

Deckungsgradorientiertes Risikomanagement

Eine mögliche Antwort auf die Herausforderungen der Tiefzinspolitik

Jürg Schiller
Partner VI VorsorgeInvest

Man war nach der Finanzkrise zu pessimistisch

Erzielte Anlagerenditen seit 2008 über den Erwartungen

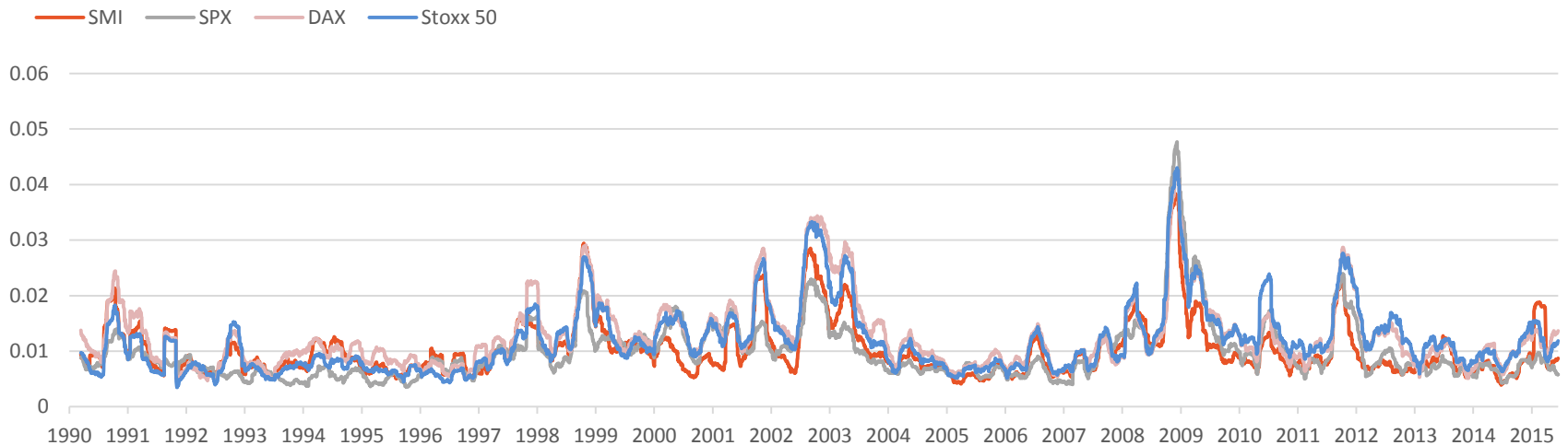
Anlagekategorie	Renditeerwartung 2003	Renditeerwartung 2009	Renditeerwartung 2012	Erreichte Rendite 2003 – 2015 p.a.	Risiko
Geldmarkt	2,0%	0.25%	0.1%	0.6%	0.9%
Obligationen CH	3.5%	1.5%	0.5%	3.2%	2.9%
Obligationen FW	5.0%	2.5%	1.5%	1.7%	5.5%
Hypotheken	3.75%	3.5%	2.25%	2.4%	0.7%
Immobilien CH	4.5%	4.5%	4.0%	4.7%	1.4%
Aktien Schweiz	6.0%	6.0%	6.0%	8.3%	17.8%
Aktien Ausland	6.0%	6.0%	6.0%	4.1%	18.7%
Hedge Funds	5.0%	5.0%	3.5%	0.9%	11.1%
Durchschnitt PK	4.5 – 5.0%	4.0 – 4.5%	3.5%	3.9%	5.5%

- Anlageresultate und direkte Rendite liegen über der Sollrendite
- Erreichte Renditen im Streubereich der ALM-Erwartungen
- Ständig nach unten revidierte Ertragserwartungen verengen Verteilungsspielräume
- Betrachtungen sind abhängig vom Startdatum – alles kann bewiesen werden

Pensionskassen profitierten von der neuen Normalität

Notenbanken und Regulatoren dämpften erfolgreich Schwankungen

Aktienmarktschwankungen in der historischen Perspektive

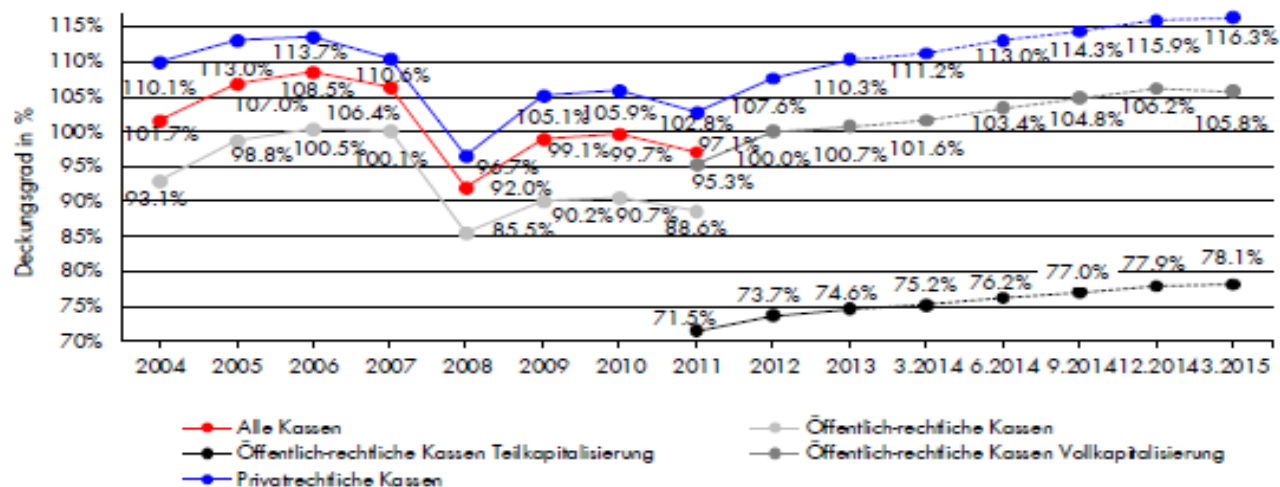


- Überraschend tiefe Schwankungen nach der Finanzkrise
- Das anhaltend tiefe Zinsniveau fordert jetzt aber die Pensionskassen heraus
- Kein Verstecken hinter risikoärmere Anlagekategorien mehr möglich – geschrumpfte Diversifikationseffekte
- Alles dreht sich um die Aktienrisiken bzw. Allokation Cash/Aktien

Risikofähigkeit schneller als erwartet wieder erreicht

Relativ schnelle Erholung - es brauchte nicht 7-10 Jahre

Deckungsgradentwicklung seit 2004



- Die Finanzkrise hat das Anlageverhalten nicht gross verändert
- Nur 14% der Pensionskassen haben die gewünschten Wertschwankungsreserven – das gewünschte Sicherheitsnetz ist nicht vorhanden
- Deckungsgradillusion: eine Reduktion des Deckungsgrads um rund 10% steht noch an
 - Erwarteter Anlageerfolg bei den meisten Pensionskassen zu hoch
 - Technischer Zinssatz (Swisscanto: 2.5%) > Ertragspotential (Swisscanto: 2%)
 - Zu hohe Umwandlungssätze mit jährlichen Finanzierungsverluste für die Pensionskassen

Strukturbruch: SNB – Entscheid leitete neue Runde von Ertragskürzungen ein

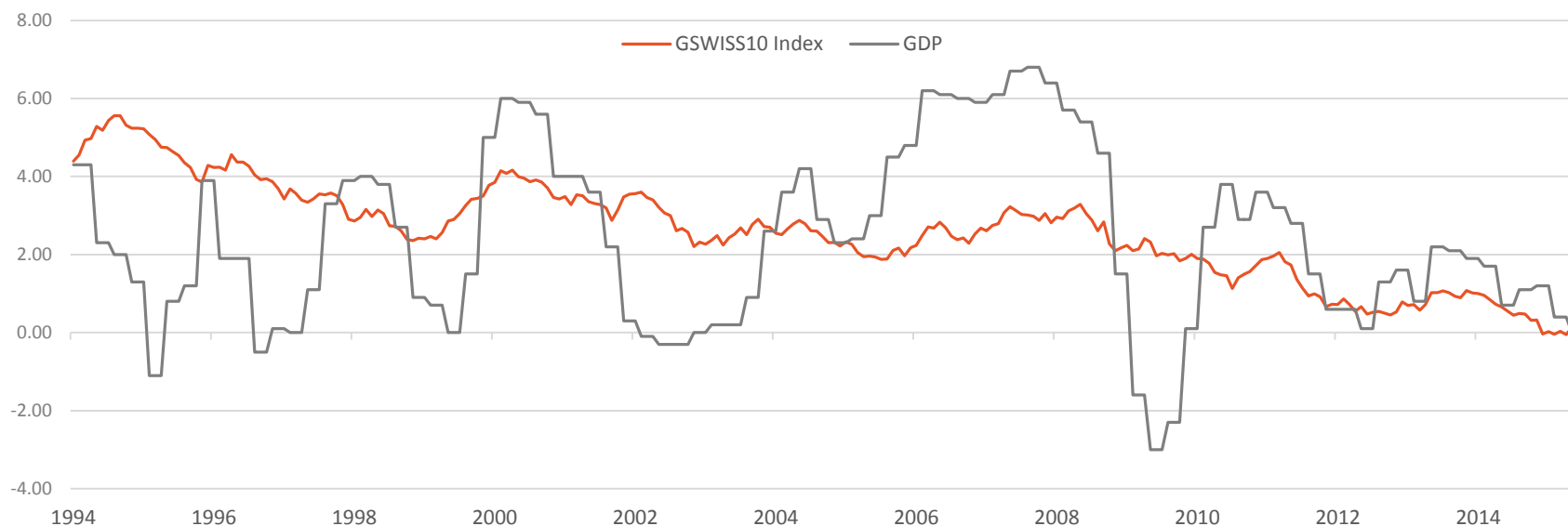
Die Pensionskassen am Scheideweg: Risikoerhöhung, Leistungsabbau oder neue Wege ?

Anlagekategorie	Renditeerwartung VI	Renditeerwartung Bank	Renditeerwartung Berater	Erreichte Rendite 2003 – 2015 p.a.	Risiko
Geldmarkt	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.3%
Obligationen CH	-0.5%	-1.5%	-0.1%	3.3%	3.1%
Obligationen FW	0.5%	0.2%	1.6%	2.0%	6.5%
Hypotheken	1.0%	1.0%	N.A.	2.5%	1.3%
Immobilien CH	3.5%	2.1%	2.6%	4.8%	3.0%
Aktien Schweiz	5.0%	5.0%	5.4%	8.7%	15.9%
Aktien Ausland	5.0%	5.9%	6.1%	4.5%	18.0%
Hedge Funds	3.0%	5.3%	4.8%	1.2%	9.2%
Erwartete Rendite	2.0% - 2.5%	2.0%	1.5%	3.9%	5.89%

- In der Schmerzzone für die Mehrheit der Pensionskassen; Zielrenditen nach Swisscanto immer noch über 3%; deutlich höhere Ausfallrisiken im Vergleich zu früher
- Nur noch der neue BVG Minimalzins kann sicher erreicht werden
- Gleichgewichtsbedingung: Anlageerfolg > Sollrendite, > technischer Zinssatz
- Grundsatzfrage: mehr Anlagerisiko oder besseres Risikomanagement

Sinkender Zinstrend seit 1980

Tieferes Nominalwachstum führt zu tieferen Zinsen



- Hauptursache der tieferen Zinsen ist die Nullinflation
- Die Schweiz folgt nur dem internationalen Trend
- Tiefe Nominalzinsen widerspiegeln auch strukturelle Veränderungen der entwickelten Volkswirtschaften (Demographie, Sparverhalten)

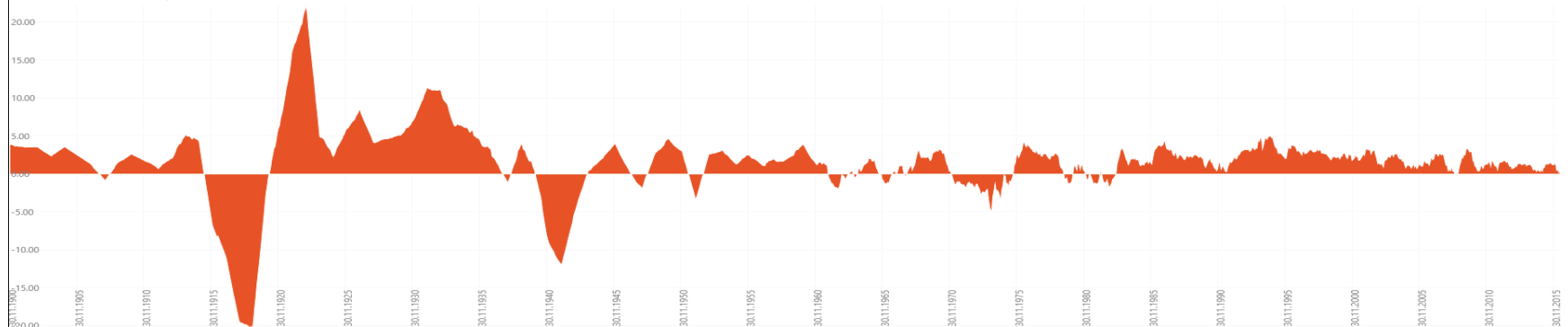
Ein Zinsniveau deutlich unter der historischen Norm

Realrenditen nur noch knapp positiv

Swiss Bond Yields, Nominal



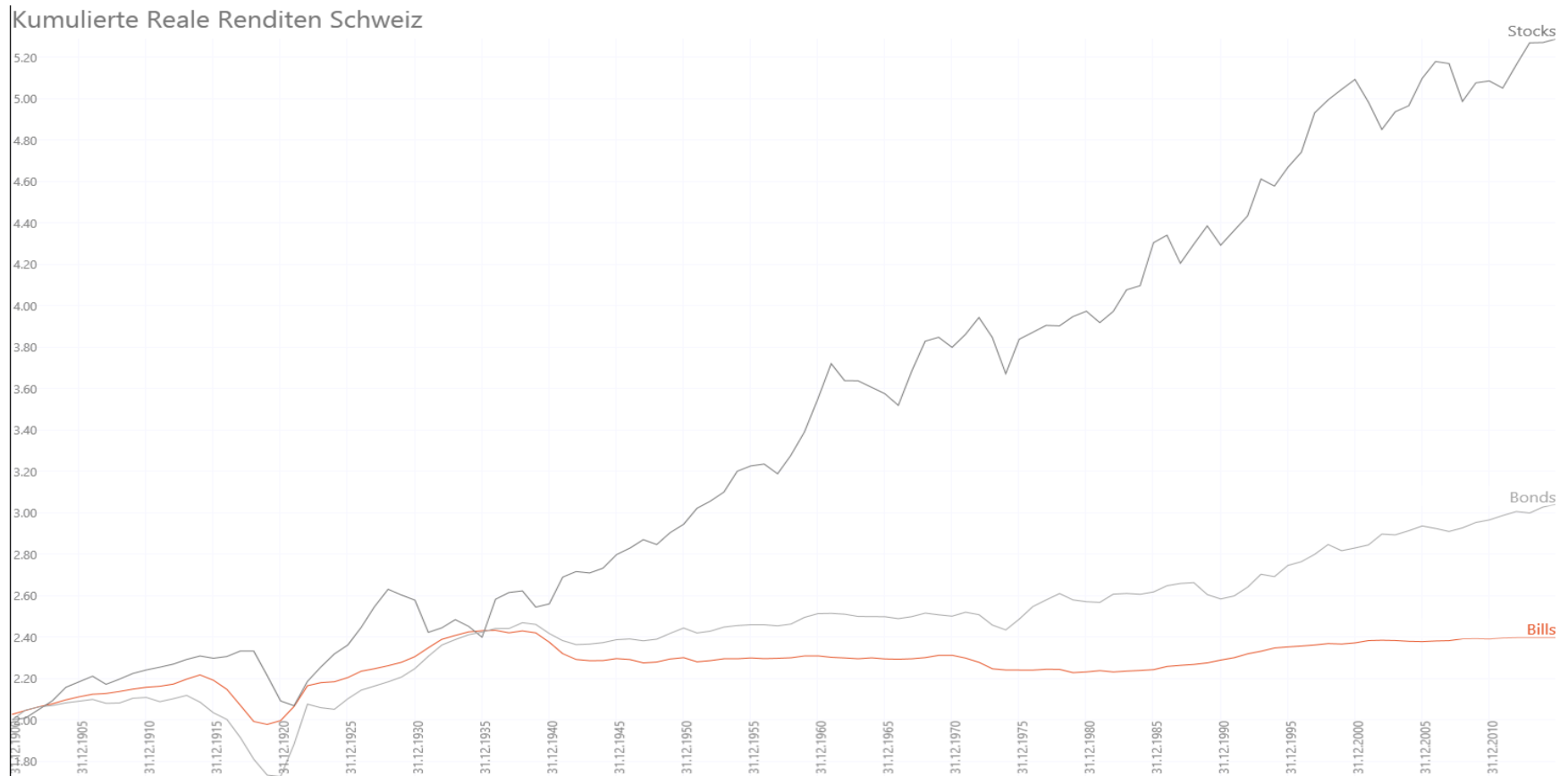
Swiss Bond Yields, Real



Der natürliche Zins in der Schweiz müsste bei rund 1% liegen. Die SNB treibt das Zinsniveau weg vom Gleichgewicht – Inflationierte Kapitalmärkte als Folgeerscheinung

Obligationen für die Kaufkraftsicherung – Aktien für den Vermögenszuwachs

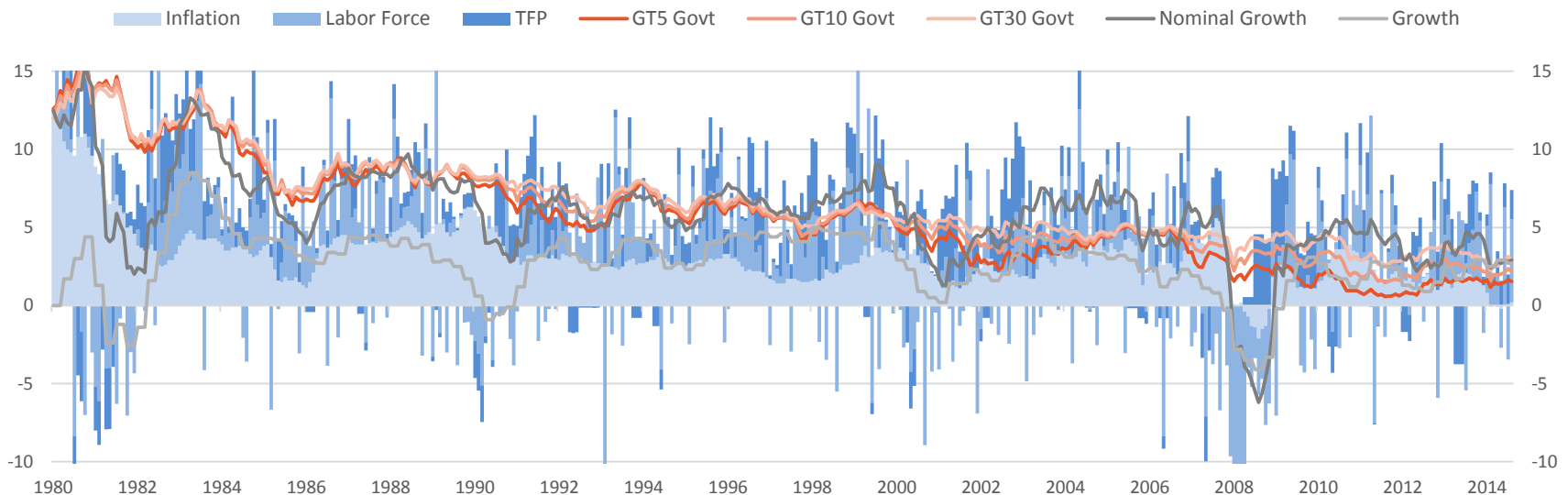
Der Zinsrückgang seit 1980 trieb die Anlagerenditen in die Höhe



Ein Zinsrückgang wie in den letzten dreissig Jahren wiederholt sich nicht mehr

Die globalen Obligationenmärkte sind nicht überbewertet

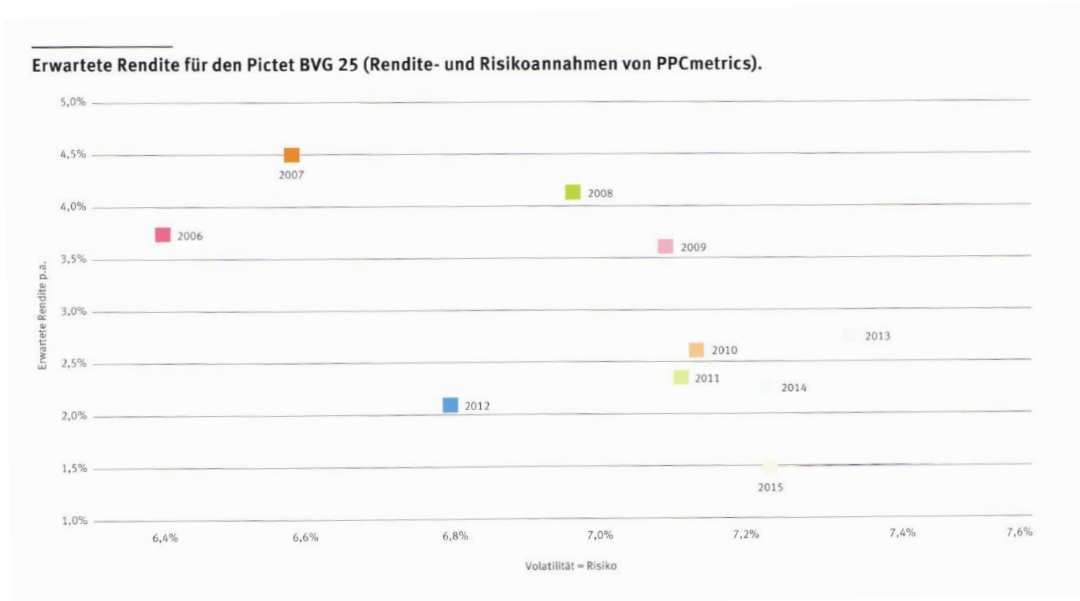
Tiefzinsphasen können mehr als 20 Jahre anhalten (Japan)



- Das aktuelle Zinsniveau liegt nahe beim natürlichen Zins plus Inflation: Bevölkerungswachstum plus Anstieg der Arbeitsproduktivität plus Inflation
- Keine Zinsdynamik ist auszumachen (Taylor-Rule)
- Säkulare Stagnation verbunden mit Nullinflation bedeuteten lang anhaltende Tiefzinsphase (Liquiditätsfalle, Bilanzrezession)

Mainstream Berater sehen Untergang des Systems

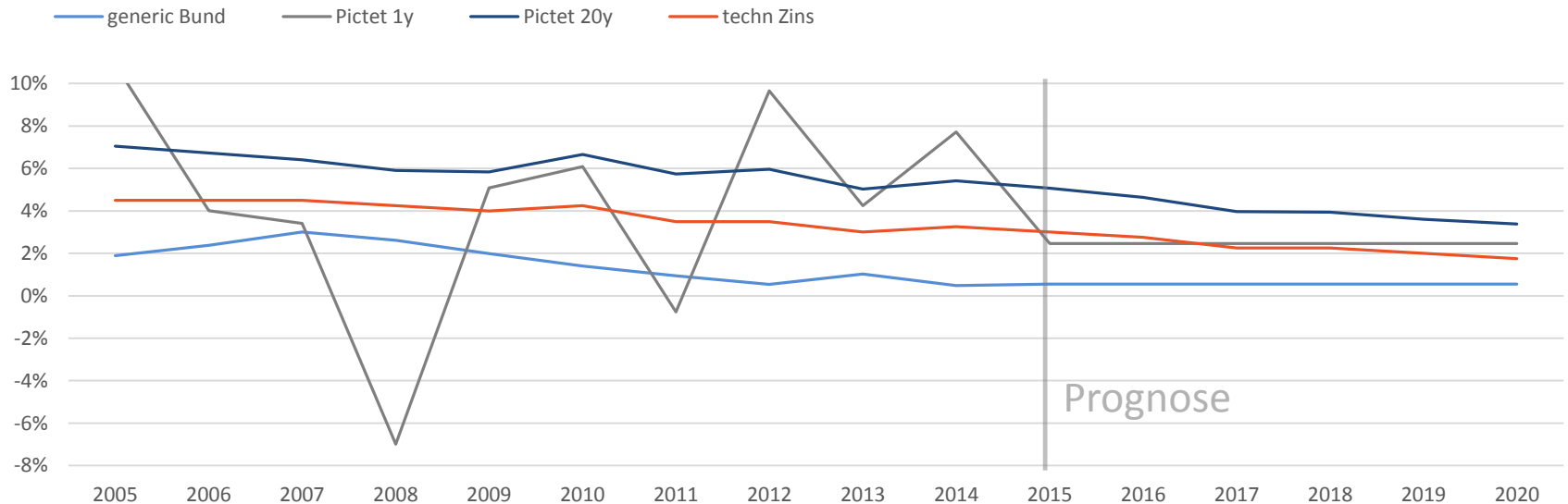
Die jüngsten Risiko/Ertrags – Erwartungen liegen markant unter technischem Zinssatz



- Die neusten Ertragsschätzungen sind mit einem sichtbaren Abschlag versehen
- Wir sehen keinen Trend zu dauerhaft höheren Risiken
- Drei politische Schlussfolgerungen müssen gezogen werden
 - Interne Umverteilung muss vorrangig behandelt werden
 - Die vorgeschlagenen WSR können im Normalfall nicht mehr gebildet werden
 - Bessere Diversifikation statt stetige Risikoerhöhung

Überlegungen zum technischen Zinssatz

Im Sinkflug Richtung 2%



- Fachrichtlinie Technischer Zinssatz (FRP 4) und die Folgen
 - Referenzzinssatz = $\frac{2}{3}$ x durchschnittliche Performance der letzten 20 Jahre in %
+ $\frac{1}{3}$ x Rendite für 10-jährige Bundesanleihen in %
- 0.5% Sicherheitsabschlag
- Kompromiss-Formel ist finanztheoretisch nicht fundiert; in Diskussion mit OAK
- Deckungsgrad-Illusion: Wertschwankungsreserven von 5 - 10% müssten theoretisch abgezogen werden
- Vieles spricht für einen technischen Zinssatz unter 2.0%

Interne Umverteilung muss reduziert werden

Das Finanzierungsrisiko einer PK wird systematisch unterschätzt

- Der Stiftungsrat muss bei der Festlegung der PK-Parameter (technischer Zinssatz, Umwandlungssatz, Anlageziele) die Autonomie zurückgewinnen
- Eine externe Vereinheitlichung durch OAK, Bundesrat und Experten sollte reduziert werden
- Technischer Zinssatz und BVG Minimalzins müssen angenähert werden
- Der BVG – Minimalzins ist jetzt auf einem ökonomisch sinnvollen Niveau (Inflation & Reallohnwachstum & Sparprämie); entspricht der Goldenen Zinsregel
- Umverteilung zugunsten der Rentner von jährlich rund 7 Mrd. ist systemwidrig
- Leistungsabbau wird offen diskutiert:
 - Zwangskapitalbezug bei Pensionierung (Reduktion Langleberisiko)
 - Einführung individueller Anlagestrategien für das überobligatorische Segment (1e Pläne)
 - Abschaffung BVG Minimalverzinsung
 - Garantien werden hinterfragt

Das traditionelle Risikomanagement stösst an Grenzen

Starre Vorgaben führen über die Zeit zu nachteiligem Risikoengagement

- Das traditionelle Risikomanagement einer Pensionskasse hat folgende Bausteine:
 - Eine Anlagestrategie mit fixen Gewichtungen für jede Anlagekategorie.
 - Festlegung notwendiger Kursschwankungsreserven, die in starken Börsenphasen geöffnet werden.
Faustregel: 3 x Anlagerisiken.
 - Anlagestrategie wird um enge taktische Bandbreiten erweitert.
 - Entscheidungsbasierte oder mechanische Regeln werden für Umschichtungen innerhalb des taktischen Spielraums definiert.
 - Auf Stufe der Anlagekategorien wird eine mehrheitlich passive Umsetzung festgelegt. Für die aktive Variante wird ein Risikobudget im Vergleich zum Index definiert, welches immer kleiner wird.
- Diese Form des Risikomanagements funktioniert, wenn Reserven vorhanden sind
- Im Unterdeckungsfall kommt dieser Ansatz unter Stress
- ⇒ Im Normalfall wird die Strategie durchgezogen – die Hoffnung auf eine Markterholung stirbt zuletzt
- ⇒ Anlagerisiken werden erhöht, wenn die Risikofähigkeit am kleinsten ist
- ⇒ Das traditionelle Risikomanagement reagiert mechanisch und im Nachhinein auf Marktveränderungen
- ⇒ Orientierung an fixen Gewichtungen und starren Benchmarks führt zu suboptimalen Risikoengagements über die Zeit

Bausteine für ein intelligentes Risikomanagement

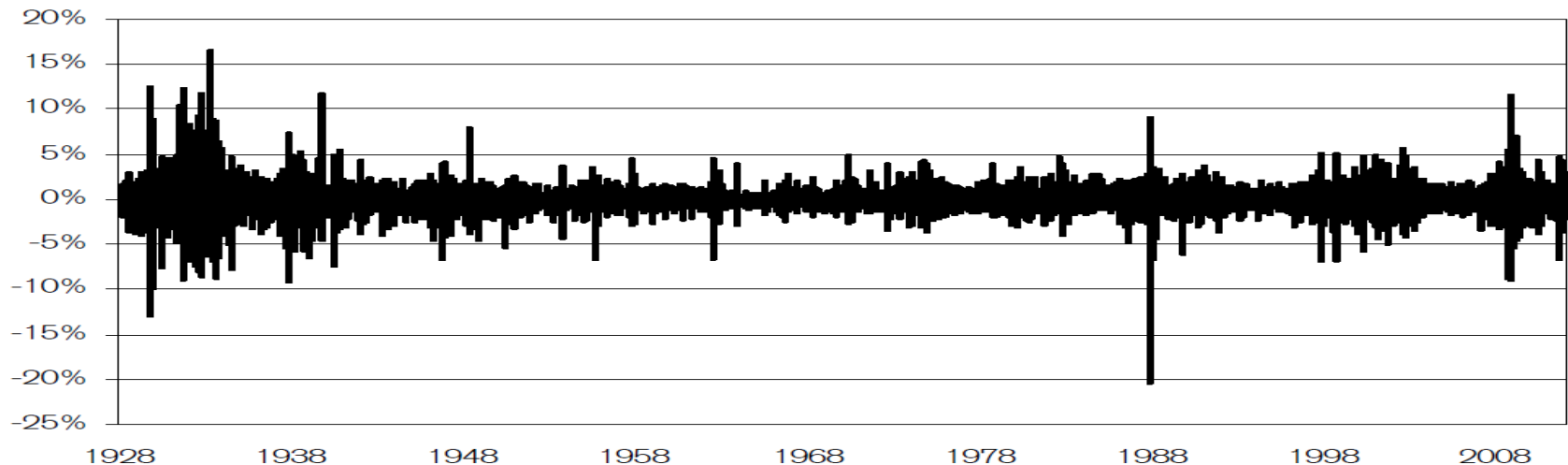
Aktuelle Wertschwankungsreserven und Marktrisiken bestimmen die Anlagetaktik

- Die Zielvolatilität, nicht die Gewichtung der Anlagekategorien wird fixiert
 - Aktueller Deckungsgrad bestimmt das Risikobudget
 - Aktienquote als Funktion der Risikofähigkeit und des durch den Stiftungsrat bestimmten Risikorahmens (z.B. durch Festlegung einer unteren Grenze für die Unterdeckung, falls die notwendigen Wertschwankungsreserven nicht geüfnet sind)
 - Aktuelle Marktrisiken fließen in die Festlegung der Anlagetaktik ein
 - Umschichtung in Cash oder risikoärmere Anlagekategorien bei Erhöhung der Marktschwankungen
 - Umschichtungen können auch mit einem taktischen Derivate Overlay eingeleitet werden
 - Notfall-Konzepte für den akuten Krisenfall werden vorbereitet (z.B. wenn ein Deckungsgrad von 103% unterschritten wird)
- ⇒ Die Erhaltung der Risikofähigkeit über den gesamten Börsenzyklus steht an erster Stelle
- ⇒ Anlagerisiken werden nur erhöht, wenn Marktchancen bestehen
- ⇒ Anlagetaktik hat höheren Stellenwert als die Strategie. Mehr Flexibilität wird verlangt

Die Annahme konstanter Risiken ist nicht haltbar

Perioden mit heftigen Schwankungen sind häufiger als man denkt

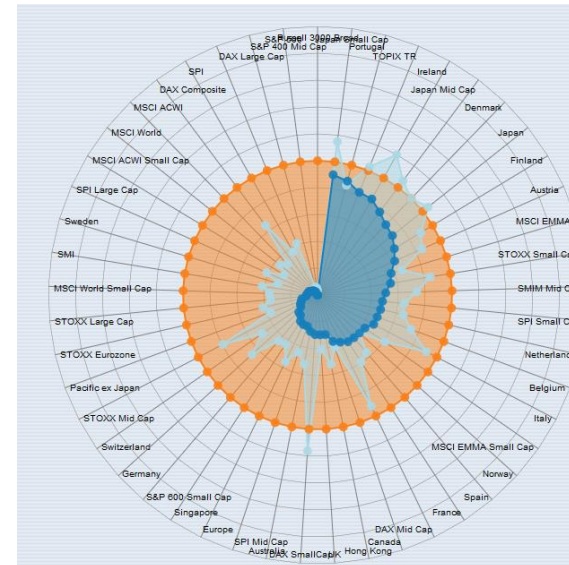
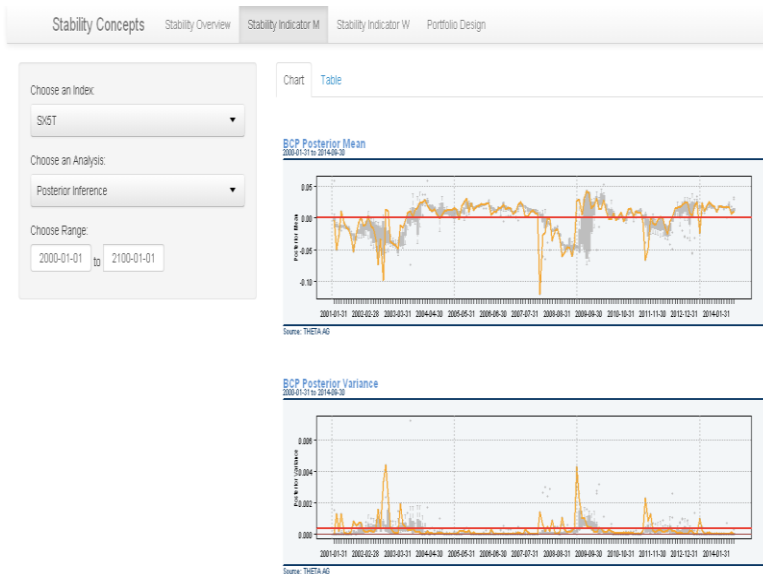
Tagesschwankungen S&P 500



- Das traditionelle Risikomanagement unterstellt konstante Risiken
- Regimewechsel bei den Schwankungen sind unter gewissen Bedingungen prognostizierbar
- Strukturbrüche bei den Risiken zu sehen ist einfacher als zukünftige Markterfolge zu schätzen
- In volatilen Phasen mit Marktturbulenzen sollten die Anlagerisiken verringert werden

Prognostizierbare Regimewechsel bei Marktschwankungen

Die Zeitreihenanalyse macht Fortschritte



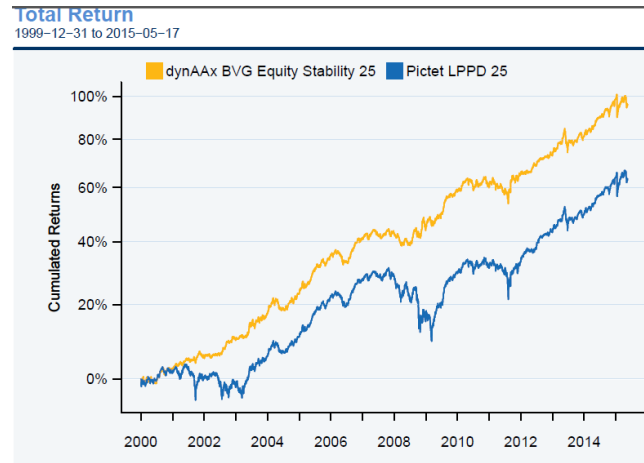
- Jede Korrektur hat eine Vorgeschichte und hinterlässt Spuren. Stabilitätstest nach Bayes Central Points stehen momentan in der Forschung im Vordergrund
- Ziel ist es, die Länge der Verlustperiode und die maximale Verlusthöhe zu minimieren
- Bei kurzfristigen Flash Crash ist man machtlos. Stabile Resultate können bei längeren Korrekturphasen erwartet werden

Pictet BVG Indices: Resultate im Vergleich

Bessere Risiko-/Ertragseigenschaften durch aktive Steuerung der Aktienallokation

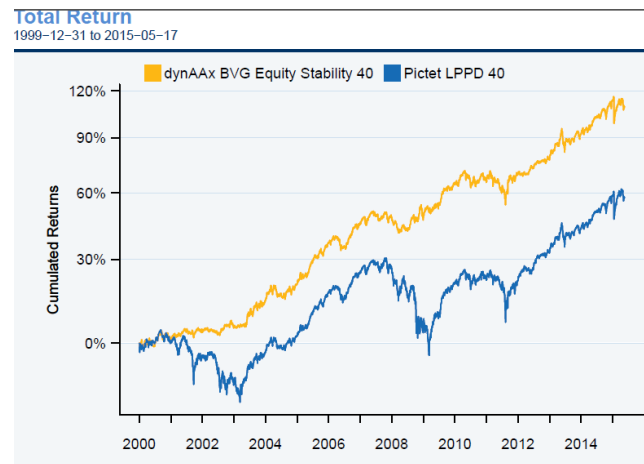
- Der Pictet BVG Index 25 **aktiv gesteuert** im Vergleich zum Pictet BVG Index 25:

	Gesamtrendite	Rendite p.a.	Volatilität p.a.
Pictet BVG Index 25	63.65%	3.23%	4.60%
Pictet BVG Index 25 aktiv gesteuert	90.10%	4.53%	3.70%
Stabilisationsprämie	26.45%	1.30%	-0.90%



- Der Pictet BVG Index 40 **aktiv gesteuert** im Vergleich zum Pictet BVG Index 40:

	Gesamtrendite	Rendite p.a.	Volatilität p.a.
Pictet BVG Index 40	58.25%	3.00%	7.10%
Pictet BVG Index 40 aktiv gesteuert	100.11%	4.90%	5.20%
Stabilisationsprämie	41.86%	1.90%	-1.90%



Deckungsgrad orientiertes Risikomanagement auf dem Vormarsch

Der Praxistest steht noch aus

- Deckungsgrad-abhängige Anlagetaktiken gewinnen bei grossen Pensionskassen langsam an Bedeutung
 - Mechanische Konzepte oder Trendfolgemodelle haben den Praxistest 2008 nur teilweise bestanden
 - Dynamische Absicherungen mit Optionen sind zu teuer
 - Die Deckungsgrad abhängige Absicherung muss mit einer Markteinschätzung kombiniert werden
 - Der Weg über die Risikoveränderung/Volatilitätstiming scheint die beste Lösung zu sein
 - Es gibt bessere und schlechtere Quant Methoden
 - Wir ziehen beim gegenwärtigen Stand der Forschung den BCP Ansatz vor. Systematische Modelle brauchen eine zu grosse Datenmenge
-
- ⇒ Es braucht grössere taktische Bandbreiten. Null Aktienrisiken muss erlaubt sein
 - ⇒ Taktik ist wichtiger als die Strategie. Flexibilität ist gefragt
 - ⇒ Wer Strukturbrüche schneller erkennt, erhält mehr Sicherheit und Stabilität

Ein Plädoyer für aktives Management

Vorsicht: höhere Komplexität und Illiquidität zahlen sich nicht immer aus

- Möglicher Mehrertrag durch aktives Management
 - Kein Nachzeichnen von undiversifizierten Indexrisiken
 - Bessere Indexauswahl
 - Bessere Diversifikation durch Satelliten Strategien
- Wo sind Mehrerträge möglich?
 - Aktien:
 - Small Cap Prämie
 - Taktische Gewichtung Schwellenländer
 - Neuere Stilprämie wie Momentum oder Low Volatility
 - Dividendenstrategien
 - Selektives Vorgehen im alternativen Teil
 - Obligationen:
 - Bonitätsspread
 - Satelliten: High Yield, Wandelanleihen, Senior Loans, EMMA Anleihen

Schraubstellen im Anlageprozess

Währungsabsicherung

- Strategische Hedge-Ratio
- Taktische Bandbreiten
- Aktiver Stil

TAA

- Enge oder weite Bandbreiten
- Mechanische Umschichtung
- Regelgebundene Umsetzung
- Dynamische Allokation

Risiko

- Buy and Hold
- Volatilitäts-Timing
- Managed Volatility
- Target Volatility
- Risk Parity

ALM-Ebene

- Festlegung Risikobudget
- Optimierung Risiko/Ertrag
- Aktive / Passive Umsetzung
- Kern / Satelliten-Konzept

Aktive Verwaltung

Liquidität

- Anteil illiquide Anlagen
- Taktische Liquiditätssteuerung

Aktien

- Stile (Grösse, Bewertung, Momentum, Volatilität)
- Sektoren
- Regionen/Länder
- Titelgewichtung

Obligationen

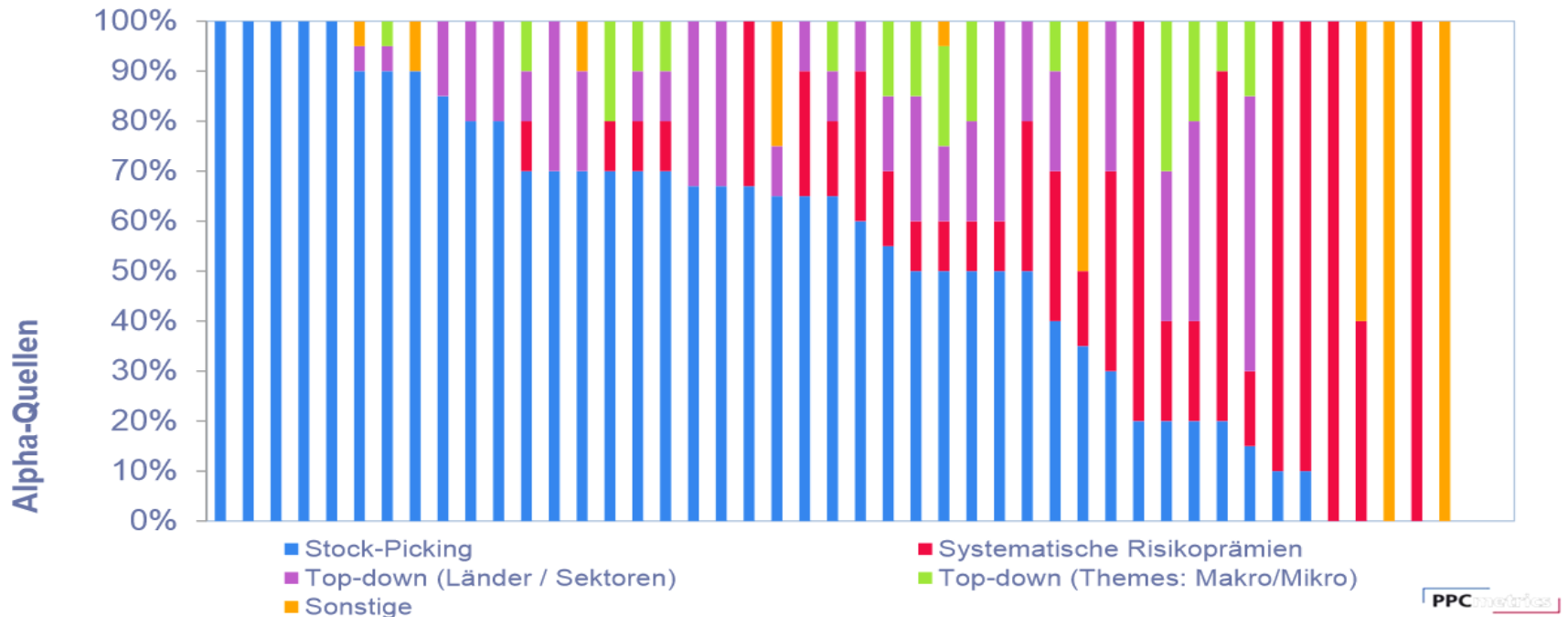
- Duration
- Kurvenallokation
- Bonität
- Sektoren

Immobilien

- Direkt/Indirekt
- Inland/Ausland
- Segment (Wohnbau versus Geschäftsimmobiliën)

Investitionsansatz

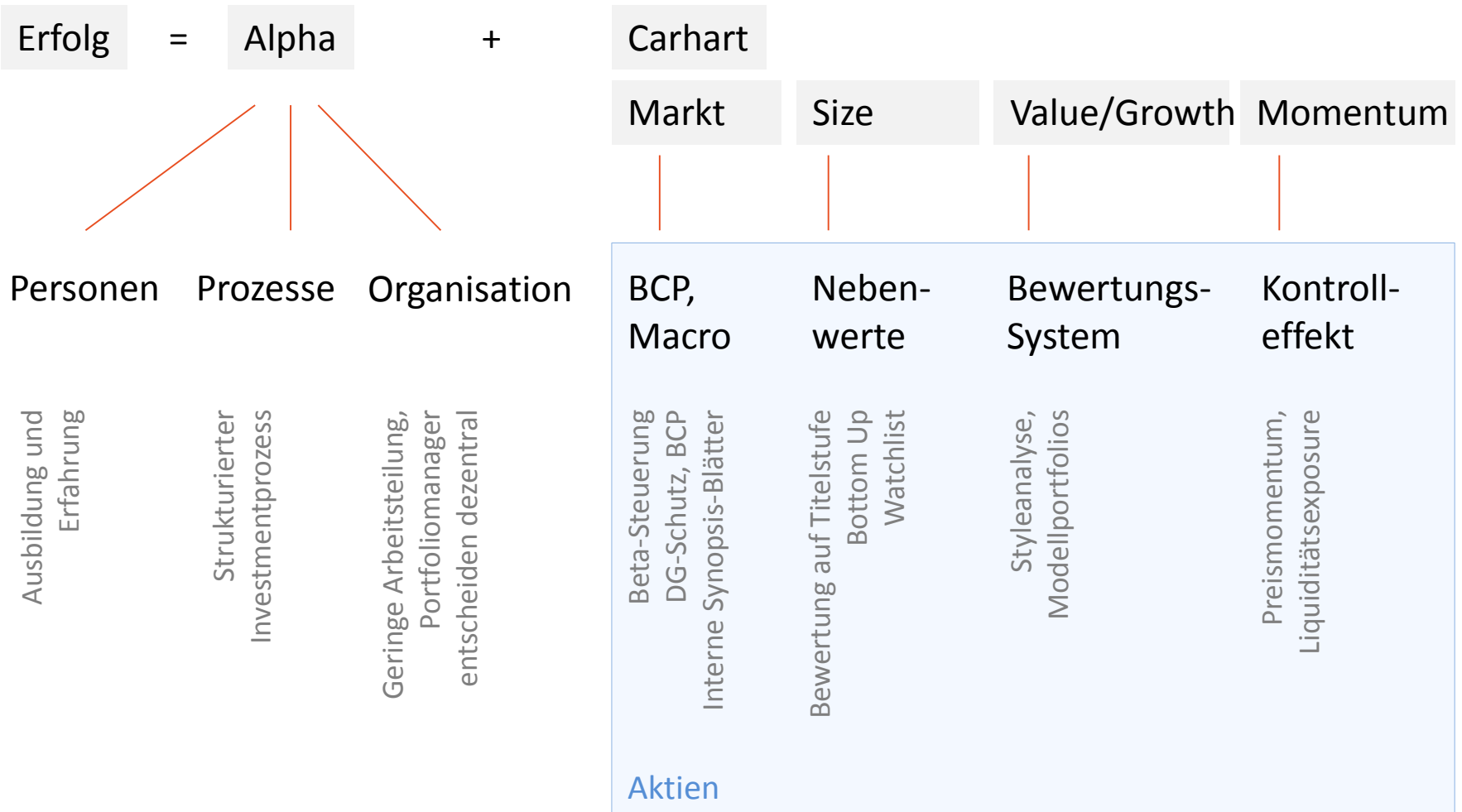
Die Mehrheit der Manager verfolgt einen fundamentalen Investitionsansatz



- Top-Down und Bottom-Up Ansätze dominieren die Anlagewelt
- Vom Top-Down Ansatz übernehmen wir die Szenarioanalyse
- Vom Bottom-Up Ansatz übernehmen wir die Titelkenntnis
- Die taktische Asset Allokation steuern wir mit Stabilitätstests
- Bewertungsdiskrepanzen suchen wir mit Faktormodellen bzw. Stilallokation

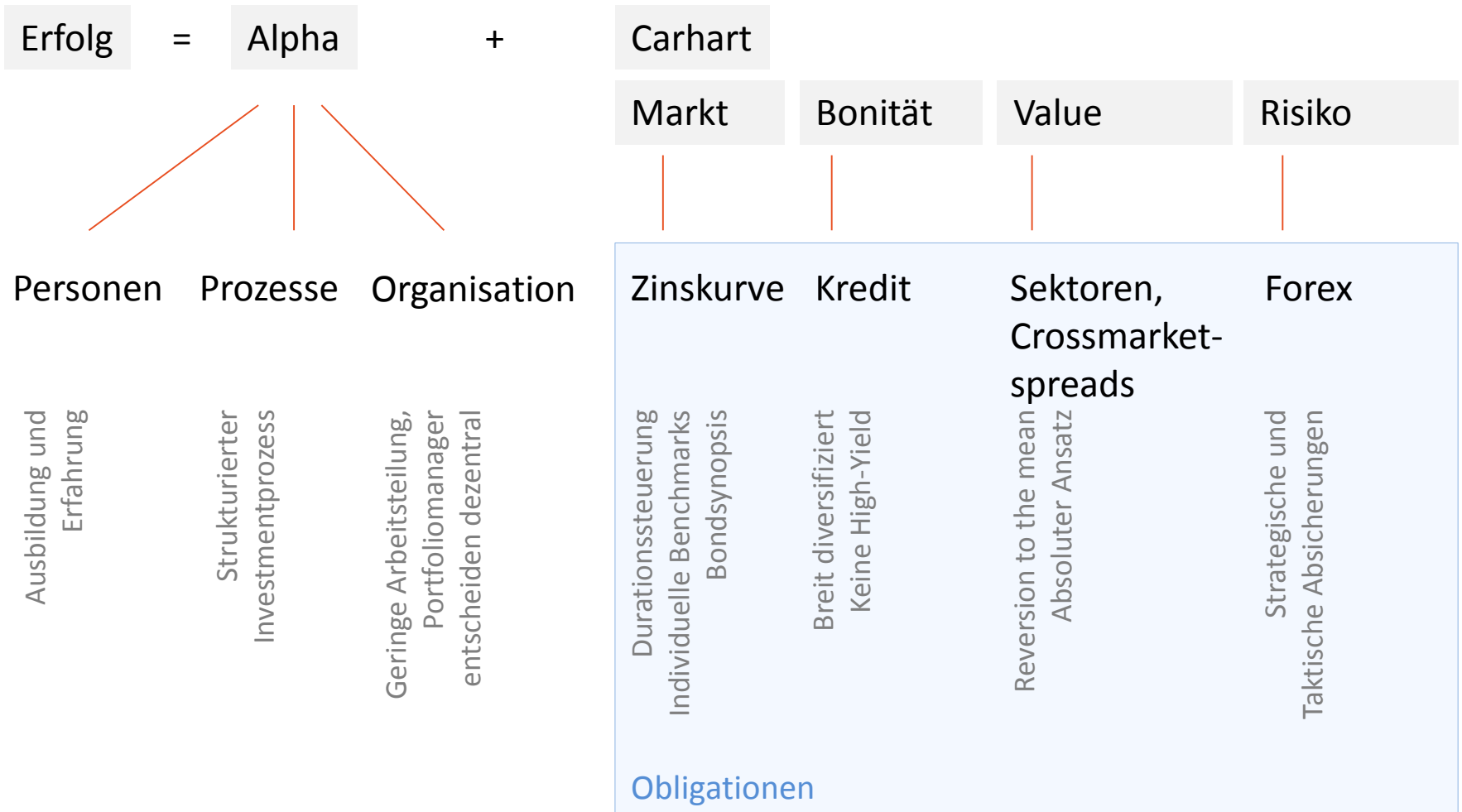
Faktorenmodell statt Markowitz mit passiver Umsetzung

Vorbild: Norwegischer Staatsfonds im Aktienbereich



Faktorenmodell statt Markowitz im Obligationensegment

Ineffiziente Indizes – Einbau von absoluten Ertragsüberlegungen



Was bringt eine Kombination von Deckungsgradmanagement und besserer Diversifikation

Auf allen Stufen optimalere Risiko / Ertragseigenschaften

Anlagekategorie	Renditeerwartung ALM	Erreichte Rendite 2004 - 2014	BM	VI Annahmen Neu	Risiko Kunde (BM)
Geldmarkt	0.3%	0%	0.78%	0.1%	0.3%
Obligationen CH	0.5%	2.6%	3.2%	-0.5%	2.7% (2.7)
Obligationen FW	1.5%	2.7%	1.9%	0.5%	6.2% (7.8)
Hypotheken	1.0%	2.6%	2.6%	1.0%	0.1% (0.1)
Immobilien CH	3.3%	5.6%	4.5%	3.5%	1.8% (0.1)
Aktien Schweiz	5.3%	8.8%	7.6%	5.0%	11.4% (12.4)
Aktien Ausland	6.8%	5.1%	4.7%	5.0%	15.5% (14.5)
Hedge Funds	3.2%	4.1%	2.6%	3.0%	8.3% (10.3)
Referenzkunde	3.5%	5.6%	4.4%	3.0%	3.64% (4.8)

- Erwartete Anlageresultate und direkte Rendite liegen über der Sollrendite
- Tatsächliches Risiko liegt um 1.2% unter der ALM Vorgabe
 - 2/3 der Risikoreduktion kommt vom Deckungsgrad - Schutz
 - Beitrag auf Stufe Anlagekategorie darf nicht unterschätzt werden
- Nachhaltigkeit der Renditeziele trotz «Säkularer Stagnation mit Nullinflation»