

Aus der Praxis: Anlagestrategien für Pensionskassen - Auswirkungen der neuen Anlagerichtlinien

Man ist sich weitgehend einig darüber, dass viele Pensionskassen kaum allen zukünftigen Ansprüchen nachkommen können, die dem Teuerungsausgleich, vorzeitiger Pensionierungen oder erhöhter Freizügigkeit entspringen. Eine Ursache für solche getrübe Einschätzungen liegt im weitverbreiteten und vielleicht zu anspruchsvollen System des Leistungsprimates, wonach sich - ungeachtet der finanziellen Leistungsfähigkeit einer Kasse - die zukünftigen Renten nach dem zuletzt bezahlten Salär richten. Wie immer auch die Lage und Aussichten eingeschätzt werden, eines ist gewiss: Bessere und leistungsstärkere Anlagen dienen der Verbesserung der künftigen Situation von Pensionskassen. Verbesserte Voraussetzungen sollte die Liberalisierung der Anlagerichtlinien im Rahmen der Revision der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge, BVV2, per 1.1.1993 bringen.

Mit der Ausweitung eines zu engen Kleides allein beseitigt man bei erwachsenen Leuten allerdings selten die dahinterstehenden ursächlichen Probleme. Genauso ist es mit Anlagerichtlinien. Mehr Spielraum ruft nach höherer Verantwortung, mehr Wissen und mehr Können. Spielraum beinhaltet bei Anlagen oft auch Risiken, die sinnvollerweise nur dann eingegangen werden sollen, wenn sich ent-

sprechende Chancen in der Form höherer Renditen eröffnen. Hier setzt die vorliegende Analyse ein. Ausgehend von einem Szenario über die zukünftigen Renditen und Risikoeigenschaften von relevanten Anlagekategorien können die Renditen und Risiken von Anlagestrukturen aufgrund der alten und der neuen Richtlinien untersucht werden. Ein besonderes Augenmerk verdient dabei die Risikofähigkeit einer Pensionskasse. Wichtig ist die Erkenntnis, dass Vorsorgeeinrichtungen mit einer geringen Risikofähigkeit aufgrund eines tendenziell tiefen Deckungsgrades und eines hohen Durchschnittsalters der Versicherten den neuen erweiterten Spielraum der Anlagerichtlinien nicht ausschöpfen sollten. Für Pensionskassen mit einer ausgeprägten Risikofähigkeit und -bereitschaft ist das neue Kleid an wichtigen Stellen aber immer noch beengend.

1. Liberalere Anlagerichtlinien - Ja, aber ...

Die per 1.1.1993 geltenden Anlagerichtlinien entsprechen weitgehend der Regelung, wie sie im Rahmen eines dringlichen Bundesbeschlusses bereits vom 6.10.1989 bis 28.3.1991 in Kraft gesetzt worden waren. Während damals die institutionellen Investoren vor allem von Immobilien abgelenkt werden sollten (der entsprechende maximale Anteil war bei 30% angesetzt), ging es mit der neuerlichen Revision in erster Linie um eine Liberalisierung der

* Für wertvolle Anregungen danke ich Thomas Vock und Heinz Zimmermann.

Anlagepolitik und eine damit angestrebte Stärkung der langfristigen Leistungsfähigkeit der Pensionskassen.

Aus der Sicht von Finanzanlagen ist eine markante Ausdehnung der Aktien und eine moderate Erhöhung des maximalen Fremdwährungsanteils bedeutsam (vgl. Tabelle 1). Die Erhöhung der maximalen Quoten steigert tatsächlich das langfristige Leistungspotential der Pensionskassen. Dennoch sind die mit der Revision anvisierten Ziele zum Wohle der Versicherten nur teilweise nachvollziehbar. Während ein maximaler Aktienanteil mit 50% für kontinentaleuropäische Verhältnisse bereits einer recht aggressiven Anlagepolitik entspricht und von institutionellen Anlegern nur in Ausnahmefällen ausgeschöpft werden dürfte, ist kaum einzusehen, weshalb der maximale Fremdwährungsanteil auf 30% limitiert sein muss. Einerseits kann davon ausgegangen werden, dass Pensionäre, wie alle Konsumenten in der Schweiz, wahrscheinlich mehr als 30% ihrer gesamten Ausgaben für importierte Güter verwenden. Anlagen in fremden Währungen stellen dafür eine direkte Form der Absicherung des entsprechenden Währungsrisikos dar. Andererseits müssen Anlagen in fremden Währungen nicht ohne weiteres entsprechende Risiken beinhalten [1]. Währungsabsicherungen sind einfach und für grosse Vermögen günstig zu bewerkstelligen. Schliesslich haben unsere eigenen Analysen immer wieder zum Schluss geführt, dass der Fremdwährungsanteil aus der Sicht einer optimalen Anlagestruktur für schweizerische Pensionskassen mindestens so hoch sein sollte, wie der gesamte Aktienanteil.

Tabelle 1: Maximale Anteile für Pensionskassen gemäss BVV2

	alt bis 31.12.92	neu ab 1.1.93
Aktien Ausland	10%	25%
Aktien In- und Ausland	30%	50%
Sfr.-Auslandobligationen	30%	30%
Fremdwährungen	20%	30%
Immobilien Inland	50%	50%
Immobilien Ausland	0%	5%

Mit der gegenwärtigen Struktur der Anlagerichtlinien wird eine Risikobegrenzung für einzelne Anlagekategorien erreicht. Anlagepolitisch wichtiger ist jedoch die Risikobegrenzung für das ganze Anlagevermögen. Letztere kann jedoch nur mit einer ausgewogenen Diversifikation nach einzelnen Anlagekategorien erreicht werden. Eine solche erzwingen die herrschenden Anlagerichtlinien mit Maxima für einzelne Anlagekategorien aber keineswegs. Statt Maxima müssten im Hinblick auf eine angemessene Diversifikation Minima vorgegeben werden. Dafür zu plädieren hiesse allerdings, viele gegenwärtig vorhandene Anlagestrukturen bei Pensionskassen in Frage zu stellen, wenn beispielsweise zwingend 10% in Aktien zu investieren wäre. Die definierten Maxima der geltenden Anlagerichtlinien haben den Vorteil, dass sie keine Anpassungen der gegenwärtigen Anlagestrukturen erzwingen. Sie dürfen aber auch nicht den Anschein erwecken, dass, wer sich daran hält, keinen übermässigen Risiken ausgesetzt ist. Ein Anteil von 50% Aktien ist nur dann vertretbar, wenn die Beteiligungspapiere sowohl im Hinblick auf die Ländergewichtung als auch die Indexstreue innerhalb von Regionen oder Ländern ausgewogenen oder gar zielorientiert erfolgt. Dies sind allerdings anspruchsvolle Aufgaben und setzen Professionalität voraus. Wer über solche verfügt, ist aber bestimmt auch im Stande, die Risiken auf der Ebene der Anlagestrukturen einzuschätzen und damit die Gewichte für die einzelnen Anlagekategorien richtig anzusetzen. Wenn dem so ist, sind Anlagerichtlinien in der jetzigen Form aber überflüssig, respektive anders zu definieren. Ein möglicher Ansatz dazu ist die zwingende Formulierung einer Anlagestrategie. Die Beachtung der Risikofähigkeit, welche vom Deckungsgrad einer Vorsorgeeinrichtung, aber auch vom Altersaufbau der Versicherten abhängt, ist dabei besonders wichtig. Wie solche Strategien aussehen können, wird insbesondere mit einem Vergleich zwischen den alten und den neuen Anlagerichtlinien gezeigt.

2. Ein Szenario für Rendite- und Risikoerwartungen

Jede Strategie beruht auf Erwartungen. Im Falle einer Anlagestrategie ist die Formulierung der Erwartungen besonders anspruchsvoll, weil im Rahmen der Konstruktion eines Portfolios nicht nur die gesamten Renditen einer Anlagekategorie eine Rolle spielen, sondern auch deren Risiko bzw. Volatilität, d.h. statistisch gesprochen, die erwartete Standardabweichung der Rendite. Damit aber noch nicht genug. Diversifikationsvorteile können nur richtig genutzt werden, wenn zusätzlich auch die zu erwartenden Abhängigkeiten (Korrelationen) zwischen den Anlagekategorien bekannt sind. In Tabelle 2 sind unsere Erwartungen für einen Zeithorizont von drei bis fünf Jahren festgehalten. Alle nachfolgenden Anlagestrategien beruhen auf diesem Szenario. Dennoch darf darin nicht mehr als eine mögliche, wenn auch in sich konsistente Beschreibung der Zukunft gesehen werden, welche bei wesentlichen neuen Ereignissen oder Erkenntnissen anzupassen ist. Dabei ist die Offenlegung der Annahmen und die darauf bauende widerspruchsfreie und nachvollziehbare Ableitung verschiedener Anlagestrategien für Pensionskassen mit unterschiedlichen Risikofähigkeiten wichtiger, als die Exaktheit der einzelnen Werte.

Das Szenario beruht einerseits auf langfristigen historischen Erfahrungswerten und andererseits auf bewusst abweichenden Zukunftserwartungen. Rein historische Daten haben den Nachteil, dass sie stark von der zugrundegelegten Periode abhängen. Je nachdem kommt man mit Optimierungsrechnungen zu grundverschiedenen Resultaten. Ferner schliessen sie die Berücksichtigung von Informationen über bereits bekannte strukturelle Veränderungen aus.

Eine markante Abweichung zu den historisch ermittelten Werten weisen unsere Schätzungen für festverzinsliche Sfr.-Anlagen auf. Während sowohl für die Rendite als auch für die Volatilität Werte von unter 4% gemessen werden, wenn man bis in die Zeit nach dem II. Weltkrieg zurückgeht, scheinen solch stabile und tiefe Zinssätze für die Zukunft

Tabelle 2: Szenario für Rendite- und Risikoerwartungen

	Festverzinsliche (FVZ)		Aktien (AKT)	
	Inland	Fremdwährung (FWV)	Inland	Ausland
Rendite (Gesamtrendite in % p.a.)	6.5	7.5	8.5	9.5
Volatilität (Standardabweichung in %)	6.0	13.0	16.0	23.0
Korrelationen				
FVZ Inland	1.0	-	-	-
FVZ FW	0.3	1.0	-	-
AKT Inland	0.3	0.3	1.0	-
AKT Ausland	0.1	0.5	0.7	1.0

ausser Reichweite zu liegen. Seitdem die Geldpolitik der Nationalbank per Anfang 1988 wichtige strukturelle Neuerungen einfuhrte, ist die Volatilität der Obligationenpreise auf rund 6% angestiegen.

Da für die Gewichtung der einzelnen Anlagekategorien bei einer Optimierung weniger die absoluten Werte der Rendite und der Volatilität massgebend sind, sondern vielmehr deren gegenseitige Differenzen, ist es sinnvoll zu fragen, ob beispielsweise ein Renditevorsprung von festverzinslichen Fremdwährungen von 1%-Punkt gegenüber Sfr.-Anlagen gerechtfertigt ist. In unserem Szenario wird angenommen, dass die Schweiz in stark vermindertem Ausmass auch inskünftig eine Zinsinsel bleiben wird. Ebenfalls eine Renditedifferenz von 1%-Punkt wird bei ausländischen Aktien gegenüber einheimischen angenommen. Historisch war diese Differenz zwar grösser, unseres Erachtens findet jedoch auch hier eine mindestens teilweise internationale Angleichung der Renditen statt. Bei den Volatilitäten wie auch den Korrelationen wird so weit als möglich auf historische Werte abgestellt. Festverzinsliche Anlagen in fremden Währungen und auch

Auslandaktien weisen deutlich höhere Volatilitäten auf, weil neben den Preisschwankungen immer auch das Währungsrisiko hinzukommt. Das so begründete Szenario in Tabelle 2 soll nun als Basis dienen, um darauf gestützt die Gewichte der Anlagekategorien zu optimieren.

3. Optimale Portfoliostrukturen unter dem Safety First Prinzip

Anhand der heute verfügbaren Optimierungswerkzeuge lassen sich beliebig viele sogenannte effiziente Strukturen bzw. Portfolios ermitteln. Im Rahmen des vorgegebenen Szenarios gilt ein Portfolio als effizient, wenn sich die Rendite bei einem bestimmten Risiko nicht mehr erhöhen lässt. Effizienz allein ist jedoch für eine Pensionskasse kein hinreichendes Kriterium für den Aufbau eines Portfolios. Vielmehr muss eine Anlagestruktur auch der Risikofähigkeit einer Pensionskasse entsprechen und die Anlagerichtlinien des BVG einhalten. Dem Aspekt der Risikofähigkeit soll mit der sogenannten Safety First Strategie Rechnung getragen werden [2]. Diese Strategie arbeitet nicht allein mit dem Risiko, definiert als Schwankungsintensität bzw. Volatilität der Portfoliorendite, sondern mit dem sogenannten Ausfallrisiko [3], der Wahrscheinlichkeit, eine bestimmte Schwellenrendite zu unterschreiten. "Safety First" bedeutet, dass unter all den effizienten Portfolios genau jenes gesucht wird, welches die grösste Wahrscheinlichkeit aufweist, eine bestimmte Schwellenrendite zu übertreffen. Das Safety First Prinzip kann für Pensionskassen besonders sinnvoll eingesetzt werden, wenn das Ziel in einer Maximierung des Deckungsgrades (prozentuale Überdeckung des technisch notwendigen Kapitals durch die Aktiven) besteht. Unter der Annahme, dass eine Pensionskasse keinen Instabilitäten ausgesetzt ist, wie z.B. starken Mutationen bei den Versicherten, und die Verbindlichkeiten durch die Aktiven gerade gedeckt sind (Deckungsgrad = 100%), erhöht sich der Deckungsgrad, wenn immer die Anlagerendite höher ist als der technische Zinssatz, welcher zur Diskontierung der zu-

künftigen Verbindlichkeiten eingesetzt wird. Mit der heutigen versicherungstechnischen Praxis wird für die meisten Kassen ein technischer Zinssatz von 4% unterstellt. Wird dieser Satz unterstellt und gleichzeitig angenommen, die Pensionskasse habe einen Deckungsgrad von gerade 100%, ist es sinnvoll, die 4%-Schwellenrendite zur strategischen Zielsetzung zu erheben. Verfügt eine Einrichtung über einen Deckungsgrad von 110% oder gar 120%, so weist sie eine ausgeprägtere Risikofähigkeit auf und dementsprechend kann die Schwellenrendite höher angesetzt werden, z.B. bei 6%, um eine aggressivere Anlagestrategie zu verfolgen.

Neben dem Deckungsgrad ist zur Beurteilung der Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung auch die Altersstruktur der Versicherten in die Betrachtungen einzubeziehen. Bei einem geringen Alter der Versicherten verlängert sich tendenziell der zeitliche Anlagehorizont, was die Risikofähigkeit erhöht. Umgekehrt verhält es sich im Fall einer "überalterten" Kasse: Das Erfordernis einer schnellen Verfügbarkeit der finanziellen Mittel reduziert die Fähigkeit, Risiken eingehen zu können.

Die vorangegangenen Überlegungen sind in Tabelle 3 konkretisiert. Die dort dokumentierten Anlagestrukturen sind - mit Ausnahme der Portfolios I, III und IV - aufgrund der Vorgaben unseres Szenarios mathematisch optimiert [4] unter Berücksichtigung bestimmter Schwellenrenditen sowie der "alten" und "neuen" BVG-Restriktionen. Die Auflistung der Portfolios von I bis VII folgt der steigenden Portfoliorendite und -volatilität und damit mindestens auch teilweise der damit einhergehenden Risikofähigkeit.

Portfolio I besteht nur aus Festverzinslichen Sfr. und soll als Referenz dienen. Portfolio II ist mit einer Schwellenrendite von 4% optimiert, während Portfolio III der empfohlenen Anlagestruktur der ZKB für eine Pensionskasse mit geringer Risikofähigkeit entspricht. Ein Vergleich des Safety First Portfolios (II) mit dem rein Festverzinslichen (I) zeigt die Überlegenheit eines in Aktien und Fremdwährungen diversifizierten Portfolios. Zwar steigt durch die Beimischung verschiedener Anlagekategorien nicht nur die Rendite, sondern auch die

Tabelle 3: Anlagestrukturen mit Rendite und Risikoeigenschaften

	I	II	III	IV	V	VI	VII
			neue BVV2 Richtlinie	alte BVV2 Richtlinie	neue BVV2 Richtlinie	neue BVV2 Richtlinie	ohne Restrik- tionen
	Nur FVZ Sfr.	Safety First Schwelle = 4%	ZKB* mit geringer Risiko- fähigkeit	Safety First Schwelle = 6%	ZKB* mit ausge- prägter Risiko- fähigkeit	Safety First Schwelle = 6%	Safety First Schwelle = 6%

Portfoliostrukturen

FVZ Sfr.	100	79.2	65.0	60.1	50.0	40.0	34.9
FVZ FW	-	8.6	15.0	9.9	15.0	15.4	19.5
AKT CH	-	5.7	10.0	19.9	20.0	30.0	29.6
AKT Ausland	-	6.5	10.0	10.1	15.0	14.6	16.0
Total	100	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
davon Aktien	-	12.2	20.0	30.0	35.0	44.6	45.6
davon FW	-	15.1	25.0	20.0	30.0	30.0	35.5

Rendite und Volatilität

Rendite	6.5	6.9	7.2	7.3	7.5	7.7	7.8
Volatilität	6.0	6.2	7.0	7.6	8.5	9.5	9.9

Ausfallwahrscheinlichkeit in % bei bestimmter Schwellenrendite

Schwelle = 4%	34.7	32.8	33.5				
Schwelle = 6%				44.5	44.5	44.6	44.7

* Empfohlene Muster-Anlagestruktur der ZKB für Pensionskassen

Volatilität an. Zieht man jedoch als Risikogrösse die Ausfallwahrscheinlichkeit bei einer Schwellenrendite von 4% heran, so wird deutlich, dass Portfolio II auch risikomässig überlegen ist. Portfolio III diversifiziert mit einem Aktienanteil von 20% und einem Fremdwährungsanteil von 25% noch deutlich weiter. Obwohl dabei Rendite und Volatilität gegenüber Portfolio II steigen, nimmt die Ausfallwahrscheinlichkeit nur geringfügig zu. Bemerkenswert ist insbesondere, dass letztere immer noch kleiner ist als beim rein Festverzinslichen Sfr.-Portfolio. Obwohl Portfolio III als Musterallokation für Pensionskassen mit geringer Risikofähigkeit empfohlen wird, ist sie zwar mit den neuen Anlagerichtlinien kompatibel, nicht jedoch mit den

alten, weil der Fremdwährungsanteil bereits 25% ausmacht.

Die Portfolios IV bis VII sind grundsätzlich auf eine ausgeprägtere Risikofähigkeit ausgerichtet. Die Optimierung gemäss der Safety First Strategie basiert auf einer Schwellenrendite von 6%. Dabei wurden jedoch unterschiedliche Restriktionen auferlegt. Von besonderem Interesse ist der Vergleich zwischen den Portfolios IV und VI mit den alten und neuen Richtlinien. Während unter den alten Richtlinien der Spielraum bei den Aktien und den Fremdwährungen voll ausgeschöpft ist, wird dieser unter den neuen Richtlinien mit einem Anteil von 44.6% für Aktien (Maximum 50%) nicht voll beansprucht, während der Fremdwährungsanteil mit 30% die

neue Limite gemäss Richtlinien erreicht. Die Rendite steigt unter den neuen Richtlinien um 0,4%-Punkte, die Volatilität aber um 1,9%-Punkte. Trotz der höheren Volatilität steigt die Ausfallwahrscheinlichkeit (44,6%) für eine Schwellenrendite von 6% beim aggressiveren Portfolio nur unwesentlich. Bei noch höheren Fremdwährungs- und Aktienanteilen erhöht sich die Ausfallwahrscheinlichkeit in Portfolio VII (ohne Restriktionen) ebenfalls nur leicht. Das von der ZKB empfohlene Portfolio V für Pensionskassen mit ausgeprägter Risikofähigkeit nutzt den Spielraum der neuen Anlagerichtlinien nur bei den Fremdwährungen aus. Mit einem Aktienanteil von 35% liegt es auch weit unter den erlaubten 50%.

Die optimierten Portfolios in Tabelle 3 mit unterschiedlichen Schwellenrenditen sowie den alten und den neuen Restriktionen aufgrund der BVV2-Richtlinien zeigen, dass der Spielraum bei den Aktien mit einem Anteil am Portfolio von 50% weit bemessen ist, während jener für Fremdwährungen mit 30% zu restriktiv ist. Einschränkend ist allerdings zu berücksichtigen, dass diese Ergebnisse auf dem in Tabelle 2 festgehaltenen Szenario beruhen. Im Sinne einer historischen Analyse werden im nächsten Abschnitt die empfohlenen strategischen Allokationen für Pensionskassen untersucht.

4. Back Testing der empfohlenen Anlagestrukturen

Die Portfolios III und V in Tabelle 3 werden für die praktische Anlagepolitik der ZKB [5] weiter differenziert, indem zusätzlich zu den Anlagekategorien auch nach Weltregionen unterschieden wird. In Tabelle 4 sind die entsprechenden Gewichte für die zwei Risikostufen, geringe und ausgeprägte Risikofähigkeit ausgewiesen.

Nachdem die vorangegangenen Optimierungsrechnungen (vgl. Tabelle 3) auf ein und demselben Szenario über Renditen und Risikogrössen basierten, werden nun die praktisch empfohlenen Allokationen gemäss Tabelle 4 anhand historischer Daten analysiert (Back Testing). Die entsprechenden

Tabelle 4: Strategische Allokationen für a) geringe und b) ausgeprägte (kursiv) Risikofähigkeiten (Portfolioanteile in Prozent)

	Schweiz	Europa	Nord- amerika	Pazifik	Total
Geldmarkt / Liquidität	5	0	0	0	5
Obligationen	60 45	10	5	0	75 60
Aktien	10 20	5	5	0 5	20 35
Total	75 70	15	10	0 5	100

Legende:

Die kursiven Zahlen stehen für die Anlagestruktur mit ausgeprägter Risikofähigkeit. Dort wo keine kursiven Zahlen stehen, entsprechen sich die Gewichte der zwei Anlagestrukturen.

Renditen, Standardabweichungen und Ausfallrisiken sind in der Tabelle 5 ausgewiesen.

Erwartungsgemäss sind die Renditen und die Standardabweichungen für das Portfolio b) mit höherem Aktien- und Fremdwährungsanteil im Vergleich zu Portfolio a) in beiden Subperioden höher. Aufgrund dieser Kriterien scheint sich auch im historischen Rückblick zu bestätigen, dass sich Portfolio a) für Pensionskassen mit geringerer Risikofähigkeit als geeigneter erweist. Zu einer umgekehrten Schlussfolgerung gelangt man allerdings aufgrund der Ausfallwahrscheinlichkeiten. Das Portfolio a) hat für beide Perioden und beide Schwellenrenditen höhere Ausfallwahrscheinlichkeiten. Somit erweist sich Portfolio b) aus der Sicht des Ausfallrisikos bei den unterstellten Schwellenwerten als risikoärmer.

Was sich hier beim Back Testing als Widerspruch zu entpuppen scheint, ist auf die unterschiedlichen Rendite- und Risikoerwartungen zwischen dem Basisszenario zur Ermittlung der beiden Anlagestrukturen (gemäss Tabelle 2) und den historisch gemessenen Werten zurückzuführen. Insbesondere

Tabelle 5: Historische Renditen und Risiken der empfohlenen Anlagestrukturen für Pensionskassen (in % p.a.)

	Rendite		Standardabweichung		Ausfallrisiko mit Schwellenrendite von 4%		Ausfallrisiko mit Schwellenrendite von 6%	
	1970 - 92	1980 - 92	1970 - 92	1980 - 92	1970 - 92	1980 - 92	1970 - 92	1980 - 92
a) geringe Risikofähigkeit	6.0	7.2	8.1	7.5	41.6	34.5	51.5	45.0
b) ausgeprägte Risikofähigkeit	6.8	8.7	10.4	9.5	41.1	32.2	48.8	40.3

Anmerkungen:

Für die Aktien wurden MSCI-Indizes angewandt, für die festverzinslichen Anlagekategorien die IMF-Indizes für Long-term Government Bonds, wobei die Region Europa lediglich durch DM vertreten ist. Die Geldmarktanlagen für die Schweiz sind mit dem Zinssatz für Bankdepositen angenähert. Letztere Zeitreihe ist erst ab 1980 verfügbar. Für den Zeitraum von 1970 bis 1980 werden die Sfr.-Geldmarktanlagen nicht berücksichtigt.

Quelle: IBBOTSON ASSOCIATES (1992) und eigene Berechnungen

im Hinblick auf die Rendite der festverzinslichen Sfr.-Anlagen wurde argumentiert, dass die im Szenario zum Ausdruck gebrachten Zukunftserwartungen teilweise massgeblich von den langfristigen historischen Werten abweichen. Paradoxerweise hätte gerade in der Vergangenheit der Aktienanteil für Pensionskassen, welche eine Schwellenrendite von mindestens 4% anstreben, grösser sein müssen, weil die Rendite für Sfr.-Obligationen nur knapp über diesem Schwellenwert lag. Gemäss dem Szenario in Tabelle 2 sollten jedoch inskünftig die Sfr.-Obligationen höhere Renditen aufweisen und somit im Verhältnis zu alternativen Anlagekategorien konkurrenzfähiger sein.

5. Folgerungen

Ausgehend von einem Rendite- und Risikoszenario, das sich vorwiegend auf langfristige historische Werte, aber auch auf plausible Einschätzungen für die nächsten 3 bis 5 Jahre bezieht, wurden Anlagestrukturen aufgrund von Safety First Strategien mit Schwellenrenditen von 4% und 6%, mit den alten und neuen BVV2-Richtlinien wie auch ohne Restriktionen optimiert (vgl. Tabelle 3). Bei Safety First Strategien wird die Ausfallwahrscheinlichkeit gegenüber einer Schwellenrendite minimiert. Für

viele Pensionskassen mit einer geringen Risikofähigkeit stellt der technische Zinssatz von meist 4% gleichzeitig eine Renditeschwelle dar, die möglichst nicht unterschritten werden soll. Bei Vorsorgeeinrichtungen mit substantiellen Reserven und damit einer ausgeprägten Risikofähigkeit drängt sich zur Optimierung eine höhere Schwellenrendite auf, zum Beispiel 6%. Die Erfahrungen aufgrund des hier unterstellten Szenarios und dieser Schwellenrenditen führen zu folgenden Ergebnissen:

Die Aktien- und die Fremdwährungsobligationen als Anlagekategorien mit höherem Risiko als festverzinsliche Sfr.-Anlagen halten sich bei einer Schwellenrendite von 4% und bei nicht-restringierter Safety First Optimierung in engen Grenzen. Nicht einmal die alten Richtlinien mit maximal 30% Aktien und 20% Fremdwährungen würden dabei ausgeschöpft. Bei einer Schwellenrendite von 6% liegen die Anteile der risikoreicheren Anlagekategorien jedoch deutlich höher: 45.6% bei den Aktien und 35.5 bei den Fremdwährungsanlagen. Erstaunlich ist aber auch hier, dass der Aktienanteil unter den neuen Richtlinien von maximal 50% nicht erreicht wird, hingegen der Fremdwährungsanteil von maximal 30% bereits überschritten ist. Aufgrund dieses Befundes erscheint der maximale Fremdwährungsanteil der BVV2-Richtlinien mit nur 30% zu tief, während der Aktienanteil mit

maximal 50% auch für ausgeprägt risikofähige Pensionskassen genügend Spielraum offen lässt. Die zwei Anlagestrukturen, welche von der ZKB für Pensionskassen mit unterschiedlicher Risikofähigkeit derzeit empfohlen werden, basieren auf dem Szenario in Tabelle 2, auf Safety First Strategien mit unterschiedlichen Schwellenrenditen und den neuen BVV2-Richtlinien. Ein Back Testing zeigt zwar, dass das Portfolio mit höherem Aktien- und Fremdwährungsanteil erwartungsgemäss auch höhere Renditen und Standardabweichungen aufweist, gleichzeitig aber tiefere Ausfallwahrscheinlichkeiten gegenüber beiden Schwellenrenditen. Dieser Befund verdeutlicht, dass die Safety First Strategie die üblichen Kriterien der Rendite und Standardabweichung in einer intuitiv nicht leicht nachvollziehbaren Weise ergänzt. Sofern sich eine Pensionskasse auf eine Schwellenrendite im Sinne einer einfachen Zielfunktion einigen kann, ist die Safety First Strategie eine wertvolle Ergänzung zu den üblichen Optimierungskriterien.

Fussnoten

- [1] Vgl. BURGER (1993).
- [2] IBBOTSON ASSOCIATES (1992).
- [3] ZIMMERMANN/ARCE/JAEGER/WOLTER (1992), pp. 101ff.
- [4] Das angewendete Programm ist von IBBOTSON ASSOCIATES (1992).
- [5] Vgl. ZÜRCHER KANTONALBANK, Anlagestrategien, erscheint monatlich.

Literatur

BURGER, W. (1993): "Aus der Praxis: Internationale Diversifikation, Währungsrisiken und Absicherungskriterien: Ein Spezialfall Schweiz?", Finanzmarkt und Portfoliomanagement 7, pp. 216-225.

IBBOTSON ASSOCIATES (1992): EnCorr/Analyzer, User's Guide, Chicago.

ZIMMERMANN, H., C. ARCE, S. JAEGER und H.J. WOLTER (1992): "Pensionskassen Schweiz: Neue Strategien für wachsende Leistungsansprüche", Zürcher Kantonalbank (ed.), Zürich.

Zürcher Kantonalbank: "Anlagestrategien", erscheint monatlich.