

Dynamische Deckungsgrad- Absicherung

Konzept

Zug, Januar 2011

Warum ein neuer Ansatz?

Pensionskassen rennen viel zu oft dem Trend hinterher

- Trotz Bildung von Kursschwankungsreserven konnte eine zweimalige Unterdeckung innert 10 Jahren nicht verhindert werden. Die Zunahme der Volatilität in der Krisenphase führt zu immer höheren notwendigen Kursschwankungsreserven. Der traditionelle Mainstream Ansatz hat zu hohe Opportunitätskosten.
- Die Risikominderung durch Ausweitung des Anlageuniversums in Richtung Ausland und nicht-traditioneller Ansätzen ist gescheitert.
- Enge taktische Bandbreiten und indexiertes Anlegen haben nicht zu einem antizyklischen Verhalten geführt.
- Das Ziel einer Pensionskasse müsste die Erhaltung der finanziellen Risikofähigkeit über den gesamten Zyklus sein.
- Dies kann nur mit einer antizyklischen Steuerung der Aktien- und Währungsrisiken erreicht werden. Bausteine dieser neuen Form des Risikomanagements sind:
 - Grössere taktische Bandbreiten
 - Mittelfristige Steuerung der Aktienquote mit Bewertungsindikatoren
 - Regelbasierte Anlagetaktik in Abhängigkeit des Deckungsgrades

Verändertes Marktumfeld erzwingt Umdenken

Pensionskassen müssen vermehrt vorausschauend antizyklisch handeln

- Die erwarteten Renditen werden laufend nach unten revidiert. Es braucht mehr Zeit, bis die notwendigen Kursschwankungsreserven gebildet sind.
- Die Bildung höherer Kursschwankungsreserven verschärft die Verteilungsproblematik. Die Kosten werden einseitig den Beschäftigten aufgebürdet.
- In jeder Finanzkrise der letzten 20 Jahre schnellte die Volatilität auf ein höheres Niveau. Die Absicherungskosten im Krisenfall haben sich seit 1998 verdreifacht. Implizierte Volatilitäten bis 100% wurden im Oktober 2008 erreicht. Daraus leiten Berater den Trend zu höheren Kursschwankungsreserven ab.
- Seit der letzten Finanzkrise haben sich die Diversifikationseffekte verändert. Die Korrelationen schwanken in Krisenperioden stärker. Die natürliche Diversifikation ist in Krisensituationen schwächer als allgemein angenommen.
- Ein sorgfältiger Umgang mit den vorhandenen Schwankungsreserven ist angesagt. Marktchancen nach Rückschlägen können besser ausgenutzt werden, wenn ein Mindestmass an finanzieller Risikofähigkeit erhalten bleibt.

Ein Beispiel für die dynamische Deckungsgradabsicherung

Vermeidung einer Unterdeckung

Das Anlagereglement soll wie folgt ergänzt werden: „In jeder Marktphase ist die Aktienquote so anzusetzen, dass ein 20%-iger Kursrückgang *ohne Unterdeckung aufgefangen* werden kann.“

Die Anlagerisiken werden in Abhängigkeit des *Deckungsgrades* wie folgt gesteuert:

- Nach Erreichung des Gleichgewichtszustandes (durch vollständige Äufnung der vorgesehenen Kursschwankungsreserven im Normalfall von 15%) werden die Aktien *unabhängig von der Markteinschätzung* im Vergleich zur Strategie *untergewichtet*.
- Bei *Unterschreitung des Deckungsgrades von 105%* werden die Aktien- und Währungsrisiken vollständig abgesichert. Im Aktienbereich werden vorrangig Futures eingesetzt. Die unteren Bandbreiten des Anlagereglements werden vorübergehend aufgehoben.

Nach einer Marktkorrektur können Aktien *übergewichtet* werden, wenn folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

- Keine Teilliquidation
- Aktien sind unterbewertet im Vergleich zum historischen Durchschnitt
- Es gibt Anzeichen einer Konjunkturerholung

Eine regelbasierte Anlagetaktik für Pensionskassen

Deckungsgrad bestimmt Aktienengagement

- Der Deckungsgrad ist die zentrale Zielgrösse für die antizyklische Steuerung des Aktienengagements. Die Performance kann deshalb in gewissen Phasen deutlich von der Strategievorgabe abweichen – positiv oder negativ.
- Es gibt drei Indikatoren mit gesicherter Prognosefähigkeit (siehe nachfolgende Grafiken):
 - Preis/Buchwert
 - Nominelle Obligationenrendite im Vergleich zum historischen Durchschnitt
 - Dividendenrendite im Vergleich zur Obligationenrendite
- Zeigen diese Indikatoren eine Überbewertung der Aktien an, werden die Aktien untergewichtet.
- Der Anlageausschuss konzentriert sich auf die Verwaltung des Überschusses. Taktische Positionierungen aufgrund von Konjunkturaussichten werden zweitrangig.

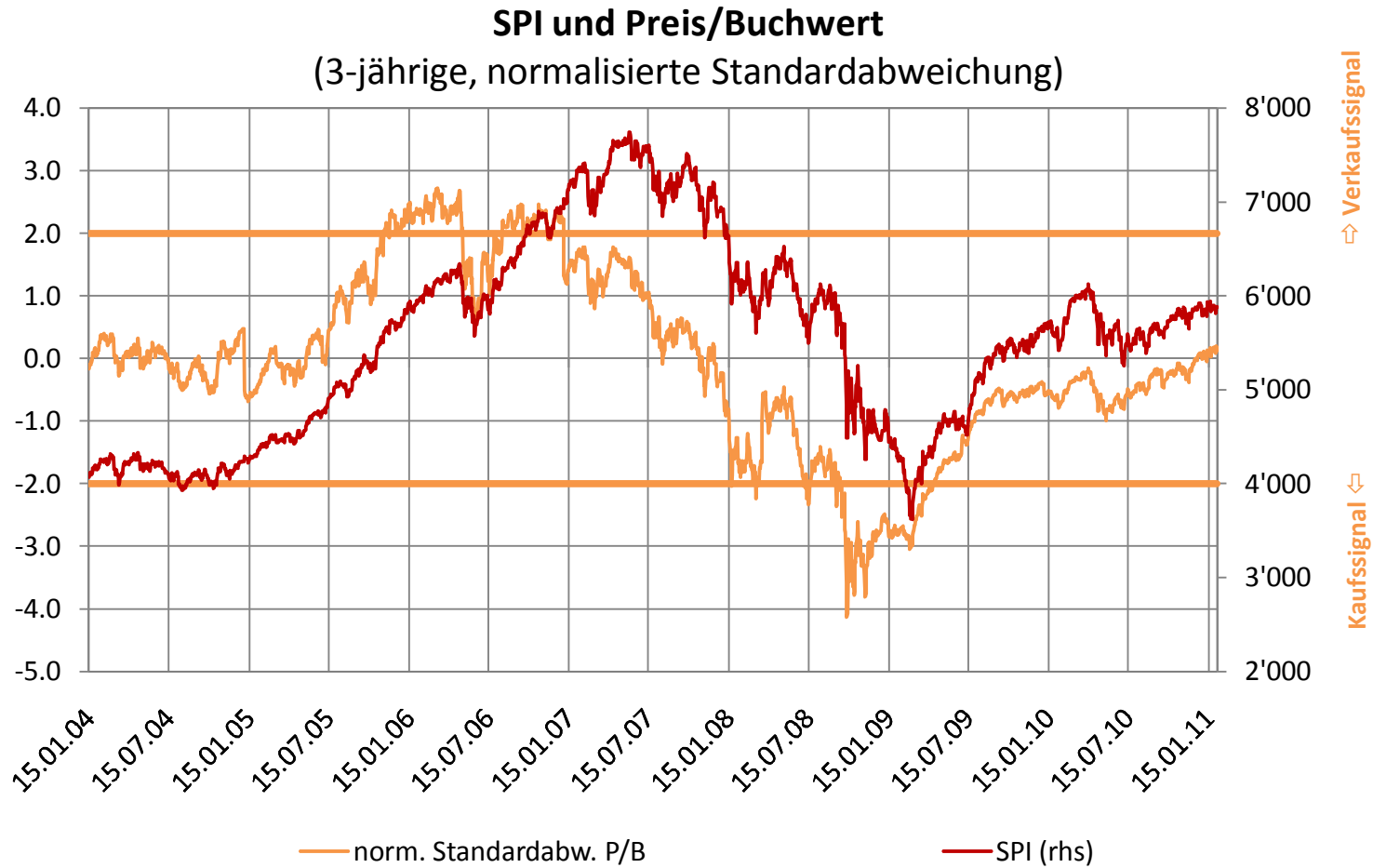
Was macht die Konkurrenz?

Fokus auf prozyklische Absicherungsstrategien

- Statische Absicherungskonzepte im Crashfall
 - Absicherung mit Derivaten im Krisenfall (Kauf von Put-Optionen, Verkauf von Futures)
 - Hohe Kosten, zeitliche Beschränkung, geringer Nutzen, schnelle Entscheidungen im Stress
- CPPI-Ansatz (Constant Proportion Portfolio Insurance):
 - Einteilung der Anlagen in „risikolose“ und risikobehaftete Anlagen
 - Vorgabe einer minimalen Gewichtung für risikolose Anlagen (z.B. 80%)
 - Der „Puffer“ (hier 20%) oder ein Mehrfaches davon wird in risikoreiche Anlagen investiert
 - Bei positiver Marktentwicklung erhöht sich der Puffer und somit der Anteil risikobehafteter Anlagen, bei negativer Marktentwicklung reduziert sich der Anteil
 - Makel einer prozyklischen Anlagestrategie (Aufbau in der Hausse, Abbau in der Baisse)
- Deckungsgrad bestimmt Risikobudget:
 - Für verschiedene Deckungsgradbereiche werden unterschiedliche Quoten für risikobehaftete Anlagen definiert
 - Höherer Deckungsgrad erlaubt höhere Risiken, tieferer führt zu Abbau von Risiken
 - Makel einer prozyklischen Strategiewahl
- Zielvolatilität bestimmt Vermögensallokation:
 - Überschreitet die Volatilität des Portfolios vorgegebene Limiten, wird die Vermögensallokation so verändert, dass die Portfolio-Volatilität wieder der Zielvorgabe entspricht
 - Einbindung eines Ertragszieles schwer möglich

Können Wendepunkte prognostiziert werden?

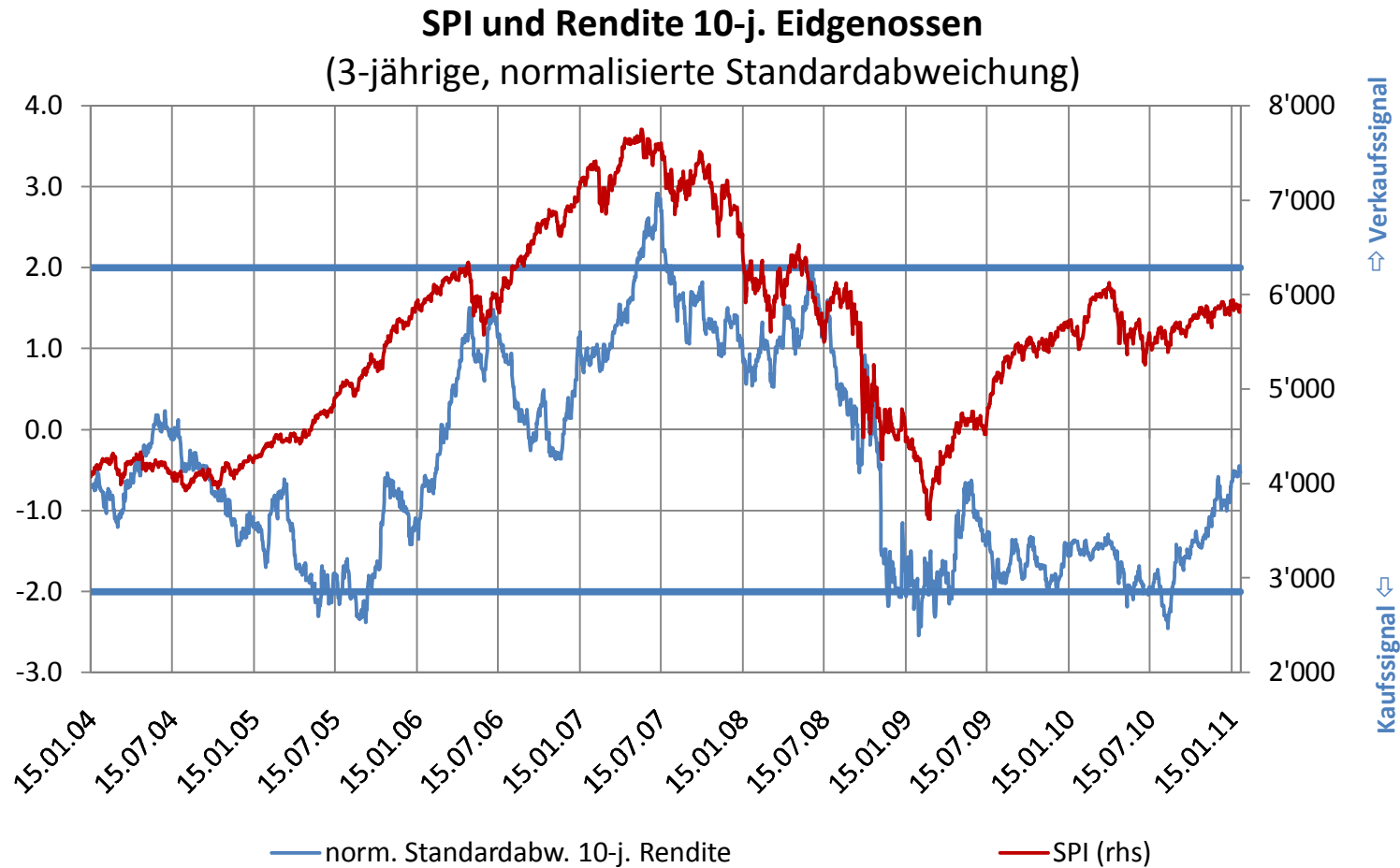
Preis-Buchverhältnis als Kauf- bzw. Verkaufssignal



⇒ Es gibt Bewertungsindikatoren mit hoher Aussagekraft

Bewertungsindikatoren II

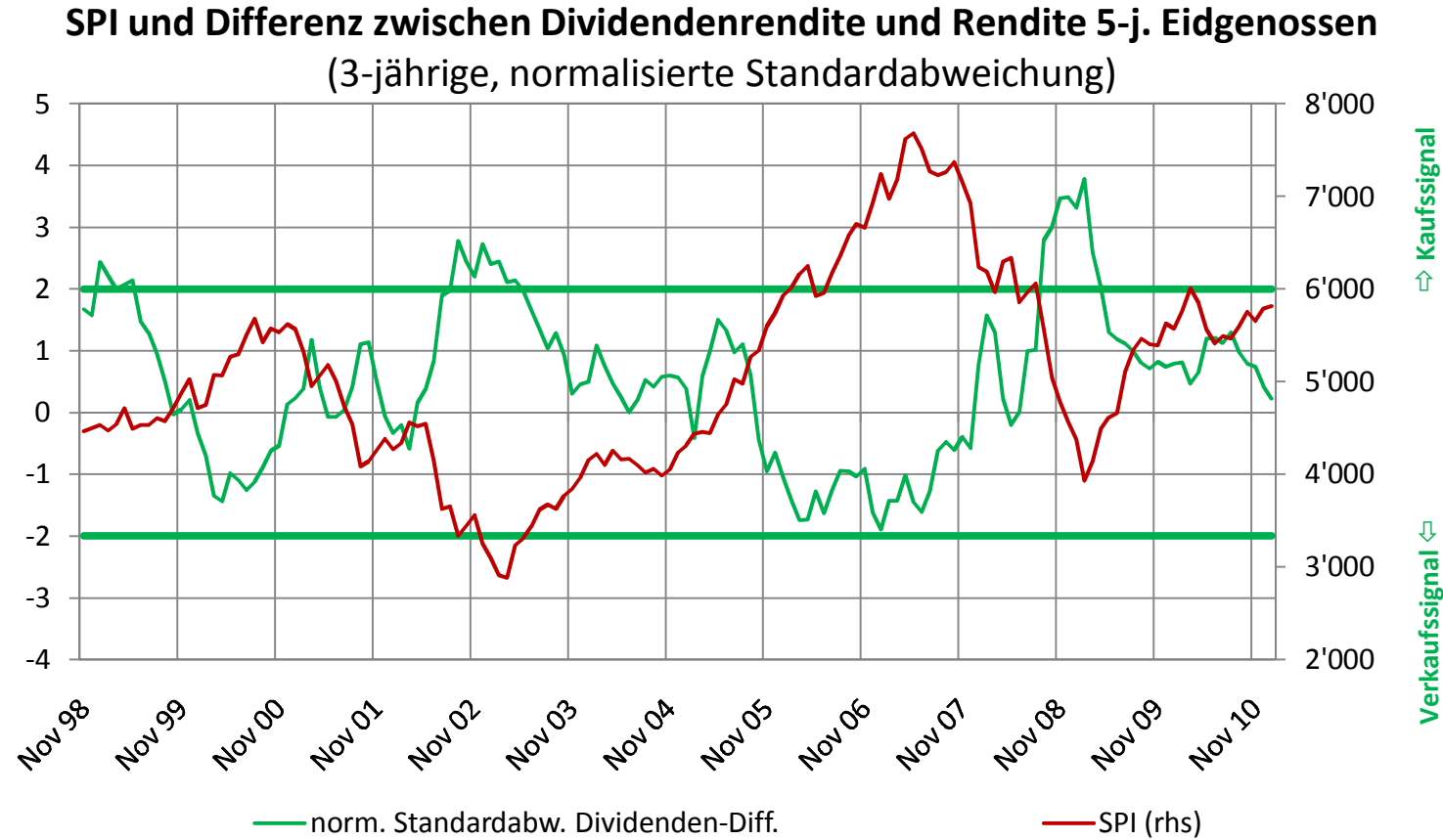
Obligationenrendite als Kauf- bzw. Verkaufssignal



⇒ Anleihen sind schon seit einiger Zeit teuer

Bewertungsindikatoren III

Dividendenrendite als Kauf- bzw. Verkaufssignal



⇒ In den vergangenen 15 Jahren erreichte die Differenz zwischen Dividendenrendite und Obligationen-Rendite in den Jahren 2009 und 2010 absolute Höchststände

Verhalten am unteren Wendepunkt

Ein Rückblick auf März 2003 und 2009

Alle Bewertungsindikatoren deuteten in beiden Perioden auf eine massive Unterbewertung der Aktien hin. Im März 2009 wurden rund 70 Aktien in der Schweiz unter Buchwert gehandelt. Nur vereinzelte Pensionskassen, die regelgebunden die Anlagetaktik festlegten, haben diese historische Chancen genutzt.

Warum sind die Pensionskassen am unteren Wendepunkt blockiert?

- Unterdeckung lähmt. Ein Deckungsgrad unter 100% wird gleichgesetzt mit Verlust der finanziellen Risikofähigkeit. Keine Kursschwankungsreserven = Aufstockung der Anlagekategorien mit tiefen Ertrags-/Risiko-Eigenschaften
- Prozyklisches Verhalten: Gehandelt wird erst, wenn eine Trendumkehr bestätigt ist.
- Gesichtswahrung: Meistens werden kurz vor dem unteren Wendepunkt Notmassnahmen beschlossen, die nicht sofort rückgängig gemacht werden können.

Gibt es eine Garantie, dass mit der dynamischen Deckungsgrad-Absicherung Bewertungsanomalien ausgenutzt werden? **Nein**

- Auch Teilliquidationen hemmen die Entscheidungsträger
- Zeichen für Konjunkturerholungen sind nicht immer klar
- Risikobereitschaft der Gremien schwankt mit der Börsenlage („This Time Is Different“ Reinhart/Rogoff 2009).

Verhalten am oberen Wendepunkt

Wer hätte 1999 oder 2006 antizyklisch gehandelt?

Alle Bewertungsindikatoren deuteten ab 1999/2000 und ab 2006/2007 auf eine Überbewertung der Aktien hin. Warum haben Pensionskassen nicht gehandelt?

- Taktische Positionierungen werden meistens auf der Basis von Konjunkturprognosen festgelegt. Diese sind meistens falsch. Die Märkte sind schneller.
- Benchmark-Orientierung und Strategiegläubigkeit führen zu *kurzfristigen* Ertrags-Optimierungen
- Performancevergleiche zementieren Mainstream-Verhalten

Wie kann antizyklisches Verhalten von Gremien gefördert werden?

- Regeln müssen im voraus definiert werden – verschiedene Szenarien müssen erarbeitet werden
- Verhinderung der Unterdeckung muss zu einem zentralen Wert werden
- Notmassnahmen müssen vorbereitet in der Schublade liegen