

# Rückschläge abschwächen

Pensionskassen halten 30% des Vermögens in Aktien. Dividenden und Wertpotenzial werden geschätzt, die Korrekturphasen des Aktienmarkts jedoch gefürchtet. Von Umschichtungsautomatismen wird ein taugliches Risikomanagement erwartet.

THOMAS HENGARTNER

Für die Vorsorgeeinrichtungen hat die Situation am Zinsmarkt schwere Folgen. Falsch gestellte behördliche Vorgaben zur Verzinsung und Rentenberechnung verursachen eine ungleiche Zuteilung des Anlageerfolgs auf die Anspruchsgruppen. Erschwerend kommt dazu, dass die traditionelle Glättung der Anlageerfolgsrisiken zunehmend in Frage gestellt ist.

Während der Korrektur der Aktienmärkte zu Jahresbeginn hat die Flucht der Investoren in die Zinspapiere staatlicher Emittenten deren Kurse hochgetrieben. Die Verteuerung der Staatsanleihen hat deshalb in einem Mischvermögen erneut einen Ausgleich bewirkt.

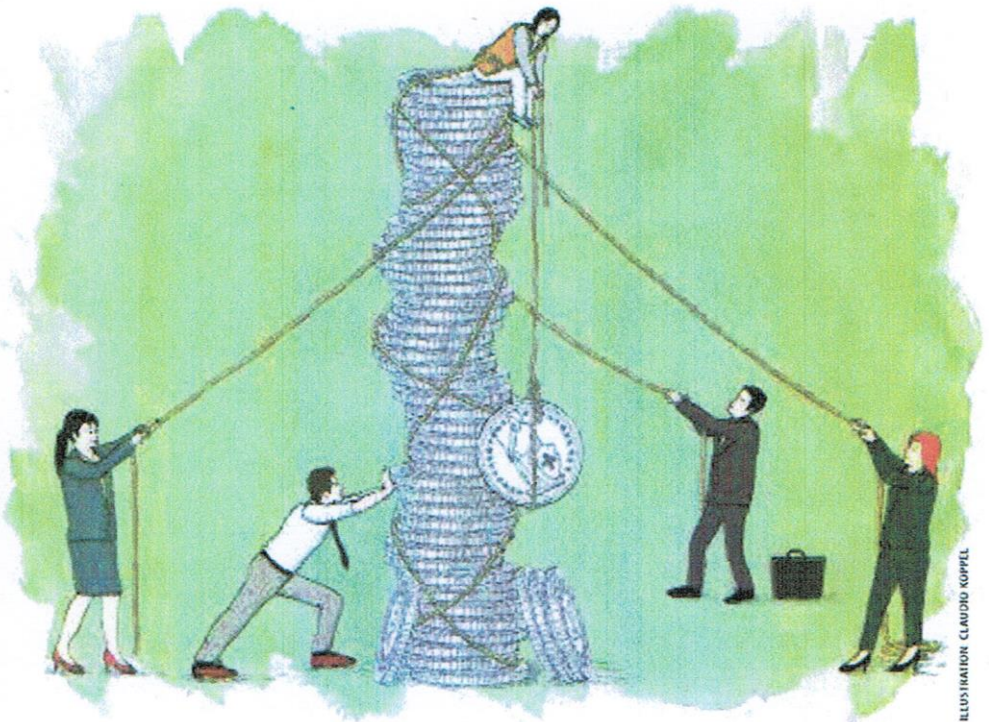
## Aktien-Obli-Ausgleich ausser Kraft

Die Verlässlichkeit dieses Sicherungskonzepts bzw. des Aktien-Obligationen-Ausgleichs dürfte jedoch abnehmen, warnt Jürg Schiller von VI Vorsorgeinvest. Dies sei besonders dann der Fall, wenn in den Kassenvermögen Staatsanleihen wegen der schmalen Renditeaussichten gemieden und deshalb innerhalb des Obligationensegments vermehrt in risikobehaftete Segmente des Anleihenmarkts – Unternehmensanleihen, hochverzinsliche Anleihen von Emittenten mit niedrigem Rating – umgeschichtet werde.

Anlagespezialisten raten den Vorsorgeeinrichtungen, die Schwere von Aktienmarktrückschlägen auf das Gesamtvermögen zu dämpfen. «Ein volatilitätsadjustiertes Momentum verknüpft die Messung der Preisschwankungen mit dem beobachtbaren Trend des Aktienmarkts. Das bringt taugliche Indikatoren hervor, wann die Risikoexposition des Aktien- oder Gesamtportefeuilles niedrig oder hoch ist», sagt Jean-Luc Gérard vom Vermögensverwalter Fundo.

Wesentlich sei, die 15- oder 20%igen Baissen zumindest teilweise zu vermeiden. «Wer dann weniger verliert, hat auf die lange Frist mehr verdient», betont Gérard. Pensionskassen müssten bereit sein, auch wesentliche taktische Unterallokationen in Aktien zu beschliessen bzw. vom gewählten Regelautomatismus abhängig zu machen. Die Transaktionskosten könnten durch Einsatz von Futures minimal gehalten werden.

Fundo erwartet über den mehrjährigen Zeitraum eine Mehrperformance gegenüber dem Vergleichsmassstab. «Besonders in Jahren ohne eigentlichen Börsentrend kann indes eine nachteilige Renditeabweichung resultieren», sagt Gérard, «aber langjährig zählen die vorteilhaften Wirkungen des Mechanismus.»



Diese Überlegungen dienen dem Ziel, die Vermögenswerte bestmöglich zur Deckung der Versicherungsverpflichtungen zu erhalten. Nicht unwesentlich ist, dass der ausgewiesene Deckungsgrad der Vorsorgeeinrichtungen aufgebläht ist und begrenzt Schutz bietet.

## Anleiheaufwertung ist trügerisch

Als Folge der Zinskurvenverschiebung bestehen nämlich massive Buchgewinne auf Anleihen. Seit dem Jahr 2000 gerechnet hätten sie den Deckungsgrad um etwa acht Prozentpunkte nach oben gehievt, sagt Heinz Rothacher vom Berater Complementa. Die negativen Effekte auf der Passivseite der Pensionskassen – insbesondere für die Diskontierung der fixen Rentenverpflichtungen – seien erst teilweise erfasst. Rothacher schätzt das Deckungsverhältnis aller Vorsorgeträger per Ende

2015 auf durchschnittlich 103%, nach 105,6% im Jahr zuvor. Hielten die Kassen die Obligationen im Bestand, werde der Zinscoupon jährlich «absorbiert» durch Abwertung der Obligationen in Richtung des Rückzahlungswerts. Würde zum bilanzierten Marktwert veräussert, müsste zu aktuell geringen Zinsen neu angelegt werden. «In beiden Fällen ist vorderhand auf den umfangreichen Zinsanlagen der Vorsorgebranche kein Renditebeitrag zu erwarten», schliesst Rothacher.

Im Schnitt haben Obligationen im Vermögen der Pensionskassen Ende März einen Anteil von 33%, wie dem neuesten Pensionskassenindex der Credit Suisse zu entnehmen ist. Weitere Schwerpunkte bilden Immobilienanlagen (mit einem Anteil von 23%) sowie in- und ausländische Aktien. Ihr Portfoliogewicht fiel im ersten Quartal von 31,1 auf 30,2% – vornehmlich als Folge der Aktienmarktkorrektur.