

Wie können die Pensionskassen ihre Anlagestrategien optimieren?

Tagung vom 19. Juni 2009 zum Thema:

Wie sicher ist unsere Altersvorsorge? Auswirkungen der Finanzkrise auf das Schweizer Dreisäulensystem

Dr. Andreas Reichlin, Partner
PPCmetrics AG

Financial Consulting, Controlling & Research
www.ppcmetrics.ch

Zürich, 19. Juni 2009

-
- Spuren der Finanzkrise 3 - 5
 - Funktioniert die Diversifikation noch? 6 - 12
 - Was bringen Alternative Anlagen? 13 - 19
 - Auswirkungen eines Zinsanstiegs? 20 - 26
 - Erkenntnisse 27

- Herbst/Winter 2007
 - Immobilienkrise und Ausfälle bei Hypothekarschuldnern (Subprime)
- Sommer/Herbst 2008
 - Bankenkrise: Konkurs Lehman, Rettung AIG, staatliche Beteiligung bei UBS
 - Anstieg der Prämien für Kreditrisiken
- Winter 2008
 - Krise erfasst die Realwirtschaft
 - 2008 wird schlechtestes Aktienjahr seit 1925
 - Korrektur bei den Alternativen Anlagen

Die Finanzkrise hat viele Spuren hinterlassen...

- Kursverluste
- Risiken/Ausfälle von Gegenparteien
 - Einzelschuldner (u.a. isländische Banken, Lehman)
 - Depotbank
 - Anlagefonds
 - Derivate, strukturierte Produkte, Zertifikate
 - Securities Lending
- Illiquidität
 - Hohe Geld-Brief-Spannen bei den Unternehmensanleihen
 - Aussetzen des Handels bei Hedge Funds („Side Pockets“, „Gates“)

	Strategie	Produkt
Liquidität	5%	Gegenparteirisiko
Obligationen	45%	Kreditrisiko? Liquidität?
Aktien	30%	Klumpenrisiko?
Commodities	3%	Collateral? Zertifikat? Gegenparteirisiko?
Hedge Funds	5%	Madoff? Liquidität?
Immobilien	12%	Liquidität?

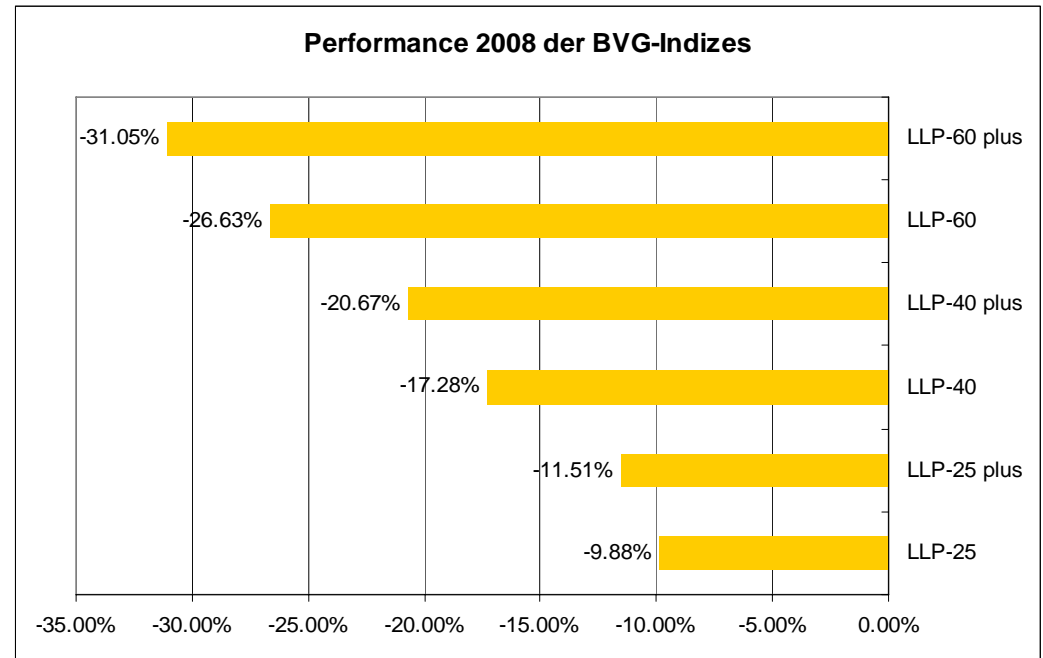
...und ebenso viele Fragen aufgeworfen (Auswahl)

- Funktioniert die Diversifikation noch?
- Was bringen Alternative Anlagen?
- Sind Absicherungsmaßnahmen bezüglich steigender Inflation und damit steigender Zinsen zu treffen?

Funktioniert die Diversifikation noch? (1)

Feststellung

- Alle Indizes haben negative Renditen.
- Schlechtere Ergebnisse bei Ergänzung um alternative Anlagen! („Plus indices“ mit Hedge Funds, Private Equity, ...)



Einfache Schlussfolgerung

- Diversifikation funktioniert nicht mehr
- Alternative Anlagen sind nutzlos

➤ Ist es wirklich so einfach?

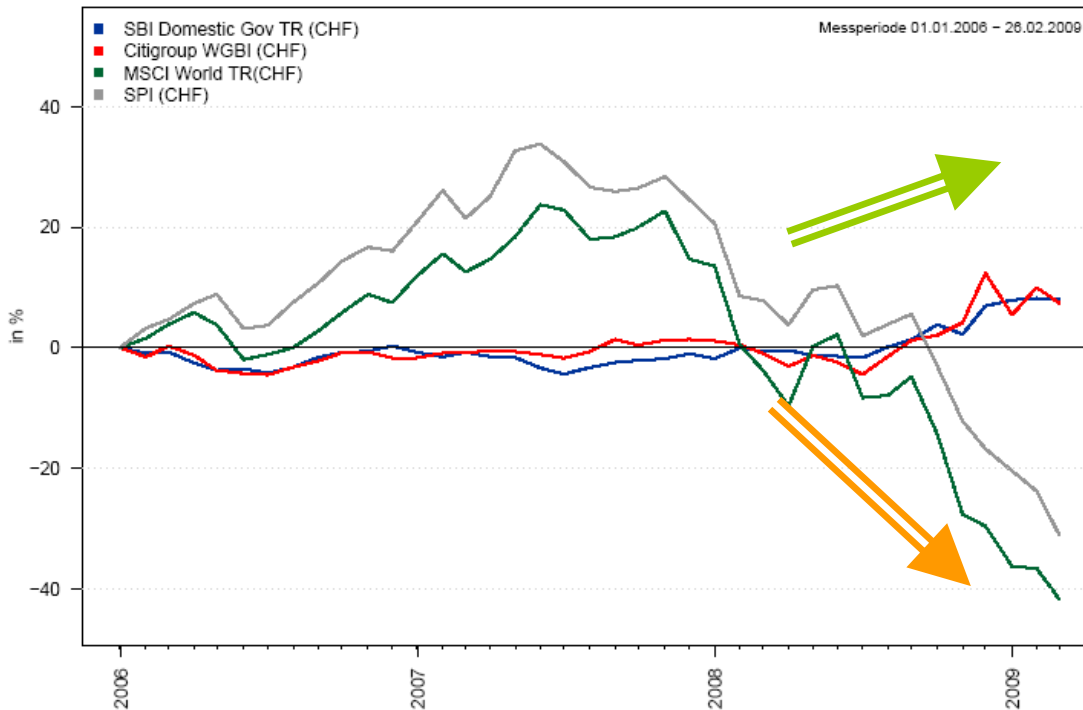
- Klassische Diversifikationsregel
 - Eine strategische Anlageklasse kann nicht durch eine Kombination von anderen Anlageklassen repliziert werden.
- Nicht die Anzahl der Anlagekategorien ist entscheidend, sondern dass diese **möglichst unabhängig** sind bzw. unterschiedliche Risikofaktoren repräsentieren!
- Für welche Kategorien gilt dies?

Funktioniert die Diversifikation noch? (3)

AKS Chartbook – 6 – Traditionelle Anlagen

SUMMARY

kumulierte Renditen



© PPCmetrics AG / 27.02.2009 / OK/TS / Quelle: Bloomberg

Diversifikation zwischen **Zinsrisiken** (Staatsanleihen) und **Aktienmarktrisiken** (Aktien) hat auch 2008 funktioniert!

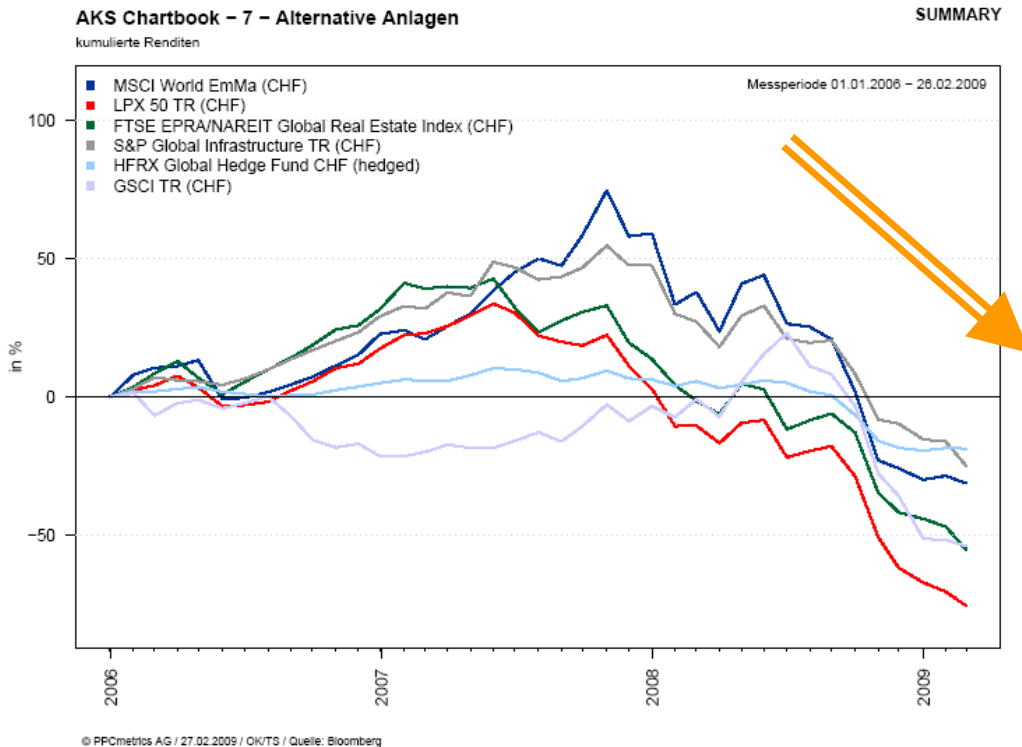
Funktioniert die Diversifikation noch? (4)

	Rendite 2008	Portfolio 1		Portfolio 2		Portfolio 3	
		Anteil	Rendite	Anteil	Rendite	Anteil	Rendite
Bundesobligationen CHF	9.89%	70%	6.93%	55%	5.44%	40%	3.96%
Aktien Welt	-43.86%	10%	-4.39%	25%	-10.97%	40%	-17.55%
Immobilien	4.56%	20%	0.91%	20%	0.91%	20%	0.91%
Total		100.00%	3.45%	100.00%	-4.61%	100.00%	-12.68%

➤ „Puristische“ Diversifikation hat auch 2008 funktioniert!

- **Verwendete Indizes:**
 - Bundesobligationen: SBI Domestic Government (TR)
 - Aktien Welt: MSCI TR Gross World
 - Immobilien: KGAST

Funktioniert die Diversifikation noch? (5)

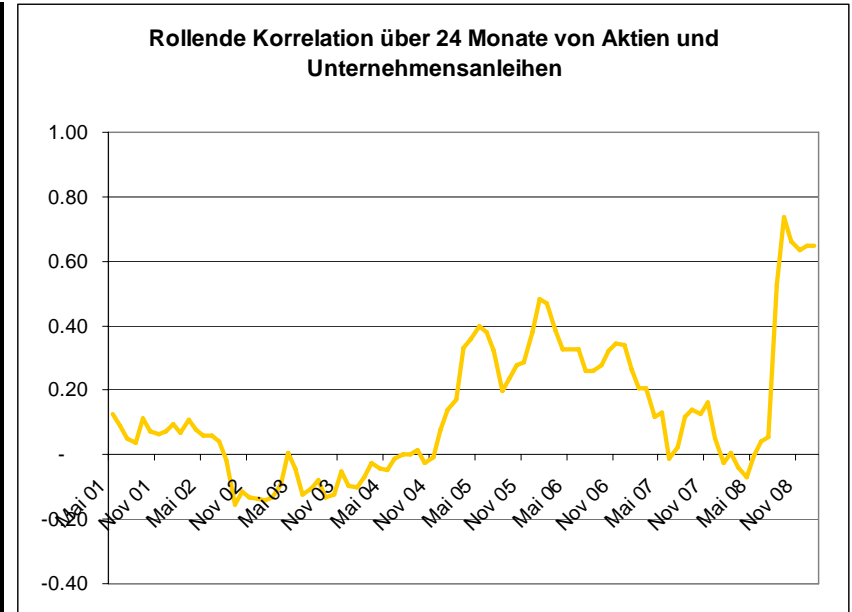
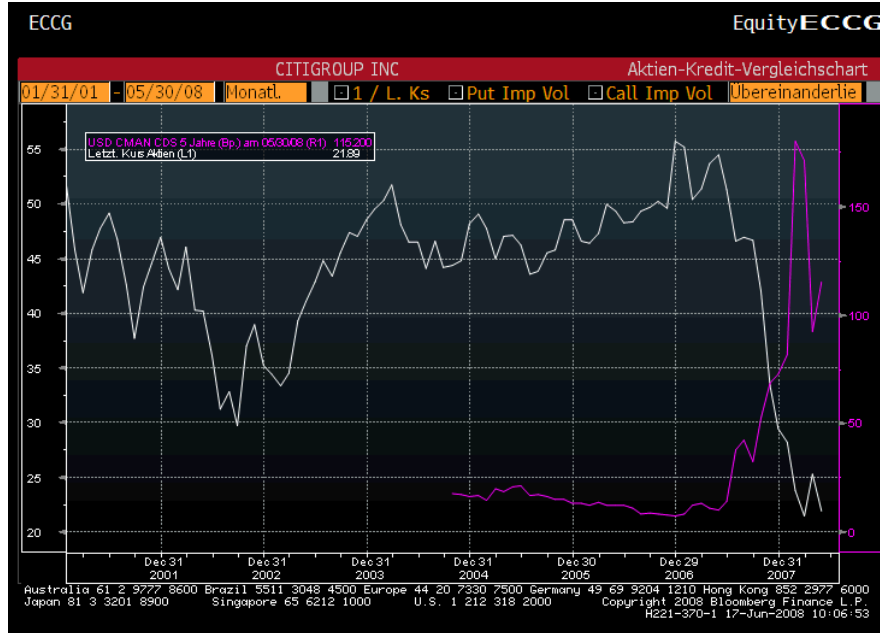


„Unechte“ Anlageklassen:

- Unternehmensanleihen
 - Wandelobligationen
 - Hedge Funds
 - Private Equity
 - Strukturierte Produkte
 - ...
- **Kombinationen aus verschiedenen Risiken**

Eingeschränkte Diversifikation
zwischen den ‚unechten‘ Anlageklassen.

Funktioniert die Diversifikation noch? (6)



Unternehmensanleihe

= Staatsanleihe + Aktie

Mehrzins vs. Staatsanleihe

= Entschädigung für „Kreditrisiko“

Funktioniert die Diversifikation noch? (7)

Empfehlung: Mehrstufiger Anlagestrategieprozess

Entscheidungsfaktoren



Basis-Diversifikation
Zielrendite
Risikobudget



Zusatzrendite
Zusatzrisiken
Kosten – Nutzen
Transparenz

Traditionelle Anlagen

- Liquide Mittel
- Obligationen
- Hypotheken
- Aktien
- Immobilien

Alternative Anlagen

- Private Equity
- Hedge Funds
- Rohstoffe
- Infrastrukturanlagen
- ...

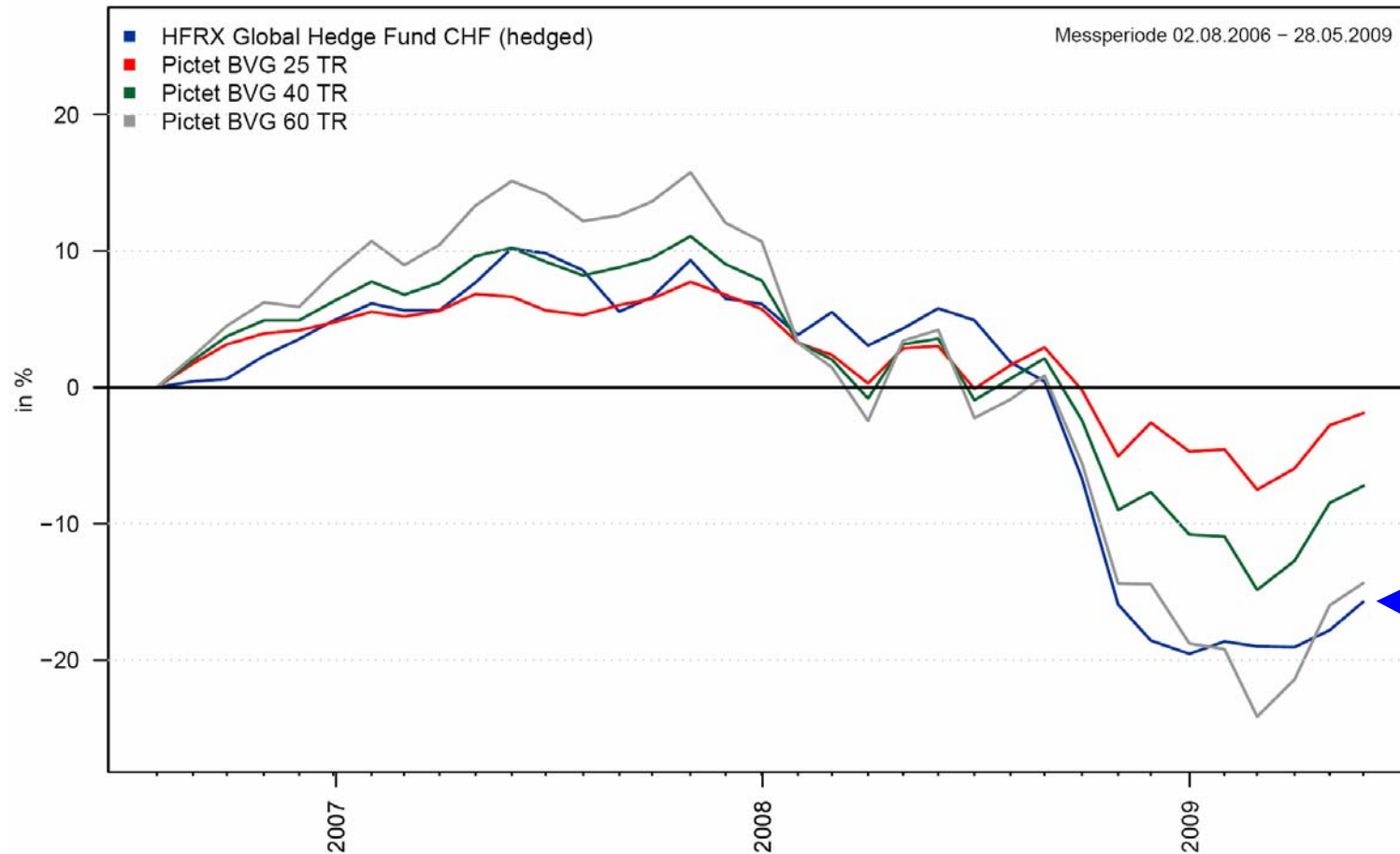
- Hedge Funds ...
 - erzielen in steigenden und fallenden Märkten **positive Anlageergebnisse**.
 - bieten **Kapitalschutz**.
 - haben ein **ähnliches Schwankungsrisiko wie Obligationen** bei einer höheren Rendite.

Enttäuschendes Ergebnis von „Multi-Strategie Fund of Hedge Funds“ (1)

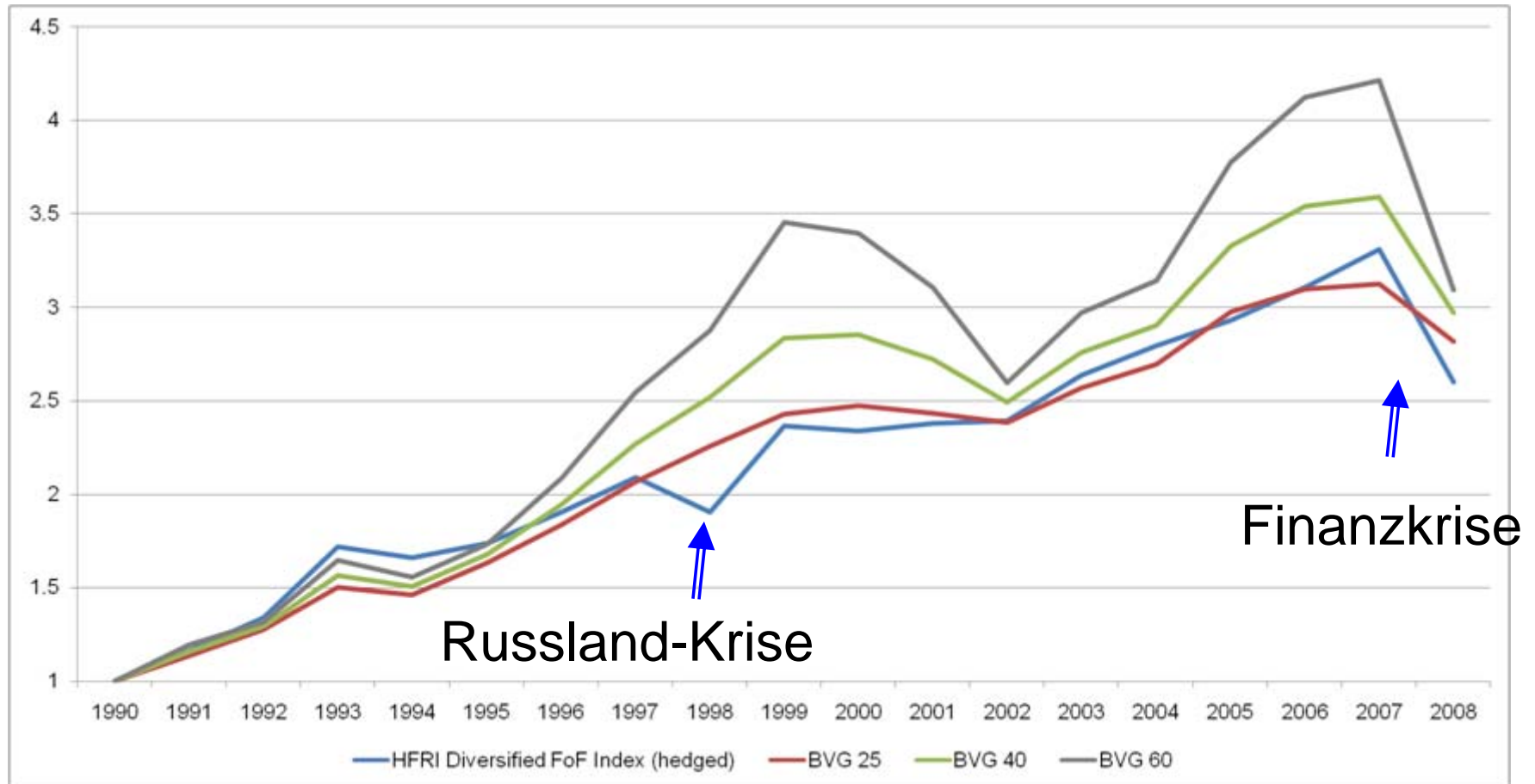
AKS Chartbook – 32 – Hedge Funds vs. BVG Indizes

HEDGE FUNDS

kumulierte Renditen

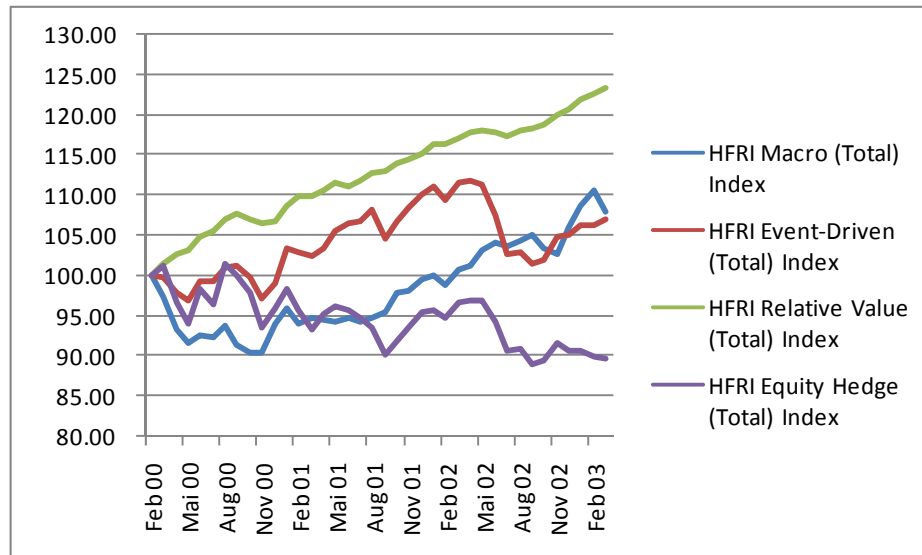


Enttäuschendes Ergebnis von „Multi-Strategie Fund of Hedge Funds“ (2)



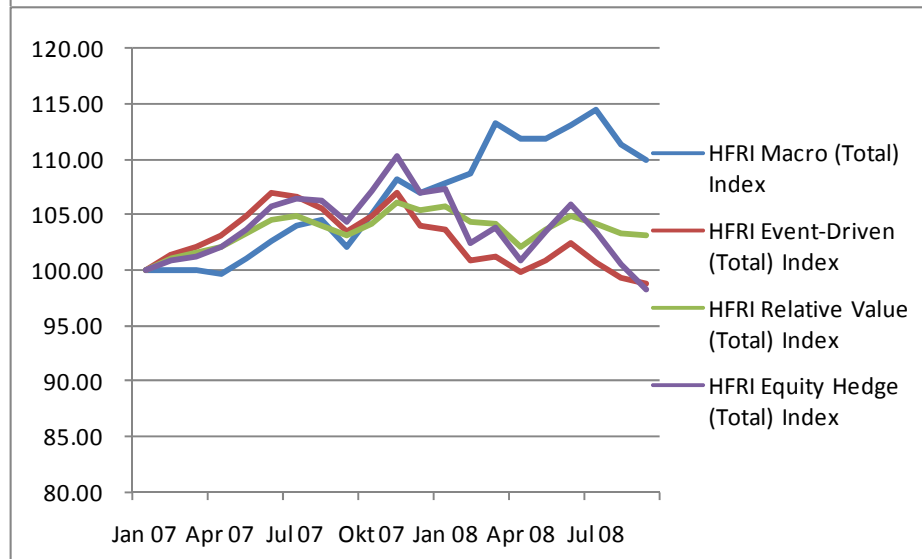
➔ Hedge Funds als Auslaufmodell?

Diversifikationspotenzial ausgewählter HF-Stile



Dot.com- und 9/11-Krise

➤ HFRI Macro Index erweist sich als relativ krisenresistent!



Subprime- und Kreditkrise

- Ebene Anlagestrategie
 - Diversifikationspotenzial ausgewählter Hedge Fund Stile, z. B.
 - Global Macro
 - CTA

- Ebene Umsetzung
 - Ersatz für aktive Mandate
 - Markttiming
 - Titelselektion

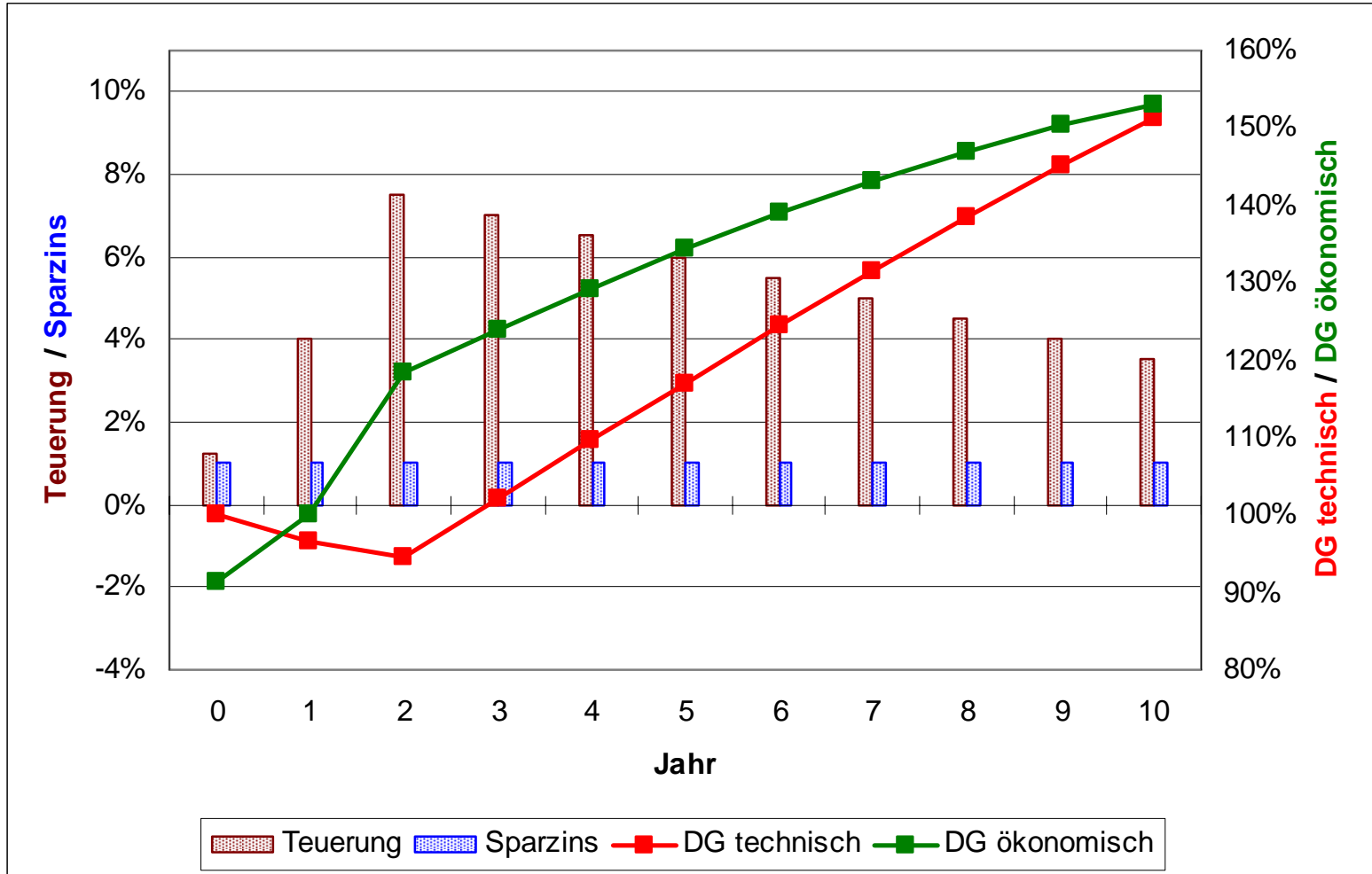
- Hingegen: „Multi-Strategie“-Funds als Auslaufmodell

- Zusatzrisiken
 - Illiquiditätsrisiken („Lock-up Periods“)
 - Operationelle Risiken
 - Intransparenz
 - Informationsasymmetrie
 - „Principal Agent“ Probleme
 - Systemrisiko
 - „Fraud“
 - Managerkönnen

- Aktuelle Herausforderungen
 - Fehlende Marktliquidität bei hohen Kapitalrückzügen
 - Zunehmende Regulierung
 - Verbot von Short Sales
 - Rückgang des Fremdkapitaleinsatzes („Deleveraging“)

- Die Zinsen sind historisch gesehen sehr tief.
 - Wie wirkt sich ein allfälliger Zinsanstieg (Inflation) auf die Pensionskasse aus?
 - Sind bezüglich steigender Zinsen Absicherungsmaßnahmen zu treffen?
- Im Folgenden werden die Auswirkungen von Inflation und Deflation auf eine Pensionskasse beispielhaft dargestellt.

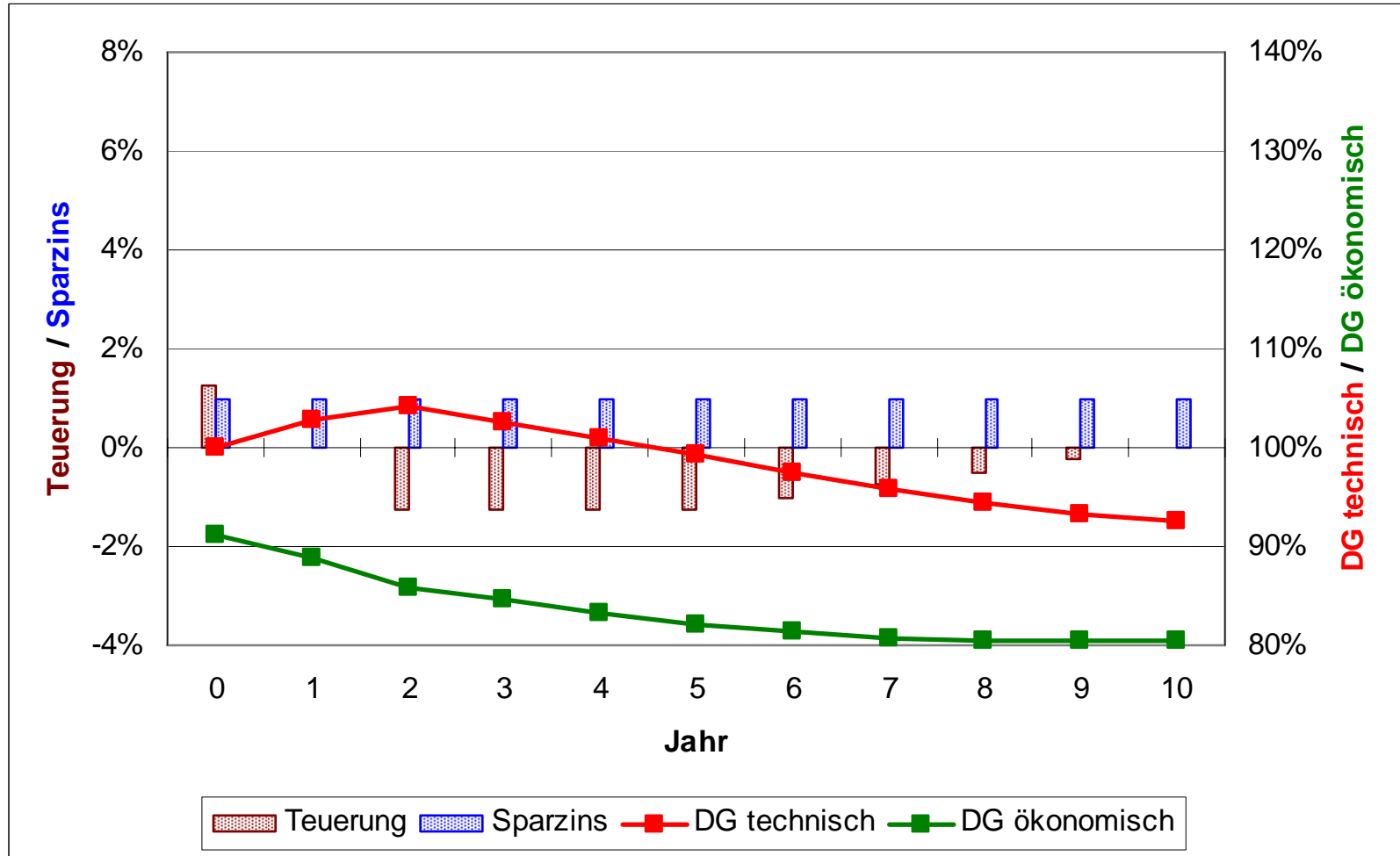
Zinsrisiken: Inflationsschock



- **Auswirkungen einer Inflation:**

- Steigendes Zinsniveau, steigende Renditeerwartungen
- **Kurzfristige** Verluste auf Obligationen
- Verpflichtungen technisch fix (ökonomisch tieferer Wert)
- **Kurzfristige Verluste auf Obligationen sind wesentlich tiefer als die (ökonomischen) Gewinne infolge der tiefer bewerteten Verpflichtungen.**
- Finanzierung der versprochenen Leistungen ist einfacher möglich.
- Ohne oder mit nur einem teilweisen Ausgleich der Teuerung leisten auch die Rentner einen Beitrag an die Sanierung (reale Rentenreduktion).

Zinsrisiken: Deflationsschock



- **Auswirkungen einer Deflation:**
 - Sinkendes Zinsniveau, sinkende Renditeerwartungen
 - **Kurzfristige** Gewinne auf Obligationen
 - Verpflichtungen technisch fix (ökonomisch höherer Wert)
 - **Kurzfristige Gewinne auf Obligationen sind wesentlich tiefer als die (ökonomischen) Verluste infolge der höher bewerteten Verpflichtungen.**
 - Finanzierung der versprochenen Leistungen kaum mehr möglich.
 - Rentner profitieren (die im Umwandlungssatz implizit enthaltenen Kaufkraftverluste treten nicht auf).
 - Erhebliche Ungleichbehandlung zwischen Aktiven und Neurentnern.

- Die Projektionen zeigen, dass eine **Deflation (sinkende Zinsen)** grosse Auswirkungen auf die finanzielle Situation einer Pensionskasse hat. In diesem Szenario müssten rasch Massnahmen ergriffen werden, um die finanzielle Situation der Kasse zu stabilisieren.
- Eine **Inflation (steigende Zinsen)** wirkt sich tendenziell positiv auf die finanzielle Situation einer Pensionskasse aus. Der technische Zinssatz könnte mit einer risikoarmen Anlagestrategie im Erwartungswert erzielt werden.
- Beide Szenarien haben einen Einfluss auf den **Risikotransfer** zwischen Aktiven und Rentnern.

- **Sicht Anlagestrategie:**
 - Pensionskassen haben langfristige Verbindlichkeiten.
 - Eine Absicherung der Zinsrisiken führt zu einer **Risikoerhöhung!**
- **Sicht Anlagetaktik:**
 - Aktuell weisen langfristige Obligationen eine höhere Rendite auf als kurzfristige Obligationen.
 - Der Markt **erwartet** somit steigende Zinsen.
 - Taktisch ist die Absicherung von Zinsrisiken nur dann sinnvoll, wenn die Vorsorgeeinrichtung überzeugt ist, dass die Zinsen **stärker** steigen als dies aktuell von den Marktteilnehmern erwartet wird.

- **Diversifikation** ist auch in Zukunft zentral.
- Nicht die Anzahl der Anlagekategorien ist entscheidend, sondern dass diese möglichst **unabhängig** sind.
- Hinterfragen Sie den **Zusatznutzen** sogenannt neuer Anlagekategorien und kennen Sie deren **Zusatzrisiken**.
- Eine Absicherung der Zinsrisiken führt strategisch zu einer **Risikoerhöhung**. Sie sollte deshalb lediglich taktisch in Erwägung gezogen werden.
- Verlangen Sie **Transparenz und Nachvollziehbarkeit** bei den eingesetzten Produkten.