

# Die Niedrigzins-falle: Stolpersteine und Lösungen

**Angesichts wenig rentierender oder riskanter Obligationenanlagen suchen viele Pensionskassen nach Diversifikation und neuen Anlagemöglichkeiten. Aber auch dies ist nicht ganz risikolos und will gründlich überlegt sein.**

Pascal Frei\*



Im vergangenen Jahrzehnt haben unsere Vorsorgeeinrichtungen zwei schwere Krisen durchgemacht. Die erste Krise, die aus dem Platzen der Internetblase 2001 resultierte und durch die Anschläge vom 11. September verstärkt wurde, war rückblickend, im Vergleich zur nachfolgenden Subprime-Krise, das kleinere Übel. Hatten die Aktienmärkte zwischen August 2000 und März 2003 rund 56% verloren, konnten sie sich dank der anhaltend niedrigen Zinsen danach kräftig erholen. Zwischen den Tiefstständen im Frühjahr 2003 und Ende April 2007 – kurz vor dem Subprime-Fiasko – verzeichneten sie eine kumulierte Performance von fast 100%.

Im Wesentlichen war die Krise 2001 eine Krise der Aktienmärkte, von welcher andere Anlageklassen wie Immobilien und Staatsanleihen nicht betroffen waren. Diese gewährleisteten in diesem Zeitraum mit einer positiven Performance von fast 20% die nötige Diversifikation. Doch die Basis der Kreditkrise 2008 war durch die lange Periode niedriger Zinsen und die zahlreichen Exzesse, zu welchen sie die Märkte verleitet hat, bereits damals gelegt.

Angesichts der geringen Renditen an den Obligationenmärkten und weil sich die Hedge Funds in der Krise von 2001 so gut hielten, wandten sich zahlreiche Anleger ab 2005 teilweise von den Staatsobligationen ab und den Unternehmensobligationen und alternativen Anlagen zu. Als dann die Subprime-Krise ausbrach, befanden sich Anleger, welche in diese Richtung diversifiziert hatten, in einer sehr unbequemen Lage. Sie verzeichneten Verluste sowohl im Aktien- als auch im Obligationenportfolio, welches teilweise aus Unternehmensanleihen oder Wandelobligationen bestand. Gleichzeitig standen sie mit illiquiden und kaum bewertbaren alternativen Anlagen da. Während die erste schwere Krise des vergangenen Jahrzehnts nur Aktien betraf – also 25% bis 40% der Anlagen einer Pensionskasse – wirkte sich die zweite auf 35% bis 60% der Anlagen aus, denn neu waren Aktienrisiken auch in den Obligationenportfolios und den alternativen Anlagen enthalten. →

\* CFA, Partner, PPCmetrics SA

→ Obwohl sich die Aktienmärkte und die Unternehmensanleihen seit der Subprime-Krise gut erholt haben, bleibt die Lage der Vorsorgeeinrichtungen nach wie vor heikel. Die für die Finanzierung der Verpflichtungen erforderliche Jahresrendite von rund 4% bis 5% scheint immer schwieriger zu erreichen. Die Aktien um ihren Verpflichtungen nachzukommen?

### Inflationsgefahr und Zinserhöhungen

Paradoxiereise ist eines der grössten Risiken auch eine der Hauptquellen für eine langfristige Besserung der finanziellen Gesundheit der Vorsorgeeinrichtungen. Erscheint die Angst vor Zinserhöhungen gerechtfertigt, so wird doch oft vergessen, dass diese bereits im aktuellen Preis der Obligationen enthalten sind. Inhaber von Anleihen mit langen Laufzeiten werden für das eingegangene Risiko in Form eines Zinsaufschlags gegenüber kürzer laufenden Obligationen entschädigt. Obwohl eine Zinssteigerung in den Obligationenportfolios kurzfristig zu bedeutenden Verlusten führen würde, ermöglicht sie es auch, die bezogenen Coupons und die Obligationen am Ende ihrer Laufzeit in Anleihen mit höheren Zinsen zu reinvestieren. Mittelfristig würde dies die Situation der Pensionskassen verbessern, weil sie ihre Verpflichtungen dank eines höheren risikolosen Zinses mit geringerem Risiko finanzieren könnten.

Eine Zinserhöhung hätte aber nicht nur Auswirkungen auf die Aktivseite der Bilanzen der Vorsorgeeinrichtungen. Auch der Wert der Passiva würde sich dadurch ändern: Eine Zinserhöhung würde eine Senkung des Wertes der zum Marktzins bewerteten Verpflichtungen bewirken. Weil Passiva gegenüber Aktiva über eine längere Laufzeit verfügen, würde ein steigendes Zinsniveau den ökonomischen Deckungsgrad der Vorsorgeeinrichtungen erhöhen und zu einer Verbesserung ihrer finanziellen Lage führen. Heute mag dieses Argument noch theoretisch erscheinen. Der Wert der Verpflichtungen der Pensionskassen wird nämlich anhand eines fixen, von den Schwankungen der Marktzinsen unabhängigen technischen Zinssatzes bestimmt. Ab 2012 wird der technische Zins allerdings stark von einer im Oktober 2010 von der Schweizerischen Kammer der Pensionskassen-Experten verabschiedeten Formel beeinflusst. Der Leitzins wird dann von der durchschnittlichen Performance des Pictet BVG25 plus-Index und von der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen abhängen. Verschiedene Simulationen haben gezeigt, dass der technische Zinssatz in 7 bis 10 Jahren sehr nah an der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen liegen wird. Dies führt faktisch zu einer ökonomischen Bewertung der Verpflichtungen und somit zu einer erhöhten Sensitivität der Passiva gegenüber Veränderungen des Zinsniveaus.

Ebenso müssen bei der Beurteilung des Inflationsrisikos beide Seiten der Bilanz berücksichtigt werden. Während die Inflation für Obligationenportfolios ein bedeutendes Risiko darstellt, bietet sie Pensionskassen auch gewisse

Vorteile, und zwar vor allem für Kassen mit hohem Rentenanteil. In Fällen, in denen die Renten nicht automatisch an die Inflation angepasst werden, bedeutet ein Anstieg des Preisniveaus eine Senkung des realen Wertes der Renten und somit eine indirekte Beteiligung der Rentner an der Sanierung ihrer Vorsorgeeinrichtung. Daher ist es für Pensionskassen nicht nötig, massiv in inflation-linked Bonds zu investieren, denn diese schützen den Anleger nur dann, wenn die Inflationserwartungen des Marktes übertroffen werden.

### Diversifikation und neue Chancen

Die finanzielle Lage einzelner Staaten und damit ihre Bonität ist der zweite Grund zur Beunruhigung. Einige Pensionskassen versuchen, dieses Risiko zu diversifizieren, beispielsweise indem sie ihr Engagement in Unternehmensanleihen erhöhen oder in Obligationen aus Schwellenländern investieren. Die Kassen profitieren dadurch von den höheren Zinsen und verändern gleichzeitig drastisch das Risikoprofil ihres Obligationenportfolios, indem sie es neuen Risikoquellen aussetzen. Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass Obligationen das Sicherheitspolster eines Portfolios darstellen und dass Qualität und Sicherheit der Anlagen gegen vorläufig über ihrer Rentabilität Vorrang haben.

Die Beimischung von Unternehmensanleihen beispielsweise ist für die meisten Pensionskassen nur eine vermeintlich gute Idee. Die jüngste Finanzkrise hat gezeigt, dass sich Corporate Bonds mit Ratings von A oder BBB in Korrekturphasen ähnlich wie Aktien verhalten. Solche Obligationen machen etwa 75% des Anlageuniversums aus; von den restlichen 25% (mit einem Rating von AAA oder AA) sind fast 70% von Finanzinstituten emittiert worden, die ihrerseits stark in Staatsanleihen und Krediten zugunsten der öffentlichen Hand engagiert sind. Diversifikationsmöglichkeiten sind daher relativ beschränkt.

Im aktuellen Umfeld ist daher sowohl die Aktiv- als auch die Passivseite der Pensionskassen detailliert zu analysieren. Der Wettlauf um die Performance durch Erhöhung des Risikos könnte sich für diejenigen, die nicht über die nötige Risikofähigkeit verfügen, als gefährliches Spiel erweisen. Tatenlos zuschauen ist zwar auch keine Alternative, aber bei den Anlageentscheidungen müssen, unter Berücksichtigung beider Seiten der Bilanz, sämtliche Risiken abgewogen werden. ■