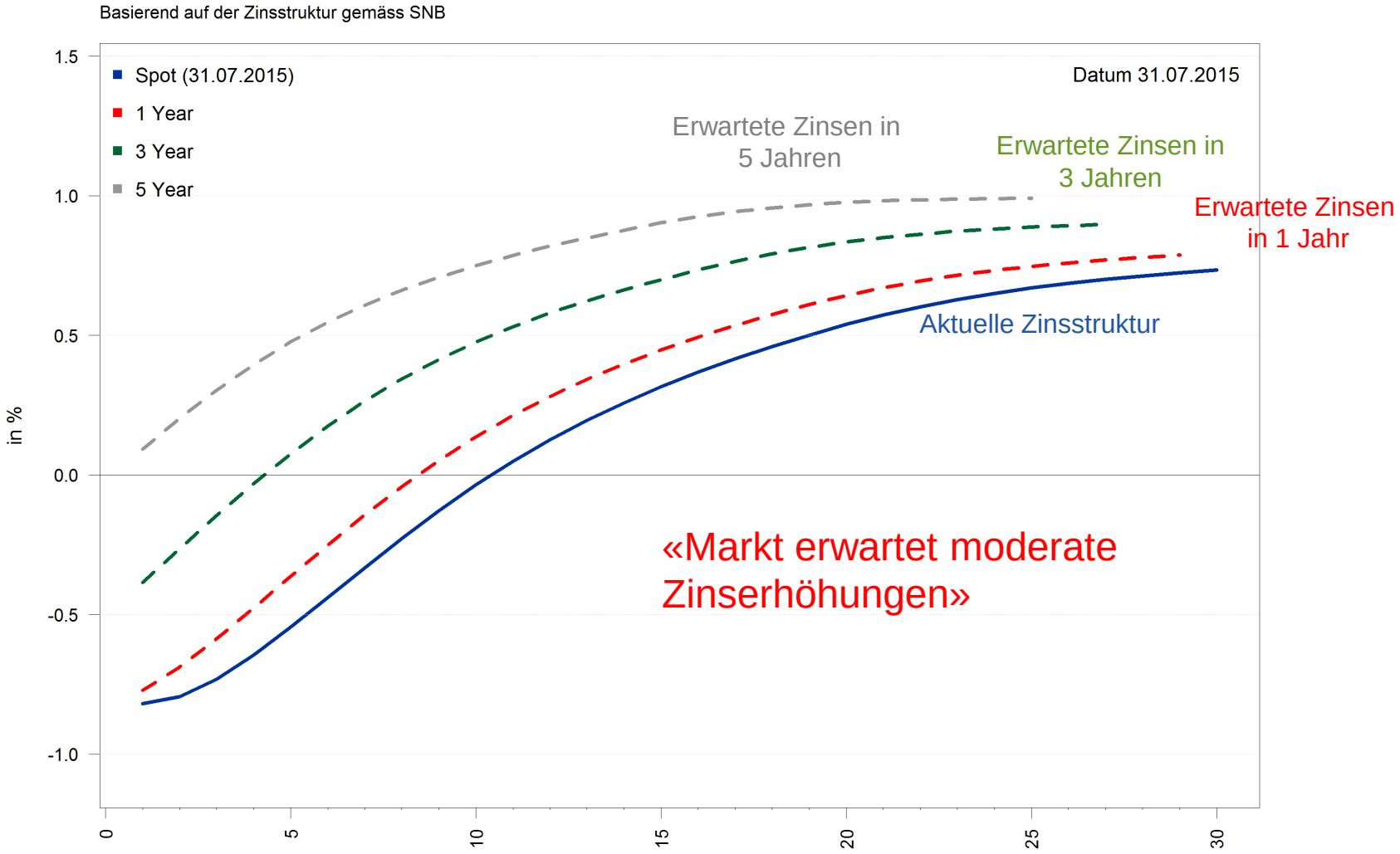
- **Ausgangslage** **3 - 9**
- **Auswirkungen auf Pensionskasse** **10 - 15**
  - Aktivseite
  - Verpflichtungsseite
  - Gesamtkontext
- **Analyse möglicher Handlungsoptionen** **16 - 32**
  - Alternativen zu Obligationen und Liquidität CHF
  - Vermehrte Diversifikation über alternative Risikoprämien
  - Optionen auf der Verpflichtungsseite
- **Was machen Schweizer Pensionskassen?** **33 - 35**

Ausgangslage

Ausgangslage
Langfristige Zinssätze

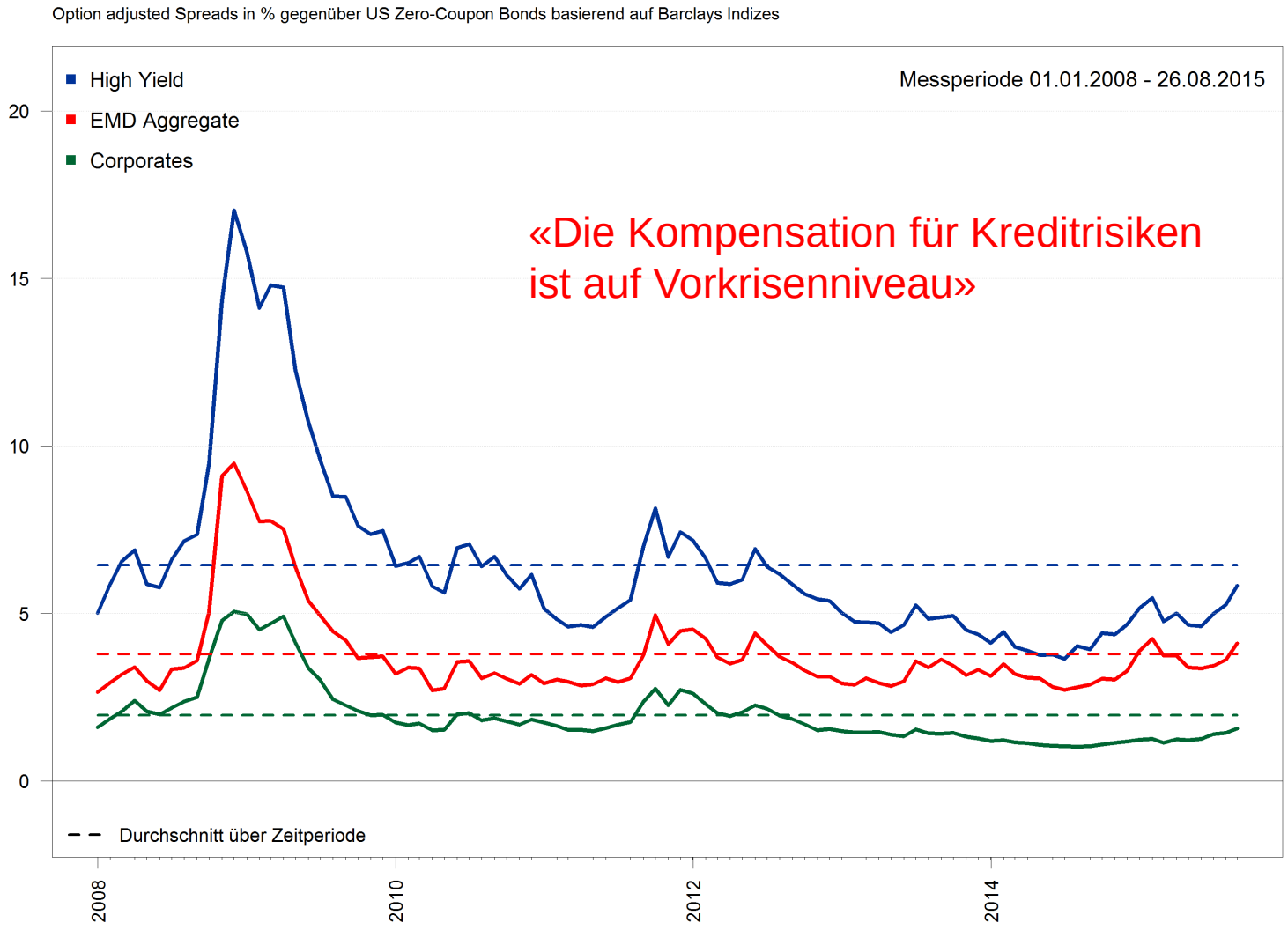


Ausgangslage
Forwardrates in CHF gemäss SNB



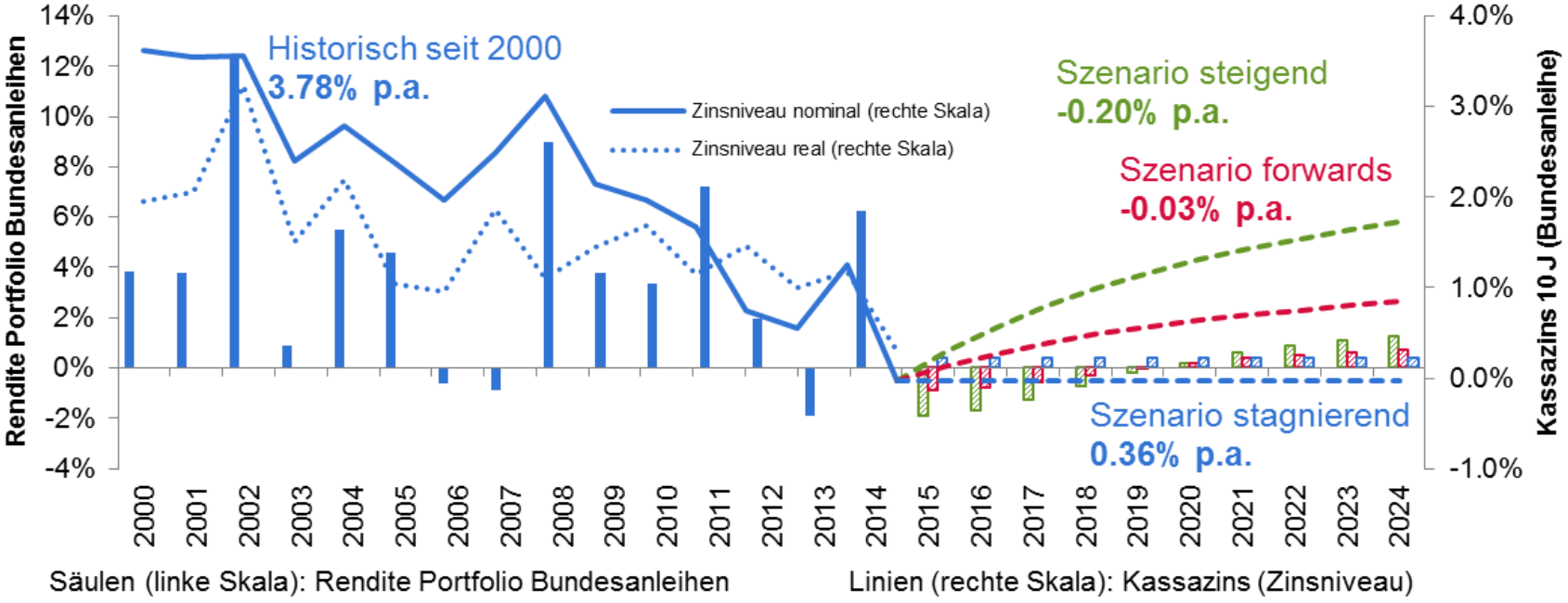
Quelle: SNB, eigene Berechnungen
Hinweis: Zinserwartungen gemäss der «Pure Expectation Theory»

Ausgangslage
Credit Spread Global Obligationen



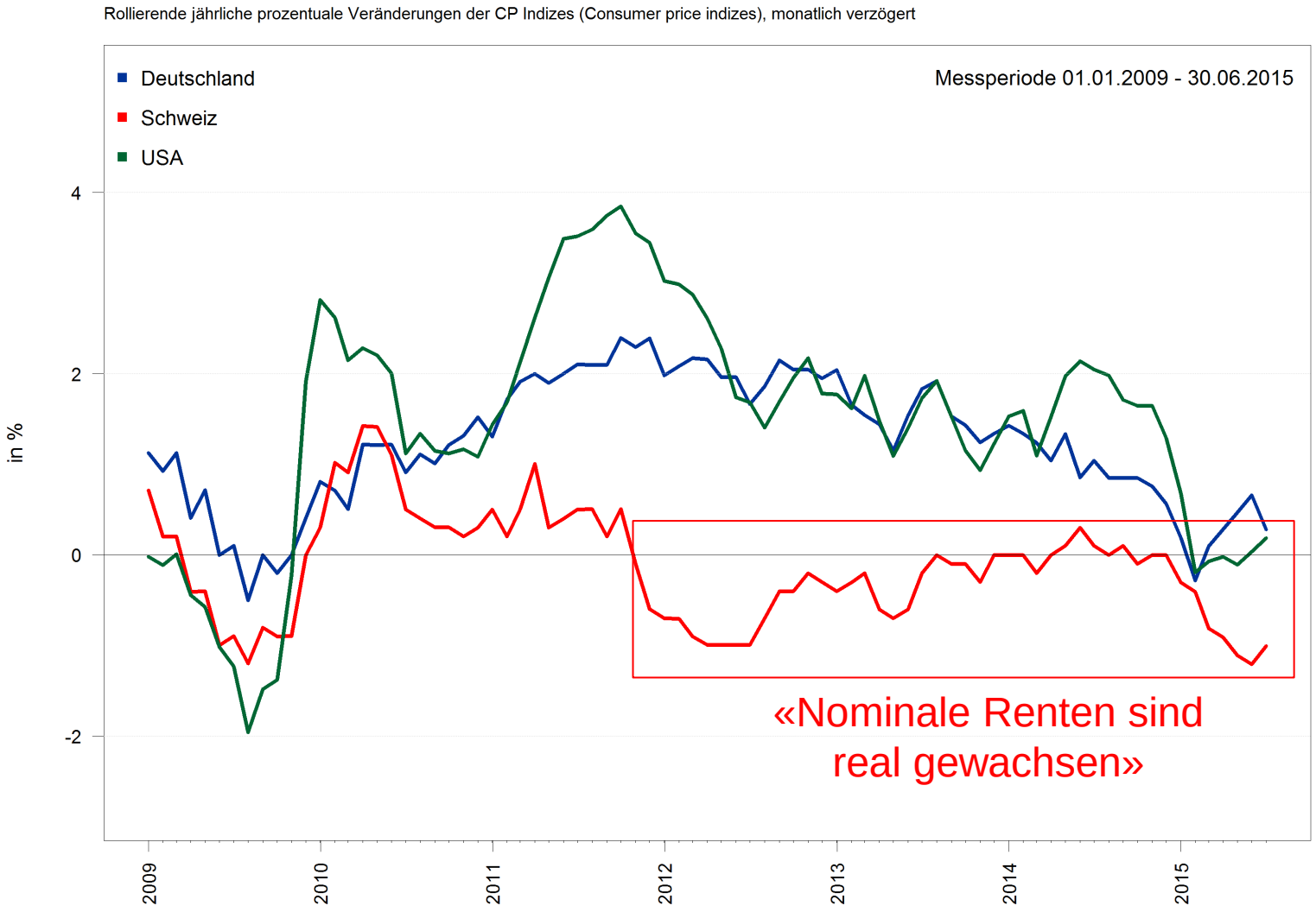
Ausgangslage
Hohe Obligationenrenditen nicht wiederholbar

- Hohe Renditen in den letzten Jahren.
- Über 1% p.a. in den nächsten 10 Jahren ist unwahrscheinlich.



Quelle: SNB, Citigroup CBI Switzerland, Berechnungen PPCmetrics per 31.05.2015, Projektion mit Duration 7, rollierende Anlage, Rendite Obligationen Jahr 2015 von 31.12.2014 bis 31.05.2015

Ausgangslage
Inflation



Ausgangslage
Beurteilung

- **Tiefe Renditeerwartungen** für Obligationen CHF
- **Asymmetrisches Chancen-/Risikoprofil**
- Aber:
  - **Moderate Zinssteigerungen sind in den Preisen enthalten**
  - CHF Zinskurve ist steil ➔ **Rolldown-Effekt** (rund 0.5% bei 5J.)
  - **Hohe Geld-Brief-Spannen**, insbesondere Auslandschuldner

▸ **Zinsen müssen deutlich stärker als erwartet steigen**, damit eine Verkürzung der Duration zu einer höheren Rendite führt (inkl. Transaktionskosten).

Auswirkungen auf Pensionskasse

Aktivseite
Auswirkungen des niedrigen Zinsniveaus

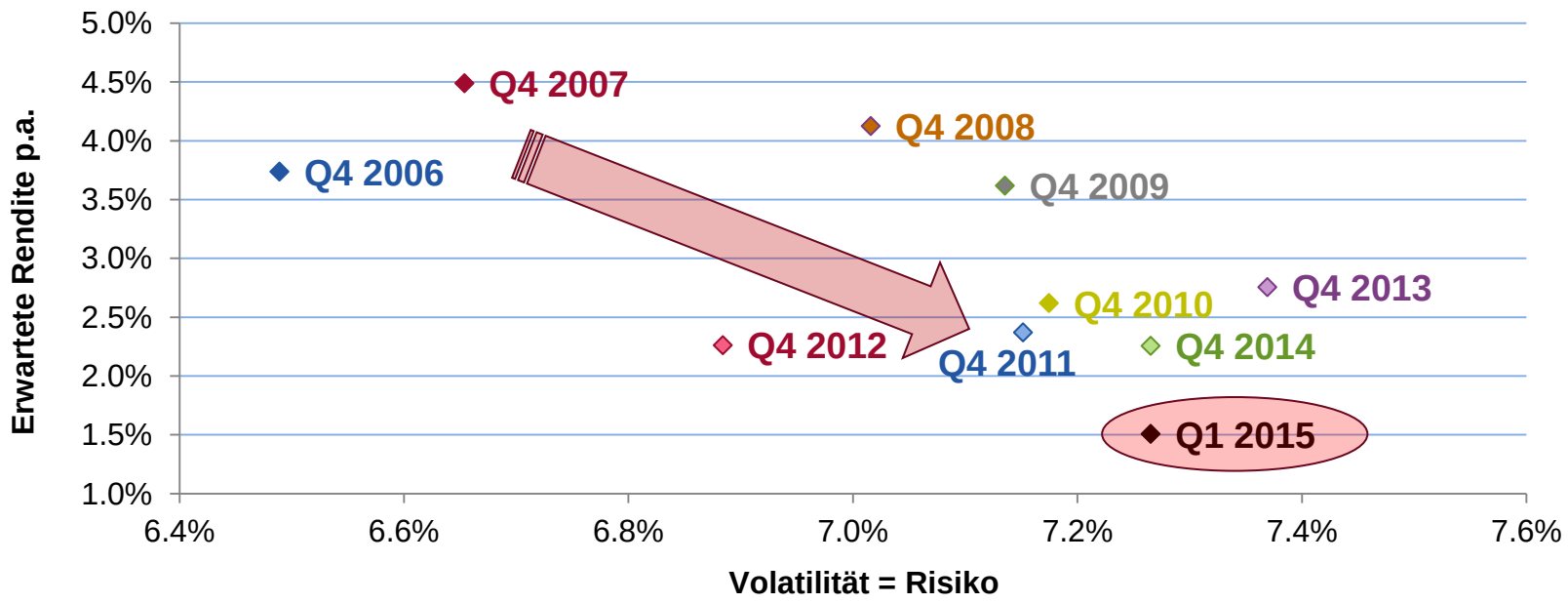
- Die aktuell tiefen Zinsen **reduzieren die erwartete Portfoliorendite** der Anlagestrategie.
- Zumeist wurden die beiden Anlageklassen **Liquidität** und **Obligationen CHF** als Ursache identifiziert.
- Nur greift diese **Sichtweise zu kurz**: Die **negativen Zinsen** haben nicht nur **Auswirkungen** auf die **erwarteten Renditen** von Liquidität und Obligationen CHF, sondern **auf alle Anlagekategorien**.

Erwartete Rendite	=	Risikoloser Zinssatz	+	Risikoprämie

- **Durch den Zinsrückgang haben sich die erwarteten Renditen aller Anlagekategorien reduziert.**

Aktivseite
Rendite- und Risikoerwartungen

- Rendite- und Risikoerwartungen **einer konservativen Anlagestrategie einer Pensionskasse** (Pictet BVG 25 Index):

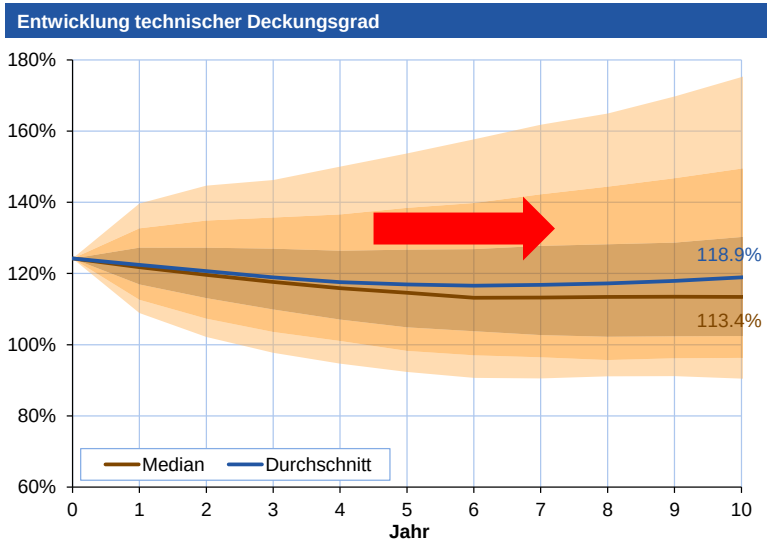


▶ **Die erwartete Rendite hat sich mit dem Zinssatz reduziert, während sich das erwartete Risiko sogar leicht erhöht hat.**

Verpflichtungsseite
PPCmetrics Liability Price Index

Gesamtkontext
Im Durchschnitt sinkender Deckungsgrad

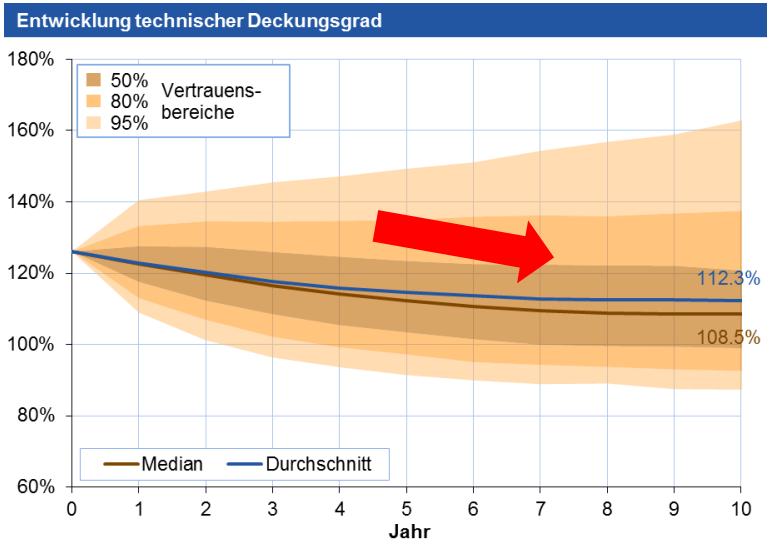
Situation 30.06.2014 (Beispiel)



Erwartete Rendite p.a.	2.61%
Volatilität = Risiko	7.23%

Basis risikoloser Zinssatz 10j: 0.75%
Stand Risiko-/Renditeannahmen: 30.06.2014
Aktienanteil 35%

Situation 31.01.2015 (Beispiel)



Erwartete Rendite p.a.	1.86%
Volatilität = Risiko	7.22%

Basis risikoloser Zinssatz 10j: 0.00%
Stand Risiko-/Renditeannahmen: 31.01.2015
Aktienanteil 35%

Auswirkungen auf Pensionskasse
Zusammenfassung

- **Tiefes Zinsniveau**
  - Der Markt erwartet ein auf lange Sicht anhaltendes tiefes Zinsniveau.
- **Renditedruck**
  - Die tiefen Zinsen reduzieren die erwartete Portfoliorendite («Renditedruck») bei den Pensionskassen.
- **Erhöhung Anteil Sachwerte**
  - Dies erhöht den Reiz, stärker in Sachwertanlagen (Aktien, Immobilien) oder andere Anlagemöglichkeiten zu investieren, die eine höhere Rendite versprechen.

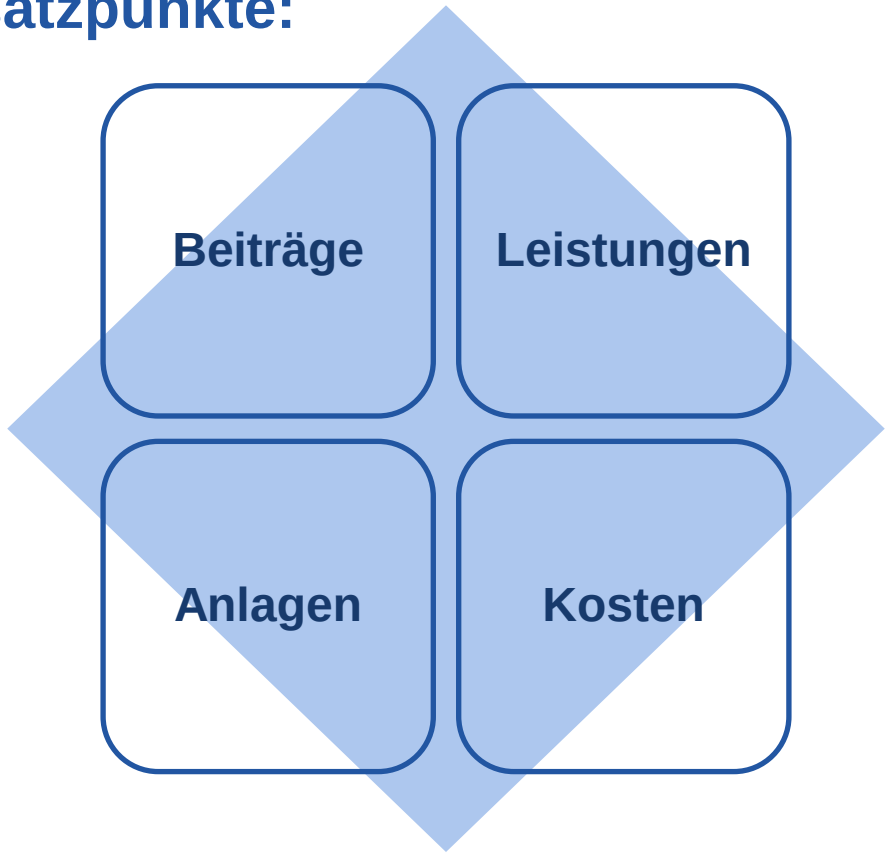
- **Höhere Renditen sind nur durch höhere Risiken erzielbar!**
- **Risikofähigkeit und Risikobereitschaft müssen gegeben sein!**

© PPCmetrics AG

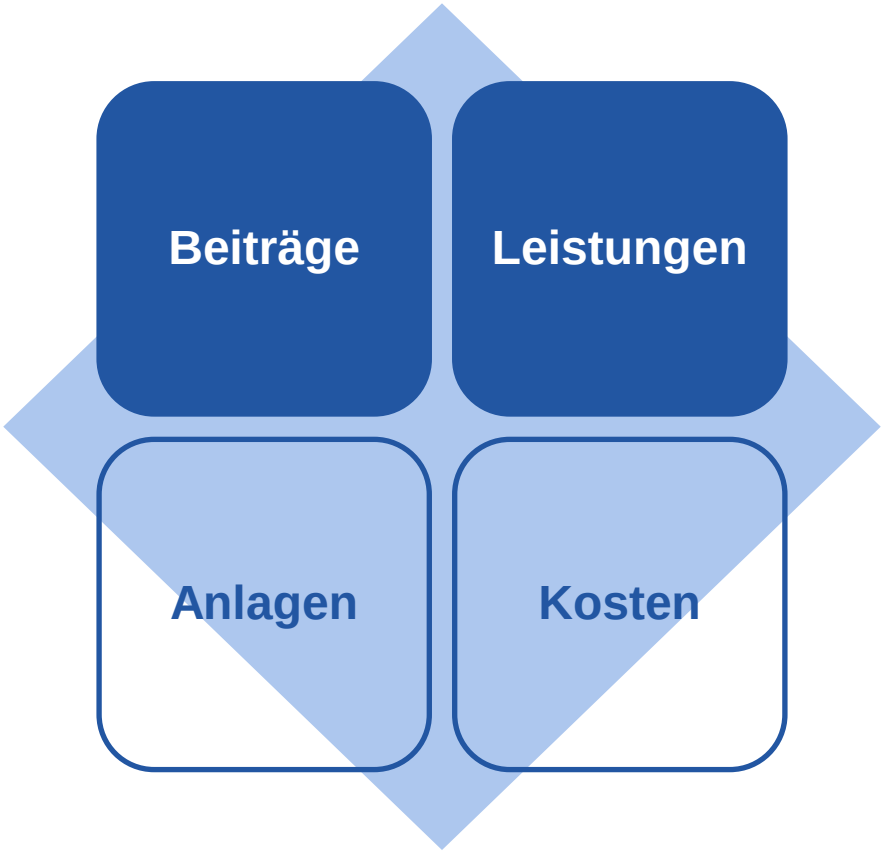
Analyse möglicher Handlungsoptionen

Analyse möglicher Handlungsoptionen
Übersicht

- Die niedrigen Zinsen gefährden das **finanzielle Gleichgewicht** einer Pensionskasse.
- Mögliche **Ansatzpunkte:**



Analyse möglicher Handlungsoptionen
Beiträge und Leistungen



Wann muss über Beiträge und Leistungen diskutiert werden?

- Wie entwickelt sich der **Deckungsgrad unter verschiedenen Kapitalmarktszenarien**? Welche Szenarien sind negativ für eine Pensionskasse, welche positiv?
- Wie lange kann ein **Unterschreiten der Sollrendite** toleriert werden, ohne dass sich das finanzielle Gleichgewicht nachhaltig verschlechtert?
- Mit welcher **Verzinsung** können die «Aktiven» in diesen Szenarien rechnen?
- Welche **Stabilisierungsmassnahmen** müssen im Falle einer negativen Marktentwicklung getroffen werden? Sind diese **vertretbar** und wie **wirksam** sind sie?

Dynamische Szenario-Analyse

PPCmetrics

Input

Eckwerte PK (Technischer Zins, Sollrendite, Vorsorgekapitalien, Cash Flows)

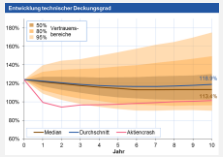
Verteil- und Sanierungsschema

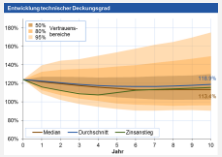
Risikobudgets Anlagestrategie

Szenarien für Wirtschafts- und Kapitalmarktentwicklung

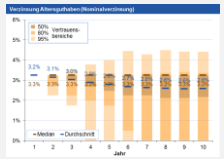
Auswirkungen
(inkl. Stress-Szenarien)

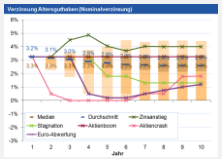
Deckungsgrad





Verzinsung



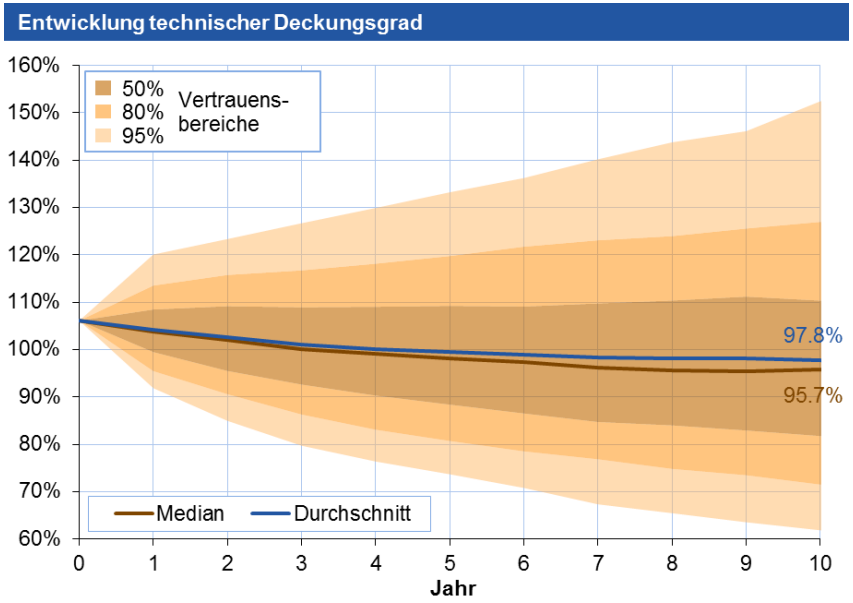


Sanierungsmassnahmen

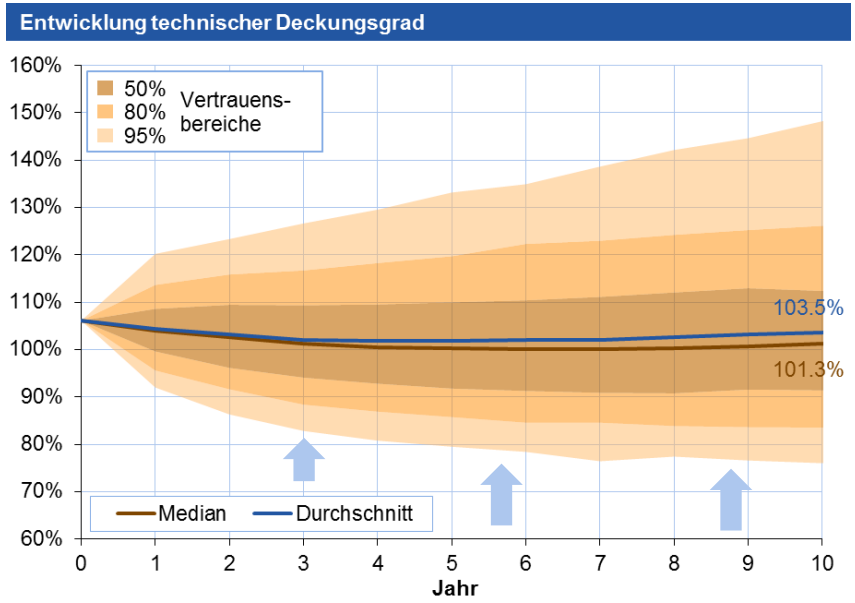
Deckungsgradentwicklung (1)

Mit und ohne Stabilisierungsmassnahmen (Beispiel)

Ohne Stabilisierungsmassnahmen



Mit Stabilisierungsmassnahmen



- **Stabilisierungsmassnahmen** (Minderverzinsung, Sanierungs-beiträge) sind wirksam
- Risiko einer **starken Unterdeckung** (DG < 85%) **weniger wahrscheinlich**

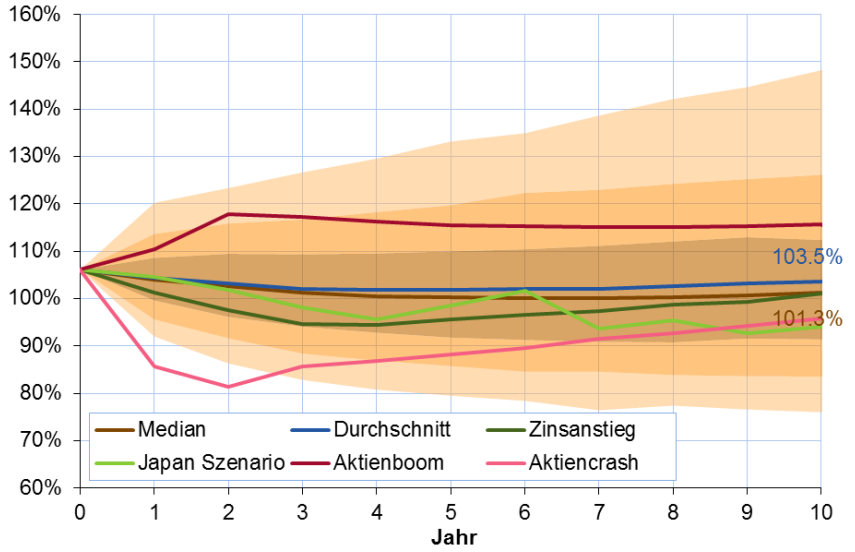
Deckungsgradentwicklung (2)

Mit und ohne Stabilisierungsmassnahmen (Beispiel)

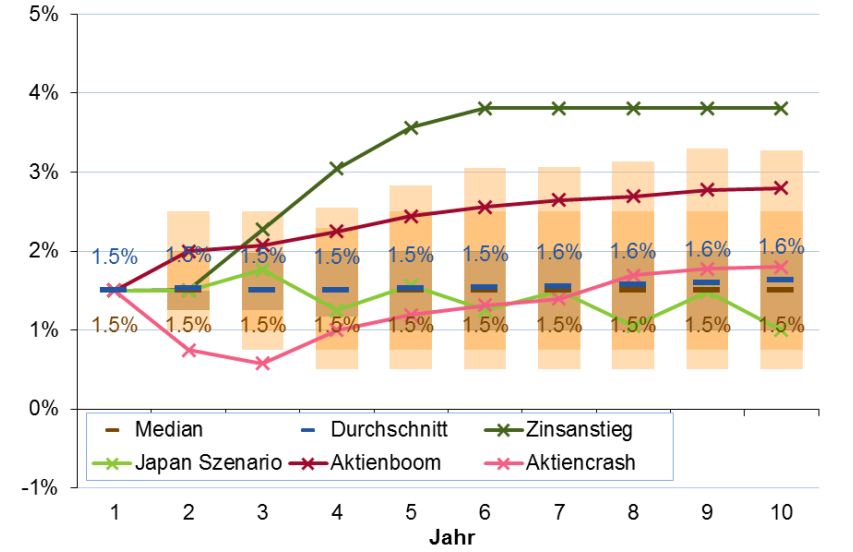
PPCmetrics

Mit Stabilisierungsmassnahmen

Entwicklung technischer Deckungsgrad

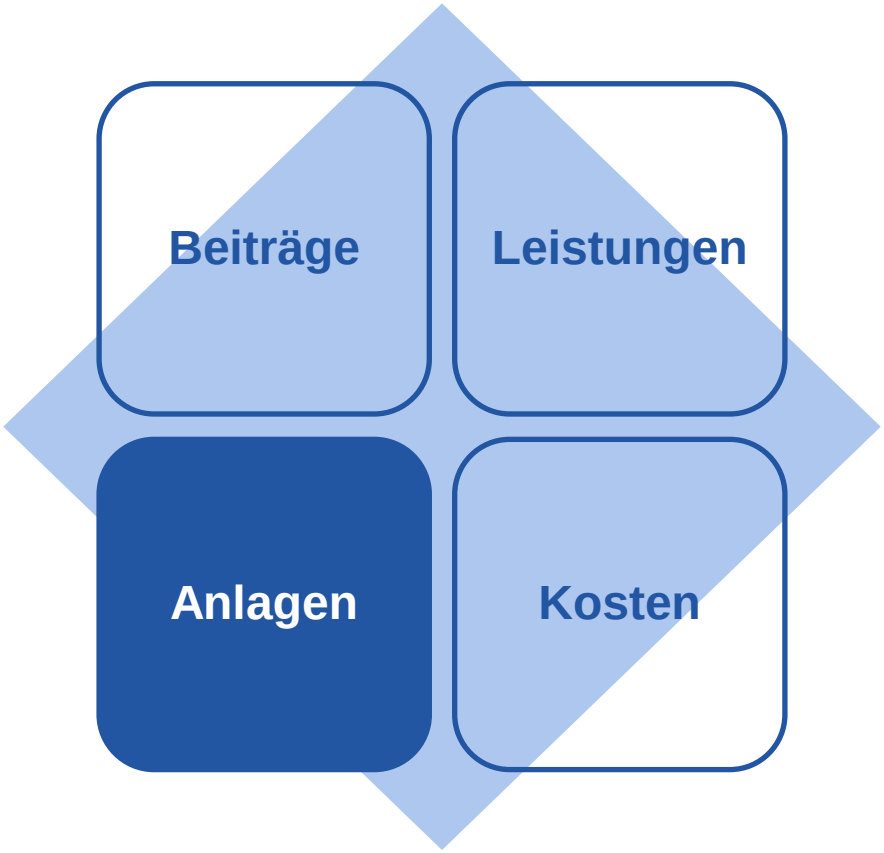


Verzinsung Altersguthaben (Nominalverzinsung)



- Ein **Zinsanstieg** stellt ein **günstiges Szenario** dar!
- Ein **Aktiencrash** erfordert **kurzfristig starke Sanierungsmassnahmen**. Über eine längere Frist reichen die Sanierungsmassnahmen, um den Deckungsgrad wieder annähernd auf 100% anzuheben.
- Ein **Szenario mit tief bleibenden Zinsen** («Japan-Szenario») stellt die PK **langfristig vor grosse Herausforderungen ➔ Massnahmen planen!**

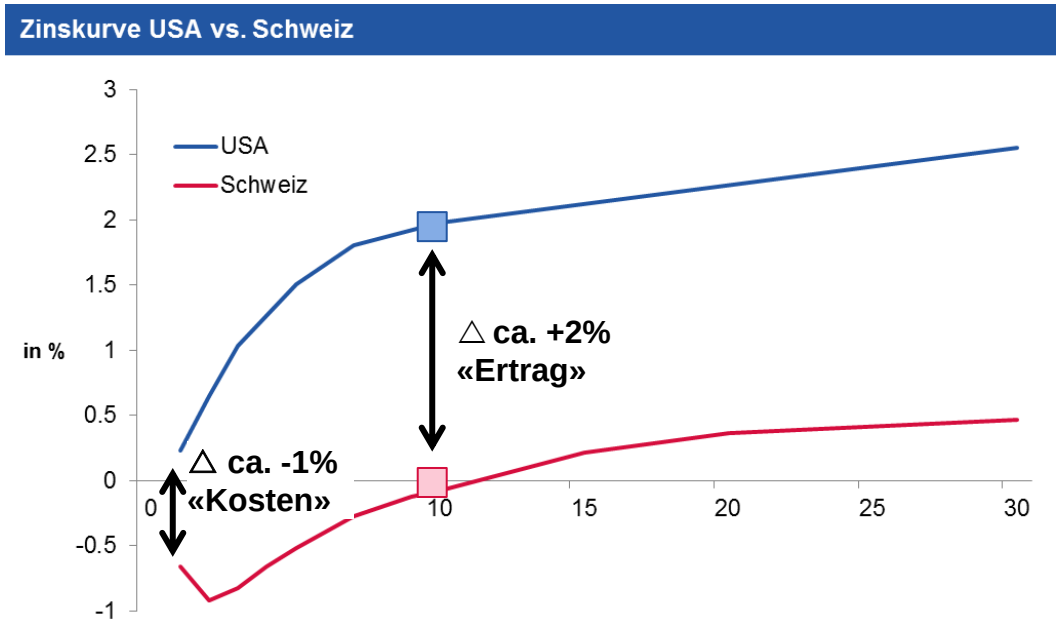
Analyse möglicher Handlungsoptionen
Anlagen



Handlungsoptionen Anlagen

- **Reduktion Anteil Obligationen CHF** erhöht i.d.R. Risiko aus Gesamtoptik der Pensionskasse
  - Asset-Liability-Sicht: Obligationen CHF, insbesondere Eidgenossen, einzige Anlageklasse, die sich zum «Liability Hedging» eignet.
  - Wie erwähnt: Zinsanstieg ist günstiges Szenario für PK!
- **Anlagerisiken erhöhen**
  - Frage der Risikofähigkeit und der Risikobereitschaft
    - Bestehende Anlagen
    - Neue Anlagekategorien

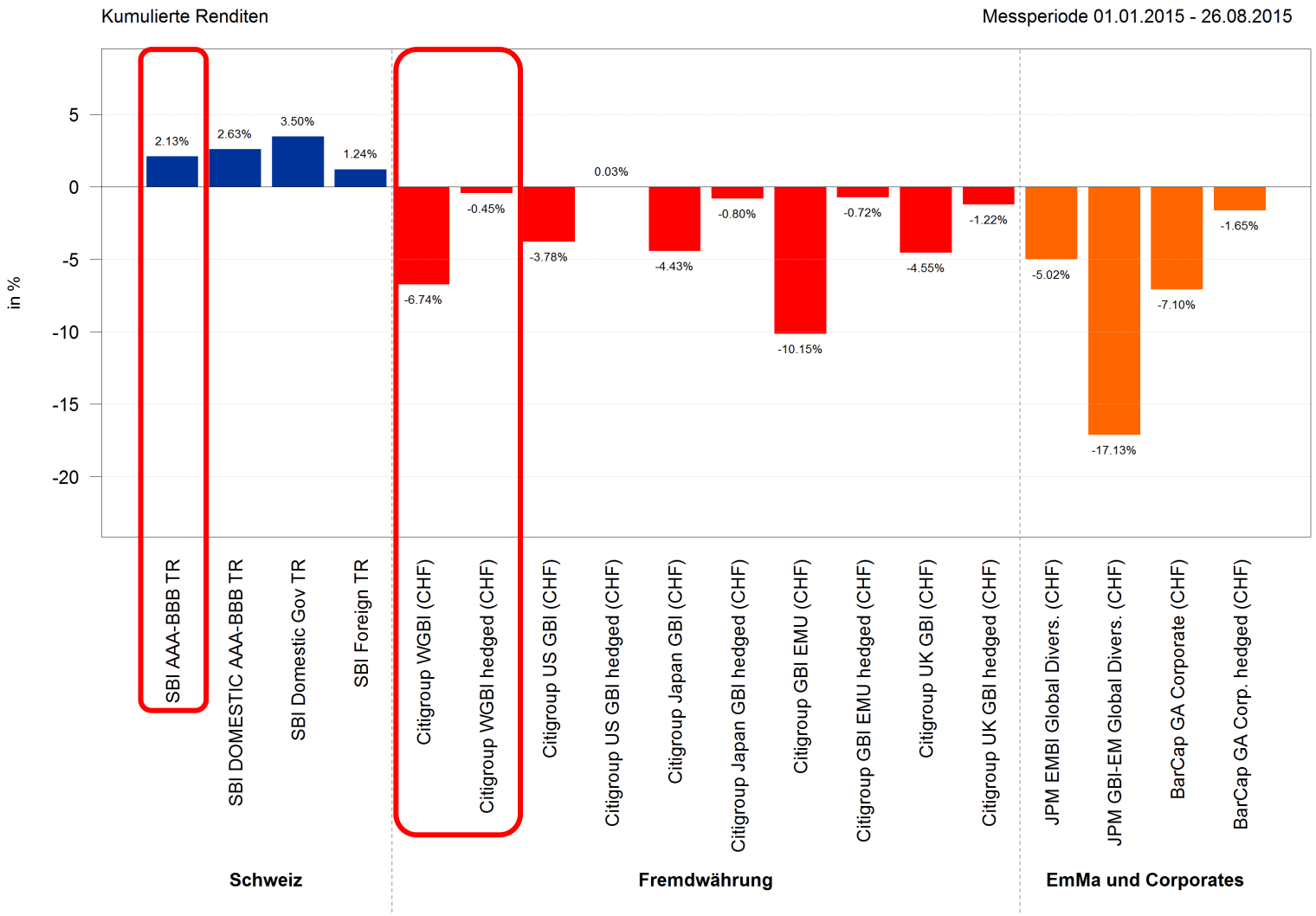
Erhöhung Anteil Obligationen FW, hedged
Beispiel (1)



«Wette auf unterschiedliche Steilheit der Zinskurven»

- 10-jährige USD-Staatsanleihen haben derzeit eine um rund 2%-Punkte **höhere Rendite** als 10-jährige CHF-Staatsanleihen.
- «Kosten» der Währungsabsicherung: Zinsdifferenz am kurzen Ende der Zinskurve (meistens 1 bis 3 Monate).

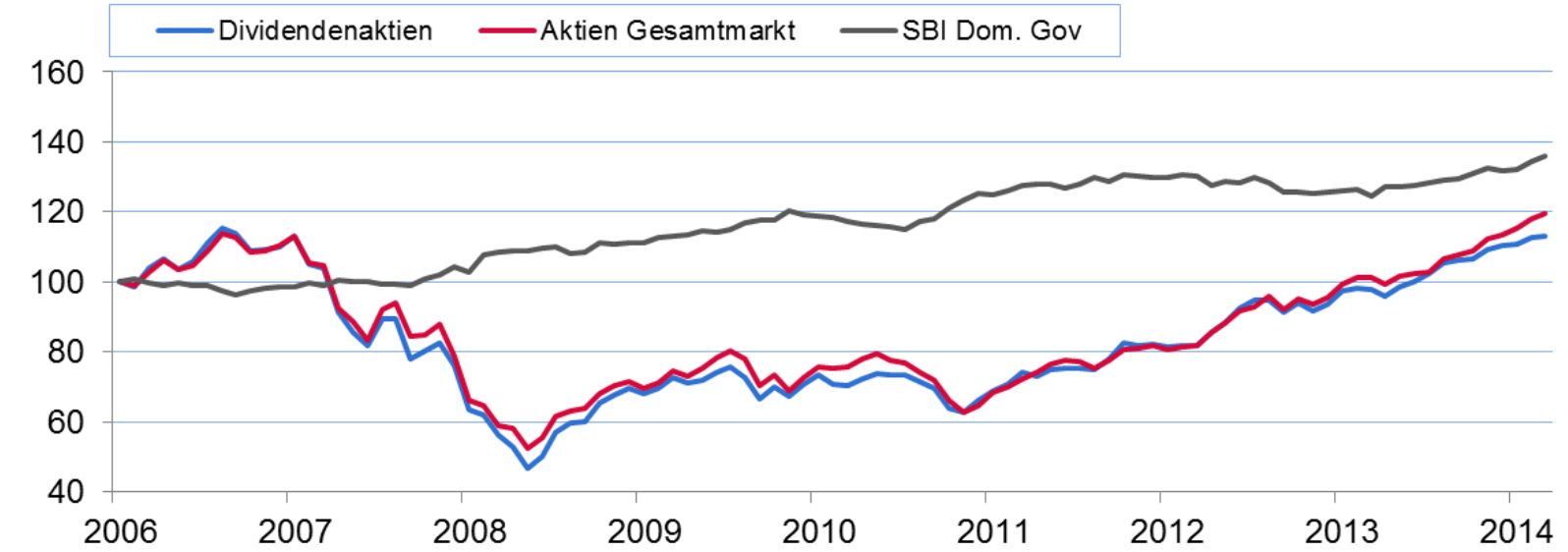
Erhöhung Anteil Obligationen FW, hedged
Beispiel (2)



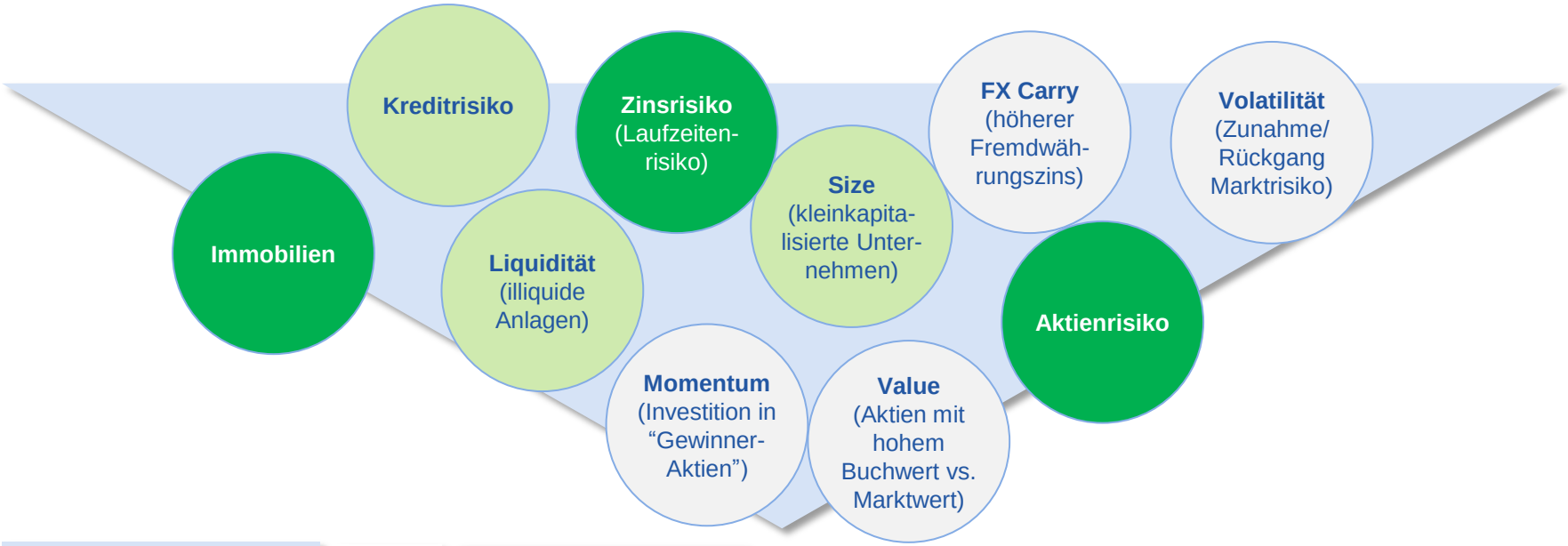
Investition in Dividendenaktien
Beispiel

- Insbesondere Dividendenaktien werden oftmals als «Alternative» zu Obligationen angesehen.
- Sie unterscheiden sich langfristig nur gering von anderen Aktienanlagen und eignen sich aufgrund des **höheren Risikos nicht als Ersatz für Obligationen**.

Gesamtrendite in CHF (indexiert)



Investition in Risikoprämien



Erwartete Rendite = **Risikoloser Zinssatz** + **Risikoprämie**

- = Traditionelle Risikoprämien
- = Zweckmäsige Risikoprämien: theoretisch und empirisch erhärtet
- = Ergänzende Risikoprämien: keine eindeutige theoretische Fundierung

Mögliche neue Anlagekategorien

Wo können weitere Risikoprämien erwirtschaftet werden?

PPCmetrics

Obligationen
- Emerging Market Bonds
- Insurance Linked Securities
- High Yield Bonds
- Inflation Linked Bonds
- Senior Secured Loans
- Microfinance

Aktien
- Aktien Small Caps
- Private Equity
- High Dividend
- Frontier Markets Equity

Immobilien, etc.
- Immobilien Ausland
- Infrastructure
- Timber

Weitere Anlagen
- Hedge Funds
- Commodities
- CTAs

- Welche **Anlageklassen** erzielen welche **Risikoprämien**?
- Analyse **Kumulation der(selben) Risiken** über viele Anlageklassen
- Diskussion **Umsetzungsrisiken** (operativ, rechtlich, steuerlich), Anforderungen **Transparenz** (Governance, objektive Preisbestimmung), **Liquidität** und **Kosten**

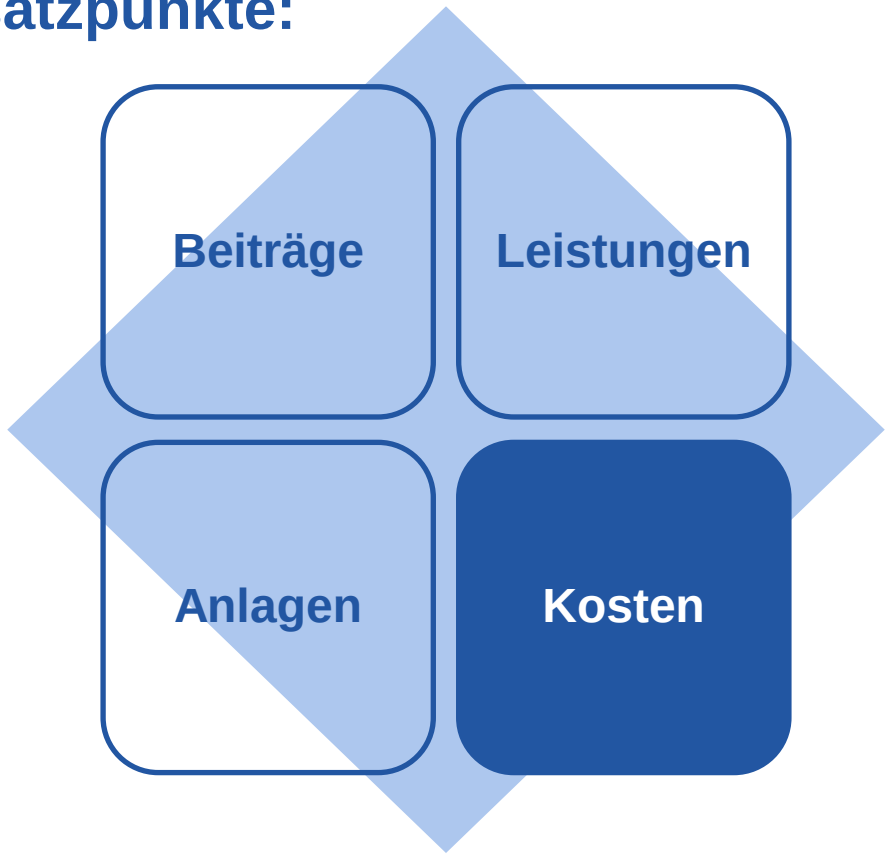
Übersicht neue Anlagekategorien

Vor- und Nachteile

- **Pro:**
  - Je mehr **unkorrelierte Anlagekategorien/Risikoprämien**, desto geringer ist das Risiko bei gleicher erwarteter Rendite.
  - Neue Anlagekategorien können das **Renditepotenzial erhöhen**.
- **Contra:**
  - Höhere Komplexität des Portfolios
  - Weniger Erfahrung mit Anlagekategorie (kürzerer Track Record)
  - Stärkere Abhängigkeit von Vermögensverwaltern
  - Illiquidität (keine strategische Flexibilität)
  - Höhere Vermögensverwaltungskosten
- **Und:** Bei Pensionskassen sollten **Verpflichtungen** bei der Strategiedefinition **berücksichtigt** werden («Liability Hedging»).

Analyse möglicher Handlungsoptionen
Übersicht

- Die niedrigen Zinsen gefährden das **finanzielle Gleichgewicht** einer Pensionskasse.
- Mögliche **Ansatzpunkte:**



Gibt es Optimierungspotential bei den Vermögensverwaltungskosten?

PPCmetrics

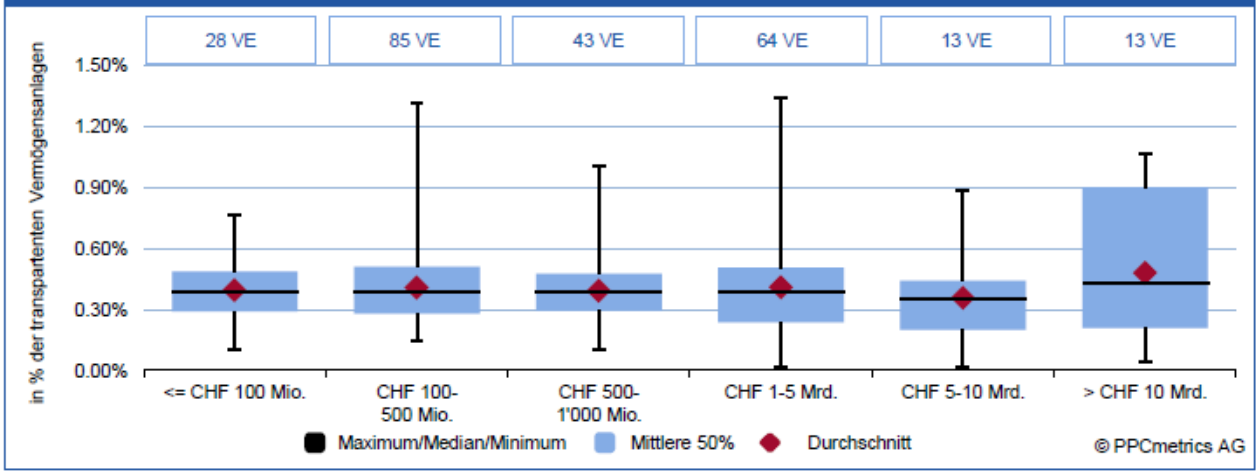
Total der transparenten Vermögensverwaltungskosten (VVK) per 31.12.2014 in % der transparenten Vermögensanlagen

Vorsorgeeinrichtungen	Vermögen[1)]	Anzahl	Minimum	1. Quartil	Mittelwert	Median	3. Quartil	Maximum
Öffentlich-rechtliche	CHF 207'860 Mio.	46	0.030%	0.230%	0.417%	0.410%	0.557%	1.060%
Privat-rechtliche	CHF 331'259 Mio.	200	0.020%	0.278%	0.401%	0.360%	0.492%	1.334%
Beitragsprimate	CHF 425'349 Mio.	217	0.020%	0.270%	0.394%	0.360%	0.500%	1.334%
Leistungsprimate	CHF 53'002 Mio.	17	0.040%	0.420%	0.540%	0.470%	0.580%	1.100%
Alle Vorsorgeeinrichtungen	CHF 539'119 Mio.	246	0.020%	0.270%	0.404%	0.370%	0.500%	1.334%

1) Vorsorgevermögen nach Art. 44 BVV 2

© PPCmetrics AG

Total der Vermögensverwaltungskosten (VVK) nach Vorsorgevermögen per 31.12.2014
Alle Vorsorgeeinrichtungen (246 VE, VV CHF 539 Mrd. nach Art. 44 BVV 2)



Quelle: PPCmetrics 2. Säule - Analyse der Geschäfts-berichte der Pensionskassen, 31.08.2015

Was machen Schweizer Pensionskassen?

Was machen Schweizer Pensionskassen?
Breites Massnahmenbündel (1)

- **Liquiditätsbewirtschaftung wird optimiert** (z.B. mehrere Konten bei gleichen und verschiedenen Banken, Abklärungen Tresor)
  ⇨ Enge Grenzen, nur operationell möglich
- **Diskussion über Duration bei Obligationen**
  ⇨ Bei tiefer Duration der Verpflichtungen wird vermehrt über den Verzicht der Reinvestitionen von Mitteln aus auslaufenden Obligationen diskutiert.
- Die **strategische Währungsabsicherung** wird **beibehalten**.
  ⇨ keine Anpassung des Hedge Ratios
  ⇨ z.T. Diskussion über Laufzeit der Instrumente
- Suche nach **Investitionsmöglichkeiten in Immobilien** im In- und Ausland

Was machen Schweizer Pensionskassen?
Breites Massnahmenbündel (2)

- Es wird analysiert, ob eine **höhere Risikofähigkeit** vorhanden ist, um in andere Anlagekategorien umzuschichten (z.B. von Obligationen in Aktien).
  ⇨ Meist keine vermehrte Risikofähigkeit, d.h. keine Umschichtung möglich
- Es wird versucht, die **Diversifikation** zu erhöhen. Insbesondere wird hierbei meist auf **illiquide Anlagen** (z.B. ILS, Loans, Infrastruktur) zurückgegriffen.
  ⇨ Erhöhung Illiquiditätsrisiken (Berücksichtigung in ALM nötig)
- Breites **Massnahmenpaket auf Verpflichtungsseite** wird analysiert und diskutiert.
  ⇨ Beginn intensiver Diskussion über die Höhe und Finanzierung der Leistungen

Kontakt

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

Die PPCmetrics AG (www.ppcmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen (Pensionskassen, Versorgungswerke etc.), gemeinnützige Stiftungen und Family Offices / UHNWI bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.

Videos

Publika-tionen

Website

Tagungen

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**