

## Vorsorgeeinrichtungen mit geschärftem Risikomanagement-Bewusstsein

# Strategie-Dynamiken zur Risikosteuerung

Wie effektiv sind dynamische Strategien für das Risikomanagement?

Welches sind die Chancen und Risiken? Konkrete Beispiele zeigen, in welcher Situation welches Vorgehen erfolgsversprechender ist.

Viele Pensionskassen stehen vor der Frage, ob dynamische Anlagestrategien Lösungen bieten, die Risiken zu steuern und das Vorsorgevermögen zu schützen. In der Praxis zeigen sich vor allem zwei Arten von Dynamiken.

### In Kürze

- > Das deckungsgradabhängige System schützt gegen unten, birgt aber hohe Komplexität und grossen Umschichtungsbedarf
- > Rebalancing ist im Mittel besser als dynamisches Hin-und-Her
- > Bei Unterdeckung hilft keine Dynamik, sondern nur ein Sanierungskonzept

### Deckungsgradabhängige Dynamik

Die konsequente Ausrichtung der Anlagetätigkeit auf die Risikofähigkeit führt zu einer dynamischen Anlagestrategie. Sinkt beispielsweise der Deckungsgrad als Mass für die Risikofähigkeit unter einen bestimmten Wert, wird auf eine risikoärmere Strategie mit einem geringeren Anteil an risikobehafteten Anlagen (unter anderem Aktien) gewechselt. Bei steigendem Deckungsgrad ist das Gegenteil der Fall.

### Rebalancing-Dynamik

Die Kasse wählt eine Strategie, mit der sie sich wohlfühlt und die sie auch unter widrigen Bedingungen durchzuziehen gewillt ist. Man nimmt dabei bewusst in Kauf, dass die Strategie nicht laufend auf die

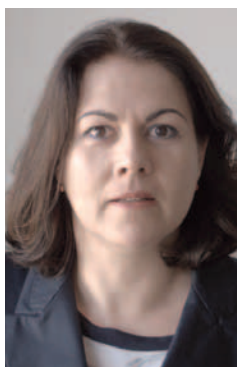
Risikofähigkeit ausgerichtet ist und dass das Renditepotenzial nicht immer mit der zu verfolgenden Zielrendite übereinstimmt. Auch hier ist in der Regel ein dynamisches Element eingebaut, nämlich über die Art des Rebalancings. So werden Verschiebungen der Kategoriengewichte aufgrund von Marktbewegungen meist nicht laufend, sondern erst nach Überschreiten vordefinierter Bandbreiten oder in einem fixen Rhythmus (zum Beispiel per Quartalsende) korrigiert. Dieses Zuwarten, bevor ein Rebalancing zurück auf die Strategie-Gewichte erfolgt, beinhaltet ebenfalls eine Dynamik.

### Prozyklisches und antizyklisches Anlageverhalten

Die deckungsgradabhängige Dynamik führt zu einem prozyklischen Verhalten: Bei hoch bewerteten Märkten und einem hohen Deckungsgrad wird in der Tendenz zusätzliches Markt-Risiko aufgebaut und umgekehrt. Die Rebalancing-Dynamik ist hingegen antizyklisch: Nach Marktanstiegen wird Risiko abgebaut und nach Markteinbrüchen Risiko zugekauft.

### Autoren

**Stephanie Spozio**  
Mitglied  
Geschäftsleitung,  
ECOFIN  
Investment  
Consulting AG



**Alexandra Künzi-Bay**  
Dr. oec. publ.,  
Senior Consultant,  
ECOFIN  
Investment  
Consulting AG

### Strategie-Dynamiken im Test

Die Chancen und Risiken der beiden Strategie-Dynamiken werden anhand von Simulationen illustriert.

- Dazu seien drei Anlagestrategien in Anlehnung an die Gewichtungen in den Pictet-BVG-Plus-Indizes 2005 definiert:
  - Neutrale Strategie: erwartete Rendite 3.5 Prozent, Risiko 6.5 Prozent.
  - Risikoärmere Strategie: erwartete Rendite 3 Prozent, Risiko 4.4 Prozent.
  - Risikoreichere Strategie: erwartete Rendite 4.2 Prozent, Risiko von 9.5 Prozent.
- Die Verpflichtungen wachsen mit 3.2 Prozent. Bei einem Deckungsgrad von weniger als 100 Prozent werden Sanierungsbeiträge erhoben und bei einem Deckungsgrad von über 125 Prozent Zusatzverzinsungen gewährt.
- Deckungsgradabhängige Dynamik: Es wird mit folgender Regel zwischen den Anlagestrategien gewechselt:
  - Deckungsgrad kleiner als 105 Prozent: risikoärmere Strategie
  - Deckungsgrads zwischen 105 und 108 Prozent: gradueller Übergang zwischen risikoärmerer und neutraler Strategie
  - Deckungsgrad zwischen 108 und 114 Prozent: neutrale Strategie,
  - Deckungsgrad zwischen 114 und 118 Prozent: gradueller Übergang zwi-

**Deckungsgrad (Median) und 90%-Quantile in Abhängigkeit vom Start-Deckungsgrad**

	Start-DG 110%	Start-DG 103%	Start-DG 90%
<b>Ausgangslage</b>			
Startpunkt DG-abhängige Dynamik	Neutrale Strategie	Start zwischen neutraler und risikoärmerer Strategie	Risikoärmere Strategie
Strategie für Rebalancing-Dynamik	Neutrale Strategie	Neutrale Strategie	Risikoärmere Strategie
<b>Deckungsgrad (Median) nach 5 Jahren</b>			
DG-abhängige Dynamik	108%	105%	97%
Rebalancing-Dynamik	112%	109%	98%
<b>90%-Quantil nach 5 Jahren (10% der Deckungsgrade sind tiefer als der Wert in der Tabelle)</b>			
DG-abhängige Dynamik	94%	92%	84%
Rebalancing-Dynamik	92%	88%	84%

- schen neutraler und risikoreicherer Strategie
- Deckungsgrad über 118 Prozent: risikoreichere Strategie
- Rebalancing-Dynamik: Die Anlagestrategie wird unter Annahme einer monatlichen Überwachung von weiten Bandbreiten durchgezogen.

**Wie abhängig sind die Ergebnisse vom Start-Deckungsgrad?**

Um dies herauszufinden, wurden die Simulationen für drei unterschiedlichen Start-Deckungsgrade durchgeführt: 110 Prozent, 103 Prozent und 90 Prozent.

Die Tabelle zeigt den Deckungsgrad (Median) und die 90 Prozent-Quantile in Abhängigkeit vom Start-Deckungsgrad. Bei einer deutlichen Unterdeckung (Startdeckungsgrad 90 Prozent) kommen Strategiewechsel kaum zum Tragen. Die risikoärmere Strategie ist implementiert; nur sehr selten findet ein Strategiewechsel statt. Das deckungsgradabhängige System bringt keinen Mehrwert.

Startet man mit einer Überdeckung, schützt das deckungsgradabhängige System auch nicht vor einer Unterdeckung. Es verhindert jedoch einen zu starken Abfall in die Unterdeckung (siehe Tabelle 90 Prozent-Quantile). Zusätzlich bietet es bei hohem Startdeckungsgrad (mit der Möglichkeit auf die risikoreichere Allokation zu wechseln) Potenzial nach oben. Eine deckungsgradabhängige Strategie kann sich somit für ausreichend finanzierte, aber schwer sanierbare Kassen lohnen.

**Häufige Strategiewechsel sind teuer**

In Zeiten von wirtschaftlicher Unsicherheit und Systemkrisen ist mit hoher Volatilität und somit mit raschen Strategiewechseln zu rechnen. Dann erweist sich die deckungsgradabhängige Dynamik als wenig erfolgversprechend. Es kann zu einem Treten an Ort bis hin zu einer Wertverminderung kommen, wenn man aufgrund von Markt-Sägezähnen im Bereich der Deckungsgrad-Schranken festgehalten wird.

Die Rebalancing-Dynamik schneidet im Mittel gleich gut oder besser ab als das deckungsgradabhängige System: Sie hat Stärken bei wenig extremen Entwicklungen und bei häufigen Schwankungen ohne klare Trends. Sie verzichtet jedoch auf einen Teil des Potenzials nach oben und ist in Extrem-Szenarien einem grösseren Verlustrisiko ausgesetzt.

Gerade im jetzigen Umfeld kann das Risiko, dass die Finanzmärkte keinem klaren Trend folgen, sondern häufig zwischen Konjunkturszenarien schwanken, als erheblich eingestuft werden. Dies bevorteilt die Rebalancing-Dynamik. Ein weiterer Vorteil besteht in ihrer Einfachheit. Zudem verursacht sie wenig Umschichtungsbedarf. Die erhobenen Sanierungsbeiträge beziehungsweise die gewährten Überverzinsungen fallen dabei in den gezeigten Beispielen ähnlich aus wie bei der deckungsgradabhängigen Dynamik.

**Fazit**

Für eine Kasse in Überdeckung kann eine laufende Ausrichtung auf die Risikofähigkeit Sinn machen. Mit einer deckungsgradabhängigen Strategiedynamik wird dann eigentliches Risikomanagement betrieben. Damit kann aber auch nicht verhindert werden, dass Sanierungen notwendig werden.

Ist die Kasse aber bereits in Unterdeckung, verspricht eine deckungsgradabhängige Dynamik wenig Erfolg. Ein auf die Kasse abgestimmtes Sanierungskonzept ist viel wichtiger. ■

Zwei ergänzende Grafiken zum Artikel finden Sie unter [www.schweizerpersonalvorsorge.ch/downloads](http://www.schweizerpersonalvorsorge.ch/downloads).