

Mit unsicheren Erträgen garantierte Leistungen finanzieren

Das Risiko der erwarteten Rendite

Der Stiftungsrat muss mit Annahmen operieren, um die Leistungen seiner Pensionskasse langfristig zu finanzieren. Dass die erwartete Rendite kaum je exakt in dieser Höhe eintritt, erstaunt nicht.

Die Leistungen einer Vorsorgeeinrichtung werden durch Sparbeiträge und Vermögensrenditen finanziert. Parameter wie Mindestzins, Umwandlungssätze und der technische Zins sind für die Sollrendite, die im Minimum zu erzielende Rendite, zentral.

Künftig erzielbare nominale Vermögensrenditen sind nur auf Basis der risikolosen Zinskurve hinreichend zuverlässig bekannt. Höhere Renditeziele erfordern das Eingehen von Anlagerisiken mit unsicherem Outcome.

Kernaufgabe des Stiftungsrats ist das Rendite-Risiko-Management

Der Stiftungsrat muss als oberster Risikomanager beurteilen, wieviel Anlagerisiko in welcher Art und in welchen Kombinationen einzugehen ist, um das Erfüllen der Leistungsziele möglichst verlässlich anzuvizieren. Die erwartete Rendite operationalisiert dabei einen statistischen Mittelwert im Raum der Möglichkeiten, die Ziele zu übertreffen oder sie zu verfehlen.

Im Asset-Liability-Management werden bei der Wahl der Anlagestrategie die entsprechenden Chancen und Risiken untersucht und abgewogen. Dabei gilt, dass je grösser, vielfältiger und komplexer die Anlagerisiken einer Anlagemöglichkeit sind, desto schwieriger es ist, Einigkeit über die erwartete Rendite und die mit ihr verbundenen Risiken zu erzielen.

Die Aufgabe des Stiftungsrats ist somit nicht trivial. Er benötigt einerseits möglichst objektive und realistische Planungsgrundlagen, um unterschiedliche Anlagestrategien hinsichtlich ihrer Rendite-Risiko-Eigenschaften quantitativ vergleichen zu können. Andererseits muss er akzeptieren, dass mit den Planungsgrundlagen nicht zu vernachlässigende Unschärfen verbunden sind.

Modell – und Beratterisiken einkalkulieren

Je nach angewandter Methode, Modell und Fachspezialist (Berater, Asset Manager etc.) fallen die Renditeerwartungen und damit auch eine auf die Sollrendite ausgerichtete Anlagestrategie unterschiedlich aus. Je höher beispielsweise die erwartete Rendite für Aktien angenommen wird, desto tiefer fällt bei gegebener Sollrendite die erforderliche Aktienquote aus.

Wie geht der Stiftungsrat damit um? Angesichts der Unsicherheiten sollte er das Finanzierungsgleichgewicht, d. h. die Übereinstimmung der erwarteten Rendite mit den zu finanzierenden Leistungszielen, mit Augenmass beurteilen und Modellrisiken sowie neben quantitativen auch qualitative Faktoren bei den Beurteilungen und Vergleichen explizit mitberücksichtigen.

Erwartete Rendite als Bewertungselement für Rentenleistungen

Der sachgemässe Umgang mit den Ermessensspielräumen wird dabei umso mehr zu einer Herausforderung, weil die erwartete (Netto-)Rendite eine aufsichts- und sozialpolitisch zentrale Grösse darstellt. Mit der erwarteten Rendite wird argumentiert, welche Leistungsniveaus finanzierbar sind.

Sie muss präzise definiert sein, denn gemäss Fachempfehlung FRP 4 muss der technische Zinssatz mit einer «angemessenen Marge» unter der erwarteten Nettorendite der Anlagestrategie liegen. Somit ist die erwartete Rendite als versicherungsmathematische, bewertungsrelevante und politische Grösse verankert, ungeachtet ihrer Verlässlichkeit.

Wie kann die Qualität der Planungsgrundlagen für die erwartete Rendite be-

Christian Fitze
ECOFIN Investment
Consulting AG



Stephanie Spozio
ECOFIN Investment
Consulting AG



urteilt werden? Sind Prognosen, die sich ex post auf den Punkt erfüllen, der relevante Massstab?

Ein solcher Treffer wäre zwar schön, aber zu viel verlangt, denn im Unterschied zum Blick in die Kristallkugel repräsentiert die erwartete Rendite lediglich einen unverzerrten Mittelwert der angenommenen statistischen Verteilung. Das heisst, die effektive Durchschnittsrendite über den Planungshorizont wird kaum je exakt der erwarteten Rendite entsprechen.

Ermitteln und Vermitteln der erwarteten Rendite

Die erwartete Rendite einer Anlagestrategie wird auf Basis der Eigenschaften der Bausteine (Anlagekategorien) ermittelt.¹ Ob Fundamentalmodell, Konsensusprognose oder Szenarioansatz – entscheidend ist, dass aus einer Beratung nicht nur die erwartete Rendite hervorgeht, sondern auch ein angemessener Umgang damit vermittelt wird (expectation management).

Zur Illustration zeigen die ersten zwei Grafiken per Anfang 2016 verwendete Rendite-Risiko-Annahmen für die wichtigen Anlagekategorien Obligationen Franken (SBI gesamt) und Aktien Welt (MSCI World, hedged in Franken). Dargestellt ist der Bereich der zu erwartenden Vermögensentwicklung. Der blaue Bereich zeigt das Risiko gemäss den unterstellten Annahmen. Darin sollten 90 % der Pfade verlaufen. Der effektive Verlauf bis und mit März 2022 ist rot dargestellt.

Ganz offensichtlich besteht bei den Obligationen eine weit bessere Verlässlichkeit der Performance-Entwicklung als bei den Aktien. Dies hängt damit zusammen, dass im Obligationenbereich das Zinsniveau respektive die Rendite auf Verfall eine recht gute Prognosekraft hat. Veränderungen des Zinsniveaus führen zu einem Wechselspiel zwischen Bewertungsänderungen (Duration) und angepassten Wiederanlageperspektiven, was die mittelfristig erzielbare Rendite glättet.

Bei den Aktien sind schwarz Vermögensentwicklungen mit unterschiedlichen erwarteten Renditen eingezeichnet. Es ist kaum zu beantworten, ob eine erwartete Rendite von 4%, 5% (2016 unterstelltes Prognosemittel) oder 6% «korrekt» gewesen wäre. Die zu erwartenden Schwankungen (Volatilität) sind zu gross, um aus der Realisierung eine schlüssige Aussage abzuleiten.

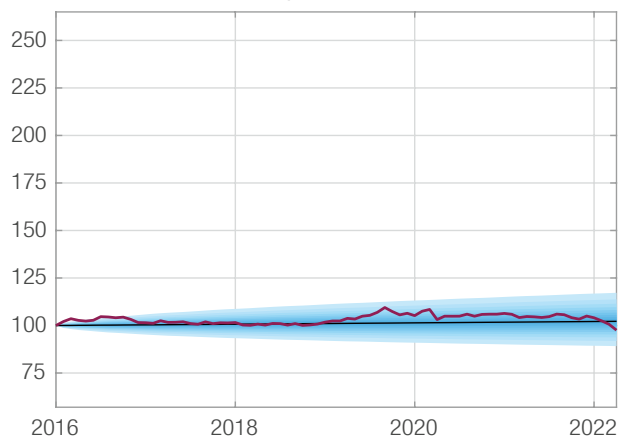
Eine Kontroverse besteht auch bei längeren Anlagehorizonten. Investoren und Forscher argumentieren, dass die Durchschnittsrenditen von Aktien im länge-

¹ In der Akzentausgabe 07/20 der «Schweizer Personalvorsorge» findet sich ein Überblick über gängige Ansätze für das systematische Bilden von Ertragsersparungen für diversifizierte Anlagekategorien.

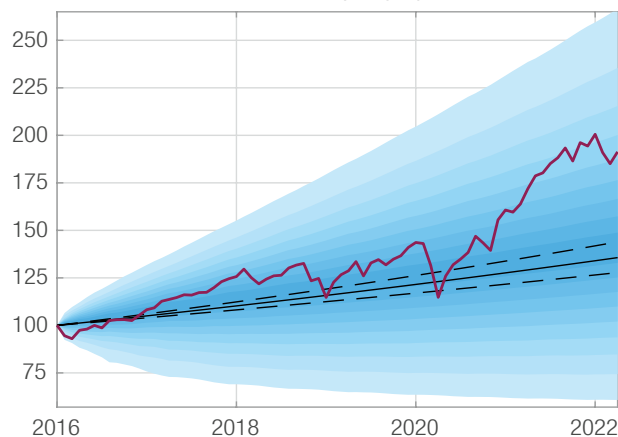
TAKE AWAYS

- Renditeannahmen für einzelne Annahmekategorien sind zur Erarbeitung einer Anlagestrategie notwendig, aber mit grossen Unsicherheiten belastet.
- Die erwartete Rendite repräsentiert lediglich einen Mittelwert der angenommenen statistischen Verteilung. Die effektive Durchschnittsrendite über den Planungshorizont wird kaum je exakt der erwarteten Rendite entsprechen.
- Im Gesamtportfolio sind die Abweichungen vom Mittelwert in der Regel geringer als bei den einzelnen Anlagekategorien.

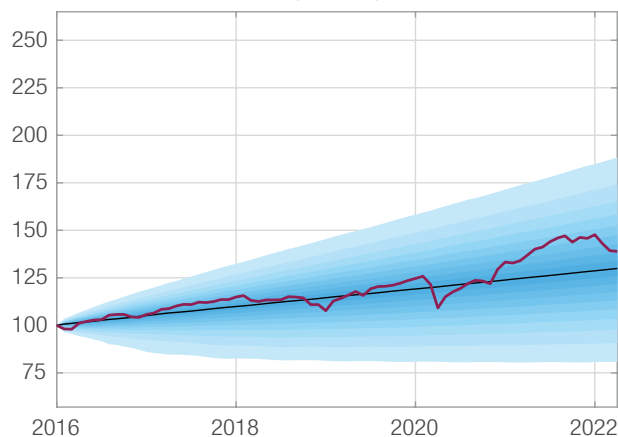
Obligationen CHF



Aktien Welt (hedged)



Anlagestrategie



ren Anlagehorizont immer sicherer und nicht wie dargestellt immer unsicherer würden (Mean Reverting). Somit würden die langfristigen Sanierungsrisiken von Strategien mit hohen Aktienquoten systematisch überschätzt. Man kann diesen Investment Beliefs zu Aktien vertreten, nur wirken sich dann Fehler bei der Vorhersage der erwarteten Rendite entsprechend stärker aus.

Stabilere Prognosen fürs Gesamtportfolio

Bei der Investition in viele Anlagekategorien diversifizieren sich die Fehlanahmen bei den erwarteten Renditen einzelner Kategorien bis zu einem gewissen Grad. Dieser Ausgleich kann aller-

dings nicht erwartet werden, wenn die Anlagestrategie mit «falschen» erwarteten Renditen auf Basis von rein quantitativen Optimierungen ermittelt wird. Kleine Fehler bei den erwarteten Renditen können zu sehr suboptimalen Portfolios führen.

In der dritten Grafik ist die realisierte Vermögensentwicklung einer repräsentativen, dazumal festgelegten Anlagestrategie mit monatlichem Rebalancing dargestellt. Obwohl das Performance-Bild der Erwartung relativ gut entspricht, erscheint es mit Blick auf das Risiko der erwarteten Rendite verwegen, daraus zentrale Parameter wie den technischen Zinssatz und die Umwandlungssätze mechanistisch abzuleiten. ■

Financer des prestations garanties avec des rendements incertains

Le risque du rendement attendu

Le conseil de fondation doit se baser sur des hypothèses pour financer à long terme les prestations de sa caisse de pensions. Il n'est pas étonnant que les rendements attendus ne se situent pratiquement jamais au niveau anticipé.

Les prestations d'une institution de prévoyance sont financées par les cotisations d'épargne et les rendements de la fortune. Des paramètres tels que le taux d'intérêt minimal, les taux de conversion et le taux d'intérêt technique sont essentiels pour le rendement théorique, le rendement à atteindre au minimum.

Les rendements nominaux futurs des actifs ne sont connus de manière suffisamment fiable que sur la base de la courbe des taux sans risque. Des objectifs de rendement plus élevés nécessitent de prendre des risques de placement dont le résultat est incertain.

La tâche principale du conseil de fondation est la gestion du rendement et des risques

En tant que gestionnaire suprême des risques, le conseil de fondation doit évaluer la quantité de risque de placement à prendre, de quelle manière et dans quelles combinaisons, afin de viser la réalisation des objectifs de performance de la manière la plus fiable possible. Le rendement attendu représente une valeur moyenne statistique dans l'espace des possibilités de dépasser ou de ne pas atteindre les objectifs.

Dans le cadre de la gestion actif-passif, les opportunités et les risques sont examinés et pesés lors du choix de la stratégie de placement. Plus les risques d'une option de placement sont importants, variés et complexes, plus il est difficile de s'entendre sur le rendement attendu et les risques qui y sont liés.

La tâche du conseil de fondation n'est donc pas triviale. D'une part, il a besoin de bases de planification aussi objectives et réalistes que possible afin de pouvoir comparer quantitativement différentes

stratégies de placement en termes de caractéristiques de rendement et de risque. D'autre part, il doit accepter que les bases de planification comportent des imprécisions non négligeables.

Prendre en compte les risques liés au modèle et au conseiller

Selon la méthode utilisée, le modèle et le spécialiste (conseiller, gestionnaire d'actifs, etc.), les attentes en matière de rendement et donc la stratégie de placement axée sur le rendement théorique diffèrent. Par exemple, plus le rendement attendu des actions est supposé élevé, plus la part d'actions nécessaire sera faible pour un rendement théorique donné.

Comment le conseil de fondation gère-t-il cette situation? Compte tenu des incertitudes, il devrait évaluer avec discernement l'équilibre du financement, c'est-à-dire la concordance entre le rendement attendu et les objectifs de prestations à financer, et prendre explicitement en compte les risques de modèle ainsi que des facteurs non seulement quantitatifs mais aussi qualitatifs lors des évaluations et des comparaisons.

Le rendement attendu comme élément d'évaluation des prestations de rente

L'utilisation appropriée des marges d'appréciation constitue un défi d'autant plus grand que le rendement (net) attendu est une valeur centrale en matière de surveillance et de politique sociale. Le rendement escompté sert d'argument pour déterminer les niveaux de prestations qui peuvent être financés.

Il doit être défini avec précision, car selon la directive technique DTA 4, le taux d'intérêt technique doit être infé-

rieur au rendement net escompté de la stratégie de placement, avec une «marge appropriée». Ainsi, le rendement attendu est ancré comme une grandeur actuarielle, pertinente pour l'évaluation et politique, indépendamment de sa fiabilité.

Comment peut-on évaluer la qualité des bases de planification pour le rendement attendu? Les prévisions qui se réalisent ex post à la virgule près sont-elles le critère pertinent?

Une telle réussite serait certes belle, mais trop exigeante, car contrairement à un regard dans la boule de cristal, le rendement attendu ne représente qu'une valeur moyenne non déformée de la distribution statistique supposée. Cela signifie que le rendement moyen effectif sur l'horizon de planification ne correspondra pratiquement jamais exactement au rendement attendu.

Déterminer et communiquer le rendement escompté

Le rendement attendu d'une stratégie de placement est déterminé sur la base des caractéristiques des éléments constitutifs (classes d'actifs).¹ Qu'il s'agisse d'un modèle fondamental, de prévisions par consensus ou d'une approche par scénarios, il est essentiel que le conseil ne fasse pas seulement apparaître le rendement attendu, mais qu'il transmette également une gestion raisonnable de celui-ci (expectation management).

A titre d'illustration, les deux premiers graphiques (page 54) montrent des hypothèses de rendement/risque utilisées au début de l'année 2016 pour les principales classes d'actifs, à savoir, les obligations en francs (SBI total) et les actions mondiales (MSCI World, hedged en francs). La zone représentée est celle de l'évolution attendue de la fortune. La zone bleue indique le risque selon les hypothèses retenues. C'est dans cette zone que devraient se situer 90% des trajectoires. L'évolution effective jusqu'en mars 2022 inclus est représentée en rouge.

Il est évident que l'évolution de la performance des obligations est bien plus fiable que celle des actions. Cela s'explique par le fait que, dans le domaine des obligations, le niveau des taux d'intérêt et le rendement à l'échéance ont un très bon pouvoir prédictif. Les variations du niveau des taux d'intérêt entraînent une interaction entre les modifications de l'évaluation (durée) et les perspectives de réinvestissement adaptées, ce qui permet de lisser le rendement réalisable à moyen terme.

Pour les actions, l'évolution de la fortune est représentée en noir avec différents rendements attendus. Il n'est guère possible de répondre à la question de savoir si un rendement attendu de 4%, 5% (moyenne de prévision supposée en 2016) ou 6% aurait été «correct». Les fluctuations attendues (volatilité) sont trop importantes pour pouvoir tirer un enseignement concluant de la réalisation.

Il existe également une controverse sur les horizons de placement plus longs. Les investisseurs et les chercheurs affirment que les rendements moyens des actions deviennent de plus en plus sûrs sur un horizon de placement plus long, et non de plus en plus incertains comme cela est présenté (retour à la moyenne). Ainsi, les risques d'assainissement à long terme des stratégies avec des parts d'actions élevées seraient systématiquement surestimés. On peut défendre cette opinion sur les actions, mais les erreurs dans la prévision des rendements attendus ont alors un impact plus important.

Des prévisions plus stables pour l'ensemble du portefeuille

Lorsque l'on investit dans de nombreuses catégories d'actifs, les hypothèses erronées concernant les rendements attendus de certaines catégories se diversifient dans une certaine mesure. Cette compensation ne peut toutefois pas être attendue si la stratégie de placement est déterminée avec des rendements attendus «erronés» sur la base d'optimisations purement quantitatives. De petites erreurs dans les rendements attendus peuvent conduire à des portefeuilles très sous-optimaux.

TAKE AWAYS

- Les hypothèses de rendement formulées pour les différentes classes d'actifs sont nécessaires à l'élaboration d'une stratégie de placement, mais elles sont entachées de grandes incertitudes.
- Le rendement attendu ne représente qu'une valeur moyenne de la distribution statistique supposée. Le rendement moyen effectif sur l'horizon de planification ne correspondra pratiquement jamais exactement au rendement attendu.
- Dans le portefeuille global, les écarts par rapport à la moyenne sont généralement moins importants que dans les classes d'actifs individuelles.

Le troisième graphique présente l'évolution réalisée de la fortune d'une stratégie de placement représentative, définie à l'époque, avec un rééquilibrage mensuel. Bien que le tableau de la performance ait été relativement conforme aux attentes, il semble audacieux, compte tenu du risque lié au rendement attendu, d'en déduire de manière mécanique des paramètres centraux tels que le taux d'intérêt technique et les taux de conversion. |

Christian Fitze
Stephanie Spozio

¹ Dans l'édition 07/20 de la «Prévoyance Professionnelle Suisse» se trouve un aperçu des approches courantes pour la formulation systématique d'attentes de rendement pour des classes d'actifs diversifiées.