

SCHWEIZER
PERSONAL
VORSORGE

PREVOYANCE
PROFESSIONNELLE
SUISSE

Inhalt Schwerpunkt Kapitalanlagen | Operative Herausforderungen
Contenu Placements | Défis opérationnels

Sonderausgabe / Edition spéciale 2020



vps.epas

Wissen vermitteln.
Menschen vernetzen.



Erste Erkenntnisse aus der Krise
Premiers enseignements de la crise



vps.epas

vps.epas-Impulse

Tagung zur Unterstützung der Eigenverantwortung in der 2. Säule

Donnerstag, 12. November 2020, Zürich

Unsere Herbsttagung greift aktuelle Probleme und Fragestellungen von Praktikern auf und liefert Anregungen zu Umsetzungen. Praktische Umsetzungsfragen und Fallbeispiele stehen im Zentrum der Referate.

Begrüssung

Markus Nievergelt, lic. iur., Präsident des Verwaltungsrats vps.epas

Anlagefragen

USA im Zeitalter von Corona und den Wahlen 2020: Folgen für Schweizer Pensionskassen

Stefan Kull, Dr. oec. HSG, Dozent Hochschule Luzern Wirtschaft

Auf der Suche nach Renditemöglichkeiten – wie kann die Gefahr der Fehlallokation vermieden werden?

Marianne Fassbind, lic. oec. publ., Partner Dynamicsgroup, Stiftungsrätin

Fragen an die Referenten

Peter Schnider, Dr. phil. I, Direktor vps.epas

Umsetzungs- und Führungsfragen

EL-Reform und Weiterversicherung

Jovana Janjusic, Aktuarin SAV, c-alm

Bildung und Auflösung von Rückstellungen für Umwandlungssatzsenkungen und Pensionierungsverluste

Patrick Spuhler, Pensionskassenexperte, Partner, Prevanto Basel

Risiko Invalidität für die 2. Säule

Benno Ambrosini, Pensionskassenexperte, Managing Director, Libera AG

Unterdeckung und ihre Folgen

André Egli, zugelassener Revisionsexperte, Partner Balmer-Etienne AG

Milizorgane: Aktuelle Herausforderungen und Lösungsvorschläge

Markus Freitag, Professor für politische Soziologie, Universität Bern

Fragen an die Referenten

Peter Schnider

Weitere Informationen finden Sie unter vps.epas.ch.
Programmänderungen vorbehalten.

Ort
Technopark Zürich,
Technoparkstrasse 1,
8005 Zürich

Zeit
08.30 – 12.50 Uhr,
anschliessend Mittagessen

**Kosten, Credit Points und
Anmeldung unter vps.epas.ch**

Auskünfte
Simone Ochsenbein
+41 (0)41 317 07 23
so@vps.epas.ch
vps.epas.ch

Partner/Credit Points



So richtig

Wie so viele arbeitete ich diesen Frühling über Monate im Homeoffice. Als ich eines Morgens wieder an meinem Laptop sass, fragte mich meine siebenjährige Tochter, was eigentlich mein Beruf sei. Ich sagte ihr, ich sei Journalist. «Ich meine, was für ein Beruf», hakte sie nach. Ich erklärte ihr, dies sei mein Beruf, begann zu erklären, dass ich Texte schreibe und ... «Nein, so richtig!», insistierte sie. Mir wurde klar, dass sie Berufsbilder wie Schreiner, Ärztin oder Polizist vor Augen hatte, während sie mich den ganzen Tag am Laptop sitzen und gelegentlich telefonieren sah – also schwerlich «so richtig» arbeiten.

Meine Tochter traf damit zufällig die Überzeugung, die viele Führungspersonen bis Anfang 2020 hatten: Im Homeoffice kann man nicht «so richtig» arbeiten. Dieses Bild änderte sich im Verlaufe des Frühlings. Vom KMU bis zum Grossunternehmen erbrachten die Mitarbeitenden den Tatbeweis, dass diese Arbeitsweise funktioniert. Was brachte das Corona-Jahr darüber hinaus noch für Erkenntnisse? Themen wie das seltsame Nebeneinander von Polarisierung und Solidarisierung der Gesellschaft stehen in dieser Sonderausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» nicht im Zentrum, auch wenn sie «so richtig» wichtig sein mögen. Auf den kommenden 80 Seiten lesen Sie vielmehr, was Sie für Ihre Führungsfunktion in einer Pensionskasse konkret aus diesem Krisenjahr mitnehmen können. Anzufügen ist, dass die Artikel und Interviews bis Anfang Oktober verfasst wurden. Die Wucht der zweiten Welle zeichnete sich da noch nicht ab.

Der Schwerpunkt dieses Hefts liegt auf Anlagethemen. Hier zeigte der Markteinbruch im Frühling insbesondere, wie wichtig es für Stiftungsräte und Anlagengremien ist, auch in wilden Situationen kühlen Kopf zu behalten und sich an die Vorgehensweisen zu halten, die man in ruhigeren Zeiten beschlossen hat. Auch für die Märkte selber war es ein interessanter Test: Welche Anlagen bleiben liquide? Wie steht es um illiquide, alternative Anlagen? Wie bewähren sich ETF als Anlageinstrument in volatilen Zeiten? Über den Anlagebereich adressieren wir auch weitere Themen. So geben Vertreterinnen und Vertreter von Branchenspensionskassen und der Aufsichtsbehörden Einblick, welche speziellen Herausforderungen sie dieses Jahr zu meistern hatten und haben.

In einem Gespräch mit dem Wirtschaftshistoriker Tobias Straubhaar erweitern wir den Blick über die Pensionskassen-Perspektive hinaus. Bei aller Heftigkeit der wirtschaftlichen Verwerfungen dürfte die aktuelle Krise längerfristig wenig so richtig ändern, meint Straubhaar. Was die Erholung angeht, unterstreicht er, dass weder Notenbanken noch Staaten die Wirtschaft aus der Krise führen können. Sie können zwar helfen, eine Negativspirale zu vermeiden. Aus dem Sumpf ziehen muss die Wirtschaft sich aber letztlich selber. Dies gilt auch für Pensionskassen: Ihr Schicksal liegt nicht in den Händen von Politikerinnen oder Bankern, sondern in Ihren Händen, geschätzte Leserinnen und Leser. Diese Erkenntnis ist nicht neu, wurde aber durch die aktuelle Krise einmal mehr bestätigt.



Kaspar Hohler,
Chefredaktor «Schweizer Personalvorsorge»

Une information compétente pour les membres d'œuvres de prévoyance.



La revue pour les organes des œuvres de prévoyance et les employeurs affiliés à une institution collective ou commune.

Pour les institutions de prévoyance collectives et communes, offrir une information compétente au nombre grandissant de leurs affiliations, grandes ou petites, n'est pas toujours simple. Notre nouvelle revue électronique mensuelle «Focus Prévoyance» leur facilite la tâche.

- Focus Prévoyance peut être souscrit par les institutions collectives qui transmettent ensuite la publication aux membres des œuvres de prévoyance.
- Focus Prévoyance n'est disponible que sur support électronique pour en faciliter la diffusion dans les entreprises affiliées.
- Focus Prévoyance ne contient pas de publicité tierce. En revanche, ses pages sont ouvertes aux communications ou annonces publicitaires des institutions collectives et communes qui sont abonnées à la revue.

«Focus Prévoyance» est une publication des Editions EPAS. Intéressés? Nous vous fournirons très volontiers de plus amples précisions: Patricia Bärtschi Schmid, T +41 (0)41 317 07 24, pbs@vps.epas.ch

Editions EPAS Prévoyance Professionnelle et Assurances Sociales SA, CH-6002 Lucerne, T +41 (0)41 317 07 07, info@vps.epas.ch, vps.epas.ch

Kaspar Hohler rédacteur en chef de la «Prévoyance Professionnelle Suisse»

Pour de vrai

Comme beaucoup d'autres, j'ai travaillé à domicile pendant des mois ce printemps. Un matin, alors que je venais de m'installer devant mon portable, ma fille de sept ans m'a demandé quel était mon métier. Je lui ai répondu que j'étais journaliste. «Non, je veux savoir quelle est ta profession, ce que tu fais», a-t-elle insisté. Je lui ai expliqué que c'était ça, ma profession, que j'écrivais des textes et... «Non, ce que tu fais vraiment!» m'a-t-elle à nouveau interrompu. Je me suis rendu compte que dans son esprit, le charpentier, le médecin ou le policier travaillaient «pour de vrai», alors que moi, elle me voyait toute la journée devant mon laptop – et parfois au téléphone – ce qui, à ses yeux, ne compte manifestement pas comme vrai travail.

En pensant de la sorte, ma fille rejoignait par hasard une conviction que de nombreux dirigeants nourrissaient jusqu'au début de 2020: à la maison, on ne peut pas travailler «pour de vrai». Une conviction qui a été bousculée dans le courant du printemps. Des PME aux grosses sociétés, les collaboratrices et collaborateurs ont fourni la preuve que cette façon de travailler pouvait fonctionner. Quels autres enseignements l'année du coronavirus nous a-t-elle apportés? Des sujets tels que la coexistence bizarre entre polarisation et solidarisation de la société ne sont pas au centre de ce numéro spécial de la «Prévoyance Professionnelle Suisse», même s'ils sont «pour de vrai» très importants. Dans les pages 80 qui suivent, vous lirez plutôt quelles leçons vous pouvez retenir de cette année de crise dans votre fonction dirigeante d'une caisse de pensions. Il convient d'ajouter que les articles et les interviews ont été rédigés au début du mois d'octobre. A l'époque, rien ne laissait encore présager l'amplitude de la deuxième vague.

L'accent repose sur des sujets liés aux placements. Ainsi, l'effondrement du marché au printemps a notamment montré combien il est important pour les conseils de fondation de garder la tête froide même dans les situations les plus folles et de s'en tenir aux procédures mises en place en période plus calme. Ce fut également un test intéressant pour les marchés eux-mêmes: quels sont les placements qui restent liquides? Qu'en est-il des placements illiquides et alternatifs? Est-ce que les ETF résistent à l'épreuve d'une période de volatilité? Par le biais du domaine des placements, nous abordons également d'autres sujets. Ainsi, nous donnons la parole aux représentantes et aux représentants de caisses de pensions interprofessionnelles et des autorités de surveillance qui nous décrivent les défis particuliers qu'ils ont dus et doivent encore relever cette année.

Dans un entretien avec l'historien économique Tobias Straubhaar, nous analysons les événements dans une perspective plus large que celle des caisses de pensions. Malgré la gravité des bouleversements économiques, il est peu probable que la crise actuelle changera la donne pour de vrai à long terme, estime M. Straubhaar. En ce qui concerne la reprise, il souligne que ni les banques centrales, ni les gouvernements ne peuvent sortir l'économie de la crise. Cela s'applique aussi aux caisses de pensions: leur sort n'est pas entre les mains des politiciens ou des banquiers, mais entre les vôtres, chères lectrices et chers lecteurs. Cette idée n'est pas nouvelle, mais la crise actuelle a confirmé une fois de plus qu'elle est bien vraie.

Herausgeber/Editeur

VPS Verlag Personalvorsorge und Sozialversicherung AG,
Taubenhausstrasse 38, Postfach 4242,
CH-6002 Luzern
Telefon +41 (0)41 317 07 07,
Fax +41 (0)41 317 07 00,
vps.epas.ch, info@vps.epas.ch

Redaktion/Rédaction

Kaspar Hohler (Chefredaktor), Gregor Gubser,
Anne Yammine, Judith Yenigün-Fischer,
Claudio Zemp, redaktion@vps.epas.ch

Produktion/Production

Cinta Zumbühl (Leiterin), Bianca Föhn,
Christof Unternährer

Marketing

Markus Jörin (Leiter),
Miriam Sauser (Verlagsdienstleistungen)

Korrektorat/Corrections

Lorenz Oehler

Auflage/Tirage

WEMF/SW beglaubigte Auflage 3725 Ex.

Fotos/Photos

Titelseite/Couverture:
RapidEye, www.istockphoto.com

Druck/Impression

Multicolor Print AG,
Sihlbruggstrasse 105a, 6341 Baar

Nachdruck

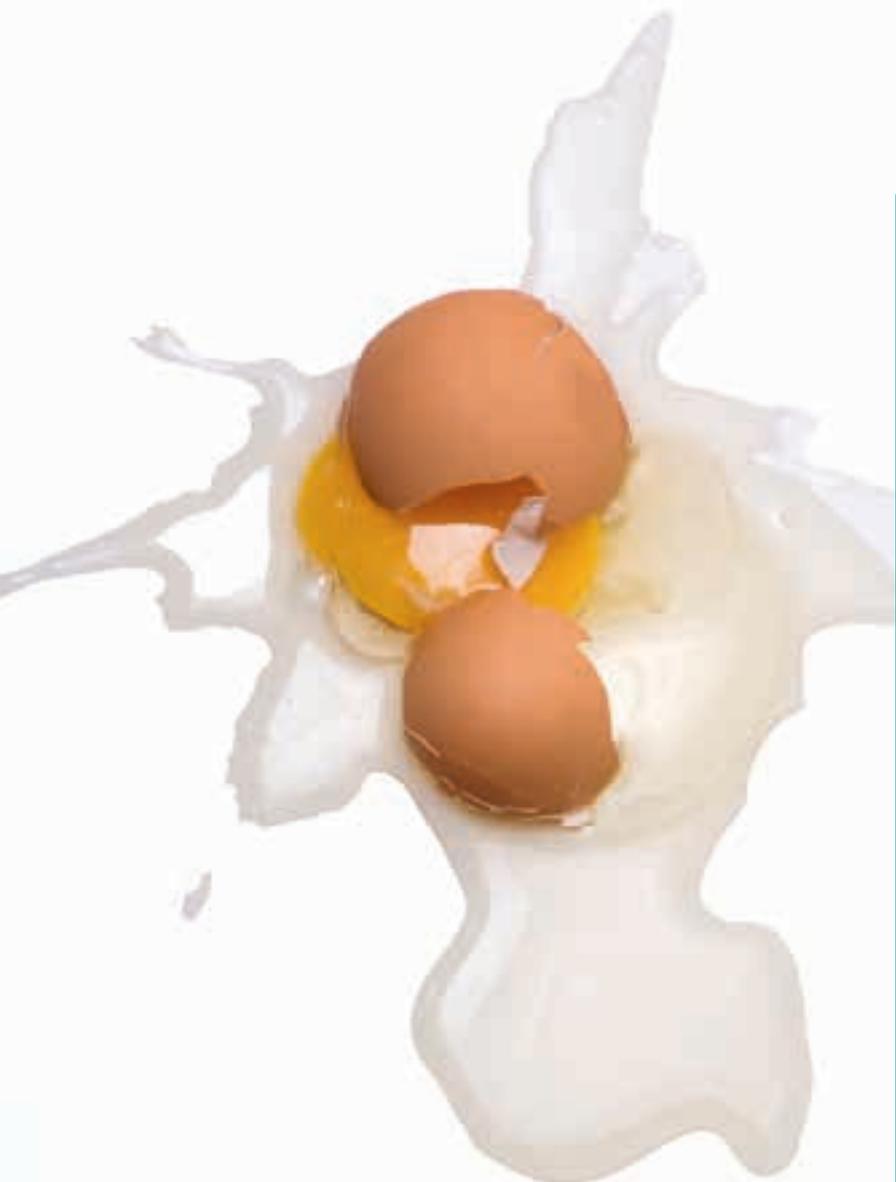
auch auszugsweise nur mit Genehmigung
des Verlags. Offizielles Publikationsorgan der
Konferenz der kantonalen BVG- und Stiftungsaufsichtsbehörden, der Geschäftsführer von
Anlagestiftungen (KGAST) und des Schweizerischen
Pensionskassenverbands ASIP.

Der heutige asiatische Obligationenmarkt fordert einen *selektiveren* Ansatz

Die Erschliessung des enormen Investitionspotenzials in Asien erfordert eine detaillierte Kenntnis dieser dynamischen Region. Unsere einzigartige Perspektive ist getrieben von spezialisierter Kreditanalyse, mehr als ein Jahrhundert Erfahrung vor Ort, einem 60-köpfigen Team für festverzinsliche Wertschriften, das sich über 10 entwickelte sowie aufstrebende asiatische Märkte erstreckt und eines der grössten in der Branche ist.

Entdecken Sie, wie wir Investoren bei der Realisierung dieser Möglichkeiten unterstützen.

**[manulifeim.com/institutional/ch/
en/investing-in-asia](http://manulifeim.com/institutional/ch/en/investing-in-asia)**



Webdossier

In der «Schweizer Personalvorsorge» wurden seit dem Frühling bereits zahlreiche Artikel zu verschiedenen Aspekten der Coronakrise publiziert. Um Ihnen eine vollständige Übersicht wie auch eine weitere Vertiefung ins Thema zu ermöglichen, haben wir ergänzend zur Publikation dieser Sonderausgabe auf unserer Website (<https://vps.epas.ch/unsere-zeitschriften-im-ueberblick/schweizer-personalvorsorge/sonderausgaben/erste-erkenntnisse-aus-der-krise>) ein elektronisches Dossier mit sämtlichen PDFs dieser Artikel freigeschaltet.

Dossier web

Depuis le printemps, la «Prévoyance Professionnelle Suisse» a déjà publié de nombreux articles sur les différents aspects de la crise du coronavirus. Afin de vous fournir un aperçu complet et vous permettre d'approfondir le sujet, nous avons publié sur notre site (<https://vps.epas.ch/fr/nos-revues-en-un-coup-doeil/prevoyance-professionnelle-suisse/editions-speciales/premiers-enseignements-de-la-krise>) un dossier électronique contenant tous ces articles en format PDF.

Editorial

- 1 So richtig
- 3 Pour de vrai
Kaspar Hohler

Schwerpunkt Kapitalanlagen | Placements

- 7 Eine Börsenkrise der anderen Art
- 9 Une crise boursière d'un autre type
Adrian Wipf
- 12 Wenn der Liquidität der Atem ausgeht
- 14 A bout de souffle
Marco Bagutti | Robert Wakiyama
- 16 Rebalancing – bewährte sich Disziplin in Krisen?
- 18 Rééquilibrage – la discipline a-t-elle fait ses preuves en période de crise?
Valentin Dietschweiler
- 20 Wie zerronnen, so gewonnen
- 22 Sitôt parti, sitôt récupéré
Kaspar Hohler
- 24 Wie lange muss die Feuerwehr noch löschen?
- 28 Les crises sont surprenantes par définition
Interview mit Tobias Straumann
- 30 Private Equity et infrastructure: des investissements immunes au Covid-19?
- 32 Private Equity und Infrastruktur: gegen Covid-19 immune Anlagen?
Ivan Guidotti
- 35 Haben aktive Manager ihr Versprechen gehalten?
- 38 Les gérants actifs ont-ils tenu leur promesse?
Alexandra Tischendorf
- 42 ETF: Die Ängste bestätigten sich nicht
- 46 ETF: Les craintes ne se sont pas confirmées
Matthias Denzler | Andreas Homberger
- 49 Zu schnell, um sich Sorgen zu machen
- 52 Trop rapide pour s'affoler
Kaspar Hohler

Operative Herausforderungen | Défis opérationnels

- 54 Auswirkungen der erhöhten Sterblichkeit
- 58 Effets de la mortalité accrue
Jürg Walter | Samuel Blum
- 60 Die Perspektive des Lebensversicherers
- 62 Le point de vue de l'assureur vie
Claude Schwarz
- 65 Eine lehrreiche Hauruckübung
- 68 Bilan provisoire pour les caisses de pensions des organisations professionnelles
Interview mit Patric Spahr und Cornelia Stucki
- 70 Eine Verschiebung der Prioritäten
- 72 Un changement de priorités
Claudio Zemp
- 74 Virtuelle Sitzungen, Beschlussfassung per Mail – was ist rechtsgültig?
- 77 Réunions virtuelles, prise de décisions par courrier électronique – qu'est-ce qui est juridiquement valable?
Christina Ruggli

CASH!?



Eine Börsenkrise der anderen Art

Mit dem Lockdown kamen die Anlagen weltweit arg ins Trudeln. Dabei zeigte sich, dass bei der Coronakrise anlageseitig andere Mechanismen spielten als bei früheren Krisen und dass Anlageverantwortliche vor unerwartete Herausforderungen gestellt wurden.

Nach einer tollen Performance von 11.3 Prozent im 2019 startet das Anlagejahr 2020 für die BVK verheissungsvoll. Am 19. Februar war mit einer bisherigen Jahresrendite von knapp 2 Prozent bereits mehr als die ganze Sollrendite verdient. Zwei Wochen später – gleich lange wie die Corona-Inkubationszeit – stand der Zähler bei –1.2 Prozent. Darauf folgten Tage mit teilweise dramatischen Kurseinbrüchen an den Börsen. Da die BVK vor allem in liquide Anlagen investiert, schlugen diese Kurseinbrüche sofort auf die Erfolgsrechnung durch. Der grösste Tagesverlust war am 12. März mit –3.14 Prozent zu verzeichnen. Der untere Kulminationspunkt war am 23. März mit einer Jahresperformance von –12.8 Prozent erreicht (siehe Grafik, Seite 8).

Ungewöhnliche Stützen

Alle Hauptanlegerkategorien der BVK kippten ins Negative. Wenig überraschend war der Vorzeichenwechsel bei Aktien Ausland von +4.1 Prozent per 19. Februar zu –32.5 Prozent per 23. März. Angesichts des hohen Anteils an High-Yield- und Emerging-Markets-Obligationen waren sowohl die Einbrüche bei Obligationen Fremdwährung, als auch die Rückschläge bei den alternativen Anlagen aufgrund der Marktbewertung der Commodities zu erwarten.

Einzelne Subkategorien verliehen dem Anlageportfolio Stabilität. Auf dem Höhepunkt der Coronapandemie, am 23. März, verfügte die BVK über ungewöhnliche, wenn auch erklärbare Star-Performer. So notierte Private Equity bei +2.6 Prozent, was durch die typische Zeitverzögerung bei Privatmarktanlagen erklärt werden kann. Private Equity holte im 1. Quartal 2020 einen Teil der mit 25 bis 30 Prozent exzellenten Performance der kotierten Aktien aus dem Jahr 2019 nach.

Dass sich Staatsanleihen Global mit einem Plus von 2.2 Prozent gut gehalten haben, erstaunte ebenfalls nicht weiter. So halbierte sich die Verzinsung von zehnjährigen US-Staatsanleihen von ungefähr 1.5 Prozent per 19. Februar auf 0.7 Prozent per 23. März. Dies erklärt auch die überraschend gute Performance der US Securitized Obligations (+1.8 Prozent).

Ungewöhnliche «sichere Werte»

Wenn global alle Anleger gleichzeitig und beinahe panikartig den Anlagerisiko-Schalter von «On» auf «Off» stellen, explodieren die Kreditprämien für High-Yield- und Investment-Grade-Anleihen in etwa gleich schnell, wie die Aktienmärkte implodieren. Nachdem sich die Anlageverantwortlichen von Pensionskassen bereits vor den Corona-Zeiten an negative Zinsen gewöhnt hatten, tauchte während der Coronakrise kurzfristig gar das Phänomen eines negativen Ölpreises auf. Solche Marktschwankungen gehören indes zum typischen Tagesgeschäft.

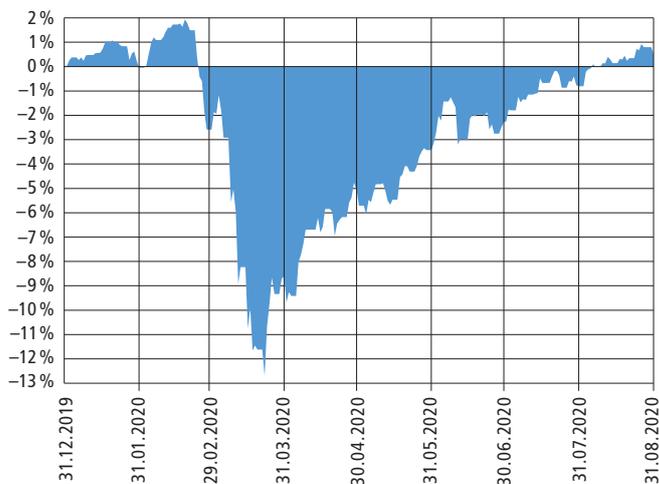
«Zum Glück gibt es den sicheren Hafen der Schweizer Staatsanleihen – unsere Eidgenossen», mag mancher Anlageverantwortliche gedacht haben. Wenn alle Anlagen an Wert verlieren, dann gewinnen erwartungsgemäss die Eidgenossen als Zufluchtsort an Wert. In Corona-Zeiten war dies jedoch ein Trugschluss. Die negative Rendite von zehnjährigen Eidgenossenanleihen verbesserte sich von –0.69 auf –0.35 Prozent. Bei steigenden Zinsen fallen die Obligationenkurse und umgekehrt.

Ein weiteres Anlagedogma, das in der Krise der Schweizer Franken als Fluchtwährung an Wert gewinnt, erwies sich zu Corona-Zeiten ebenfalls als falsch. Diese beiden Effekte sorgten in früheren, schwierigen Zeiten dafür, dass die Preise für kotierte Immobilienanlagen anstiegen. Aber wie schon Wil-



Adrian Wipf
Leiter Asset
Management BVK,
Mitglied der
Geschäftsleitung

Kumulierte Performance der BVK im Jahr 2020 Performance cumulée de la BVK en 2020



Auswirkungen der ESG-Ausrichtung hinsichtlich Performance und Risiko/Volatilität.

Die Frage ob sich ESG-Anlagen in der Coronakrise besser bewährt haben wird bereits in zahlreichen Research Notes, CIO-Letters und wohl bald auch in Podiumsdiskussionen erörtert. Eine ESG-Ausrichtung auf Produktebene wirkt sich auf die Branchenallokation aus, wobei die Ansichten über Nachhaltigkeit zwischen den einzelnen Anbietern weit auseinandergehen. Wer in Energie unter- und Technologie Übergewichtet war, wird verhältnismässig gut abgeschnitten haben. Unabhängig davon, ob eine solche Allokation nachhaltig oder in sich konsistent ist. Die ESG-Ausrichtung der BVK setzt aber primär bei der Eigentümerverantwortung und dem nachhaltigen Einfluss auf die Unternehmensausrichtung an. Die vergangenen Monate haben dabei die Wandlungsfähigkeit der Realwirtschaft exemplarisch dokumentiert: Produktionsprozesse wurden umgestellt, die Reisetätigkeit gegendert und das Arbeiten von zu Hause wurde quasi über Nacht von der Ausnahme zur Regel. Viele dieser Umstellungen hatten positive Auswirkungen auf die E- und S-Faktoren. Erfolgreiche Unternehmen richten ihre Geschäftstätigkeit auf veränderte Rahmenbedingungen aus. Das sind unseres Erachtens gute Nachrichten im Hinblick auf die anstehenden Transitionen.

helm Busch sagte: «Erstens kommt es anders, und zweitens als man denkt.»

Die traditionellen Felsen in der Brandung wurden teilweise massiv mit Corona infiziert und fielen als klassische Portfolio-stabilisatoren weg. Der oben erwähnte Renditeanstieg der zehnjährigen Eidgenossen führte bei der BVK im März zu einem bisher noch nie dagewesenen Monatsverlust der Schweizerfranken-Obligationen von 4.2 Prozent. Ebenso fand keine Flucht in den Schweizer Franken statt und die kotierten Immobilienanlagen verloren wegen Corona und steigender Franken-Zinsen massiv an Wert (-12.5 Prozent).

Ungewöhnliche Fluchtopion

Anstelle der Flucht in die «sicheren Häfen» gab es durch den globalen Lockdown eines Grossteils der Wirtschaft eine Flucht zu Geld. Liquidierbare Anlagen wurden zu beinahe jedem Preis in Cash umgewandelt.

Aufgrund der in kurzer Zeit massiv gesunkenen Aktienpreise nahmen viele Pensionskassen ein Rebalancing vor. Das heisst sie kauften massiv Aktien – bei der BVK im Wert von rund 800 Millionen Franken – und finanzierten dies durch Verkäufe von Schweizer Obligationen. Entsprechend resultierte eine deutliche Zunahme des Marktangebots von Schweizer Obligationen bei einem gleichzeitig stattfindenden massiven Nachfragerückgang, womit sich die steigenden Eidgenossen-Renditen erklären lassen. Während des Rebalancings in der letzten Märzwoche war es für die BVK extrem schwierig, selbst für Anleihen von Kantonen oder Pfandbriefbanken brauchbare Preise am Markt zu finden, da der Angebotsüberhang auf der Verkäuferseite derart gross war. Dank den Anleihenkäufen der Notenbanken normalisierte sich die Situation relativ schnell, sodass die Wiederaufstockung der Aktienquote gut finanziert werden konnte.

Ungewöhnliche Gewöhnung

An den Finanzmärkten gibt es keine andere Gewissheit als die Ungewissheit. Nachdem der Schweizer Franken und eidgenössische Staatsanleihen selbst in der Finanzkrise ihre Rolle als Portfoliostabilisator exzellent wahrnehmen konnten, flopte diese «Réduit-Sicht» in der Coronakrise komplett. Es muss bewusst sein, dass es nach der Finanz- und Coronakrise weitere Krisen geben wird, ausgelöst durch Faktoren, die wir heute kaum antizipieren können. Ebenfalls zeigt die jüngste Krise, dass das, was wir heute als Stabilitätsanker betrachten, sich während einer nächsten Krise ganz unerwartet verhalten kann.

Die Lösung dafür ist die gleiche, die sumerische Bauern bereits vor über 5000 Jahren gefunden haben, um das Wetterrisiko zu reduzieren: Diversifikation. Aus Anlagesicht heisst das: Diversifikation über verschiedene Anlagegruppen und bestehende Prozesse, wie etwa ein Rebalancing, getreulich umzusetzen – auch dann, wenn an der Börse die Kanonen donnern und die Marktpropheten den baldigen Weltuntergang prognostizieren.

Auch wenn «Diversifikation und Rebalancing» als Lösung kaum eine spektakuläre Erkenntnis ist, so gibt es rückblickend doch eine gewisse Genugtuung zu wissen, dass in der Vermögensverwaltung einfache Prozesse nicht nur besser, sondern auch widerstandsfähiger sind als hochkomplexe Anlagemodelle, egal welche kreative Namens Kürzel sie auch tragen mögen.

Une crise boursière d'un autre type

Avec le confinement, les placements sont partis en vrille dans le monde entier. En même temps, il est apparu que la crise du coronavirus obéissait à d'autres règles que les crises antérieures et que les responsables étaient confrontés à des défis inattendus.

Après une excellente performance de 11.3% en 2019, l'année 2020 s'annonçait prometteuse pour la BVK. Le 19 février, elle affichait un rendement de quelque 2% pour ce début d'année et avait déjà gagné plus que tout le rendement nécessaire. Deux semaines plus tard – soit à peu près l'équivalent du temps d'incubation du coronavirus – le compteur était à -1.2%. Dans les journées qui ont suivi, les marchés boursiers ont essuyé des effondrements de prix parfois dramatiques. Comme la BVK investit principalement dans des actifs liquides, ces baisses de prix ont eu un impact immédiat sur le compte de résultat. La plus importante dégringolade en un jour était enregistrée le 12 mars avec -3.14%. Le fond de la vallée était atteint le 23 mars avec une performance annuelle de -12.8% (voir graphique, page 8).

Des soutiens inhabituels

Toutes les principales classes d'actifs de la BVK avaient basculé dans le négatif. Sans surprise, le signe des actions étrangères était passé de +4.1% au 19 février à -32.5% au 23 mars. Compte tenu de la forte proportion d'obligations à haut rendement et des marchés émergents, l'effondrement des obligations en monnaies étrangères aussi bien que les revers des placements alternatifs imputables à l'évaluation des matières premières s'inscrivaient dans la logique.

Certaines sous-catégories ont conféré de la stabilité au portefeuille des placements. Au plus fort de la pandémie du coronavirus, les vedettes de la performance de la BVK étaient inhabituelles mais non moins plausibles. Ainsi, le private equity était coté à +2.6%, ce qui peut s'expliquer par le décalage typique des placements du marché privé. Au premier trimestre 2020, le capital-investissement rattrapait ainsi une

partie de la mirobolante performance de 25 à 30% réalisée par les actions cotées en 2019.

Le fait que les obligations d'Etat du monde entier aient bien résisté avec un plus de 2.2% n'est pas non plus surprenant. Ainsi, la rémunération des emprunts d'Etat américains à dix ans a été réduite de moitié, passant d'environ 1.5% le 19 février à 0.7% le 23 mars. D'où également la performance étonnamment bonne des obligations titrisées américaines (+1.8%).

Des «valeurs sûres» inhabituelles

Quand les investisseurs du monde entier, au bord de la panique, font basculer presque simultanément le témoin du risque de placement de «on» à «off», les primes de crédit pour les obligations à haut rendement et de qualité investissement explosent à peu près au même rythme que les marchés boursiers implosent. Déjà habitués aux taux d'intérêt négatifs avant l'ère de Covid-19, les responsables des caisses de pensions ont été confrontés en sus à un bref épisode de prix du pétrole négatifs en pleine crise de coronavirus. De telles fluctuations du marché font toutefois partie de leur quotidien et ils ne s'en émeuvent pas outre mesure.

«Heureusement que les obligations de la Confédération existent et nous offrent un havre sûr», a dû se dire plus d'un gérant d'actifs. Quand tous les placements prennent l'eau, les obligations de la Confédération servent de refuge et prennent de la valeur. Sauf que la crise de Covid-19 n'obéit pas aux règles habituelles. Le rendement négatif des obligations de la Confédération à dix ans s'est amélioré, passant de -0.69 à -0.35%. Quand les taux d'intérêt montent les cours des obligations descendent, et vice versa.

Un autre dogme de l'investisseur voulant que le franc suisse en tant que valeur refuge s'apprécie en



vps.epas

vps.epas – Mise au point

Manifestation d'aide à la responsabilité propre dans le 2^e pilier

Vendredi 20 novembre 2020, Yverdon-les-Bains

«vps.epas – Mise au point» est une série de manifestations organisée par vps.epas. Les événements qui se dérouleront en novembre abordent des problèmes et des questions d'actualité concernant les acteurs de terrain et fournissent des suggestions de mise en œuvre. Avec cette série de manifestations, vps.epas se donne pour but de soutenir la responsabilité propre au sein du 2^e pilier.

Mot de bienvenue

Peter Schneider

La surmortalité des derniers mois et les hypothèses à long terme d'une caisse de pension

Jean Netzer

Actualités

Actualités au niveau de la surveillance

Rosario di Carlo

Questions aux intervenants

Anne Yammine

Actualités au niveau des projets de réformes

Yves-Marie Hostettler

Questions d'investissement

Nouveautés de l'ordonnance révisée sur les fondations de placement

Aline Kratz Ulmer

Questions aux intervenants

Anne Yammine

Questions relatives à la gouvernance

Constitution et libération de provisions pour les réductions de taux de conversion et les pertes de retraite

Michèle Mottu Stella

Le monde des investissements après les élections américaines et les paquets d'aide Covid-19

Michel Girardin

Questions aux intervenants

Anne Yammine

Vous trouverez de plus amples informations sur vps.epas.ch. Sous réserve de modifications du programme.

Lieu
Grand Hôtel des Bains
Avenue des Bains 22
1401 Yverdon-les-Bains

Heure
08h30 – 12h45,
suivi par le repas de midi

Coûts, credit points et inscription sur vps.epas.ch

Renseignements
Simone Ochsenbein
+41 (0)41 317 07 23
so@vps.epas.ch
vps.epas.ch

Partenaires/Credit Points



période de crise a également été réfuté par le coronavirus. Dans les phases difficiles précédentes, ces deux effets provoquaient une hausse des prix des placements immobiliers cotés en bourse. Mais il est bien connu que les choses se passent rarement comme prévu.

Les traditionnels rocs dans la tempête ont pour certains été massivement infectés par le coronavirus et ont failli dans leur rôle classique de stabilisateurs du portefeuille. En mars, la hausse susmentionnée du rendement des obligations de la Confédération à dix ans s'est soldée pour la BVK par une perte mensuelle sans précédent de 4.2% sur ses obligations en francs suisses. De même, la fuite vers le franc suisse n'a pas eu lieu et les placements immobiliers cotés en bourse ont chuté massivement (-12.5%) à cause du coronavirus et de la hausse des taux d'intérêt en francs.

Une option refuge inédite

Au lieu de la ruée vers les valeurs refuges, le confinement mondial d'une grande partie de l'économie a déclenché une ruée vers l'argent. Les actifs liquides étaient convertis en espèces à presque n'importe quel prix.

A cause de la chute massive du prix des actions en peu de temps, de nombreuses caisses de pensions ont rééquilibré leur portefeuille. En d'autres termes, elles ont procédé à des achats massifs d'actions – à hauteur de 800 millions de francs dans le cas de la BVK – et ont financé ces achats en vendant des obligations suisses. Cela a provoqué une augmentation significative de l'offre sur le marché des obligations suisses et une baisse massive simultanée de la demande, d'où ce rendement ascendant des obligations de la Confédération. Lors du rééquilibrage de la dernière semaine de mars, il s'est avéré extrêmement difficile pour la BVK de trouver des prix raisonnables sur le marché, même pour les obligations émises par les cantons ou les banques de lettres de gage, car l'offre excédentaire était très importante du côté des vendeurs. Grâce aux achats d'obligations par les banques centrales, la situation s'est normalisée assez rapidement, de sorte que la reconstitution de la quote-part d'actions a bien pu être financée.

S'habituer à l'inhabituel

L'incertitude est la seule certitude en ce qui concerne les marchés financiers. Alors que le franc suisse et les obligations de la Confédération avaient joué leur rôle de stabilisateurs du portefeuille sans broncher même durant la crise financière, la «mentalité du Réduit» s'est totalement effondrée durant la crise du coronavirus. Nous devons être conscients du fait qu'après la crise financière et la crise du coronavirus d'autres crises suivront, déclenchées par des facteurs que nous pouvons difficilement anticiper aujourd'hui. La crise la plus récente montre également que ce qui nous paraît être un roc de stabilité aujourd'hui peut se comporter de manière tout à fait inattendue lors d'une prochaine crise.

La solution reste la même que celle trouvée par les agriculteurs sumériens il y a 5000 ans pour atténuer les risques météorologiques: la diversification. Du point de vue de l'investisseur, cela signifie qu'il faut mettre en œuvre fidèlement la diversification par le biais de différentes classes d'actifs et des processus existants tels que le rééquilibrage, même lorsque les canons grondent sur les marchés boursiers et que les prophètes de ces marchés prédisent la fin imminente du monde.

Même si la solution «diversification et rééquilibrage» n'a rien de spectaculaire, il est néanmoins plutôt satisfaisant de constater rétrospectivement que dans la gestion de fortune, les processus simples sont non seulement meilleurs mais aussi plus robustes que les modèles de placement hautement complexes, aussi créatifs que soient les sigles sous lesquels ils se vendent.

Adrian Wipf Responsable Asset Management BVK, membre de la direction



Impact de l'orientation ESG en termes de performance et de risque/volatilité.

La question de savoir si les placements ESG ont mieux résisté à la crise du coronavirus est déjà abordée dans de nombreuses notes de recherche, dans les infolettres de CIO, et probablement bientôt aussi dans le cadre de tables rondes. Une orientation ESG au niveau du produit a un impact sur l'allocation sectorielle, les opinions sur la durabilité divergeant largement entre les différents fournisseurs. Qui-conque avait sous-pondéré le secteur énergétique et surpondéré la technologie s'en sera relativement bien tiré, indépendamment du fait qu'une telle allocation soit durable ou cohérente en soi.

Cependant, l'orientation ESG de la BVK mise principalement sur la responsabilité des propriétaires et la prise d'influence durable sur l'orientation de l'entreprise. Ces derniers mois ont démontré de manière exemplaire l'adaptabilité de l'économie réelle: les processus de production ont été réorganisés, les voyages ont été supprimés et le travail à domicile, qui était l'exception, est devenu la norme pratiquement du jour au lendemain. Nombre de ces changements ont eu des effets positifs sur les facteurs E et S. Les entreprises prospères adaptent leurs activités commerciales aux nouvelles conditions. A notre avis, c'est une bonne nouvelle compte tenu des transitions à venir.

Wenn der Liquidität der Atem ausgeht

Covid-19 legte sich im März 2020 auf die Lungen der Märkte und entzog ihnen die Liquidität zum Atmen. Auch wenn die Auslöser von Finanzmarktkrisen immer wieder andere sind, so gibt es bei den Auswirkungen doch stets wiederkehrende Muster. Dazu gehören die plötzliche Illiquidität von ansonsten rege gehandelten Anlagen und die ebenso plötzliche hohe Korrelation von Anlagekategorien.

Obschon Covid-19 bereits ab Ende Januar ein Thema in den Medien war, erklimmen die Finanzmärkte noch im Februar immer neue Rekordwerte. Erst als die Corona-Fallzahlen in Italien unkontrolliert in die Höhe schossen und zwischen Russland und Saudi-arabien ein Kampf um die Fördermengen von Erdöl dessen Preis halbierte, setzten Panikverkäufe an den Börsen ein. Es entwickelte sich ein veritabler Sturm, der an den weltweiten Aktienmärkten zu Rekordverlusten von über 30 Prozent innerhalb von nur gerade drei Wochen führte.

Wie kann es zu derart drastischen Bewertungskorrekturen in derart kurzer Zeit kommen? Sobald bei einem breiten Anlegerkreis das Vertrauen in die Bewertung der Finanzmärkte verloren geht und es zu ersten grösseren Verlusten an den Börsen kommt, nehmen die Rückzüge aus Investmentfonds zu und es kommt zu «Margin Calls» von Banken an Anlegern, die auf Pump an der Börse investieren. Um das rasch fällige Geld zur Verfügung stellen zu können, müssen sowohl die Investmentfonds wie auch die von «Margin Calls» betroffenen Investoren bestehende Anlagen verkaufen. Sie veräussern in der Folge das, was sich rasch und einfach veräussern lässt. Das erklärt, weshalb in einer ersten Phase auch vermeintlich krisenresistente Anlagen wie Gold oder Anleihen der Eidgenossenschaft vorerst einmal an Wert einbüssten (siehe Grafik, Seite 15).

Speziell an der durch Covid-19 ausgelösten Krise war, dass dieses Mal auch liquideste Anlagen wie US-Staatsanleihen plötzlich nur noch schwierig und mit hohen Kosten handelbar waren. Die Geld-Brief-

Spanne, die für US-Treasuries normalerweise um die 0.05 Prozent beträgt, stieg zwischenzeitlich um mehr als das Achtfache.

Unterschied zu früheren Krisen

Im Vergleich zur Finanzkrise vor zwölf Jahren sind die Risikobücher der Banken respektive ihrer Investment-Banking-Abteilungen signifikant geschrumpft. Die Handelstische federn grosse Verkaufswellen nicht mehr ab. Während früher die Bankbilanzen noch die ersten Verkaufswellen im Obligationenmarkt dankbar absorbiert haben, steht diese Option aufgrund der immer strenger gewordenen Eigenkapitalvorschriften für den Nostro-Handel schon seit mehreren Jahren kaum noch zur Verfügung. Wenn es am Markt volatil wird, schliessen die Handelsabteilungen bereits heute sehr schnell ihre Bücher. Die Banken agieren dann meist nur noch als Broker: Gekauft wird nur, was direkt weiterverkauft werden kann.

Folgen für Schweizer Pensionskassen

Auf der Suche nach Liquidität ist Lokalpatriotismus besonders in der Schweiz am falschen Platz. Solange die Schweizerische Nationalbank nicht ähnlich proaktiv wie ihre Schwestern in den USA, Grossbritannien, Japan und der EU in den Obligationenmarkt eingreift, zählen Schweizer Obligationen und selbst Schweizer Staatsanleihen zu den mitunter illiquidesten Anlagen im Portfolio.

In den Nachwehen der grossen Volatilität vom März wurden Schweizer Obligationen im April und Mai noch immer mit deutlichen Aufschlägen gegen-



Marco Bagutti
Leiter Kapitalanlagen,
Stiftung Auffangeinrichtung BVG (AEIS)



Robert Wakiyama
Team Kapitalanlagen,
Stiftung Auffangeinrichtung BVG (AEIS)

über «normalen» Zeiten und besonders gegenüber ihren Pendants in Europa und den USA gehandelt. Sogar europäische Unternehmensanleihen hatten während dieser Zeit oft eine bessere Liquidität als Schweizer Staatsanleihen.

Eindrücklich war der Anstieg der Prämie für Schweizer Obligationen mit niedrigerem Rating. Für gewöhnlich beträgt der Unterschied zwischen dem qualitativ hochwertigeren SBI AAA-AA und dem tieferen SBI AAA-BBB 0.1 Renditeprozent pro Jahr. Ende März 2020 stieg diese Prämie für die zusätzlichen Kreditrisiken auf das mehr als Zehnfache an.¹ Wer in so einer Situation die höher rentierenden Obligationen verkaufen muss, um sich liquide Mittel zu beschaffen, tut dies zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt.

Weshalb aber ist eine Pensionskasse auf eine gewisse Liquidität ihrer Anlagen angewiesen? Liquide Mittel werden von einer Pensionskasse nicht nur benötigt, um laufende Renten zahlen zu können, sie dienen auch dazu, die Anlagestrategie in gewissen Bandbreiten zu halten. Wenn, wie während der Covid-19-Krise geschehen, die Aktien 30 Prozent an Wert verlieren, die anderen Anlagen (Obligationen, Staatsanleihen, Immobilien etc.) aber deutlich weniger, verringert sich der Aktienanteil am Gesamtportfolio entsprechend. Will man die strategische Gewichtung der Anlagen wiederherstellen (Rebalancing), muss von den anderen Anlagen verkauft werden, um Aktien hinzukaufen zu können.

In den meisten Asset-/Liability-Studien wird der Faktor Liquidität/Handelbarkeit unseres Erachtens stiefmütterlich behandelt. Die erwartete Rendite wird selbst bei den Anlageklassen Staatsanleihen und Obligationen in Schweizer Franken, die in Stresssituationen zugunsten von Aktien verkauft werden müssen, bis auf zwei Komastellen genau in das Optimierungsmodell eingegeben. Zwar wird deren mögliche Renditeentwicklung, nicht aber deren potenziell eingeschränkte und überbeuerte Handelbarkeit berücksichtigt.

Impfung gibt es keine ...

Das Sprichwort «Cash is King» gilt auch für das Liquiditätsmanagement in Krisen. Doch eine hohe Bargeldquote ist langfristig kaum strategisch sinnvoll erklärbar. Geldmarktanlagen als Zusatz von Cash für die «Kriegskasse» haben sich in Zeiten hoher Volatilitäten bereits mehrfach als schlechte Option erwiesen. Zwar sind die Marktwerteinbussen oft nur kurzfristiger Natur, sie kommen aber meist immer zum exakt falschen Zeitpunkt und sind äusserst schmerzhaft.

... jedoch eine weniger bittere Pille

Wer eine gewisse zuverlässige Liquidität in volatilen Zeiten zusätzlich zur Kassenquote sucht, findet diese eigentlich nur in US-Treasuries und deutschen Bundesobligationen. Trotz der eingangs erwähnten, ungewöhnlich weiten Bid-Ask-Spreads im März 2020 haben sich diese Anlagen als beste Optionen bewährt. Besonders hier gilt es, keine Kompromisse zu machen. Bei jedem Versuch, die Rendite für diese liquiden Anlagen zu optimieren, wiegt die minimal gewonnene Risikoprämie kaum die relativen Verluste bei einem Verkauf während eines solchen Frühlingsturms auf.

Es war in jeder grösseren Krise bisher schlicht unmöglich, marktschonend grössere Blöcke finnische, schwedische oder andere Staatsanleihen und Obligationen von staatsnahen Agenturen, geschweige denn der Eidgenossenschaft zu verkaufen.

¹ Zu Kreditrisiken (wie auch zum Rebalancing) siehe auch Artikel Hohler, «Zu schnell, um sich Sorgen zu machen», Seite 49.



Ein spannendes Finanztagebuch zur Coronakrise

Finanzprofessor und Betreiber der Video-Plattform Fintool, Erwin Heri, hat gemeinsam mit dem Chefredaktor von «The Market», Mark Dittli, die Coronakrise mit Blick auf die globalen Finanzmärkte in einem Videotagebuch genauer unter die Lupe genommen. Dieses analysiert die Lage an den Finanzmärkten während der Coronakrise und fokussiert sich auf den dadurch bedingten Crash am Aktienmarkt sowie dessen wundersame V-förmige Erholung.

Das vorliegende Smartbook enthält in regelmässigen Abständen weiterführende QR-Codes, die mittels Smartphone zu Videos, Podcasts und Präsentationen führen. Es soll dabei helfen, die Corona-bedingten Ereignisse im kollektiven Gedächtnis zu behalten. Heri und Dittli haben sich vorgenommen, eine Art Fortsetzungsroman zu schreiben und in weiteren Auflagen zu untersuchen, wie sich die unterschiedlichsten Aussagen während der Krise sowie die wirtschaftspolitischen Massnahmen längerfristig auswirken.

Die Autoren gehen ausserdem davon aus, dass Smartbooks – wie das vorliegende – den Sachbuchmarkt revolutionieren werden: Die Lesenden brauchen sich nicht mehr durch unzählige Seiten Literatur und Themen zu quälen, sondern können «gezielter und selektiver» zu den für sie relevanten Informationen gelangen.

Das vorliegende Wirtschaftstagebuch behandelt das Corona-Quartal (Q1/2020). Unser Autorenduo analysiert die ersten Monate des Jahres 2020 an der Wirtschafts- und Finanzfront wochenweise. Heri und Dittli erläutern die konkreten Ereignisse und Entwicklungen, die sie durch historische Beispiele und Reminiszenzen aus früheren Krisen ergänzen.

Ihr Smartbook bildet den lesenswerten und konzisen ersten Teil einer Fortsetzungsgeschichte, in der «in unregelmässigen Abständen über die während der Coronakrise gemachten Aussagen und die dramatischen wirtschaftspolitischen Massnahmen und deren Auswirkungen reflektiert wird». Diese Art der Finanzanalyse ist aktuell, fokussiert und digital, vereint also alle Ingredienzen um bei den Lesenden – auch bei der jüngeren Generation – gut ankommen.

Geschichte reimt sich – auch am Aktienmarkt

Der Corona-Crash und seine Lehren – ein Smartbook
Erwin W. Heri/Mark Dittli (Hrsg.),
communicaziun.ch, 1. Auflage,
Illanz 2020, 57 Seiten, CHF 35.00,
ISBN 978-3-033-07955-7

A bout de souffle

La liquidité est le poumon des marchés. En mars 2020, ce poumon a été infecté par le Covid-19, menaçant les marchés d'asphyxie. Même si les déclencheurs des crises des marchés financiers sont toujours différents, leurs effets présentent des traits récurrents. En font partie l'illiquidité soudaine d'actifs normalement négociés à un rythme soutenu et la corrélation élevée tout aussi soudaine entre classes d'actifs.

Bien que les médias aient commencé à parler du Covid-19 dès la fin janvier, les marchés financiers ont continué à grimper vers de nouveaux sommets en février. Ce n'est que lorsque le coronavirus a commencé à se propager de manière incontrôlée en Italie et qu'une dispute entre la Russie et l'Arabie saoudite sur les quantités de pétrole à produire a divisé par deux le prix du pétrole que les marchés boursiers ont été saisis de panique. Les ventes record qui ont été enregistrées au cœur de la tempête ont détruit plus de 30 % de la valeur des actions sur les marchés boursiers mondiaux en trois semaines seulement.

Comment des corrections de valeur aussi drastiques peuvent-elles intervenir en si peu de temps? Dès qu'un vaste cercle d'investisseurs perd confiance dans l'évaluation des marchés financiers et que les bourses subissent les premières pertes importantes, les retraits de fonds de placement augmentent et les banques lancent des «appels de marge» auprès des investisseurs qui investissent à crédit sur le marché boursier. Afin de pouvoir fournir l'argent qui arrive à échéance rapidement, tant les fonds de placement que les investisseurs concernés par les «appels de marge» sont obligés de vendre des placements existants. Ils se défont donc de ce qui peut être vendu rapidement et facilement. Cela explique pourquoi, dans un premier temps, même les investissements supposés résistants à la crise, comme l'or ou les obligations émises par la Confédération suisse, cèdent initialement de la valeur (voir graphique).

Une caractéristique particulière de la crise déclenchée par le Covid-19 est que cette fois-ci, même les placements les plus liquides tels que les emprunts d'Etat américains, étaient soudainement difficiles et

coûteux à négocier. L'écart entre les cours acheteur et vendeur, qui est normalement d'environ 0.05 % pour les bons du Trésor américain, était plus de huit fois supérieur à un moment donné.

Différence par rapport aux crises précédentes

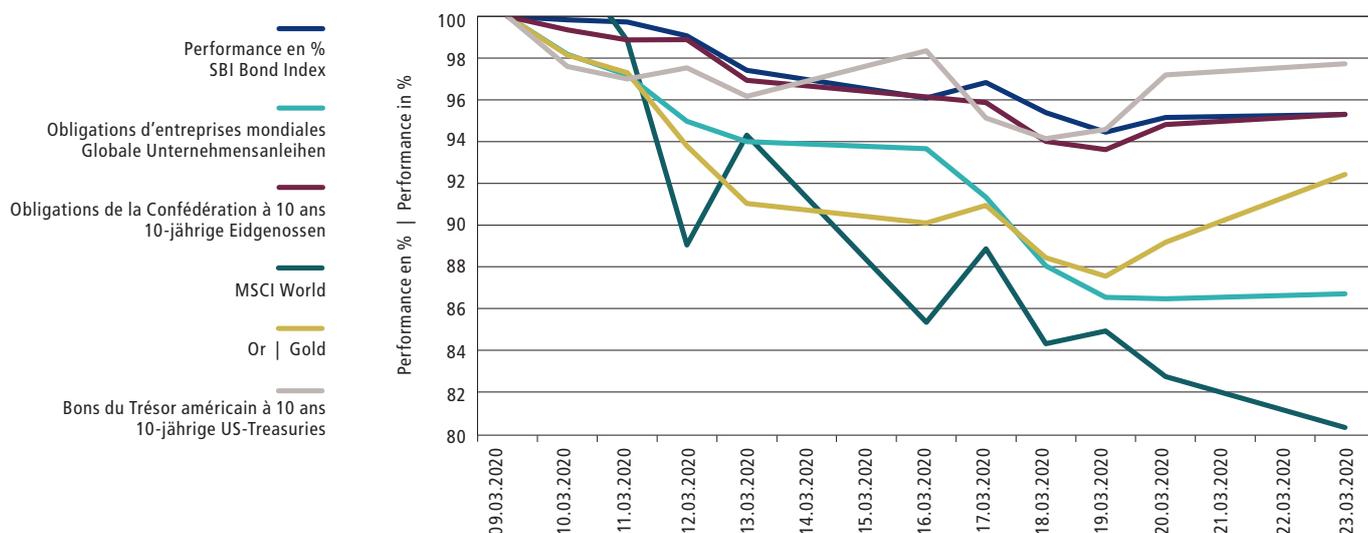
En comparaison avec la crise financière d'il y a douze ans, les portefeuilles de risques des banques et de leurs services bancaires de placement ont considérablement diminué. Les salles des marchés n'amortissent plus les grandes vagues de ventes. Alors que dans le passé, les bilans bancaires absorbaient volontiers les premières vagues de ventes sur le marché obligataire, cette option n'est pratiquement plus disponible depuis plusieurs années en raison des exigences de plus en plus strictes en matière d'adéquation des fonds propres pour les opérations nostro. Lorsque le marché devient volatil, les services de négociation ferment désormais leurs livres très rapidement. Les banques se contentent alors généralement d'agir comme courtiers: elles n'achètent que ce qui peut être revendu directement.

Conséquences pour les caisses de pensions suisses

A la recherche de liquidités, le patriotisme local est mal placé, surtout en Suisse. Tant que la Banque nationale suisse n'interviendra pas sur le marché obligataire de manière aussi proactive que ses consœurs aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Japon et au sein de l'UE, les obligations suisses, et même les emprunts d'Etat fédéraux, figureront parmi les placements les plus illiquides du portefeuille.

Après la grande volatilité du mois de mars, les obligations suisses se négociaient encore à des primes importantes en avril et en mai par rapport aux périodes

Effondrement du marché à la mi-mars: tous les investissements cèdent du terrain Markteinbruch Mitte März: alle Anlagen verlieren



«normales» et plus particulièrement, par rapport à leurs homologues en Europe et aux Etats-Unis. Même les obligations d'entreprises européennes étaient souvent plus liquides que les obligations de la Confédération durant cette période.

L'augmentation de la prime pour les obligations suisses moins bien notées a été impressionnante. Normalement, la différence entre le SBI AAA-AA de qualité supérieure et le SBI AAA-BBB de qualité inférieure est de 0.1% de rendement par an. A fin mars 2020, cette prime pour le risque de crédit supplémentaire avait plus que décuplé.¹ Quiconque doit vendre des obligations à haut rendement dans une telle situation afin de réunir des liquidités le fait à un moment particulièrement inopportun.

Mais pourquoi une caisse de pensions dépend-elle d'une certaine liquidité de ses placements? Une caisse de pensions n'a pas seulement besoin de liquidités pour pouvoir payer les rentes en cours, les liquidités servent également à maintenir la stratégie de placement dans une certaine fourchette. Si, comme cela a été le cas lors de la crise du Covid-19, les actions perdent 30% de leur valeur, mais que les autres placements (obligations, obligations souveraines, im-

obilier, etc.) en perdent beaucoup moins, la proportion des actions dans le portefeuille global est réduite en conséquence. Pour rétablir la pondération stratégique des placements (rééquilibrage), d'autres placements doivent être vendus afin que l'on puisse racheter des actions.

A notre avis, la plupart des études de congruence négligent trop le facteur de la liquidité/négociabilité. Même pour les classes d'actifs «emprunts souverains et obligations en francs suisses» qu'il faudra vendre en faveur d'actions dans les situations de stress, le rendement attendu est saisi dans le modèle d'optimisation avec une précision de deux chiffres après la virgule. Il est tenu compte de l'évolution possible de leur rendement, mais non de leur négociabilité potentiellement limitée et surévaluée.

Il n'y a pas de vaccin ...

Le «cash est roi», dit-on, et c'est particulièrement vrai en rapport avec la gestion des liquidités en cas de crise. Toutefois, un niveau de trésorerie élevé n'est guère justifiable à long terme d'un point de vue stratégique. Les placements sur le marché monétaire comme complément de liquidités pour le «trésor de guerre» se sont avérés à plusieurs reprises être une mauvaise option en période de forte volatilité. Bien que les pertes de valeur vénale ne soient souvent que de courte durée, elles surviennent

généralement au mauvais moment et sont extrêmement douloureuses.

... mais une pilule moins amère

Toute recherche d'une certaine liquidité fiable en période de volatilité en sus du degré de liquidité va forcément aboutir aux bons du Trésor américain et aux obligations d'Etat allemandes. Malgré les écarts anormalement élevés entre les cours acheteur et vendeur en mars 2020 mentionnés plus haut, ces placements éprouvés se sont révélés être la meilleure option. Ici plus que jamais, il faut éviter tout compromis. Toute tentative d'optimiser le rendement de ces placements liquides se soldera par une prime de risque minimale qui ne compensera guère les pertes relatives subies en cas de vente lors d'une tempête comme celle du printemps dernier.

Lors de chaque crise majeure survenue jusqu'à présent, il a été tout simplement impossible de vendre des blocs importants d'obligations finlandaises, suédoises, ou d'autres emprunts souverains et obligations d'agences proches d'un gouvernement, sans mentionner la Confédération suisse, tout en ménageant le marché.

Marco Bagutti Responsable Placements financiers,
Fondation Institution supplétive LPP (AEIS)
Robert Wakiyama Team Placements financiers,
Fondation Institution supplétive LPP (AEIS)

¹ Concernant les risques de crédit (ainsi que le rééquilibrage) voir aussi l'article Hohler, «Trop rapide pour s'affoler», page 52.

Rebalancing – bewährte sich Disziplin in Krisen?

Infolge der Marktverwerfungen im Zuge der Coronakrise, insbesondere im 1. Quartal 2020, gewinnen Fragestellungen zum Umgang mit Abweichungsrisiken gegenüber der strategischen Ausrichtung aktuell stark an Bedeutung. Dabei ist das Rebalancing ein zentrales Steuerungselement.

Mit Rebalancing-Konzepten soll im Rahmen von vordefinierten Vorgaben das Portfolio (oder einzelne Anlagekategorien) auf die Zielvorgaben zurückgeführt werden. Damit wird die strategisch verfolgte Rendite-Risiko-Charakteristik wiederhergestellt. Denn durch die unterschiedlichen Renditeentwicklungen der Kategorien verschiebt sich das Portfolio über die Zeit weg von der ursprünglichen Strategie. Dabei nehmen in der Regel diejenigen Kategorien mit den höheren Renditen stärker zu, wodurch auch das Risiko tendenziell zunimmt.

Mit dem Einsatz von Rebalancing-Strategien sollte diesem Umstand entgegengewirkt werden. Dabei werden diejenigen Kategorien, die überdurchschnittlich rentieren, abgebaut, und diejenigen mit unterdurchschnittlichen Ergebnissen aufgebaut. Es resultiert dadurch ein antizyklisches Verhalten nach dem Prinzip «Buy low, sell high».

Welche Dimensionen werden bei Rebalancing-Konzepten üblicherweise festgelegt?

Bei der Ausgestaltung von Rebalancing-Konzepten werden in der Regel drei Dimensionen spezifiziert: die Frequenz, die Bandbreiten und der Mechanismus. Die Frequenz entspricht der zeitlichen Kadenz, in der überprüft wird, ob ein Rebalancing vorgenommen werden soll. Mit der Definition der Bandbreiten wird

die relative Risikotoleranz für Abweichungen gegenüber der Anlagestrategie festgelegt. Im Rahmen des Mechanismus wird spezifiziert, welche Kategorien im Falle eines Rebalancings auf die Zielvorgaben zurückgeführt werden. Die Ausgestaltung von Rebalancing-Konzepten ist jedoch heterogen, beispielsweise existieren rein frequenzindizierte Konzepte, reine Bandbreitenstrategien oder auch gemischte Formen.

Welche wesentlichen Einflussfaktoren beeinflussen diese Dimensionen?

Die Dimensionen werden von unterschiedlichen Einflussfaktoren beeinflusst. Je nach relativer Risikotoleranz und strategischer Ausrichtung variiert dessen Einfluss, wodurch die Rebalancing-Vorgaben je nach Investor unterschiedlich ausgestaltet werden sollten (siehe Tabelle Seite 19).

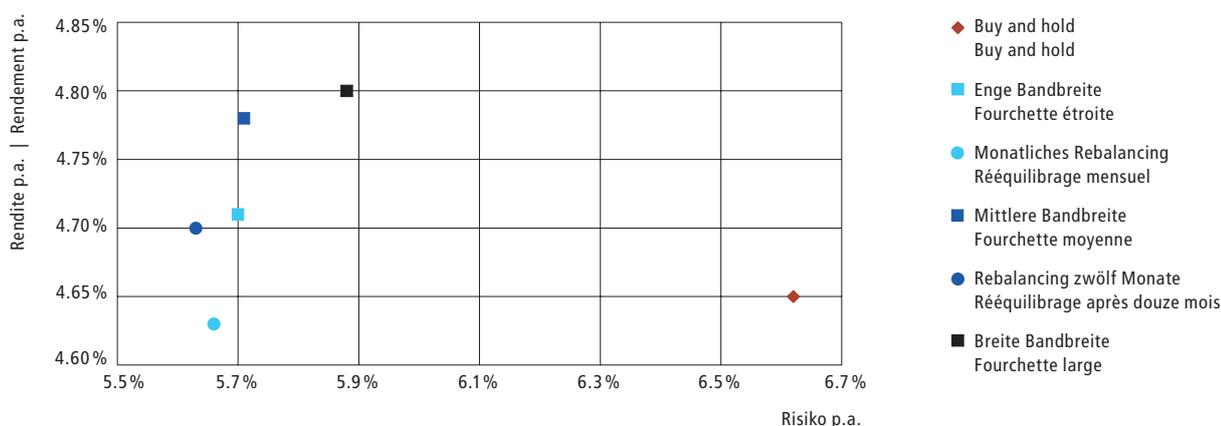
Wirkung des Rebalancings über verschiedene Perioden

Complementa führt jährlich den Risiko Check-up durch, in dem auch die Vermögensallokationen von Schweizer Pensionskassen per Ende Jahr erhoben werden. Ausgehend von der durchschnittlichen Vermögensallokation des diesjährigen Risiko Check-ups, die rund 39 Prozent an Nominalwertanlagen (inklusive Liquidität), 31 Prozent Aktien, 20 Prozent Immobi-



Valentin Dietschweiler
Investment-
Consultant/Controller,
Complementa AG

Rendite-Risiko-Diagramm (01/1994–07/2020)
Diagramme rendement-risque (01/1994–07/2020)



lien und 10 Prozent an Alternativen Anlagen umfasst, wurde eine reine «Buy and hold»-Strategie mit einem monatlichen und jährlichen Rebalancing-Konzept sowie mit reinen Bandbreitenstrategien über mehrere Zeitperioden miteinander verglichen. Im Falle eines Rebalancings wurden jeweils sämtliche Kategorien auf die ursprünglichen Zielquoten zurückgeführt. Bei den Bandbreiten-Strategien wurden Varianten mit engen, mittleren und breiten Bandbreiten simuliert.

In den sehr langfristigen Perioden weist die reine «Buy and hold»-Strategie das höchste absolute Risiko aus. Diese verfügt auch über sämtliche betrachteten Perioden über das höchste relative Abweichungsrisiko zur Anlagestrategie (Tracking Error). Innerhalb der Tech Bubble und der Finanzmarktkrise bestand jedoch ein tieferes absolutes Risiko bei höherer Rendite. Dies ist dadurch erklärbar, dass keine Reallokationen in Risikopositionen in fallenden Märkten getätigt wurden. Jedoch profitierte die Strategie durch dieses tiefere Exposure dann deutlich weniger stark von den Rebounds und büsste den in den

genannten Krisen erzielten Vorsprung wieder ein. Ein ähnliches Verhalten zeigt sich bei rein frequenzindizierten Rebalancing-Konzepten mit längeren Reallokationsintervallen sowie breiten Bandbreitenkonzepten, wenn auch bei deutlich geringerer Akzentuierung.

Ein vergleichbares Bild scheint sich auch in der aktuellen Coronakrise abzuzeichnen. Durch die Schnelligkeit des Einbruchs und Rebounds resultiert jedoch bei diesen Konzepten ein ähnliches Verhalten wie bei der «Buy and hold»-Strategie.

Die höchsten Kosten resultieren bei der monatlichen Rebalancing-Strategie. Langfristig waren die Kosten rund dreimal höher als bei einem jährlichen Reallokationsintervall respektive rund doppelt so hoch wie beim breiten Bandbreitenkonzept. Die monatliche Rebalancing-Strategie weist in sämtlichen betrachteten Perioden vergleichsweise tiefere Renditen aus.

Sämtliche hier betrachteten Rebalancing-Konzepte verfügen kurz- und langfristig über ein strategienäheres Risikoprofil als die reine «Buy and hold»-Strategie. Engere Bandbreiten und zeitlich kürzere

Intervalle werden durch eine höhere Zahl an Reallokationsmassnahmen stärker durch Kosten belastet, sind tendenziell jedoch in Bezug auf die Abweichungsrisiken respektive der Risikocharakteristik etwas strategienäher.

Individuelle Ausgestaltung der Rebalancing-Konzepte

Damit sind die Ausgestaltung des zeitlichen Intervalls und die Wahl der Bandbreiten insbesondere abhängig von der individuellen relativen Risikotoleranz des Investors gegenüber Abweichungen zur Anlagestrategie, der durchschnittlichen Höhe der Rebalancing-Kosten sowie der gewählten Anlagestrategie. In Bezug auf die Steuerung von Abweichungsrisiken sind Rebalancing-Konzepte gegenüber einer reinen «Buy and hold»-Strategie lohnenswert.

Rééquilibrage – la discipline a-t-elle fait ses preuves en période de crise?

Suite aux turbulences qui ont secoué les marchés dans la foulée de la crise du coronavirus, en particulier au premier trimestre 2020, les questions sur la manière de traiter les risques de déviation par rapport à l'orientation stratégique prennent actuellement une importance croissante. Le rééquilibrage est un élément de gestion crucial dans ce contexte.

Les concepts de rééquilibrage ont pour but de ramener le portefeuille (ou les différentes classes d'actifs) à l'objectif d'allocation prédéfini, afin de rétablir les caractéristiques de risque/rendement recherchées avec la stratégie choisie. En effet, le portefeuille s'éloigne de la stratégie initiale au fil du temps en raison de l'évolution différente des rendements des classes d'actifs. En règle générale, les actifs les plus rentables connaissent une croissance plus forte, ce qui tend également à augmenter le risque.

Le recours aux stratégies de rééquilibrage est censé contrecarrer cette situation. Il s'agit de réduire les catégories dont le rendement est supérieur à la moyenne et de renforcer celles dont le rendement est inférieur à la moyenne. Il en résulte un comportement anticyclique selon le principe «acheter à bas prix, revendre au prix fort».

Quelles sont les dimensions habituellement définies dans les concepts de rééquilibrage?

Lors de l'élaboration des concepts de rééquilibrage, trois dimensions sont généralement spécifiées: la fréquence, les fourchettes et le mécanisme. La fréquence correspond à la cadence à laquelle on vérifie si un rééquilibrage doit être effectué. En définissant les fourchettes, on détermine la tolérance relative au risque

pour les déviations de la stratégie d'investissement. Le mécanisme précise quelles classes d'actifs doivent être réduites aux objectifs en cas de rééquilibrage. Cependant, la conception des méthodes de rééquilibrage est hétérogène, il y a par exemple celles qui sont purement indexées sur la fréquence, les stratégies par fourchette pures, ou des formes mixtes.

Quels sont les principaux facteurs qui influencent ces dimensions?

Les dimensions sont influencées par divers facteurs. Cette influence varie en fonction de la tolérance relative au risque et de l'orientation stratégique, ce qui signifie que les critères de rééquilibrage doivent être formulés différemment pour chaque investisseur (voir tableau).

Effet du rééquilibrage sur différentes périodes

Complementa réalise chaque année le Risk Check-up qui porte également sur la répartition des actifs des caisses de pensions suisses à la fin de l'année. Sur la base de la répartition moyenne des actifs recensée par le Risk Check-up de cette année, qui comprend environ 39 % d'actifs nominaux (liquidités incluses), 31 % d'actions, 20 % d'immobilier et 10 % de placements alternatifs, une stratégie pure d'achat à long

Coûts	Il s'agit notamment des coûts de transaction (explicites et implicites) et des dépenses liées au rééquilibrage. Si un court intervalle de temps est défini, la probabilité de mesures de réallocation augmente et avec elle, le poids des coûts. La situation est similaire dans le cas des fourchettes. Si le mécanisme de rééquilibrage inclut une traçabilité à toutes les catégories, les coûts de rééquilibrage prennent également de l'ampleur.
Kosten	Diese beinhalten Transaktionskosten (explizite und implizite) sowie Aufwendungen im Zusammenhang des Rebalancings. Wird ein kurzes zeitliches Intervall definiert, steigt die Wahrscheinlichkeit von Reallokationsmassnahmen und damit auch der Einfluss der Kosten. Analog verhält es sich im Falle von engen Bandbreiten. Beinhaltet der Rebalancing-Mechanismus ein Zurückführen auf sämtliche Kategorien, nehmen die Rebalancing-Kosten ebenfalls zu.
Taxes	L'influence de taxes éventuelles liées aux mesures de réallocation est comparable à celle des coûts.
Steuern	Der Einfluss von allfälligen Steuern im Zusammenhang von Reallokationsmassnahmen ist vergleichbar mit demjenigen der Kosten.
Tolérance au risque	Ce facteur couvre la tolérance aux écarts par rapport à la stratégie de placement. En cas de faible tolérance au risque, on utilise généralement des intervalles de temps plus courts et des fourchettes plus étroites, et toutes les catégories sont rééquilibrées. On vise ainsi un alignement plus stratégique des actifs.
Risikotoleranz	Dieser Faktor beinhaltet die Toleranz gegenüber Abweichungen zur Anlagestrategie. Im Falle einer geringen Risikotoleranz werden in der Regel eher kürzere zeitliche Intervalle und enge Bandbreiten gesetzt und es wird eine Rückführung sämtlicher Kategorien vorgenommen. Damit kann eine strategienähere Vermögensausrichtung angestrebt werden.
Volatilité	Plus la volatilité d'une classe d'actifs est élevée, plus le risque de déviation de la stratégie est grand. En théorie, il faudrait donc des fourchettes étroites pour une mise en œuvre proche de la stratégie afin de réduire le risque de déviation. Toutefois, comme cela augmente la probabilité de mesures de réallocation et les coûts associés, des fourchettes assez larges sont souvent choisies dans la pratique.
Volatilität	Je höher die Volatilität einer Kategorie, desto höher das Abweichungsrisiko zur Strategie. Für eine strategienahe Umsetzung bedarf es deshalb in der Theorie engere Bandbreiten, um das Abweichungsrisiko zu reduzieren. Da dadurch jedoch die Wahrscheinlichkeit an Reallokationsmassnahmen ansteigt und die damit verbundenen Kosten belastend wirken, werden in der Praxis oft breitere Bandbreiten gewählt.
Corrélation	S'il existe des corrélations plus élevées entre les catégories, cela se traduit généralement par un risque de déviation plus faible au niveau de la stratégie de placement. Par conséquent, les fourchettes ont tendance à être plus larges pour les corrélations plus élevées.
Korrelation	Bestehen höhere Korrelationen zwischen Kategorien, resultiert üblicherweise ein geringeres Abweichungsrisiko auf Stufe der Anlagestrategie. Dadurch können die Bandbreiten bei höheren Korrelationen tendenziell breiter ausgestaltet werden.
Négociabilité	La négociabilité de certains placements est limitée, notamment dans le domaine des placements alternatifs ou de l'immobilier, ce qui peut rendre difficile un rééquilibrage en temps voulu ou entraîner des coûts comparativement élevés.
Handelbarkeit	Einige Investitionen, insbesondere im Bereich von alternativen Anlagen oder Immobilien, weisen eine eingeschränkte Handelbarkeit auf, wodurch ein zeitnahe Rebalancing erschwert wird oder vergleichsweise hohe Kosten resultieren können.

terme («buy and hold») avec un concept de rééquilibrage mensuel et annuel, ainsi que des stratégies pures par fourchette ont été comparées sur plusieurs périodes. Dans le cas du rééquilibrage, toutes les catégories ont toujours été ramenées à leurs quotes-parts cibles initiales. Pour les stratégies par fourchette, les variantes de fourchette étroite, moyenne et large ont été simulées.

Dans les périodes à très long terme, la pure stratégie «buy and hold» présente le risque absolu le plus élevé. Cette stratégie comporte également le risque relatif le plus élevé de déviation par rapport à la stratégie de placement (tracking error) pour toutes les périodes considérées. Cependant, dans le cadre de la bulle technologique et de la crise des marchés financiers, le risque absolu était plus faible et les rendements plus élevés. Cela peut s'expliquer par le fait qu'aucune réallocation n'a été effectuée pour les positions à risque sur les marchés en baisse. Cependant, en raison de cette moindre exposition, la stratégie a ensuite beaucoup moins profité des rebonds et a perdu l'avance qu'elle avait acquise dans les

crises susmentionnées. Un comportement similaire, quoique nettement moins accentué, se dégage pour les concepts de rééquilibrage purement indexés sur la fréquence avec des intervalles de réattribution assez longs et pour les concepts à fourchette large.

Un tableau similaire semble émerger de l'actuelle crise du coronavirus. Cependant, en raison de la rapidité de l'effondrement, puis du rebond, le comportement de ces concepts rejoint plus ou moins celui observé pour la stratégie «buy and hold».

Les coûts les plus élevés résultent de la stratégie de rééquilibrage mensuel. A long terme, les coûts étaient environ trois fois supérieurs à ceux d'un intervalle de réattribution annuel ou environ deux fois supérieurs à ceux du concept à fourchette large. La stratégie de rééquilibrage mensuel donne des rendements comparativement plus faibles pour toutes les périodes considérées.

Pour tous les concepts de rééquilibrage étudiés ici, le profil de risque à court et à long terme se rapproche plus du profil de

risque stratégique que celui de la pure stratégie «buy and hold». Les fourchettes plus étroites et les intervalles de temps plus courts sont grevés de coûts plus élevés en raison du plus grand nombre de mesures de réallocation, mais tendent à être un peu plus proches des objectifs stratégiques en termes de risques de déviation et de caractéristiques de risque.

Conception individuelle des méthodes de rééquilibrage

De cette manière, la définition de l'intervalle de temps et le choix de la fourchette dépendent notamment de la tolérance relative au risque de l'investisseur individuel en cas d'écart par rapport à la stratégie de placement, du niveau moyen des coûts de rééquilibrage et de la stratégie de placement choisie. Du point de vue de la gestion des risques de déviation, les concepts de rééquilibrage sont plus avantageux qu'une pure stratégie «buy and hold».

Wie zerronnen, so gewonnen

Das Anlagejahr 2020 verlief bis anhin spektakulär: Den neuen historischen Höchstständen der Aktienmärkte im Januar folgte ein drastischer Absturz und ein ebenso schneller, enormer Aufschwung. Was lässt sich aus dieser Achterbahnfahrt für Investoren lernen?

Noch ist das Anlagejahr 2020 nicht zu Ende – ebenso wenig ist die Corona-Pandemie bereits ausgestanden. Bei allen Unwägbarkeiten sollen im Folgenden dennoch sechs Thesen formuliert werden, was insbesondere Stiftungsräte aus dem wilden Jahr 2020 lernen können.

Disziplin lohnt sich

Die Verlockung ist selbst für professionelle Anleger gross, bei starken Kursrückschlägen Aktien zu verkaufen, um mögliche weitere Verluste einzudämmen. Pensionskassen machen in der Regel genau das Gegenteil: Wenn Aktien massiv an Wert verlieren, verschiebt sich die Gewichtung der Anlagen und die Kasse muss in der Krise Aktien zukaufen, um die in der Anlagestrategie definierte Quote zu halten. Dieser Vorgang nennt sich Rebalancing. Pensionskassen, die diesen Frühling diszipliniert an diesem Rebalancing festhielten, wurden dafür belohnt und konnten stark von der raschen Erholung der Aktienmärkte profitieren.

Wichtigkeit der Liquidität nicht unterschätzen

Schweizer Pensionskassen haben die dafür vorgesehene Quote des Vermögens in den letzten Jahren von den zuvor üblichen etwa 7 auf noch 4 bis 5 Prozent gesenkt. So konnten sie Negativzinsen verringern oder

ganz abwenden. Auch der Anteil an (Staats-)Anleihen wurde wegen der mageren, oft sogar negativen Renditen gesenkt. Im Moment der Krise kann sich dieses Vorgehen jedoch rächen: Liquidität und solide Anleihen stabilisieren das Portfolio und sind vor allem auch wichtig, um das oben skizzierte Rebalancing zu machen.

Diversifikation lohnt sich

Ein Grundprinzip jeder Anlagestrategie ist die Diversifikation: Frei nach der altbekannten Regel, nicht alle Eier in denselben Korb zu legen, verteilen Pensionskassen ihr Vermögen auf unterschiedliche Anlagekategorien. Auch innerhalb dieser Anlagekategorien wird diversifiziert (beispielsweise werden Aktien und Obligationen geografisch und nach Unternehmenssektoren gestreut). So kann das Risikoprofil der Pensionskasse verbessert werden. In der aktuellen Krise bewährte sich dieser Ansatz einmal mehr: Insbesondere Gold, Staatsanleihen und Schweizer Immobilien stabilisierten das Portfolio.

Die Zinsen bleiben tief

Nach einem zaghaften Versuch, die amerikanischen Leitzinsen zu erhöhen, ist im Zuge der Corona-Krise auch die amerikanische Zentralbank (Fed) bei

null angelangt – wo sie sich in guter Gesellschaft der Notenbanken Japans, Europas und der Schweiz befindet. Gepaart mit dem Umstand, dass alle Länder ihre Schulden zur Bekämpfung der Coronakrise nochmals massiv steigerten, ist damit auf absehbare Zeit weiter mit Null- und Negativzinsen zu rechnen. Für die Pensionskassen heisst dies, dass die Renditeerwartungen tief bleiben. Die Suche nach etwas riskanteren, aber renditeträchtigeren Anlagen wird weitergehen.

Es geht noch schlimmer

Der wirkliche Härtestest ist ausgeblieben. Die Börsenindizes brachen diesen Frühling zwar massiv ein (der SMI um fast einen Drittel).¹ Historisch gesehen gab

¹ Alle Werte beziehen sich auf den SMI ohne Dividendenzahlungen.

es jedoch schon deutlich härtere Rückschläge, wenn auch nicht in derart kurzer Zeit. So verlor der SMI im Zuge der Finanzkrise von seinem Höchststand im Juni 2007 bis im März 2009 über 55 Prozent. Erst im November 2014 erreichte der SMI wieder einen Stand von über 9000 Punkten und näherte sich damit dem Höchststand von vor der Krise (9500 Punkte) – nicht nur können die Rückschläge heftiger ausfallen, sondern auch die Erholungsdauer kann viel länger dauern als dieses Jahr. Bei Redaktionsschluss dieser Publikation steht der SMI mit rund 10 200 Punkten praktisch wieder am Jahresanfang (10 580 Punkte).

Die Überraschung vorbereiten

Krisen sind immer überraschend. Noch zu Beginn dieses Jahrs hätte sich niemand träumen lassen, dass Wirtschaft und Fi-

nanzmärkte (und nicht nur sie) 2020 wegen einer Pandemie ins Schleudern geraten würden. Zumindest im Kapitalanlagebereich kann man sich aber relativ gut auf Krisen vorbereiten: Mit dem bestehenden Portfolio können verschiedene Möglichkeiten simuliert werden. Was passiert bei einem Einbruch der Aktienmärkte? Bei steigenden Zinsen oder fallenden Immobilienpreisen? Solche Szenarien helfen, ein besseres Gespür für die Risiken im eigenen Portfolio zu entwickeln. Und, vielleicht fast das Wichtigste: Wenn man Stresssituationen bereits zuvor durchgespielt hat, hilft dies, Ruhe zu bewahren, wenn sie tatsächlich eintreten.

Kaspar Hohler

WERBUNG

PUBLICITÉ



Wir gehen eine Partnerschaft mit unseren Kunden ein, um ihre einzigartigen Anlageziele gemeinsam zu erreichen

1939 gegründet

\$374 Milliarden verwaltetes Vermögen*

100 % unabhängig und in Mitarbeiterbesitz

25+ Jahre durchschnittliche Branchenerfahrung der Portfoliomanager*

Alternatives | Equity | Fixed Income

Seit über 20 Jahren betreuen wir Schweizer Institutionen

Neuberger Berman (Switzerland) GmbH

Fabio Castrovillari, Head Client Coverage DACH Region, Fabio.Castrovillari@nb.com

Joël Audren, CFA, Client Coverage Switzerland, joel.audren@nb.com

+41 44 219 7750, www.nb.com

NEUBERGER BERMAN

*Stand 30. September 2020. Die Unternehmensdaten, einschließlich der Mitarbeiter- und Vermögensverwaltungszahlen, spiegeln die Sammeldaten der verschiedenen Tochtergesellschaften der Neuberger Berman Group LLC wider.

Dies ist nur für qualifizierte Anleger bestimmt.

Investitionen bergen Risiken mit dem Potenzial für ein überdurchschnittliches Risiko und ist nur für Personen geeignet, die in der Lage sind, solche Risiken einzugehen.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Anlage-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung oder eine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers dar. Es wird keine Empfehlung oder Beratung gegeben, ob eine Anlage oder Strategie für einen bestimmten Anleger geeignet ist. Jeder Nutzer dieses Dokuments sollte die Prüfungen durchführen, die er für notwendig hält, um zu einer unabhängigen Bewertung einer Investition zu gelangen, und seinen eigenen Rechtsbeistand sowie Finanz-, Versicherungs-, Buchhaltungs-, Aufsichts- und Steuerberater konsultieren, um eine solche Investition zu bewerten.

Dieses Dokument ist eine Finanz-Promotion und wird von der Neuberger Berman Europe Limited herausgegeben, die von der Financial Conduct Authority autorisiert und reguliert wird und in England und Wales im Lansdowne House, 57 Berkeley Square, London, W1J 6ER registriert ist.

Name und das Logo "Neuberger Berman" sind eingetragene Dienstleistungsmarken der Neuberger Berman Group LLC.

©2020 Neuberger Berman Group LLC. Alle Rechte vorbehalten. 541142

Sitôt parti, sitôt récupéré

Jusqu'à présent, l'année de placement 2020 a été très mouvementée: après avoir escaladé des sommets historiques en janvier, les marchés boursiers ont accompli une chute drastique, puis sont remontés à une vitesse vertigineuse. Que peuvent retenir les investisseurs de ce tour de montagnes russes?

L'année de placement 2020 n'est pas encore terminée, pas plus que la pandémie de coronavirus. Mais en dépit de tous les impondérables, voici six thèses que nous soutenons et dont les conseils de fondation, en particulier, peuvent tirer des enseignements pour cette folle année 2020.

La discipline est payante

La tentation est grande, même pour les investisseurs professionnels, de vendre des actions en cas de forte chute des cours, afin d'endiguer les pertes. Les caisses de pensions font généralement juste le contraire: quand les actions subissent une dépréciation massive, la pondération des placements change et la caisse doit acheter des actions en pleine crise afin de maintenir la quote-part définie dans la stratégie de placement. Ce processus est appelé rééquilibrage. Les caisses de

pensions qui ont effectué ce rééquilibrage de manière disciplinée au printemps ont été récompensées et ont pu grandement profiter de la reprise rapide des marchés des actions.

Ne pas sous-estimer l'importance de la liquidité

Ces dernières années, les caisses de pensions suisses ont réduit la quote-part des actifs affectée à cette fin: de 7% autrefois, elle est passée à 4 ou 5%, ceci afin de réduire ou d'éviter complètement les taux d'intérêt négatifs. La proportion d'obligations (souveraines) a également été ramenée en raison des rendements très maigres, et souvent même négatifs. Mais au moment de la crise, cette approche peut se payer cher: la liquidité et les obligations solides stabilisent le portefeuille et sont surtout importantes pour réaliser le rééquilibrage décrit ci-dessus.



Il vaut la peine de diversifier

La diversification est un principe de base de toute stratégie de placement: suivant la règle bien connue qui consiste à ne pas mettre tous les œufs dans le même panier, les caisses de pensions répartissent leurs actifs entre différentes catégories de placement. Au sein de ces classes d'actifs, la diversification est également recherchée (par exemple, les actions et les obligations sont réparties géographiquement et par secteurs d'activité). Cela permet d'améliorer le profil de risque de la caisse de pensions. Dans la crise actuelle, cette approche a une nouvelle fois fait ses preuves: l'or, les obligations d'Etat et l'immobilier suisse en particulier ont stabilisé le portefeuille.

Les taux d'intérêt restent bas

Après une timide tentative de relèvement des taux directeurs américains, la banque centrale américaine (Fed) a dû se résoudre à revenir à un taux zéro dans le sillage de la crise du coronavirus – elle se trouve en bonne compagnie puisque les banques centrales du Japon, d'Europe et de Suisse en sont au même point. Ajouté au fait que tous les pays ont encore augmenté massivement leur dette pour lutter contre la crise du coronavirus, il est légitime de penser que les taux d'intérêt resteront nuls

et négatifs pendant encore un bon moment. Pour les caisses de pensions, cela signifie que les rendements attendus demeureront faibles. La recherche de placements un peu plus risqués, mais aussi plus rentables, va se poursuivre.

Cela aurait pu être pire

Le véritable test de robustesse n'a pas eu lieu. Les indices boursiers se sont en effet massivement effondrés au printemps (le SMI a cédé près d'un tiers).¹ Historiquement, cependant, il y a déjà eu des revers beaucoup plus graves, mais pas en si peu de temps. Au cours de la crise financière, le SMI avait perdu plus de 55% entre son pic de juin 2007 et mars 2009. Ce n'est qu'en 2014 que le SMI avait de nouveau dépassé la marque des 9000 points, se rapprochant ainsi du pic d'avant la crise (9500 points). Non seulement les revers peuvent être plus graves, mais la période de reprise peut prendre beaucoup plus de temps que cette année. Au moment de la mise sous presse de cette publication, le SMI, avec environ 10200 points, avait pratiquement rejoint son niveau du début de l'année (10580 points).

¹ Toutes les valeurs se réfèrent au SMI sans versement de dividendes.

Etre préparé à la surprise

Les crises vous prennent toujours par surprise. Au début de cette année, personne n'aurait encore imaginé que l'économie et les marchés financiers (et pas seulement eux) se retrouveraient en mauvaise posture en 2020 à cause d'une pandémie. Mais au moins dans le domaine des placements, il est relativement facile de se préparer aux crises: différentes options peuvent être simulées avec le portefeuille existant. Que se passe-t-il si les marchés boursiers s'effondrent? Si les taux d'intérêt augmentent ou les prix de l'immobilier baissent? De tels scénarios aident à mieux appréhender les risques de votre propre portefeuille. Et ce qui est peut-être encore plus important: si vous avez déjà vécu des situations de stress auparavant – au moins en théorie – cela vous aidera à rester calme lorsqu'elles se produisent réellement.

Kaspar Hohler



Wie lange muss die Feuerwehr noch löschen?

So schnell die Coronakrise die Wirtschaft traf, so rasch erholt diese sich wieder. Doch sind die Notmassnahmen jetzt noch zielführend? Und was sollen und können die Notenbanken noch machen? Eine Zwischenbilanz mit dem Wirtschaftshistoriker Tobias Straumann.



Tobias Straumann
ist Wirtschaftshistoriker und setzt sich insbesondere mit der europäischen Geld- und Finanzgeschichte sowie der schweizerischen Wirtschaftsgeschichte auseinander. Straumann ist Titularprofessor an der Philosophischen Fakultät der Universität Zürich.

Wenn der Staat spart, führt dies nicht nur zu Arbeitslosigkeit und Armut, sondern schwächt auch die Gesamtwirtschaft.

Man sollte in guten Zeiten Reserven aufbauen, auch bei den Sozialversicherungen, die man in schlechten Zeiten nutzen kann.

Auf dem Titelbild dieser Ausgabe ist ein Ei zu sehen, das zerbrochen ist. Wenn wir uns die Schweizer Wirtschaft als Ei vorstellen – ist es kaputtgegangen?

Tobias Straumann: Nein. Es hat einige Risse gegeben, aber es ist nicht kaputtgegangen. Die Erholung läuft zudem schneller, als viele glaubten.

Gibt es in der Wirtschaft ein Vorher und ein Nachher, die völlig verschieden sind?

Straumann: Ich sehe keine Zäsur, nach der alles anders ist. Höchstens in einzelnen Branchen, aber nicht in der Gesamtwirtschaft.

Wie steht die Schweiz im Vergleich zum Ausland da?

Straumann: Die Schweiz gehört zu einer Gruppe von Ländern, in denen es relativ gut gegangen ist. Den nordeuropäischen Ländern geht es im Vergleich zu Südeuropa viel besser. Das hat aber nicht nur mit uns zu tun, sondern auch mit der geografischen Lage. Das Virus wurde hauptsächlich über Italien eingeschleppt.

Hängen die Folgen für die Wirtschaft direkt zusammen mit dem Ausmass, in dem das Virus sich verbreitete und Opfer forderte?

Straumann: Die getroffenen Massnahmen sind entscheidender für die Wirtschaft. Die romanischen Länder waren generell viel strenger. Frankreich, Italien und Spanien griffen hart durch. Die Schweiz, Deutschland und Österreich waren liberaler.

Machen wir jetzt Erfahrungen, die wir für später brauchen können?

Straumann: Auf jeden Fall. Falls wieder eine Pandemie kommt, ist man das nächste Mal besser vorbereitet. Aktuell stellt sich aber eine andere Frage, nämlich wie die Wirtschaft die letzten Prozentpunkte zum Wachstumspfad vor der Krise noch auf-

holen kann. Während wir die Krise bisher recht erfolgreich bewältigt haben, kann jetzt noch einiges schief gehen.

Wie meinen Sie das?

Straumann: Wir haben in der Krise schnell und angemessen reagiert – durch die Vergabe von Krediten und die starke Ausweitung der Kurzarbeit. Die Gefahr ist nun, dass man zu lange an diesen Notmassnahmen festhält.

Notnägeln könnten zum Dauerzustand werden.

Straumann: Ja, auch aus einem Mangel an Fantasie. Die Politik ist in der ersten Phase der Krise in eine bestimmte Richtung gegangen. Nun besteht die Gefahr, dass man einfach weiter in dieselbe Richtung läuft, weil es bisher gut funktioniert hat. Aber jetzt kommt eine neue Krisenphase, in der wir uns von den Notmassnahmen verabschieden müssen.

gemacht, nämlich die Arbeitslosenversicherung zusätzlich finanziert und mit Überbrückungshilfen die Wirtschaft stabilisiert. Unterschiedlich sind hingegen die Pandemiemassnahmen. Ich bin zum Beispiel erstaunt, wie schwer sich die USA damit tun, zur Normalität zurückzukehren. Alles ist politisiert, es gibt keinen Konsens mehr. Bei uns dominierte zum Glück die sachliche Auseinandersetzung.

Eine weitere Gemeinsamkeit aller Länder ist, dass enorme Geldmengen ausgeschüttet werden. Kann man jede Wirtschaftskrise mit Geld lösen?

Straumann: Man kann eine Wirtschaftskrise nicht mit Geld lösen, sondern nur lindern. Die Wirtschaft selber löst die Krise, indem sie restrukturiert, wieder investiert, Leute anstellt. Eine falsche Geldpolitik kann aber viel Schaden anrichten. Dies hat man direkt gelernt von der letzten Krise, als man viel zu lange gewartet hatte,

Krisen sind per definitionem überraschend, sonst wären sie keine Krisen. Es ist ein Grundgesetz, auch in der Ökonomie, dass es immer wieder Überraschungen gibt.

Um im Bild des Weiterlaufens zu bleiben: Die Länder gingen mit einem bestimmten Instrumentarium in die Krise, das dann ausgebaut wurde, in der Schweiz war dies die Kurzarbeit. In den USA explodierte hingegen die Arbeitslosigkeit, um dann aber rasch wieder zu sinken. Lässt sich schon ein Vergleich ziehen, welcher Weg sich als erfolgreicher erweist?

Straumann: Für eine Bilanz ist es noch zu früh. Und auch wenn das Instrumentarium unterschiedlich aussieht, haben alle westlichen Länder im Grunde dasselbe

bis man mit allen Mitteln das Finanzsystem stützte.

Man konnte den Eindruck gewinnen, die Notenbanken hätten mit ihren massiven Interventionen primär die Aktienmärkte und die Investoren gerettet.

Straumann: Dieser Eindruck täuscht. Natürlich stützen die Notenbanken mit ihren Massnahmen die Börsen, es geht aber letztlich um die Stabilisierung des Bankensystems und der Gesamtwirtschaft. Es war im Frühling leicht vorstellbar, dass die



Coronakrise eine Bankenkrise hätte auslösen können. Es war eine äusserst gefährliche Situation, die von den Zentralbanken schnell entschärft wurde.

Kann es auch ein Zuviel an öffentlichen Geldern geben, sei es vom Staat oder von den Notenbanken?

Straumann: Bei den Notenbanken ist eine vorübergehende massive Ausweitung der Geldmenge kein Problem, denn sie können die geschaffene Liquidität relativ leicht wieder aus dem System ziehen. Bei den öffentlichen Finanzen ist es hingegen problematisch, wenn die Schulden zu stark ansteigen, denn ein schneller Abbau ist unmöglich. In der Schweiz sieht es diesbezüglich immer noch gut aus. Es werden nicht so viele Kredite beansprucht wie zunächst erwartet, und ein grosser Teil wird sogar zurückbezahlt werden. Missbrauch gibt es immer, aber das muss man in Kauf nehmen. Auch die hohen Kosten für die Kurzarbeit können wir verkraften.

Sie haben die Kurzarbeit schon angesprochen: Welche Rolle spielen Sozialversicherungen generell in Wirtschaftskrisen?

Straumann: Sie sind sehr wichtig, weil sie die Einkommen stabil halten. Das ist auch eine Lehre aus früheren Krisen: Wenn der Staat spart, führt dies nicht nur zu Arbeitslosigkeit und Armut, sondern schwächt auch die Gesamtwirtschaft. Man sollte in guten Zeiten Reserven aufbauen, auch bei den Sozialversicherungen, die man in schlechten Zeiten nutzen kann.

Wir leben in Zeiten, in denen der Staat in nur wenigen Wochen Milliardensummen ausgibt,

in der Finanzkrise war dies ähnlich. Geht in solchen Zeiten das Gespür verloren, dass die Sozialwerke dennoch saniert werden müssen und eine Milliarde dabei viel Geld ist?

Straumann: Ich glaube, dass das Gespür für die Höhe der Summen eher in guten Zeiten als in Krisen verloren geht. In der Schweiz lief die Konjunktur in den letzten Jahren sehr gut, sodass die strukturellen Defizite kaum zur Kenntnis genommen wurden. Es fehlt ein tauglicher Indikator, der uns auf einen Blick zeigt, wie die Lage der Sozialversicherungen ist.

Was gäbe es denn, neben einem tauglichen Indikator, für Lösungen?

Straumann: Eine Schuldenbremse für Sozialversicherungen wäre empfehlenswert. Solche automatischen Anpassungsmechanismen kennen wir ja bereits. Der Mischindex in der AHV, durch den die Renten gemäss einer Formel automatisch an die Lohn- und Preisveränderungen angepasst werden, ist ein gutes Beispiel. Die Schuldenbremse im Staatshaushalt funktioniert im Übrigen sehr gut. Dank ihr haben wir jetzt diesen finanziellen Handlungsspielraum.

Es gibt gewisse Fragezeichen, ob ein Kapitaldeckungsverfahren in Zeiten von Nullzinsen überhaupt noch sinnvoll ist. Wie sehen Sie das?

Straumann: In den 80er Jahren sagte man, 4 Prozent Nominalzins, real 2 Prozent, sind für die berufliche Vorsorge die richtige Annahme, es entspricht dem historischen Wert. Heute wissen wir, dass diese Annahme nur für eine gewisse Zeit

galt. Nur: Wissen wir heute, wie es in 10 oder 20 Jahren aussieht? Abgesehen davon liefern Aktien und Immobilien eine gute Performance, wenn man Nullzinsen hat, das bedingt sich ja gegenseitig. Den Pensionskassen geht es deshalb nicht so schlecht, wie die Nullzinsen vermuten lassen.

Es besteht kein Leidensdruck.

Straumann: Es besteht schon ein Leidensdruck, aber eine Abschaffung der 2. Säule wäre der falsche Weg, zumal eine solche Vorlage nie eine Mehrheit finden würde. Man sollte vielmehr die Erwartungen an die Realität anpassen, indem die Ansprüche etwas reduziert werden, wobei man durchaus auch eine gewisse Umverteilung damit verbinden könnte, um die Reform sozialverträglich zu gestalten. Einen anderen Weg sehe ich nicht. Gewisse Leute haben das Gefühl, es gäbe irgendeinen Trick, um das Problem zu lösen, etwa indem die Nationalbank stärker in die Pflicht genommen wird. Ich halte dies für eine Illusion.

Bei der Krisenbewältigung haben Sie kritisiert, man mache einfach so weiter, wie man angefangen habe. In Bezug auf die Vorsorgewerke ist es nun aber gut, einfach so weiterzumachen wie bisher?

Straumann: Das sind zwei verschiedene Themen. Bei den Vorsorgewerken handelt es sich um jahrzehntealte Einrichtungen, während die Krisenbewältigung eine kurzfristige Angelegenheit ist. Man kann es mit der Feuerwehr und der Wasserversorgung vergleichen: Die Feuerwehr ist zuständig für das schnelle Löschen eines

Man kann eine Wirtschaftskrise nicht mit Geld lösen, sondern nur lindern. Die Wirtschaft selber löst die Krise, indem sie restrukturiert, wieder investiert, Leute anstellt.

Brandes und verschwindet wieder, wenn sie ihren Auftrag erfüllt hat. Sie sollte nicht einfach weiterlöschen und alles unter Wasser setzen. Die Wasserversorgung ist hingegen eine Infrastruktur, die wir immer benötigen.

Kommen wir zurück zur Krise: Eine Pandemie als Auslöser einer globalen Krise hatte niemand auf dem Radar. Welche Rolle spielen überraschende Ereignisse in der Wirtschaftsgeschichte?

Straumann: Krisen sind per definitionem überraschend, sonst wären sie keine Krisen. Es ist ein Grundgesetz, auch in der Ökonomie, dass es immer wieder Überraschungen gibt. Vielleicht fällt es heute etwas schwerer zuzugeben, dass wir vieles nicht voraussehen können, weil wir das Gefühl haben, wir seien so modern, aufgeklärt und wissenschaftlich. Früher glaubte man eher, dass man nicht alles steuern kann und zuweilen dem Schicksal ausgeliefert ist. Heute herrscht das Gefühl vor, alles im Griff zu haben. Wenn wir realisieren, dass dies nicht der Fall ist, besteht die Gefahr, dass wir hysterisch werden. In der aktuellen Pandemie liess sich dieses Verhalten da und dort gut beobachten.

Schauen wir nach vorne. Wenn man auf die Wirkungsmechanismen von staatlichen Eingriffen und Notenbankgeldern schaut: Gibt es auf dieser Ebene etwas, was man aus der aktuellen Krise lernen kann?

Straumann: In der Geldpolitik besteht seit längerem eine grosse Ratlosigkeit, die nach der Coronakrise wohl weiter anhalten wird. Wir leben in einer verkehrten Welt: Die Inflation steigt selbst in Boomzeiten nicht mehr, die Zinsen bleiben bei null, die Ausweitung der Geldmenge kommt an ihre Grenzen, wenn es um die Ankerbelung des Wachstums geht. Man kann sich die Frage stellen: Wofür braucht man überhaupt noch Zentralbanken?

Und, wofür brauchen wir sie noch?

Straumann: Sie sind gut, um Bankenkrisen zu bewältigen. Als Feuerwehr kann

man sie auf jeden Fall noch brauchen. Aber sind sie noch unentbehrlich für die Konjunktursteuerung und die Preisstabilität, wofür wir sie in den letzten 30 Jahren gehabt haben? Wir leben seit einigen Jahren in einer Welt, in der die alten geldpolitischen Konzepte nur noch beschränkt tauglich sind.

Die jetzige Krise und die Finanzkrise davor konnten wir ökonomisch einigermaßen meistern, auch dank der Notenbanken und staatlicher Gelder. Kann dies eine falsche Sicherheit geben, weil man ein drittes Mal diese Unterstützung nicht mehr liefern kann?



Straumann: Die Notenbanken können weiterhin beliebig Unterstützung liefern. Wo Sie recht haben: Bei den öffentlichen Finanzen kommt man immer mehr an eine Grenze, wo eine weitere Verschuldung problematisch wird. Allerdings besteht auch heute noch Spielraum, solange die Zinsen so tief bleiben. Die Amerikaner zum Beispiel zahlen heute gleichviel an Schuldzinsen wie in den 80er Jahren, als die Verschuldung halb so hoch war.

Können die Notenbanken angesichts dieser Situation überhaupt noch hochgehen mit den Zinsen?

Straumann: Nein. Gerade bei der Eurozone sehe ich keinen Exit aus diesem Modus. Eine starke Erhöhung der Zinsen würde Konkurswellen und Schuldenkrisen in Südeuropa auslösen. Die EZB könnte aber zumindest die Negativzinsen abschaffen, denn sie haben die gewünschte Wirkung nicht gebracht, sondern schwächen nur das Bankensystem.

Was bleibt wie lange von Krisen übrig in einer weiteren Wirtschaftsentwicklung?

Straumann: Bei jeder Krise überschätzt man die Änderungen, weil man vorübergehend den Kompass verliert. Oder man schaut an den falschen Ort. So habe ich den Eindruck, der Wechsel hin zu Homeoffice wird überschätzt. Auch die Vorstellung, dass die Flugzeuggesellschaften dauerhaft schrumpfen werden, halte ich für unrealistisch. Wieso sollen die Leute weniger fliegen, nachdem sie jahrelang darauf verzichten mussten? Es sind oft die indirekten Folgen, die grosse Veränderungen auslösen. So sah man den politischen Boomerang 2008 noch nicht, der 2016 in der Form von Brexit und der Wahl von Donald Trump das Establishment aufschreckte. Man dachte, Occupy Wallstreet sei die richtige Reaktion auf die Finanzkrise, nicht ein Rechtsrutsch. Interessant ist auch, dass man über die offensichtlichen Folgen wenig spricht: über Arbeitslosigkeit und Schulden. Wir müssen uns darum kümmern und nicht überlegen, ob die Büros in Zukunft ausgelastet sein werden. Erstens wissen wir es nicht und zweitens ist es irrelevant für die Bekämpfung der unmittelbaren Krisenfolgen, mit denen wir in erster Linie fertig werden müssen.

Können Wirtschaftskrisen längerfristige Systemänderungen auslösen?

Straumann: Das Wirtschaftssystem ändert sich selten in einer Wirtschaftskrise. Dafür müssen die Krisen sehr lange dauern, wie in den 1930er Jahren. Aber das haben wir gegenwärtig nicht, die wirtschaftliche Krise ist ja kurz gewesen. Bereits im dritten Quartal gab es schon wieder enormes Wachstum, das vierte wird wohl auch einigermaßen gut werden. So kurze Krisen führen kaum zu einem Paradigmenwechsel.

Text: Kaspar Hohler
Fotos: Claudio Zemp

Les crises sont surprenantes par définition

La crise du coronavirus a frappé l'économie à la vitesse de l'éclair, mais la reprise a été tout aussi rapide. Alors est-ce que les mesures d'urgence ont encore un sens aujourd'hui? Et qu'est-ce qui nous attend après? Les points clés d'un entretien avec l'historien économique Tobias Straumann.

Pour M. Straumann, le marasme économique induit par le coronavirus «ne marque pas une coupure après laquelle tout sera différent». Selon lui, pour qu'un système économique change réellement à la suite d'une crise économique, celle-ci doit durer très longtemps. C'était le cas dans les années 1930.

Jusqu'à présent, la Suisse est sortie de la crise relativement indemne dans la comparaison internationale. Selon M. Straumann, elle appartient à un groupe de pays d'Europe septentrionale qui se portent beaucoup mieux que par exemple l'Europe méridionale. La gravité de la déroute économique est moins liée à l'ampleur de la propagation du virus dans les pays qu'aux mesures prises: «Les pays latins ont généralement été beaucoup plus stricts. La France, l'Italie et l'Espagne ont pris des mesures draconiennes. La Suisse, l'Allemagne et l'Autriche ont eu une réaction plus libérale.»

L'argent seul n'est pas une solution – mais il est nécessaire

«Pour l'instant, la question est de savoir comment l'économie peut encore rattraper les derniers points de pourcentage pour retrouver le chemin de la croissance d'avant la crise», explique M. Straumann. Beaucoup de choses peuvent encore mal tourner. «Le danger est maintenant que les mesures d'urgence soient maintenues trop longtemps», dit-il en se référant notamment à l'octroi de prêts et à l'expansion du chômage partiel. On ne peut pas simplement continuer comme on a commencé, sous prétexte que cela a bien fonctionné jusqu'à présent.

Chaque pays a pris un ensemble de mesures spécifiques, mais qui ont toutes en commun le fait que d'énormes sommes d'argent sont distribuées. Peut-on résoudre une crise avec de l'argent? «On ne peut pas résoudre une crise économique avec de l'argent, on ne peut que l'atténuer. L'économie elle-même résout la crise en restructurant, en réinvestissant, en recrutant», souligne M. Straumann. Cependant, beaucoup de dégâts peuvent être causés si l'on attend trop longtemps ou qu'on ne délie pas assez les cordons de la bourse – c'est une des leçons tirées de la crise financière.

Les banques centrales ont-elles surtout fait tourner la planche à billets si abondamment au printemps pour sauver les marchés boursiers, et donc les investisseurs? M. Straumann ne partage pas cette analyse: «Au printemps, il était tout à fait imaginable que la crise du coronavirus déclenche une crise bancaire». M. Straumann estime donc que les banques centrales ont bien fait de désamorcer la situation.

Et les assurances sociales?

En période de crise économique, les assurances sociales jouent un rôle éminemment important aux yeux de M. Straumann, car elles permettent de maintenir les revenus à un niveau stable. «C'est encore une leçon tirée des crises précédentes: si l'Etat peine à se montrer généreux, cela ne conduit pas seulement au chômage et à la pauvreté, mais l'économie dans son ensemble en est affaiblie». Toutefois, M. Straumann estime qu'il est urgent de procéder à certaines réformes, en particulier dans le domaine de la prévoyance vieillesse. Il plaide notamment pour la création d'un «indicateur

Il est peut-être un peu plus difficile de nos jours d'admettre que nous ne pouvons pas tout prévoir parce que nous avons le sentiment d'être si modernes, éclairés et scientifiques.

efficace qui nous permettrait d'apprécier d'un coup d'œil l'état du système de sécurité sociale». D'une manière générale, il serait favorable à des mécanismes d'ajustement automatiques. Malgré les taux d'intérêt négatifs, il ne met pas en doute le système de capitalisation. Mais en même temps, il n'y a pas moyen d'échapper à la réalité et les attentes doivent y être adaptées. «Il y a ceux qui croient au remède miracle qui permettra de résoudre le problème, par exemple en mettant plus fortement à contribution la Banque nationale. Je pense que c'est une illusion.»

Faire de la surprise une norme

Presque personne n'aurait imaginé une pandémie comme élément déclencheur d'une crise. Quel rôle jouent les événements surprenants dans l'histoire économique? «Les crises sont surprenantes par définition, sinon ce ne seraient pas des crises», note M. Straumann. Cette loi fondamentale s'applique également à l'économie. «Il est peut-être un peu plus difficile de nos jours d'admettre que nous ne pouvons pas tout prévoir parce que nous avons le sentiment d'être si modernes, éclairés et scientifiques.»

En ce qui concerne l'avenir, M. Straumann atteste à la politique monétaire une certaine perplexité qui dure déjà quelque

temps et qui va probablement continuer après la crise du coronavirus. Que peuvent faire les banques centrales? «Elles restent incontestablement utiles dans leur rôle de pompier», déclare M. Straumann. Par contre, elles n'ont plus grand pouvoir à piloter la conjoncture ou à stabiliser les prix, deux de leurs tâches essentielles au cours des 30 dernières années. «Depuis quelques années, nous vivons dans un monde où les anciennes lois de la politique monétaire n'ont plus qu'une pertinence limitée», constate-t-il.

Les montagnes de dettes sont – encore – supportables

Si les banques centrales peuvent réduire leurs bilans assez facilement, il n'en va pas de même pour la dette publique. Cependant, tant que les taux d'intérêt resteront bas, la dette ne posera pas trop de problèmes. Mais en dernier ressort, cela signifie aussi que les banques centrales ont les mains liées. «Une forte hausse des taux d'intérêt déclencherait des vagues de faillites et des crises de l'endettement en Europe méridionale», expose M. Straumann.

Si M. Straumann considère que la discussion sur la politique monétaire et la dette nationale est importante, il ne s'intéresse en revanche guère aux spéculations sur la permanence du télétravail ou la fu-

ture fringale de vols. «A chaque crise, les gens surestiment les changements car ils perdent temporairement leurs repères. Ou alors ils regardent dans la mauvaise direction». Les problèmes les plus pressants sont la dette et le chômage, laisse-t-il entendre.

Par ailleurs, ce sont souvent les conséquences indirectes d'une crise qui, selon M. Straumann déclenchent finalement des changements majeurs: «Par exemple on ne prévoyait pas encore le boum politique en 2008 qui allait secouer l'establishment en 2016 sous forme du Brexit et de l'élection de Donald Trump. On pensait qu'Occupy Wallstreet était la bonne réponse à la crise financière et non un glissement vers la droite.»

Kaspar Hohler

Private Equity et infrastructure: des investissements immunes au Covid-19?

Les investissements illiquides comme le Private Equity et l'infrastructure ont suscité un vif intérêt de la part des institutions de prévoyance ces dernières années. Les caractéristiques propres à ces classes d'actifs ont offert une protection quand l'activité a subi un fort ralentissement durant la pandémie.

La crise économique liée à la pandémie de Covid-19 a été pour des nombreuses institutions de prévoyance la première crise majeure traversée avec des actifs illiquides tels que le Private Equity ou l'infrastructure en portefeuille. Compte tenu de l'intérêt suscité par ces investissements au cours de la dernière décennie, il est primordial de comprendre quel a été l'impact de la crise sur ces placements.

Les investissements illiquides des institutions de prévoyance

Les investissements illiquides font partie des placements qui ont reçu le plus d'intérêt de la part des institutions de prévoyance depuis la crise financière de 2008. Cette tendance est expliquée par l'environnement de taux d'intérêts faibles et la prime d'illiquidité qui, tout en s'adaptant bien à l'horizon d'investissement des institutions de prévoyance, permet d'augmenter l'espérance de rendement. Le succès du Private Equity est également lié à la diminution du nombre de sociétés cotées, qui en fait un actif idéal pour conserver un portefeuille aussi représentatif que possible de l'économie. Le besoin grandissant de financement d'infrastructures tout autour de la planète offre des opportunités d'investissements dans cette typologie d'actifs qui étaient auparavant peu disponibles. L'allocation à ces investissements va probablement encore augmenter dans le futur car d'une part les nombreux engagements souscrits par les institutions de prévoyance n'ont pas encore été investis et d'autre part en raison d'une réglementation qui se développe favorablement pour ces investissements.¹

L'activité d'investissement au temps du Covid-19

L'activité d'investissement du Private Equity a subi un fort ralentissement au cours de la pandémie. Selon Preqin, la valeur de rachats d'entreprises (buyout) réalisés au deuxième trimestre 2020 a diminué de presque 45% par rapport à la moyenne des derniers cinq ans. Sur la même période, les transactions de sortie (vente des sociétés en portefeuille) ont fléchi d'environ 60% et celles en infrastructure de 75% (voir graphique).

Compte tenu de l'environnement, les gérants se sont concentrés sur la stabilisation de leurs portefeuilles. De nombreuses sociétés détenues par les fonds de Private Equity ont profité des lignes de crédit négociées auparavant pour garantir un coussin de liquidités suffisant afin de traverser la crise. Le montant de «dry powder» disponible offre également une sécurité supplémentaire aux gérants car elle permet de soutenir les sociétés qui nécessiteraient du financement. Il semblerait donc que, même si les gérants n'ont pas nécessairement prévu la nature et l'ampleur de la crise, ils s'y étaient préparés en se garantissant une marge de manœuvre suffisante en termes de financement et de temps disponible pour réaliser le portefeuille.

La question de la valorisation

La Covid-19 a indéniablement rendu la valorisation des investissements illiquides difficile. Il est utile de rappeler que la valorisation des actifs privés diffère fortement de la valorisation des investissements cotés en termes de méthodologie employée et de fréquence de valorisation.

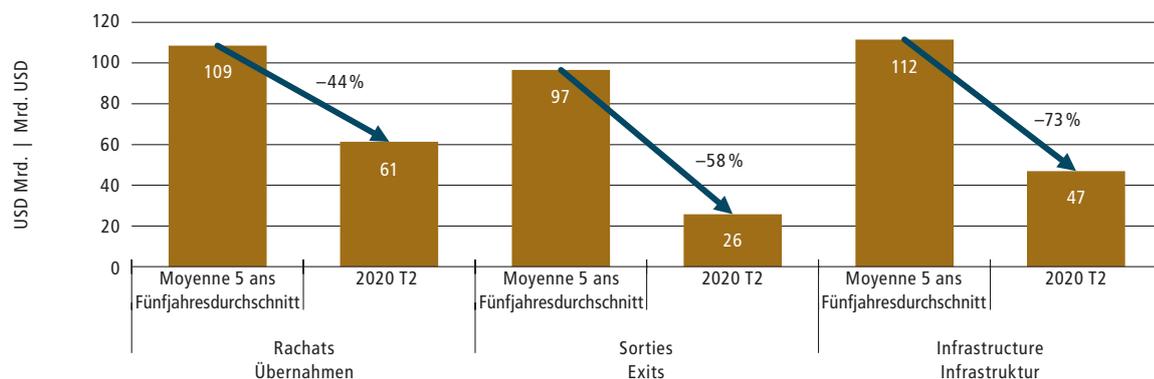
En effet, contrairement aux investissements cotés, les prix des actifs privés doivent être estimés en utilisant des modèles car ils ne sont pas directement obser-



Ivan Guidotti
PhD, CFA, Responsable
des investissements
XO Investments SA

¹ Ainsi, une nouvelle classe d'actifs «Infrastructure» vient d'être introduite dans l'OPP 2.

Volume transactions Private Equity et infrastructure Transaktionsvolumen Private Equity und Infrastruktur



Source/Quelle: Preqin, XO Investments

vables sur le marché. C'est le principe du mark-to-model qui s'oppose au mark-to-market employé pour les investissements cotés. Les modèles utilisés peuvent être groupés en deux catégories:

La première est celle dite de l'évaluation par multiple qui utilise des ratios (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, ...) de sociétés similaires cotées pour évaluer les sociétés en portefeuille. Les ratios doivent être ajustés afin de refléter une prime pour le contrôle de la société et une décote pour le manque de liquidité de l'investissement privé. Le recours aux marchés publics peut être évité en recourant aux prix de transactions privées similaires.

La deuxième catégorie de modèles est celle de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) qui consiste à actualiser les flux attendus de l'investissement. Cette méthodologie très flexible introduit forcément de la subjectivité dans la prévision des flux attendus.

Les modèles de valorisation nécessitent un certain nombre d'inputs (données comptables, prix de transactions similaires, ...) qui sont produits à intervalles réguliers. Les investissements privés sont donc valorisés à une fréquence plus faible. Bien que le nombre de fonds de Private Equity évalués mensuellement ou trimestriellement ait significativement augmenté au cours du temps, les investissements privés sont traditionnellement valorisés annuellement.

Les inputs de modèles sont à la source des difficultés de valorisation du Private Equity et de l'infrastructure pendant la crise liée au Covid-19. D'une part, la diminution des transactions privées a empêché la valorisation des portefeuilles d'entreprises en utilisant des transactions comparables. D'autre part, l'incertitude quant au développement et aux conséquences de la pandémie rendent l'utilisation de l'approche DCF délicate. Enfin, la pertinence des multiples publics en période de stress est questionable en raison du pessimisme des investisseurs et des biais comportementaux qui se traduisent par une surréaction. En outre, les marchés cotés ont souffert également de l'assèchement de la liquidité causé par le déséquilibre entre offre et demande, phénomène qui ne concerne pas le Private Equity et l'infrastructure qui sont illiquides par nature. En d'autres termes, les ventes forcées ont créé un biais dans les multiples qui ne reflètent pas la juste valeur des investissements.

Les enseignements de la crise

Dans le contexte de la crise sanitaire et de la crise financière, la liquidité et la fréquence de la valorisation du Private Equity et de l'infrastructure offrent deux avantages majeurs: premièrement, le fait que les investisseurs ne peuvent pas quitter le fonds d'investissement ne force pas le gérant à vendre les positions détenues à des prix de liquidation. Deuxièmement, la

faible fréquence de valorisation permet aux gérants d'analyser l'impact de la Covid-19 et le refléter fidèlement. On évite ainsi de déprécier les actifs de façon indiscriminée comme cela s'est passé sur les marchés liquides au cours des mois de février et mars 2020.

Ainsi, les investissements illiquides n'ont pas offert uniquement une sorte de «diversification temporelle» associée au délai avec lequel ces investissements sont valorisés, ils ont surtout offert une plus grande stabilité des valeurs. Cela est attribuable à l'horizon de placement long qui empêche une valorisation excessivement court-termiste, aux techniques de valorisation qui réduisent les effets des biais comportementaux et à la faible liquidité des investissements qui évite les décotes lors que celle-ci s'assèche sur les marchés publics.

Private Equity und Infrastruktur: gegen Covid-19 immune Anlagen?

Illiquide Anlagen wie Private Equity und Infrastruktur waren bei Vorsorgeeinrichtungen in den letzten Jahren gefragt. Die besonderen Merkmale dieser Anlagekategorien boten Schutz, als die Märkte im Zeichen der Pandemie fast zum Stillstand kamen.

Die durch die Covid-19-Pandemie hervorgerufene Wirtschaftskrise war für viele Vorsorgeeinrichtungen die erste grössere Krise, bei der sie Assets wie Private Equity oder Infrastruktur in ihren Portfolios hielten. Angesichts der Beliebtheit, der sich diese Anlagen im vergangenen Jahrzehnt erfreuten, ist es von grösster Wichtigkeit zu verstehen, wie sich die Krise auf sie ausgewirkt hat.

Die illiquiden Anlagen der Vorsorgeeinrichtungen

Seit der Finanzkrise von 2008 haben die Vorsorgeeinrichtungen ihr Augenmerk insbesondere auf illiquide Anlagen gerichtet. Dieser Trend wurde gefördert durch das Niedrigzinsumfeld und die Illiquiditätsprämie, die nicht nur eine höhere Rendite verspricht, sondern auch gut zum Anlagehorizont von Pensionskassen passt. Der Erfolg von Private Equity hängt auch mit der schrumpfenden Anzahl börsennotierter Unternehmen zusammen: Aus diesem Blick-

winkel sind solche Anlagen geradezu ideal, um im Portfolio die Wirtschaft möglichst repräsentativ abzubilden. Der weltweit wachsende Bedarf an Infrastrukturfinanzierung bietet Anlagemöglichkeiten, die in diesem Ausmass früher kaum verfügbar waren. Insünftig wird die Allokation in Anlagen dieser Art wohl eher noch zunehmen, weil einerseits die vielen von den Vorsorgeeinrichtungen gezeichneten Zusagen noch gar nicht angelegt wurden und andererseits, weil sich die Regulierung zugunsten dieser Anlagen entwickelt.¹

Die Anlagetätigkeit zu Covid-19-Zeiten

Während der Pandemie wurde die Anlagetätigkeit im Private-Equity-Bereich stark gebremst. Gemäss Preqin sank im zweiten Quartal 2020 der Wert der

¹ So wurde in der BW 2 soeben eine neue Anlagekategorie Infrastruktur geschaffen.

getätigten Firmenübernahmen (Buyouts) im Vergleich zum Durchschnitt der letzten fünf Jahre um fast 45 Prozent. Im gleichen Zeitraum gingen die Exit-Transaktionen (Verkäufe von im Portfolio gehaltenen Unternehmen) um etwa 60 Prozent und diejenigen von Infrastruktur um 75 Prozent zurück (siehe Grafik, Seite 31).

In einem volatilen Umfeld konzentrierten sich die Manager auf die Stabilisierung ihrer Portfolios. Zahlreiche von Private Equity Funds gehaltene Unternehmen nutzten vorher ausgehandelte Kreditlinien, um ein ausreichendes Liquiditätspolster zu schaffen und sich so während der Krise über Wasser zu halten. Das verfügbare «Dry Powder» bietet den Managern zusätzliche Sicherheit, können sie doch damit Unternehmen bei Bedarf mit einer Finanzspritze unterstützen. Obwohl sie die Art und das Ausmass der Krise wohl kaum voraussehen konnten, scheinen sich die Manager doch auf den Ernstfall vorbereitet zu haben, indem sie sich bei der Portfoliorealisierung genügend finanziellen und zeitlichen Spielraum einräumten.

Die Frage der Bewertung

Covid-19 hat die Bewertung von illiquiden Anlagen zweifelsohne schwierig gemacht. Es sei daran erinnert, dass sich die Bewertung von Privatanlagen in Bezug auf die angewandte Methodik und die Häufigkeit der Bewertung stark von der Bewertung börsennotierter Anlagen unterscheidet.

Im Gegensatz zu börsennotierten Anlagen müssen die Preise von Privatanlagen anhand von Modellen geschätzt werden, da sie nicht direkt am Markt beobachtbar sind. Das heisst, es kommt das Mark-to-Model und nicht das für börsennotierte Werte übliche Mark-to-Market-Prinzip zur Anwendung. Die verwendeten Modelle lassen sich in zwei Kategorien einteilen:

Die erste ist die der sogenannte Multiples-Bewertung, die Kennziffern (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, ...) ähnlicher börsennotierter Unternehmen ins Verhältnis setzt zu denjenigen der zu bewertenden Portfoliounternehmen. Die Verhältnisse müssen so angepasst werden, dass sie einen Aufschlag für die Unternehmenskontrolle und einen Abschlag für die mangelnde Liquidität von Privatanlagen widerspiegeln. Um nicht auf öffentliche Märkte zurückgreifen zu müssen, stützt man sich auf den Preis ähnlicher Privattransaktionen ab.

Die zweite Kategorie, diejenige des Discounted-Cashflow-Modells (DCF), besteht in der Diskontierung der erwarteten Anlageströme. Bei dieser sehr flexiblen Methode kommt es zwangsläufig zu einer subjektiven Vorhersage der erwarteten Flüsse.

Bewertungsmodelle erfordern eine Reihe von Inputs (Buchhaltungsdaten, Preise ähnlicher Transaktionen etc.), die in regelmässigen Abständen generiert werden. Privatanlagen werden somit weniger häufig bewertet. Obwohl die Zahl der monatlich oder vierteljährlich bewerteten Private Equity Funds im Laufe der Zeit erheblich gestiegen ist, werden Private-Equity-Anlagen normalerweise immer noch einmal jährlich bewertet.

Die Modellinputs sind die Ursache für die Bewertungsschwierigkeiten, die während der Covid-19-Krise bei Private Equity und Infrastrukturanlagen aufgetreten sind. Einerseits verhinderte der Rückgang der Privattransaktionen die Bewertung von Firmenportfolios anhand von vergleichbaren Transaktionen und andererseits machte die Ungewissheit über den Verlauf und die Folgen der Pandemie den Einsatz der DCF-Methode schwierig. Und schliesslich ist die Relevanz der vielen Zielgruppen in Stressphasen fragwürdig aufgrund des Pessimismus der Anleger und der Verhaltensverzerrungen, die zu Überreaktionen führen.

Darüber hinaus haben auch die börsennotierten Märkte eine durch das Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage entstandene Verknappung der Liquidität zu spüren bekommen, ein Phänomen, das die von Natur aus illiquiden Private Equity und Infrastrukturanlagen unberührt liess. Mit anderen Worten: Zwangsverkäufe haben zu einer Verzerrung der Multiplikatoren geführt, die dadurch nicht den fairen Wert der Anlagen widerspiegeln.

Die Lehren aus der Krise

Im Zusammenhang mit der Gesundheits- und Finanzkrise bieten die Liquidität und die Bewertungshäufigkeit von Private Equity und Infrastruktur zwei grosse Vorteile: Zum einen ist der Manager dadurch, dass die Anleger nicht aus dem Fonds aussteigen können, nicht gezwungen, die gehaltenen Positionen zu Liquidationspreisen zu veräussern. Und zum anderen ermöglicht die niedrige Bewertungsfrequenz es den Managern, die Auswirkungen von Covid-19 zu analysieren und genau zu reflektieren. Dadurch wird die undifferenzierte Abwertung von

Vermögenswerten vermieden, wie sie im Februar und März 2020 auf den liquiden Märkten erfolgte.

So haben illiquide Anlagen nicht nur eine Art zeitliche Diversifikation gebracht, indem sie nur mit einer gewissen Verzögerung bewertet werden, sondern vor allem auch eine grössere Wertstabilität geboten. Dies ist auf den langen Anlagehorizont zurückzuführen, der eine zu kurzfristige Bewertung verhindert, auf die Bewertungsmethoden, die die Auswirkungen von Verhaltensverzerrungen abfedern, aber auch auf die geringe Liquidität der Anlagen, die bei versiegender Liquidität der öffentlichen Märkte keine Abschlüsse erleiden.

Ivan Guidotti PhD, CFA, Leiter Anlagen XO Investments SA



Haben aktive Manager ihr Versprechen gehalten?

Die Frage, ob aktives oder passives Management eingesetzt werden soll, ist eines der am kontrovers diskutiertesten Themen in der Anlagewelt. Wie schlugen sich die entsprechenden Produkte während der Marktverwerfungen des Jahrs 2020?

Seit Jahren wächst die Beliebtheit von passiven Managern und viele Investoren bevorzugen die günstigeren und weniger komplexen Anlagestrategien. Gemäss des Mercer European Asset Allocation Survey 2020 ist der Anteil an passiv gemanagten Produkten auf über 50 Prozent angestiegen.

Das Eintreten von Extremereignissen, wie der Corona-Pandemie und des entsprechenden Lockdowns im März 2020, bietet für viele Akademiker wieder einen Anlass, die bisherigen Finanztheorien zu überprüfen. Was kann man in solchen Marktphasen von aktiv gemanagten Investments im Vergleich zu ihren passiven, indexbasierten Pendanten erwarten? Für die Beantwortung dieser Frage sollten Investoren zunächst folgende Punkte rekapitulieren:

- Investoren können grundsätzlich nicht erwarten, dass die Gesamtheit aller aktiven Fonds die unterliegende Benchmark schlägt. Schon Professor

William Sharpe, Nobelpreisträger von 1990, stellte in den Raum, dass aktives Management ein «Nullsummenspiel» sei und die durchschnittliche Rendite aktiver Anleger der Marktrendite vor Kosten entsprechen müsse. Der Gewinn eines Managers entspricht also dem Verlust eines anderen Managers.

- Extremereignisse folgen meist keinen Gesetzmässigkeiten, da sie weder aus konjunkturellen Entwicklungen abzuleiten noch voraussehbar sind. Während der Covid-19-Marktturbulenzen sind die Korrelationen zwischen fast allen Anlageklassen sprunghaft angestiegen, was dazu führte, dass die Märkte kollektiv kollabierten – und dies weitgehend unabhängig davon, ob die Umsetzung aktiv oder passiv war. Es ist für solche Extremereignisse typisch, dass die Liquidität verebbt und die Anlagepreise sich von ihren fundamentalen Werten abkoppeln.



Alexandra Tischendorf,
CFA, Senior Investment
Consultant,
Mercer Schweiz AG

– Der Einsatz eines aktiven Managements ist nicht in jedem Marktsegment sinnvoll. Aus verschiedenen Gründen (beispielsweise Schnelligkeit der Informationsausbreitung, Grad der Institutionalisierung, Benchmark-Effizienz, Liquidität und Handelskosten) müsste rein theoretisch das grösste Potenzial für die Outperformance bei aktiven Aktienmanagern in Märkten wie Schwellenländern (Emerging Markets EM), im kleinkapitalisierten Bereich (Small Caps) sowie in Sektoren oder Style-Faktoren liegen.

Heterogene Performance im ersten Halbjahr 2020

Opportunitäten sind das eine. Aber waren Manager in der Lage, diese zu nutzen? Die Märkte nach der globalen Covid-19-Ausbreitung waren geprägt von hoher Volatilität. Manager kämpften mit unerwarteten Preisausschlägen in entgegengesetzten Richtungen, was Portfolioneugewichtungen und Handelskosten negativ beeinträchtigte. Darüber hinaus stellte die steigende Marktkonzentration und andauernde starke Performance von Technologiewerten eine grosse Herausforderung für Portfoliomanager dar.

Folglich hatten aktiv operierende Manager teils Probleme, die Aktienbenchmarks im Zeitraum von Januar 2020 bis Ende Juli 2020 zu übertreffen (siehe erste Abbildung Seite 37).¹ Eine unterdurchschnittliche Performance ist vor allem bei Managern mit Fokus auf Emerging Markets (–0.7 Prozent) zu beobachten. Demgegenüber erzielten aktive Schweizer Aktienstrategien im Durchschnitt eine Überrendite von 2.2 Prozent gegenüber dem Schweizer Gesamtmarkt.

Über den längerfristigen Zeitraum von 15 Jahren rentierten jedoch sämtliche von Mercer bewertete Manager im Durchschnitt besser als der Markt. Die Durchschnittsbetrachtung von Anlageerträgen reflektiert ein aggregiertes Bild. Die Verteilung der aktiven Renditen ist interessanter. Wie ebenfalls in der ersten Grafik anhand der aktiven Small-Caps- und EM-Manager ersichtlich ist, ist die Streuung sehr breit und selten nahe bei null.

Insbesondere in den letzten Monaten ging die Verteilung der aktiven Fondsrenditen noch weiter auseinander. So lag die Spanne für Small-Caps-Manager bei knapp 4 Prozentpunkten in den vergangenen 15 Jahren, verglichen zu bemerkenswerten 21 Prozentpunkten in den ersten sieben Monaten dieses Jahrs.

Gute Manager bleiben erfolgreich

Aktives Management kann also erfolgreich sein, wenn Investoren die Komplexität der unterliegenden Faktoren analysieren und verstehen. Diverse Studien, unter anderem von Fama und French im Jahre 2010, belegen, dass die Outperformance einzelner Manager nicht nur rein zufällig, sondern persistent ist. Daher ist es auch gerechtfertigt, dass viele Anleger an der Prämisse festhalten, dass sich aktives Management auszahlt und es nur darauf ankommt, die richtigen Manager zu finden.

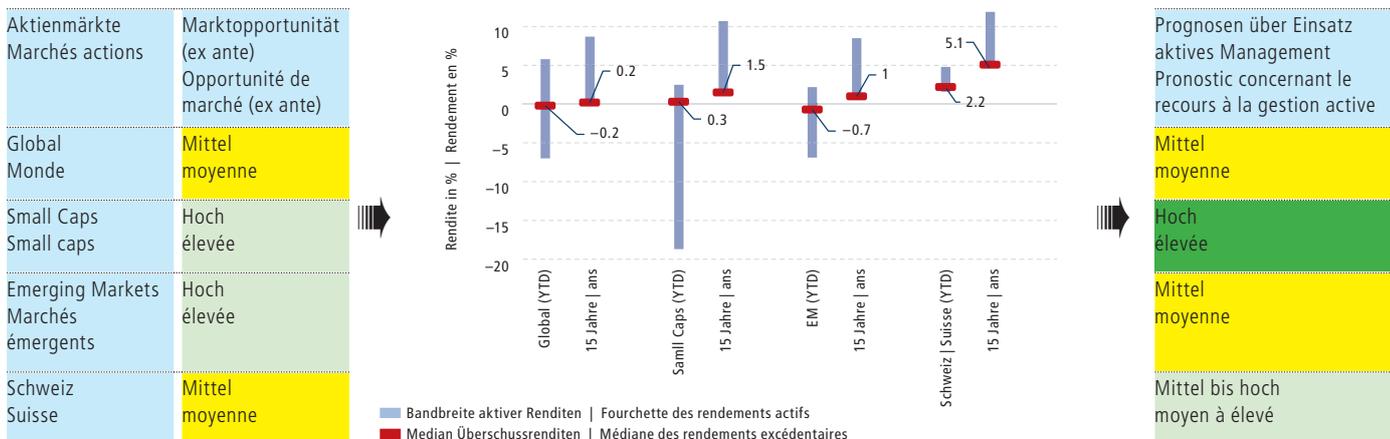
Wir verfolgen und bewerten rund 11 800 Strategien und 6700 Manager. Die Resultate zeigen in den vergangenen zehn Jahren für aktive Aktienmanager (gesamt) mit dem höchstmöglichen Rating A eine durchschnittliche Outperformance von 1.7 Prozent p. a. per 30. Juni 2020. Für das erste Halbjahr 2020 haben diese Manager eine Outperformance von 1.4 Prozent geleistet. Zudem zeigt eine Mercer-Studie aus dem Jahr 2019 («Active share: is Higher better?»), dass Strategien mit einem hohen aktiven Anteil im Durchschnitt auch höhere Überschussrenditen erzielten. Und dies nicht notwendigerweise durch Aufnahme von mehr Risiken.

Auch wenn sich das Alpha in einzelnen Segmenten dieses Jahr unterdurchschnittlich entwickelt hat, sollte dieser Trend nicht isoliert betrachtet werden. Der längerfristige Rückblick zeigt, dass die relative Performance zwischen aktiven und passiven Strategien zyklisch ist und Finanzmärkte von längerfristigen Indikatoren bestimmt werden. In den letzten Jahren haben sich passive Fonds besonders gut entwickelt, da die Performance von Wachstumsaktien dominiert wurde. Die amerikanischen Technologie-Megatitel FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) trieben Werte von passiven Fonds in die Höhe und Growth-, Quality- und Momentum-Faktoren dominierten die Aktienmärkte (siehe Abbildung zu Faktorrenditen).

Doch wenn man das Thema richtig angeht, kann sich aktives Management auszahlen – dies zeigte sich auch dieses Frühjahr. Dabei ist es entscheidend, über die historische Performancebetrachtung hinauszuschauen und Portfoliokonstruktion, Implementierung, Ideengenerierung und Geschäftsführung in die Bewertung einzuschliessen und so die richtigen Manager zu identifizieren.

¹ Quelle: MercerInsight, Mercer Research, Renditen in USD vor Gebühren; Daten beziehen sich auf von Mercer bewertete Strategien bis 31. Juli 2020.

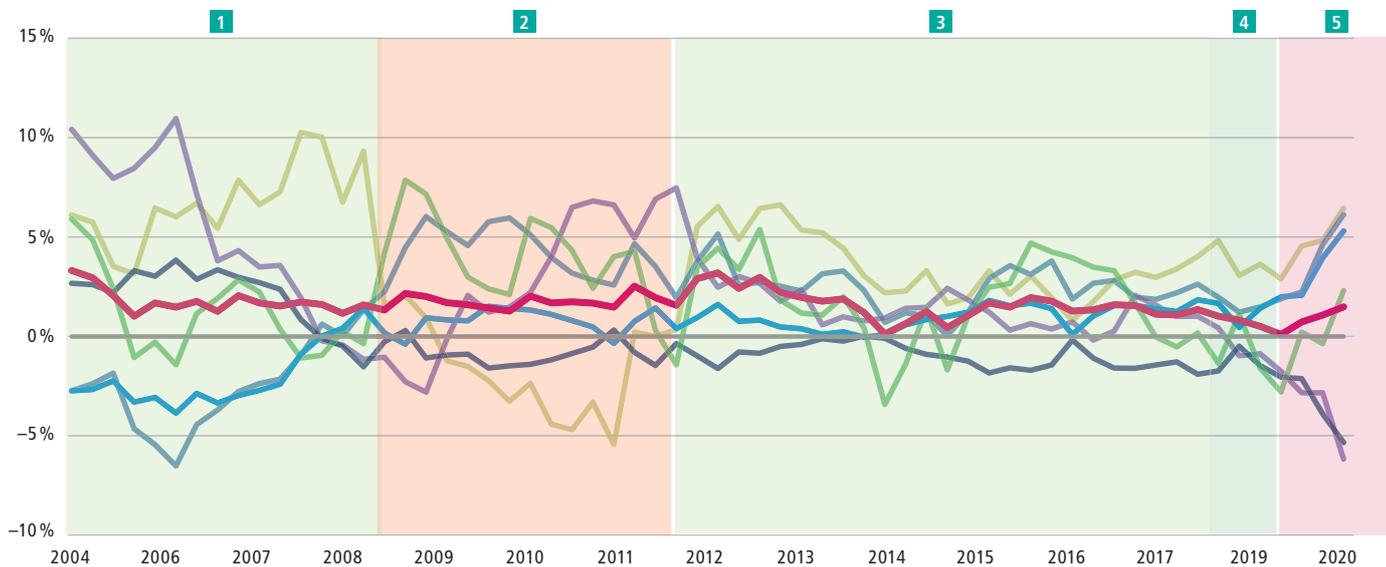
Resultate aktiver Aktienmanager 2020 und über 15 Jahre vor Gebühren
Résultats des gérants actifs d'actions en 2020 et sur 15 ans, avant les frais



Vergleich der Bandbreiten der Renditen und Überschussrenditen aktiver Manager diverser Aktienmärkte YTD 2020 sowie über 15 Jahre.
 Comparaison des fourchettes de rendement et de rendement excédentaire des gérants actifs de différents marchés boursiers YTD 2020, ainsi que sur 15 ans.

Quelle: MercerInsight, Mercer Research, Renditen in USD vor Gebühren, Daten bis 31. Juli 2020
 Source: MercerInsight, Mercer Research, rendements en USD avant frais, données jusqu'au 31 juillet 2020

MSCI-Faktorrenditen versus Faktor-Composite 2004 bis Juni 2020
Rendement des facteurs MSCI par rapport aux facteurs composites de 2004 à juin 2020



- Momentum
 - Quality | Qualité
 - Small Caps
 - Value
 - Low Vol
 - Growth
 - Composite
- 1** Economic expansion driven by China growth.
Expansion économique tirée par la croissance de la Chine
+ Momentum
+ Value
- Growth
- Quality
- Small Caps
 - 2** Financial Crisis and Recovery
Crise financière et redressement
+ Low Vol
+ Small Caps
+ Quality
- Value
- Momentum
 - 3** Continued Recovery
Poursuite de la reprise
+ Growth
+ Momentum
+ Quality
+ Low Vol
- Value
- Small Caps
 - 4** Extended Recovery
Recouvrement prolongé
+ Market Concentration
 - 5** Covid-19
+ Momentum
+ Quality
+ Growth
- Low Vol
- Small Caps
- Value

Les gérants actifs ont-ils tenu leur promesse?

Gestion active ou gestion passive? Telle est la question, l'une des plus controversées dans le monde du placement. Comment les produits concernés s'en sont-ils sortis durant les turbulences qui ont secoué les marchés en 2020?

La popularité des gérants passifs ne cesse de croître depuis des années et de nombreux investisseurs préfèrent les stratégies de placement moins coûteuses et moins complexes. Selon l'étude Mercer European Asset Allocation Survey 2020, la proportion de produits gérés passivement est passée à plus de 50 %.

La survenance d'événements extrêmes tels que la pandémie de Covid-19 et le confinement y lié en mars 2020 offre à la recherche académique une opportunité de revoir les théories financières existantes. Dans ces phases de marché, que peut-on attendre des placements gérés activement par rapport à leurs homologues passifs, basés sur un indice? Pour répondre à cette question les investisseurs devraient d'abord se remémorer les points suivants:

- En principe, les investisseurs ne peuvent pas s'attendre à ce que tous les fonds actifs surpassent l'indice de référence sous-jacent. Le professeur William Sharpe, prix Nobel en 1990, soutenait déjà que la

gestion active est un «jeu à somme nulle» et que le rendement moyen des investisseurs actifs doit correspondre au rendement du marché avant frais. Le profit d'un gérant correspondrait donc à la perte d'un autre gérant.

- Les événements extrêmes n'obéissent généralement à aucune loi, car ils ne peuvent être déduits de l'évolution conjoncturelle et ne sont pas prévisibles. Pendant les perturbations du marché liées à la pandémie de Covid-19, les corrélations entre presque toutes les classes d'actifs ont explosé, entraînant un effondrement collectif des marchés – en grande partie indépendamment du fait que la mise en œuvre ait été active ou passive. Il est typique de tels événements extrêmes que la liquidité diminue et que les prix des actifs se découpent de leurs fondamentaux.
- Le recours à la gestion active n'est pas indiqué dans tous les segments du marché. Pour diverses raisons

(par exemple la rapidité de la diffusion de l'information, le degré d'institutionnalisation, l'efficacité des indices, la liquidité et les coûts de transaction), le plus grand potentiel de surperformance des gérants actifs d'actions devrait théoriquement se situer sur des marchés tels que les marchés émergents (EM), les petites capitalisations, les secteurs ou les facteurs de style.

Des performances hétérogènes au premier semestre 2020

Les opportunités sont une chose. Mais est-ce que les gérants ont su en tirer profit? Après la prolifération mondiale de Covid-19, les marchés ont été caractérisés par une forte volatilité. Les gérants ont dû faire face à des fluctuations de prix inattendues dans des directions opposées, ce qui a eu un impact négatif sur le rééquilibrage des portefeuilles et les coûts de transaction. En outre, la concentration croissante du marché et le survol des débats par les valeurs technologiques ont posé un défi majeur aux gérants de portefeuille.

En conséquence, les gérants actifs ont parfois eu des difficultés à surpasser les indices de référence des actions entre janvier 2020 et juillet 2020 (voir première figure, page 37). Des performances inférieures à la moyenne ont surtout été observées chez les gérants qui se concentrent sur les marchés émergents (-0.7%). En revanche, les stratégies actives ciblant les actions suisses ont généré un rendement excédentaire moyen de 2.2% par rapport à l'ensemble du marché suisse.

Cependant, sur une période plus longue de 15 ans, tous les managers évalués par Mercer ont obtenu de meilleurs résultats que la moyenne du marché. La vue moyenne des rendements des placements reflète une image agrégée. La répartition des rendements actifs est plus intéressante. Comme on peut également le voir dans la première figure, à l'appui des gérants actifs de petites capitalisations et des marchés émergents, l'écart est très large et rarement proche de zéro.

Ces derniers mois en particulier, la fourchette s'est encore ouverte pour les rendements des fonds actifs. Par exemple, l'écart pour les gestionnaires de petites capitalisations tournait autour de 4 points de pourcentage au cours des 15 dernières années pour atteindre un remarquable 21 points de pourcentage au cours des sept premiers mois de cette année.

Les bons gérants restent performants

La gestion active peut donc être couronnée de succès si les investisseurs analysent et comprennent la complexité des facteurs sous-jacents. Diverses études, dont celles menées par Fama et French en 2010, montrent que la surperformance des gérants individuels n'est pas simplement aléatoire, mais persistante. Il est donc justifié que de nombreux investisseurs restent persuadés que la gestion active est payante et qu'il importe simplement de trouver les bons gérants.

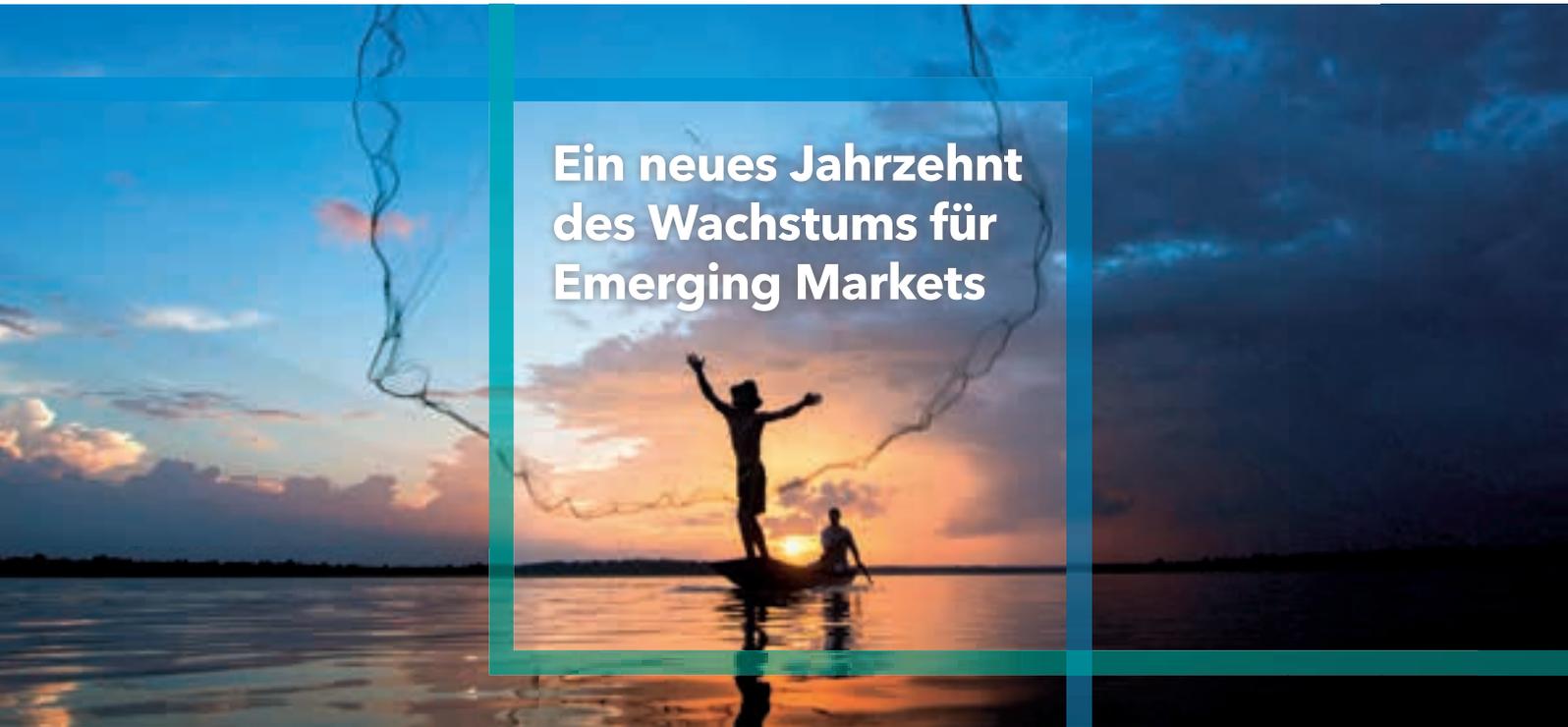
Nous suivons et évaluons environ 1800 stratégies et 6700 gérants. Au cours des dix dernières années les résultats font état d'une surperformance moyenne de 1.7% par an au 30 juin 2020 pour l'ensemble des gérants actifs d'actions ayant note A, la meilleure possible. Pour le premier semestre 2020, ces gérants ont surperformé de 1.4%. En outre, une étude Mercer de 2019 («Active share: is Higher better?»), montre que les stratégies avec une part active élevée ont également obtenu des rendements excédentaires plus élevés en moyenne. Et ce n'est pas nécessairement par la prise de risques plus élevés que ce résultat a été atteint.

Même si l'alpha a sous-performé dans certains segments cette année, cette tendance ne doit pas être considérée isolément. La rétrospective à long terme montre que la performance relative entre les stratégies actives et passives est cyclique et que les marchés financiers sont influencés par des indicateurs à long terme. Ces dernières années, les fonds passifs se sont particulièrement bien comportés parce que la performance était dictée par les actions de

croissance. Les méga-titres des leaders technologiques américains du FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) ont fait monter la valeur des fonds passifs et les facteurs de croissance, de qualité et de dynamisme ont dominé les marchés des actions (voir figure sur les rendements factoriels, page 37).

Mais si la question est abordée correctement, une gestion active peut s'avérer payante – comme cela a également été démontré ce printemps. Il importe toutefois de voir plus loin que les performances historiques et d'inclure dans l'évaluation la construction du portefeuille, la mise en œuvre, la génération d'idées et le mode de gestion afin d'identifier les bons gérants.

Alexandra Tischendorf CFA, Senior Investment Consultant, Mercer Suisse SA



Ein neues Jahrzehnt des Wachstums für Emerging Markets

35 Jahre Emerging-Market-Anlagen und wie es weitergeht

Dieser Beitrag ist Teil einer Reihe über Emerging-Market-Anlagen im neuen Jahrzehnt. In vier Kapiteln untersuchen wir das Anlagepotenzial, die Chancen und die Herausforderungen der Emerging Markets aus Sicht von Schweizer und internationalen Investoren. Wir geben Anregungen und berichten über wichtige Themen für die nächsten zehn Jahre. Dazu haben wir Dr. Costa Vayenas, Emerging-Market-Experte von WPuls eingeladen, seine Einschätzung aus der Sicht eines Schweizer Investors zu teilen.

Wenn Sie alle Kapitel lesen möchten, wenden Sie sich bitte an Fabian Wallmeier oder Katja Isik.

Im Grunde investieren Menschen schon so lange in die Emerging Markets, wie es Handelswege gibt. Und doch ist die Capital Group ein Pionier. Vor über 35 Jahren haben wir für die Weltbank den ersten Emerging-Market-Aktienfonds aufgelegt. Sie wollte private Investitionen fördern, um durch mehr Direktinvestitionen das Wirtschaftswachstum zu stärken.

Seitdem hat sich viel geändert. Früher galten Emerging-Market-Investments als taktische Anlage, und meist hielt man die Emerging Markets für homogen. Das ist jetzt anders. Heute haben die Emerging Markets entscheidenden Anteil an der Weltwirtschaft. Ihr hohes Wachstum, die immer bessere Kreditqualität und die steigende Zahl krisenfester Unternehmen bieten Investoren vielfältige Chancen.

Wachstumschancen

Sobald ein Land zur Gruppe der Länder mit mittleren Einkommen zählt, ist es automatisch stärker in die Weltwirtschaft integriert und damit abhängiger von internationalen Entwicklungen. Doch die meisten Industrieländer steckten in den letzten Jahren in einer Krise. Sie litten unter ihrer hohen Verschuldung und der Austeritätspolitik.

Die Emerging Markets brauchen aber ein hohes Wachstum – durch eine starke Binnenkonjunktur und den Export. Anderenfalls könnten sie ihre Schulden möglicherweise nicht bedienen.

„Für die Emerging Markets ist Wachstum das Lebenselixier und der einzige Weg, ein weiteres verlorenes Jahrzehnt zu vermeiden. Paradoxerweise könnte die Coronakrise für die Emerging Markets eine Wachstumschance sein“, meint Anleihenportfoliomanagerin Kirstie Spence.



Weitere Informationen erhalten Sie von:

Fabian Wallmeier
Managing Director
Institutional Switzerland
+41 44 567 80 13

Fabian.Wallmeier@capitalgroup.com

Katja Isik
Associate Director
Institutional Switzerland
+41 44 567 80 06

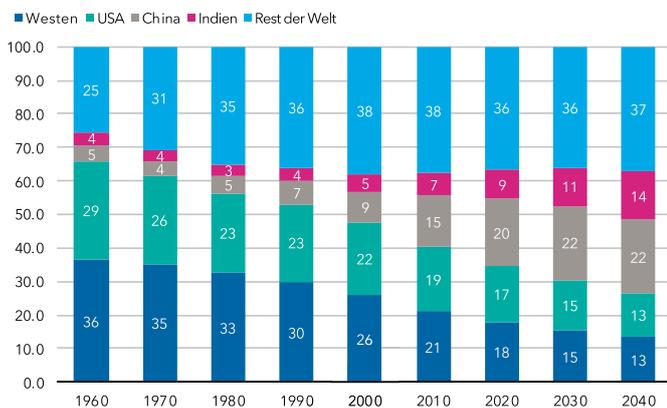
Katja.Isik@capitalgroup.com

Capital International Sàrl
Claridenstrasse 41
8002 Zürich

Überdurchschnittliches Wachstum der Emerging Markets

1960 entfielen etwa zwei Drittel der Weltwirtschaft auf „den Westen“ – die USA und die mit ihnen verbündeten Demokratien. China, Indien und der sogenannte Rest der Welt stellten nur ein Drittel. 2020 ist es umgekehrt. Es ist bereits 20 Jahre her, dass die Emerging Markets den Westen überholten. Ende des nächsten Jahrzehnts werden China und Indien einen noch grösseren Anteil am globalen BIP haben (Abbildung 1).

Abbildung 1: Anteile am globalen BIP (1960 bis 2040)

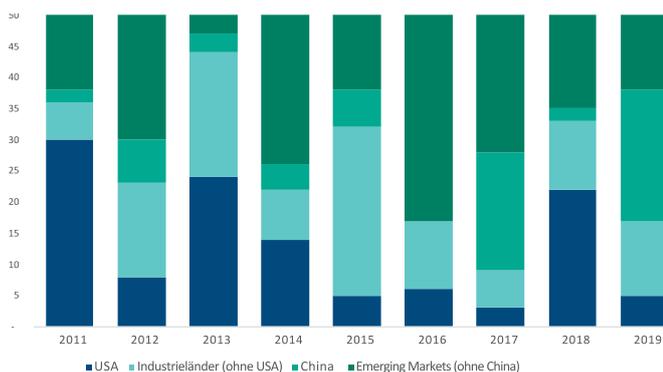


Nur zur Illustration.

Anteile am globalen BIP in Prozent, 1960 bis 2020, Projektionen bis 2040. Quelle: Wellershoff & Partners

Werden die Emerging Markets die Industrieländer in den nächsten zehn Jahren hinter sich lassen? Um das zu beantworten, ist ein Blick auf die Einzelwerte interessant. Abbildung 2 zeigt, dass die 50 erfolgreichsten Aktien in manchen Jahren vor allem aus den Emerging Markets stammen – und in anderen Jahren überwiegend aus den Industrieländern.

Abbildung 2: Die 50 erfolgreichsten Aktien des Jahres nach Unternehmenssitz



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Stand aller Daten 31. Dezember 2019, in US-Dollar. Quellen: MSCI, RIMES
Länderstruktur der 50 MSCI-ACWI-Aktien mit den höchsten Gesamterträgen. Angaben zu Unternehmen aus den USA und den Industrieländern ohne USA auf Basis des S&P 500 und des MSCI ACWI ex USA.

Auf dem Höhepunkt der Covid-19-Pandemie¹ war der Vorsprung der Emerging Markets besonders eindeutig: In den ersten fünf Monaten dieses Jahres dominierten chinesische Unternehmen.

Wird Corona den Trend brechen?

Es müsste schon etwas Spektakuläres passieren, vielleicht nur in einem Land, um den Trend aus Abbildung 1 zu brechen. Die Kräfte, die hier am Werk sind, sind stärker als Konjunkturzyklen, Pandemien, Handelskriege, Kalte Kriege, Veränderungen der Lieferketten oder die üblichen Auslöser von Rezessionen und Finanzkrisen, von denen es in den nächsten Jahrzehnten zweifellos einige geben wird. Für das Wachstum eines Landes sind Demografie, Investitionen und Innovationspotenzial entscheidend. Langfristige Wachstumsprojektionen auf Basis dieser Faktoren waren bislang sehr verlässlich und gegen viele kurzfristige Einflüsse immun.

Auch im neuen Jahrzehnt spricht viel für hohe Erträge von Emerging-Market-Aktien. Die Unternehmen sind innovativ, gewinnen in grossem Umfang Marktanteile und sind oft auch beim technischen Fortschritt führend.

Innovative Marktführer in den Emerging Markets

Beim Thema Innovation denken die meisten an die grossen amerikanischen Technologiekonzerne. Doch in den nächsten zehn Jahren könnten China und andere Emerging Markets vorn liegen.

„Wahrscheinlich werden Emerging-Market-Unternehmen zu echten Innovatoren“, meint Chris Thomsen, Aktienportfoliomanager bei der Capital Group. „Alibaba nannten wir das chinesische Amazon und Baidu das chinesische Google. Diese Unternehmen haben grosse Fortschritte gemacht und ihre Technologie lokalisiert. Sie forcieren ihr Wachstum ganz anders als US-Firmen.“ Thomsen weist auch darauf hin, dass erfolgreiche neue Unternehmen viel schneller wachsen können als ältere, vermutlich schon lange bevor sie ausserhalb ihrer Heimatmärkte wirklich bekannt werden.

Ein aktiver Ansatz

Wenn sich das Wachstum in die Emerging Markets verlagert, werden gute Kontakte und die Kenntnis lokaler Restriktionen und Besonderheiten zweifellos zu wichtigen Wettbewerbsvorteilen. Wer vor Ort präsent ist, kann Dinge erfahren, die auch für andere Emerging Markets oder sogar für Industrieländer wichtig sind. Um an den Emerging Markets erfolgreich zu investieren, braucht man daher vielfältiges internationales Research.

¹ Vom 1. Januar bis zum 31. Mai 2020. Quellen: MSCI, RIMES

Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere oder Anlageinstrumente.

Dieses Dokument wurde von Capital International Sàrl herausgegeben, einem von der Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) genehmigten und regulierten Unternehmen. Capital International Sàrl ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Massnahmen, um Informationen aus externen Quellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Dieses Dokument ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.
© 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.

Die Ängste bestätigten sich nicht

Kritiker passiver Anlageinstrumente monieren, dass sie die Markteffizienz verringern und speziell ETF in Krisen stark von ihren Basiswerten abweichen könnten. Eine Zwischenbilanz.

ETF und Indexfonds sind die Gewinner der letzten zehn Jahre. Während klassische aktiv verwaltete Anlagefonds substanzielle Nettoabflüsse hinnehmen mussten, flossen Billionen in die passiven Produkte.

Kritiker von ETF haben schon in der Vergangenheit darauf hingewiesen, dass passive Produkte die Markteffizienz verringern. ETF seien für Crashes mitverantwortlich. In Krisen, so die Kritik, würden die Transaktionskosten stark ansteigen und die Preise deutlich vom inneren Wert abweichen. Die Geschehnisse der Coronakrise sind ein guter Anlass, um diese Aussagen zu überprüfen.

Liquiditätsengpässe treffen auch ETF

Die Krise und der damit verbundene Einbruch an den Börsen sind historisch beispiellos. Noch nie in der Geschichte ereignete sich so schnell ein Verlust von mehr als 30 Prozent an den Aktienmärkten. In den USA gab es mehrere Handelsunterbrechungen, selbst der wohl liquideste aller Terminkontrakte, der S&P500 E-Mini-Future konnte nicht gehandelt werden. Der Handel mit vielen Firmen- und Hochzinsanleihen kam praktisch zum Erliegen. Selbst im Goldhandel gab es grosse Differenzen zwischen Futures und aktuellem Preis.¹

Insgesamt betrug der Anteil von ETF-Transaktionen am Gesamtvolumen des Handels in den USA 37 Prozent (im Durchschnitt 2019 waren es 27 Prozent). Vor diesem Hintergrund ist klar, dass auch ETF in dieser turbulenten Zeit nicht zu den ausgesprochen tiefen normalen Geld-Brief-Spanne und

zu jeder Zeit zum inneren Wert (NAV) gehandelt werden konnten.

Letztlich kann auch ein ETF nicht wesentlich liquider als die zugrundeliegenden Märkte sein. Wenn es keinen Handel in den Basiswerten gibt, kann der Arbitrage-Mechanismus, der Preis und NAV in Einklang bringt, nicht spielen. Wenn viele Anleihen gar nicht gehandelt werden oder die Geld-Brief-Spanne mehrere Prozentpunkte betragen, ist der NAV nicht exakt bestimmbar und die Geld-Brief-Spanne der ETF müssen zumindest teilweise die Situation am Aktien- oder Anleihenmarkt selbst reflektieren.

Wie wir zeigen werden, haben sich ETF aber insgesamt einmal mehr gut geschlagen, vor allem bei Aktien. Ein Sonderfall ist der grösste Öl-ETF in den USA, bei dem es massive Probleme gab.

Aktien: unauffälliges Verhalten

Anfang März gab es am Aktienmarkt noch nie dagewesene Schwankungen. Mehrmals lagen die Tagesveränderungen bei 10 Prozent und der VIX-Index (Volatilität des US-Aktienmarkts) stieg auf über 80 Prozent. «Normal» sind 15 bis 20 Prozent. Wir analysieren das Verhalten der ETF am Beispiel der beiden ETF iShares Core MSCI World und iShares Core MSCI Emerging Markets.

Der ETF auf den MSCI World handelt normalerweise zu Geld-Brief-Spanne von etwa 0.05 Prozent. In der Krise stieg die Spanne auf ein Maximum von 0.35 Prozent. Die Abweichung des Preises vom inneren Wert betrug maximal –4.3 Prozent (am 13. März) und im Schnitt im März –0.1 Prozent. Hohe Abweichungen sind in der Regel Artefakte: Sie lassen sich dadurch erklären, dass die Börse in den USA am



Matthias Denzler
Philippos
Asset Management AG



Andreas Homberger
Philippos
Asset Management AG

¹ Zur Liquidität in der Krise siehe auch Artikel Bagutti/Wakiyama, Seite 12.

Beobachtet man Abweichungen zwischen ETF-Preisen und NAV, muss dies nicht heissen, dass die ETF-Preise «falsch» sind. Vielmehr kann es ein Hinweis sein, dass in die NAV- respektive Indexberechnung Preise eingeflossen sind, die nicht die aktuelle Marktsituation reflektieren. Die ETF-Preise liefern dann den Marktteilnehmern sogar bessere Informationen als die Indexstände und NAV.

Abend noch geöffnet hat, der ETF aber nicht mehr gehandelt wird. Eine grosse Preisbewegung in den USA beeinflusst dann den NAV für diesen Tag, jedoch nicht mehr den gehandelten Preis.

Laut den Daten von Bloomberg ist der Anstieg der Geld-Brief-Spanne beim ETF auf Schwellenländer noch deutlich geringer. Die Spanne stieg von normalerweise 0.02 Prozent auf maximal 0.03 Prozent. Evidenz für grosse oder systematische Abweichungen zwischen Preis und NAV gibt es nicht – auch hier ist die maximale Abweichung des Preises zum NAV von –6.6 Prozent am 16. März nicht real, sondern durch Zeitunterschiede im Handel bedingt.

Beide ETF wurden kontinuierlich gehandelt, auch wenn der US-Handel für 15 Minuten unterbrochen war. Innerhalb des Handelstags waren die Spannen teilweise höher als die genannten Zahlen, aber sie waren im Vergleich zu den Spreads bei den Aktien selbst immer noch sehr gering. Bisher gibt es unseres Wissens auch keine Evidenz dafür, dass die ETF die Marktverwerfungen deutlich verstärkt haben.

Anleihen: stärkere Ausschläge

Auch bei Anleihen stieg die Volatilität im März massiv an. Der sogenannte MOVE-Index, der die implizite Volatilität von Optionen auf US-Staatsanleihen misst, verdreifachte sich. Die Liquidität

der Anleihenmärkte war so tief, dass die US-Notenbank und die Europäische Zentralbank eingriffen und direkt Anleihen gehandelt haben.

Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass es bei Anleihen-ETF auch erhebliche Abweichungen vom inneren Wert und hohe Geld-Brief-Spanne gab. Als Beispiel nehmen wir die Entwicklung des 35 Mrd. Dollar grossen iShares-ETF für Firmenanleihen in den USA (LQD). Normalerweise liegt die Abweichung vom NAV unter 0.5 Prozent. In der heissen Phase der Krise wurden ein Discount von bis zu 6 Prozent und ein Aufschlag von bis zu 5 Prozent beobachtet. Bei einem vergleichbaren Fonds von Vanguard (BND) gab es ähnliche Abweichungen.

Bei Hochzinsanleihen und den ETF darauf waren die Differenzen teilweise noch etwas grösser (siehe Grafiken Seite 45).

Es stellt sich nun aber die Frage, wie sich diese Abweichungen und Spannen im Verhältnis zum zugrundeliegenden Markt verhalten. Und hier sieht man, dass der ETF vergleichsweise gut dasteht. Ein Beispiel: Ein ETF auf langlaufende US-Staatsanleihen hatte in der Krisenphase eine Geld-Brief-Spanne zwischen 0.01 und 0.08 Prozent. Im Basismarkt wurden für sogenannte Off-the-Run Treasuries hingegen Spreads bis zu 0.9 Prozent beobachtet. Einige aktiv verwaltete Fonds für Hochzinsanleihen konnten an manchen

Handelstagen gar keine Rückgaben von Fondsanteilen entgegennehmen.

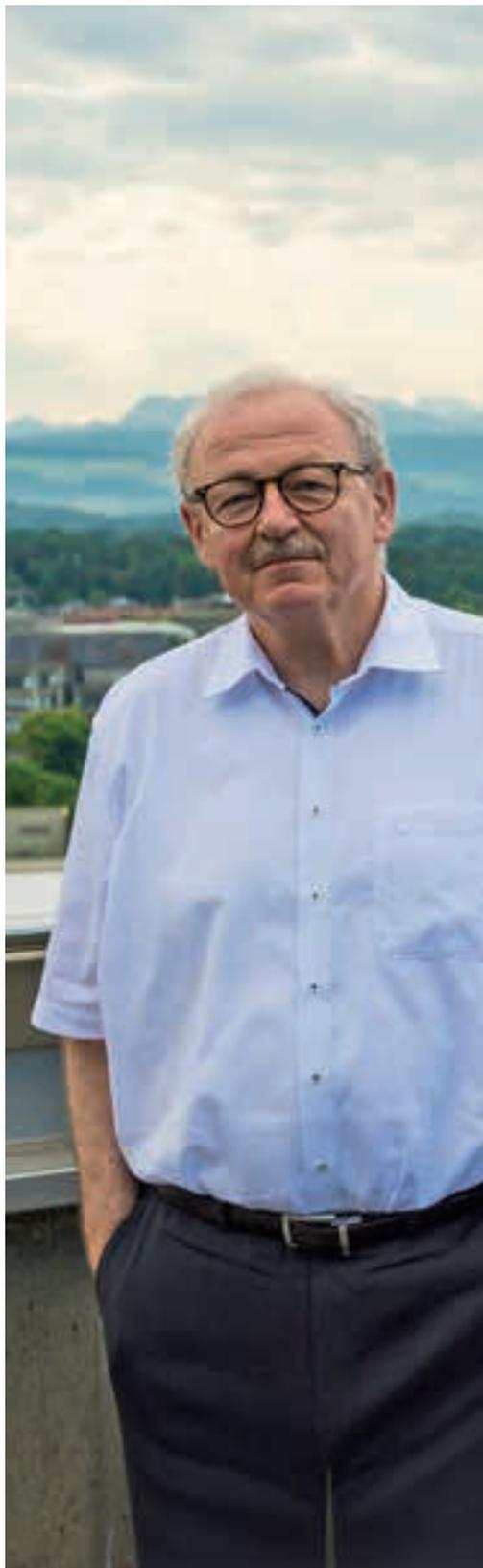
Woher die Unterschiede?

Für die Unterschiede zwischen Aktien- und Anleihen-ETF in Bezug auf Abweichungen vom NAV sind auch strukturelle Unterschiede zwischen Aktien- und Anleihenmärkten verantwortlich.

Der NAV eines ETF beruht auf Indexwerten und für die Berechnung des Indexstands werden die Preise der im Index enthaltenen Wertpapiere verwendet. Während Aktienpreise auch in hektischen Marktphasen fast immer verfügbar sind, da die Aktienmärkte standardisiert und relativ liquid sind, ist das für Anleihen viel schwieriger. Der Anleihenhandel ist fragmentierter und weniger transparent als der Aktienhandel.

Für die Indexberechnung müssen Preise genau zum entsprechenden Zeitpunkt verwendet werden. Falls eine Anleihe schon länger nicht mehr gehandelt wurde, reflektiert der zuletzt gehandelte Preis unter Umständen nicht mehr die aktuelle Marktsituation. Dieses Problem ist natürlich umso grösser, wenn der Markt volatil und die Preisbewegungen gross sind – wie eben während der Coronakrise. Teilweise werden auch indikative Preise verwendet, die von Händlern geliefert werden.

Beobachtet man nun Abweichungen zwischen ETF-Preisen und NAV, muss



vps.epas

Live Webinar

Weiterversicherung gemäss Art. 47a BVG

Donnerstag 3. und Mittwoch 9. Dezember 2020
jeweils 11.00 – 12.00 Uhr

aktuell

Inskünftig sind die VE verpflichtet, Arbeitnehmende, denen ab Alter 58 vom Arbeitgeber gekündigt wurde, im bisherigen Umfang weiter zu versichern, wenn dies die versicherte Person wünscht (Weiterversicherungsoption), und zwar sowohl in der obligatorischen als auch in der weitergehenden beruflichen Vorsorge.

In unserem Webinar vom 16. Juni haben wir die EL-Revision gesamthaft analysiert. In diesem Webinar liegt der Fokus nun auf den Vorsorgeeinrichtungen bzw. dem neuen Art. 47a BVG. Dessen Umsetzung ist eine Herausforderung, die schon noch die eine oder andere Knacknuss aufweist. Eines der grösseren Probleme ist, dass dieser Artikel nie ein Vorschlag des Bundesrates war, sondern auf einem parlamentarischen Kompromiss beruhte. Materialien, auf welche man sich stützen kann, sind daher spärlich vorhanden.

In der praktischen Umsetzung sind unter anderem folgende Fragen zu klären:

- Wann endet die freiwillige Weiterversicherung nach Art. 47a BVG?
- Was sind die Folgen der Beendigung?
- Wie gross ist der reglementarische Gestaltungsspielraum?
- Wo besteht Handlungsbedarf für Führungsorgane?

Referent

Jürg Brechbühl ist Jurist, war von 2012 bis im vergangenen Jahr Direktor des Bundesamts für Sozialversicherung und ist heute als Rechtskonsulent in der Marc Hürzeler GmbH tätig.

Weitere Informationen finden Sie unter vps.epas.ch. Programmänderungen vorbehalten.

Programm

Das Webinar ist in zwei Teilen geplant. Am 3. Dezember erläutert der Referent die Revision. Teilnehmer/innen können während und nach dem Webinar ihre Fragen einreichen. Diese werden dann am 9. Dezember beantwortet.

Kosten

Der Preis für dieses Doppel-Webinar beträgt Fr. 120.-.

Anmeldung

Interessierte können sich auf unserer Website anmelden. Die angemeldeten Teilnehmenden erhalten im Voraus

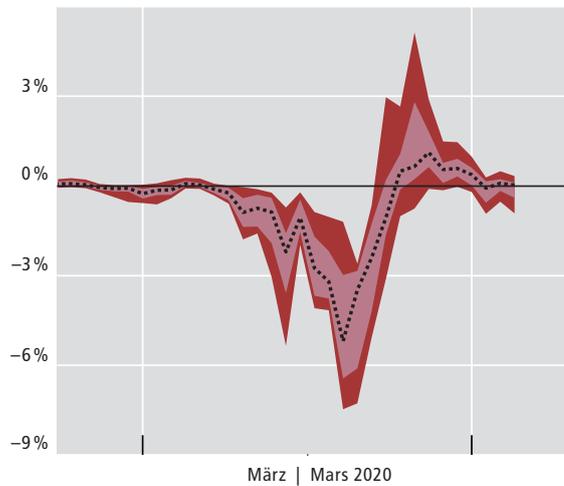
einen Weblink für den Zutritt zur vps.epas-Lernplattform.

Anmeldung unter vps.epas.ch

Auskünfte

Rita Käslin
+41 (0)41 317 07 60
rk@vps.epas.ch
vps.epas.ch

NAV-Gap in Investment Grade ETF: USA und Europa
Ecart de valeur liquidative des ETF de
qualité investissement: Etats-Unis et Europe



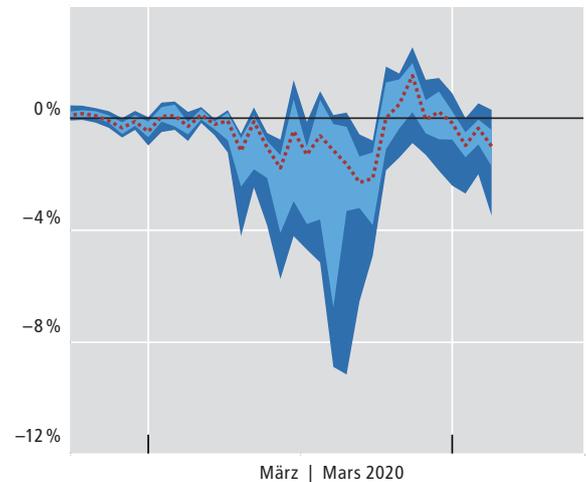
Deviation from NAV

..... Median

■ Interquartile range

■ 10th–90th percentile range

NAV-Gap in High Yield ETF: USA und Europa
Ecart de valeur liquidative des ETF à haut rendement:
Etats-Unis et Europe



Deviation from NAV

..... Median

■ 10th–90th percentile range

■ Interquartile range

Die Grafiken zeigen die prozentuale Abweichung des Preises vom NAV (inneren Wert) für Investment Grade- und High Yield-ETF im März 2020.

Les graphiques illustrent l'écart en pourcentage du prix par rapport à la VNI (valeur nette d'inventaire) pour les ETF de qualité et à haut rendement en mars 2020.

dies nicht heißen, dass die ETF-Preise «falsch» sind. Vielmehr kann es ein Hinweis sein, dass in die NAV-respektive Indexberechnung Preise eingeflossen sind, die nicht die aktuelle Marktsituation reflektieren. Die ETF-Preise liefern dann den Marktteilnehmern sogar bessere Informationen als die Indexstände und NAV. Denn ETF-Preise und insbesondere auch die Geld- und Briefkurse sind Preise, zu denen wirklich gehandelt werden kann. ETF leisten damit einen Beitrag zur Marktliquidität.

Sonderfall United States Oil Fund

Eine spezielle Situation entstand für den ETF United States Oil Fund (USO). Dieser ETF verfolgt das Ziel, den Ölpreis zu replizieren. Die Strategie wird mit Futures implementiert. Die kurzlaufenden Kontrakte werden jeweils kurz vor Verfall auf längere Laufzeiten gerollt.

Am 20. April geschah das bisher Undenkbare: Der Ölpreis kippte ins Negative. Genauer, die Futures-Preise für Lieferungen von Öl der Sorte WTI im Mai sanken auf bis zu minus 40 Dollar pro Barrel. Der Grund war eine Knappheit an Lagerkapazitäten.

Der USO, der in diesen Kontrakt investiert war, war diesen Verlusten direkt ausgesetzt, und es bestand die Gefahr, dass der Preis des Fonds negativ würde, was rechtlich nicht möglich ist. Mit Notmassnahmen wie Umschichtungen in andere Kontrakte konnte ein Kollaps des Fonds knapp vermieden werden.

Der Schwanz wedelt mit dem Hund

Vor allem bei Anleihen-ETF waren Transaktionen während der Hochphase der Krise sehr schwierig und teuer. Diese Problematik ist aber nicht einer Fehlkonstruktion der ETF geschuldet, sondern liegt an der Liquidität und Volatilität der zugrundeliegenden Märkte sowie an den stark gesunkenen Handelsbeständen von Banken. Im Aktienbereich war das Problem nicht sehr gross und es konnte sogar gehandelt werden, als der US-Markt kurzfristig vom Handel ausgesetzt war.

Letztlich hat die Krise gezeigt, dass die Preisbildung inzwischen manchmal umgekehrt verläuft: Die Preise der ETF liefern wertvolle Informationen für das Pricing der Märkte.

Les craintes ne se sont pas confirmées

Les critiques d'instruments de placement passifs affirment qu'ils réduisent l'efficacité du marché et que les ETF, en particulier, pourraient s'éloigner fortement de leurs sous-jacents en cas de crise. Un premier bilan.

Les ETF et les fonds indiciels sont les gagnants des dix dernières années. Alors que les fonds de placement traditionnels gérés activement ont subi d'importantes sorties nettes, des milliards de dollars ont été injectés dans les produits passifs.

Les critiques des ETF ont déjà affirmé par le passé que les produits passifs réduisaient l'efficacité du marché, les accusant d'être en partie responsables de crashes. Toujours selon les critiques, les coûts de transaction des ETF augmentent fortement en période de crise et les prix s'écartent considérablement de leur valeur intrinsèque. Les événements liés à la crise du coronavirus offrent une bonne occasion de vérifier ces affirmations.

Les pénuries de liquidité affectent également les ETF

La crise a provoqué un effondrement boursier sans précédent. Jamais auparavant dans l'histoire, les marchés boursiers n'avaient cédé 30 % aussi rapidement. Aux Etats-Unis, les opérations boursières ont été interrompues à plusieurs reprises, même le plus liquide de tous les contrats à terme, le S&P500 E-Mini-Future, n'était plus négociable. Le commerce de nombreuses obligations d'entreprises et à haut rendement s'est pratiquement arrêté. Même dans le commerce de l'or, il y avait de grandes divergences entre les prix à terme et les prix courants.¹

Au total, les transactions avec les ETF représentaient 37 % du volume global des échanges aux Etats-Unis (la moyenne pour 2019 était 27 %). Dans ce contexte, il est clair que même les ETF n'ont pas pu être négociés aux écarts normaux extrêmement faibles entre cours acheteur et vendeur, ni à tout moment à leur valeur intrinsèque (VNI) pendant cette période de turbulences.

En fin de compte, même un ETF ne peut pas être sensiblement plus liquide que les marchés sous-jacents. Si le négoce des actifs sous-jacents s'est arrêté, le mécanisme d'arbitrage qui réconcilie le prix et la VNI ne peut pas jouer. Si de nombreuses obligations ne sont pas du tout négociées ou si l'écart entre les cours acheteur et vendeur est de plusieurs

points de pourcentage, la valeur liquidative ne peut pas être déterminée avec précision et l'écart entre les cours acheteur et vendeur des ETF va forcément refléter au moins en partie la situation sur le marché des actions ou des obligations lui-même.

Mais dans l'ensemble, les ETF ont une fois de plus bien tiré leur épingle du jeu, et c'est particulièrement vrai pour les actions. Reste le cas particulier du plus grand ETF pétrolier aux Etats-Unis qui a connu des problèmes massifs.

Actions: un comportement discret

A début mars, le marché boursier a connu des fluctuations sans précédent. A plusieurs reprises, les variations quotidiennes ont été d'environ 10 % et l'indice VIX (volatilité du marché boursier américain) a atteint plus de 80 % contre 15 à 20 % en temps «normal». Nous analyserons le comportement des ETF à l'appui des deux ETF iShares Core MSCI World et iShares Core MSCI Emerging Markets.

L'ETF répliquant le MSCI World se négocie normalement à un écart acheteur-vendeur d'environ 0.05 %. Pendant la crise, la fourchette a atteint un maximum de 0.35 %. L'écart maximal du prix par rapport à la valeur intrinsèque était de -4.3 % (le 13 mars) et l'écart moyen en mars était de -0.1 %. Les écarts élevés sont généralement de facture humaine: ils s'expliquent par le fait que la bourse américaine est toujours ouverte le soir, mais que l'ETF n'est plus négocié. Un grand mouvement de prix aux Etats-Unis influence alors la VNI pour ce jour-là, mais plus le prix négocié.

D'après les données de Bloomberg, l'augmentation de l'écart entre les cours acheteur et vendeur de l'ETF répliquant les marchés émergents est encore nettement moindre. L'écart est passé d'une valeur normale de 0.02 % à un maximum de 0.03 %. Il n'existe pas de preuve d'écarts importants ou systématiques entre le prix et la VNI – là encore, l'écart maximum du prix par rapport à la VNI de -6.6 % le 16 mars n'est pas réel, mais le fait du décalage horaire des échanges.

Les deux ETF ont été négociés en continu, même si les échanges aux Etats-Unis ont été interrompus pendant 15 minutes. Au cours de la journée de négociation, les écarts

¹ Concernant la liquidité en période de crise, lire aussi l'article de Bagutti/Wakiyama, page 14.

étaient parfois plus élevés que les chiffres mentionnés, mais ils étaient encore très faibles par rapport aux écarts observés sur les actions elles-mêmes. A notre connaissance, rien ne prouve non plus à ce jour que les ETF aient considérablement exacerbé la dislocation du marché.

Obligations: des oscillations plus fortes

La volatilité des obligations a également augmenté massivement en mars. L'indice MOVE, qui mesure la volatilité implicite des options sur les obligations du gouvernement américain, a triplé. La liquidité des marchés obligataires était si faible que la Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne sont intervenues et ont négocié directement les obligations.

Dans un contexte pareil, il n'est pas surprenant qu'il y ait également eu des écarts importants par rapport à la valeur intrinsèque et des écarts bid-ask élevés pour les

Par exemple, un ETF sur des obligations d'Etat américaines à long terme a affiché un écart entre les cours acheteur et vendeur de 0.01 à 0.08 % pendant la phase de crise. Sur le marché sous-jacent, en revanche, des écarts allant jusqu'à 0.9 % ont été observés pour les bons du Trésor dits «off-the-run». Et on a vu des fonds d'obligations à haut rendement gérés activement être obligés de refuser le retour des parts de fonds certains jours de bourse.

Pourquoi ces différences?

Les différences entre les ETF d'actions et d'obligations en termes d'écarts par rapport à la VNI sont dues en partie aux différences structurelles entre les marchés d'actions et d'obligations.

La VNI d'un ETF est basée sur les valeurs de l'indice et les prix des titres inclus dans l'indice sont utilisés pour calculer le niveau de l'indice. Alors que les cours des

pas nécessairement que les prix des ETF sont «faux». Il peut s'agir plutôt d'une indication que des prix ont été inclus dans la VNI ou le calcul de l'indice qui ne reflètent pas la situation actuelle du marché. Les prix des ETF fournissent alors aux participants du marché des informations encore meilleures que les niveaux des indices et la valeur liquidative. En effet, les prix des ETF, et en particulier les cours acheteur et vendeur, sont des prix auxquels il est réellement possible de négocier. Les ETF contribuent ainsi à la liquidité du marché.

Le cas particulier du fonds United States Oil Fund

Le fonds ETF United States Oil Fund (USO) s'est retrouvé dans une situation particulière. Cet ETF vise à reproduire le prix du pétrole. La stratégie est mise en œuvre avec des contrats à terme. Les contrats à court terme sont reportés à des échéances plus longues peu avant leur expiration.

Le 20 avril, l'impensable s'est produit: le prix du pétrole a plongé dans le négatif. Plus précisément, les prix à terme pour les livraisons de pétrole de type WTI sont tombés à moins 40 dollars le baril en mai, en raison d'un manque de capacités de stockage.

L'USO, qui avait investi dans ce contrat, était directement exposé à ces pertes et le prix du fonds risquait de devenir négatif, ce qui n'est légalement pas possible. Des mesures d'urgence telles que la réaffectation à d'autres contrats ont permis d'éviter de justesse l'effondrement du fonds.

La queue remue le chien

Les transactions pendant la phase aiguë de la crise ont été très difficiles et coûteuses, en particulier pour les ETF d'obligations. Toutefois, ce problème n'est pas dû à une mauvaise construction des ETF, mais plutôt à la situation de liquidité et à la volatilité des marchés sous-jacents, ainsi qu'à la forte baisse des portefeuilles de négociation des banques. Dans le secteur des actions, le problème n'était pas très grave et la négociation a même pu se poursuivre lorsque le marché américain était temporairement suspendu.

En fin de compte, la crise a montré que la formation des prix suit parfois un cours inversé: les prix des ETF fournissent des repères précieux pour la fixation des prix du marché.

Si l'on observe des écarts entre les prix des ETF et la VNI, cela ne signifie pas nécessairement que les prix des ETF sont «faux». Il peut s'agir plutôt d'une indication que des prix ont été inclus dans la VNI ou le calcul de l'indice qui ne reflètent pas la situation actuelle du marché. Les prix des ETF fournissent alors aux participants du marché des informations encore meilleures que les niveaux des indices et la valeur liquidative.

ETF obligataires. Prenons par exemple le développement de l'ETF iShares pour les obligations d'entreprises aux Etats-Unis (LQD), d'une valeur de 35 milliards de dollars. Normalement, l'écart par rapport à la VNI est inférieur à 0.5%. Pendant la phase chaude de la crise, une réduction allant jusqu'à 6% et une prime allant jusqu'à 5% ont été observées. Un fonds comparable de Vanguard (BND) a affiché des écarts similaires.

Dans le cas des obligations à haut rendement et des ETF y associés, les différences étaient dans certains cas encore un peu plus importantes (voir les graphiques, page 45).

La question qui se pose maintenant est de savoir comment ces écarts et ces marges se positionnent par rapport au marché sous-jacent et nous voyons alors que les ETF se sont relativement bien comportés.

actions sont presque toujours disponibles, même dans les phases de marché agitées, les marchés boursiers étant standardisés et relativement liquides, cela est beaucoup plus difficile pour les obligations. Le commerce des obligations est plus fragmenté et moins transparent que celui des actions.

Pour calculer l'indice, les prix doivent être utilisés exactement au moment correspondant. Si une obligation n'a pas été négociée depuis un certain temps, le dernier prix négocié ne peut plus refléter la situation actuelle du marché. Ce problème est bien sûr d'autant plus important lorsque le marché est volatil et que les mouvements de prix sont importants – comme lors de la crise du coronavirus. Dans certains cas, des prix indicatifs fournis par les négociants sont également utilisés.

Dès lors, si l'on observe des écarts entre les prix des ETF et la VNI, cela ne signifie



NAILSTUDIOS

C. MEXICO

Zu schnell, um sich Sorgen zu machen

Der Absturz sowie die Erholung der Märkte gingen im Frühling so rasch, dass den Kassen kaum Zeit für eine Reaktion blieb. Wer bereits vorher Massnahmen für eine solche Situation beschlossen hatte, konnte ruhiger schlafen. Und einige vermeintlich langweilige Themen erhielten plötzlich Brisanz.

Während die Finanzkrise 2008 ihre Schatten vorauswarf, setzte die Coronakrise für Pensionskassen praktisch ohne Vorlauf ein. An Januarsitzungen sei das Thema zuweilen beiläufig auf den Tisch gekommen, sagt Lukas Riesen (zu den beiden Gesprächspartnern siehe Infobox Seite 51). Nicht zuletzt aus den Erfahrungen mit dem Sars-Ausbruch im Jahr 2003 und der Schweinegrippe 2009, deren Folgen überschaubar blieben, wurde dem Thema aber nicht viel Gewicht beigemessen.

«Das Virus musste nach Norditalien kommen, es brauchte diese Schreckensmeldungen und erste Überlegungen zu einem Lockdown, um die Dramatik der Lage zu erkennen», stellt Alvin Schwendener im Rückblick fest. Zu dieser Zeit, Ende Februar, waren die Märkte aber bereits am Korrigieren. Folglich war entscheidend, wie man als Pensionskasse auf solche Situationen vorbereitet war, da keine Zeit blieb, um noch ein spezifisches Risikokonzept auf die Beine zu stellen. Oder, mit den Worten von Lukas Riesen: «Du baust ein Schiff. Während eines Unwetters kannst du vielleicht noch kleine Anpassungen vornehmen, aber du kannst nicht mitten im Sturm ein neues Schiff bauen.»

Erstaunliche Gelassenheit

Das Risikomanagement musste vorher vorbereitet, entsprechende Szenarien gemacht und Handlungsschritte für diese Situation schon beschlossen sein. Für die meisten Kassen, so sind sich die beiden Berater einig, traf dies zu. Entsprechend erlebten sie auch kaum Panik bei den Kassen, auch als es «heftiger wurde, in der zweiten Märzhälfte. Ich hatte nicht das Gefühl, dass kopflos agiert wurde. Ich war eher erfreut, wie diszipliniert die meisten Kassenverantwortlichen waren.»

Auch die Unterdeckung, in der sich viele Pensionskassen per Ende März befanden, sorgte für wenig Unruhe. Neben einer guten Vorbereitung dürften zwei Punkte für die Gelassenheit entscheidend gewesen sein: Einerseits waren die Pensionskassen, im Unterschied etwa zur Finanzkrise, auch stark mit operativen Fragen beschäftigt. Der Betrieb musste ins Homeoffice verlagert werden, der Kontakt zu Kunden war

Ich hatte nicht das Gefühl, dass kopflos agiert wurde. Ich war eher erfreut, wie diszipliniert die meisten Kassenverantwortlichen waren. Alvin Schwendener

intensiv. Der Fokus lag entsprechend nicht nur auf den Anlagen. Und andererseits kommt auch hier das Tempo ins Spiel: So schnell die Märkte abstürzten, erholten sie sich auch wieder. «Als die Zahlen zum Deckungsgrad per Ende März vorlagen, war der April und damit die Erholung schon in vollem Gang», sagt Schwendener.

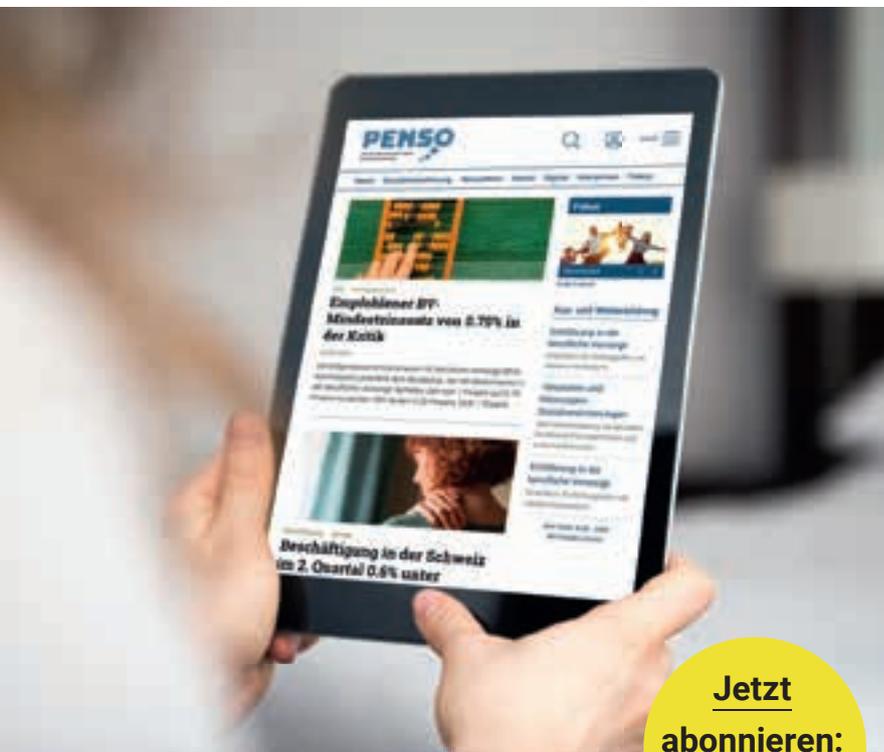
Innerhalb der Gremien zeigten sich auch gewisse Unterschiede: Jüngere Stiftungsräte hatten bis auf das letzte Quartal 2018 noch keine grösseren Marktschwankungen erlebt. Langjährige Stiftungsräte konnten dagegen die Erfahrungen aus der Finanzkrise abrufen – und damit auch die beruhigende Erinnerung, dass einem massiven Absturz eine ebensolche Erholung folgen kann.



Kaspar Hohler
Chefredaktor «Schweizer
Personalvorsorge»

PENSO

HR, Sozialversicherungen,
Personalvorsorge



**Jetzt
abonnieren:
[penso.ch](https://www.penso.ch)**

Penso bietet als Webplattform und Zeitschrift Aktuelles rund um Personalmanagement, Sozialversicherungen und berufliche Vorsorge sowie News aus den Verbänden, wegweisende Gerichtsentscheide und schliesslich Leithilfen zu Lebens- und Arbeitswelten.

Penso richtet sich an Sozialversicherungs- und HR-Fachleute. Angeboten werden praxisbezogene Fachinformationen über Themen der sozialen Sicherheit, die für jeden verständlich sind.

Im Abonnement von Penso inbegriffen sind acht Printausgaben pro Jahr sowie der volle Zugriff auf alle Online-Inhalte auf [penso.ch](https://www.penso.ch).

Weitere Informationen finden Sie unter [penso.ch](https://www.penso.ch)

Entscheidende Vorbereitung

Zentral war, dass die Kassen vorbereitet waren, dass das erwähnte Schiff gebaut war. Die Anlagekommissionen, zuweilen auch die Stiftungsräte, machten während der Frühlingsmonate zwar intensiv (und online) Sitzungen, oft im Wochenrhythmus – was aus Governancegründen durchaus angezeigt war. Im Resultat wurde aber in der Regel beschlossen, am vorbereiteten Konzept festzuhalten und beispielsweise das Rebalancing konsequent durchzuziehen, selbst während der heftigsten Marktturbulenzen – was sich bewährte. «Den Beratern kam dabei die Rolle zu, zur Einhaltung der Strategie zu ermuntern, zuweilen auch den Gremien Mut zuzusprechen», so Schwendener.

Wie bewährte sich in diesem Umfeld der Einsatz von Szenarien? Riesen unterstreicht, dass eine Krise immer überraschend komme. Ein Szenario kann entsprechend nie exakt auf die reale Situation passen. «Aber es half den Gremien, ruhiger zu bleiben, wenn sie ein Extremszenario, in diesem Fall einen raschen Absturz der Märkte, bereits einmal durchgespielt hatten», sagt Riesen.

Insgesamt blieben die Pensionskassen ruhiger und disziplinierter als in der Finanzkrise. Dies dürfte auch daran liegen, dass man aus der Krise gelernt hat und diesmal besser vorbereitet war, Konzepte und Massnahmen in der Schublade hatte und sich mit entsprechenden Szenarien vorbereitet hatte. «Die Kassen kannten ihr Risikoprofil und wussten, dass Stressszenarien in der definierten Strategie einkalkuliert sind», ergänzt Schwendener. Auch war den meisten Kassen bewusst, dass die Risikofähigkeit von der Kassenstruktur abhängt und nicht vom Deckungsgrad.

Vermeintlich Langweiliges wird plötzlich aktuell

Ganz so entspannt, wie bisher skizziert, verlief die Krise in den Gremien dann doch

Du baust ein Schiff. Während eines Unwetters kannst du vielleicht noch kleine Anpassungen vornehmen, aber du kannst nicht mitten im Sturm ein neues Schiff bauen.

Lukas Riesen

nicht. Insbesondere zwei Themen sorgten für Stirnrunzeln, die Berater in den vergangenen Jahren immer wieder anmahnten, die aber in ruhigeren Zeiten eher langweilig sind.

Der erste Punkt war die Liquidität. «In ruhigen Zeiten wird man als Berater fast schon belächelt, wenn man auf diesem Punkt beharrt. Nun sah man relativ hart, was es bedeutet», so Riesen. Einzelne Kassen konnten kein volles Rebalancing machen, weil die Cash-Bestände wegen der Negativzinsen praktisch auf null optimiert waren und eigentlich nur noch US-Treasuries verkäuflich waren, die man jedoch behalten wollte. Und Aktien, von denen man aber des Rebalancings wegen zu- und nicht verkaufen wollte.¹ Der ganze Rest des Portfolios war de facto illiquide, selbst Obligationen.

Der zweite Punkt waren die Kreditrisiken. «Bei Aktien wussten die Leute, dass sie in den Keller fallen können. Bei Unternehmensanleihen, selbst bei High Yields ging dieses Bewusstsein in den letzten Jahren etwas verloren», meint Schwendener. Entsprechend überrascht war man in einigen Gremien, wenn auch auf solchen Positionen plötzlich ein Minus von 20 Prozent eintrat. Die Kassen suchten ob der tiefen Zinsen jeden Basispunkt Zusatzrendite. Dabei, so Schwendener, ging zuweilen vielleicht vergessen, dass für jedes Portfolio neben der Rendite auch das Risiko entscheidend ist.

Was bleibt?

Die grösste Unsicherheit, die im Moment noch besteht, ist die Bewertung der illiquiden Anlagen.² Einerseits erfolgt die Bewertung hier immer verzögert. Andererseits sind die Auswirkungen

gen der Krise beispielsweise auf den Immobilienmarkt noch nicht wirklich abschätzbar.

Welche Erkenntnisse und Lehren lassen sich aus der Krise mitnehmen? So überraschend der Auslöser war, so schulbuchmässig lief die Reaktion an den Anlagemärkten ab: Aktien und Unternehmensanleihen tauchten, die Liquidität an den Märkten kam ins Stocken. Gut bedient waren die Kassen, die sich vorbereitet hatten: Wer diszipliniert die geplanten Massnahmen umsetzte, wer an seiner Strategie festhielt und ein konsequentes Rebalancing betrieb, steht heute gut da. Und wer mit einer gut diversifizierten Anlagestrategie in die Krise ging, konnte ruhiger schlafen.

Alvin Schwendener drückt es so aus: «Wir haben eigentlich nichts Neues gelernt, sondern wurden in unseren Überzeugungen bestätigt. Insbesondere muss jede Kasse ihre Hausaufgaben machen und ein Konzept haben, wie in Krisensituationen zu handeln ist. Im Moment selber ist es dafür zu spät.»

«Wir kommen bestätigt aus der Krise», meint auch Riesen. Und er ermuntert Anlagegremien, auch vermeintlich langweilige Themen wie Liquidität und Kreditrisiken ernst zu nehmen. Aus Berateroptik hatten Schwendener und Riesen Freude, wie diszipliniert und ruhig die Kassen insgesamt handelten. Und bei aller Wichtigkeit, stets auf Krisen vorbereitet zu sein, meint Riesen abschliessend: «Hoffentlich war dieses Gespräch eine einmalige Sache und nicht der Auftakt zu einer Serie.»



Der Text basiert auf einem Gespräch mit Lukas Riesen und Alvin Schwendener, das Anfang September 2020 geführt wurde. Riesen ist Partner und Geschäftsleitungsmitglied beim Investment Consultant ppcmetrics. Schwendener ist operativer Partner beim Beratungsunternehmen c-alm.

¹ Siehe dazu Artikel Bagutti/Wakiyama, Seite 12.

² Siehe dazu auch Artikel Guidotti, Seite 32.

Trop rapide pour s'affoler

Le crash des marchés, puis leur reprise, sont allés tellement vite au printemps que les caisses ont à peine eu le temps de réagir. Les responsables qui avaient déjà prévu des mesures pour une pareille situation avaient le sommeil plus tranquille. Et certains sujets soi-disant ennuyeux sont soudainement devenus explosifs

Alors que certains signes précurseurs avaient annoncé la crise financière en 2008, la crise du coronavirus est arrivée pratiquement sans crier gare. En janvier, le sujet avait parfois été abordé en passant dans les réunions, se souvient Lukas Riesen (voir encadré pour les deux participants à l'entretien). Mais compte tenu des expériences faites avec le SARS en 2003 et la grippe porcine en 2009, dont les conséquences avaient été tout à fait gérables, peu de poids avait été accordé au sujet.

«Il a fallu que le virus sévisse dans le nord de l'Italie et que la possibilité d'un confinement soit évoquée pour que tout le monde comprenne la gravité de la situation», se souvient Alvin Schwendener avec le recul. Mais à cette époque, à fin février, les corrections boursières étaient déjà en cours. Par conséquent, c'est avec les moyens du bord que les caisses de pensions ont dû braver cette situation, car il ne restait plus de temps pour élaborer un concept de risque spécifique. Ou, pour reprendre les mots de Lucas Riesen: «Vous construisez un navire. Vous pouvez éventuellement faire de petits ajustements par gros temps, mais vous ne pouvez pas construire un nouveau navire en pleine tempête.»

Une étonnante sérénité

En d'autres termes, la gestion des risques devait déjà être en place, des scénarios appropriés exister et un plan d'action avoir été défini pour ce genre de situation. C'était le cas dans la plupart des caisses, affirment les deux intervenants à l'unisson. C'est d'ailleurs ce qui explique le peu de panique que l'on a observé dans les caisses, même «dans la seconde moitié de mars, quand la situation est devenue plus critique. Je n'ai jamais eu le sentiment que les responsables de caisse agissaient de manière irréfléchie, au contraire, j'ai trouvé plutôt rassurant de les voir intervenir avec discernement et discipline.»

Même face au découvert, les caisses de pensions ne se sont pas démontées, et elles étaient pourtant nombreuses à se trouver dans cette situation à fin mars. Outre la bonne préparation, deux points ont sans doute contribué à ce sang-froid: d'une part, et à la différence de la crise financière, par exemple, les caisses de pensions avaient aussi de nombreux problèmes opérationnels à résoudre. Il a fallu organiser le télétravail et maintenir le contact avec les clients, ce qui était très absorbant. Les placements n'étaient donc pas le seul sujet de préoccupation. Et d'autre part, les événements se sont précipités: en mars, les marchés se sont effon-

Je n'ai jamais eu le sentiment que les responsables de caisse agissaient de manière irréfléchie, au contraire, j'ai été plutôt rassuré par leur réaction très disciplinée. Alvin Schwendener

drés à une vitesse vertigineuse, mais la reprise a été tout aussi rapide. «Lorsque les degrés de couverture à fin mars ont été publiés, on était déjà en avril et la reprise battait son plein», rappelle Schwendener.

Au sein des organes dirigeants, on a tout de même pu constater certaines différences: les jeunes membres du conseil de fondation n'avaient encore jamais connu de perturbations majeures des marchés, sauf au dernier trimestre de 2018. Les «vieux renards» en revanche ont pu tirer parti de l'expérience de la crise financière – et se nourrir du souvenir reconfortant qu'un crash massif peut être suivi d'une reprise tout aussi vigoureuse.

La préparation, un atout décisif

L'essentiel était que les caisses soient préparées, que le fameux navire soit construit. Les commissions de placement, et parfois aussi les conseils de fondation, se sont certes réunis (virtuellement) à un rythme soutenu (souvent hebdomadaire) au cours du printemps, – ce qui était tout à fait indiqué dans l'optique de la gouvernance. Mais en fin de compte, il a généralement été décidé de s'en tenir au concept préparé et, par exemple, de procéder à un rééquilibrage systématique, même pendant les turbulences les plus graves du marché – ce qui a fait ses preuves. «Le rôle des consultants était de recommander l'adhésion à la stratégie, et au besoin, de donner courage aux conseils de fondation», explique Schwendener.

Est-ce que la mise en œuvre de scénarios a été utile dans ce contexte? Riesen souligne qu'une crise est toujours une surprise et que par conséquent, un scénario ne correspondra jamais exactement à la situation réelle. «Mais lorsqu'ils avaient déjà passé en revue un scénario extrême, en l'occurrence un effondrement rapide des marchés, cela a aidé les organes dirigeants à rester calmes», postule M. Riesen.

Dans l'ensemble, les caisses de pensions sont restées plus calmes et plus disciplinées que pendant la crise financière. Cela est probablement dû aussi au fait qu'elles ont tiré les leçons de la crise et que cette fois-ci, elles étaient mieux préparées, avaient des concepts et des mesures dans le tiroir, et avaient élaboré des scénarios appropriés. «Les caisses connaissaient leur profil de risque et savaient que des scénarios de stress étaient inclus dans la stratégie définie», ajoute M. Schwendener. La plupart des caisses savaient aussi que leur capacité de risque dépendait de la structure de la caisse et non de son degré de couverture.

Ce qui paraissait ennuyeux devient soudain d'actualité

Et pourtant, tout n'était pas aussi zen qu'on pourrait le croire en lisant ce qui précède. Il y a eu notamment deux points qui ont suscité des froncements de sourcils, que les conseillers avaient régulièrement mis en lumière par le passé, mais qui paraissent plutôt ennuyeux en période de calme.

Le premier point était celui de la liquidité. «En période de calme, c'est tout juste si un conseiller qui insiste sur ce point ne récolte pas un sourire blasé. Maintenant, on a dû apprendre à la dure à quel point la liquidité est importante», glisse M. Riesen.

Certaines caisses n'ont pas pu effectuer un rééquilibrage complet parce que les avoirs en espèces étaient pratiquement optimisés à zéro en raison des taux d'intérêt négatifs et que les bons du Trésor américain étaient pratiquement les seuls que l'on pouvait en-

à un tel événement s'en sont bien tirées, en tous les cas celles qui ont mis en œuvre les mesures prévues avec discipline, sont restées fidèles à leur stratégie et ont effectué un rééquilibrage systématique. Et les dirigeants qui sont entrés dans la crise avec une

Vous construisez un navire. Vous pouvez éventuellement faire de petits ajustements par gros temps, mais vous ne pouvez pas construire un nouveau navire en pleine tempête. Lukas Riesen

core vendre, mais que l'on voulait pourtant garder. A part les actions, mais celles-là, on voulait les acheter et non les vendre, à cause du rééquilibrage.¹ Le reste du portefeuille était de facto illiquide, même les obligations.

Le deuxième point était celui des risques de crédit. «Pour les actions, tout le monde savait qu'elles pouvaient tomber au plus bas. Pour les obligations d'entreprises, même à haut rendement, cette réalité s'était quelque peu estompée ces dernières années», muse M. Schwendener. Et certains organes dirigeants ont donc été surpris en voyant subitement de telles positions tomber à moins 20%. A cause des faibles taux d'intérêt, les caisses recherchaient jusqu'au moindre point de base de rendement supplémentaire. Selon M. Schwendener, c'est peut-être ce qui les a parfois fait oublier que, quel que soit le portefeuille, il n'y a pas que le rendement qui compte, il faut aussi être attentif au risque.

Que reste-t-il?

Le plus grand point d'interrogation qui subsiste actuellement concerne l'évaluation des placements illiquides.² D'une part, cette évaluation se fait toujours avec un certain décalage et de l'autre, il est encore impossible, pour l'heure, de mesurer tout l'impact de la crise sur le marché immobilier, par exemple.

Quels sont les enseignements à tirer de la crise? Si le déclencheur a été totalement inattendu, la réaction sur les marchés financiers a été on ne peut plus classique: les actions et les obligations d'entreprises ont chuté et la liquidité s'est asséchée sur les marchés. Les caisses qui s'étaient préparées

stratégie de placement bien diversifiée avaient le sommeil plus tranquille.

En résumé, constate Alvin Schwendener: «Nous n'avons en fait rien appris de nouveau, mais nos convictions ont été confirmées. En particulier, il s'est avéré que chaque caisse doit faire ses devoirs et préparer à l'avance un plan d'action pour les situations de crise. Car une fois que la crise est là, il est trop tard.»

«Nous sortons de la crise confirmés dans nos vues», renchérit Riesen. Et il exhorte les comités de placement à prendre au sérieux même des sujets a priori «ennuyeux» tels que les risques de liquidité et de crédit. Dans leur perspective de conseillers, Schwendener et Riesen ont constaté avec satisfaction que dans l'ensemble, les caisses ont su relever les défis de la crise calmement et avec une discipline admirable. Pourtant, après avoir été très clair sur l'importance d'être toujours bien préparé aux crises, Riesen ajoute: «J'espère néanmoins que nous parlons ici d'un phénomène isolé et que notre entretien ne marque pas le début d'une série.»

Kaspar Hohler Rédacteur en chef
«Prévoyance Professionnelle Suisse»



Le texte est basé sur un entretien avec Lukas Riesen et Alvin Schwendener qui a été mené à début septembre 2020. M. Riesen est associé et membre de la direction de l'entreprise de conseil aux investisseurs institutionnels et privés ppcmetrics. M. Schwendener exerce le rôle de partenaire opérationnel auprès du consultant c-alm.

¹ Voir l'article Bagutti/Wakiyama, page 14.

² Voir aussi à ce sujet l'article Guidotti, page 30.

Auswirkungen der erhöhten Sterblichkeit

Die erhöhte Sterblichkeit in der Coronakrise hat konkrete Auswirkungen auf die Verpflichtungsseite. Auf mittlere und lange Sicht könnte die Pandemie weitere Auswirkungen auf die Bilanzen der Pensionskassen haben.

Für die Abschätzung der unmittelbaren Auswirkungen stützen wir uns auf die vom Bundesamt für Statistik (BFS) wöchentlich publizierte Zahl der eingetretenen Todesfälle bei der Altersgruppe ab Alter 65 und vergleichen diesen Wert mit dem langjährigen Durchschnitt.

Höchststand der Sterblichkeit im April

Anfang des Jahres 2020 lag diese beobachtete Sterblichkeit leicht unter dem langjährigen Durchschnitt, stieg jedoch ab Mitte März deutlich an. Wir gehen davon aus, dass die Übersterblichkeit hauptsächlich auf die Covid-19-Ausbreitung zurückzuführen ist. Beim (vorläufigen) Höchststand der Sterblichkeit in der ersten April-Woche lag die Anzahl Todesfälle in der Schweiz rund 46 Prozent über dem langjährigen Durchschnitt. Das BFS zeigt zusätzlich die Aufteilung der Todesfälle auf sieben verschiedene Grossregionen der Schweiz. In der Grossregion CH07 (Südschweiz) lag die Sterblichkeit in dieser Woche rund 175 Prozent über dem langjährigen Durchschnitt. Danach normalisierte sich die Übersterblichkeit relativ schnell wieder und liegt aktuell (Stand 9. August 2020) sogar etwas unter dem Durchschnitt.

Drei Szenarien für die Effekte der Übersterblichkeit

Wir betrachten die folgenden drei Szenarien für die Abschätzung der Effekte der Übersterblichkeit im Jahr 2020 auf die Pensionskassen:

- **Pandemie abgeschlossen:** Bis Ende 2020 gibt es keine weitere Übersterblichkeit mehr.
- **Zweite Welle:** Beginn einer hypothetischen zweiten Welle ab Anfang September mit Höchststand Mitte Oktober.
- **CH07:** Übersterblichkeit entsprach bis 9. August in der ganzen Schweiz derjenigen der Grossregion CH07, danach Normalisierung auf die Durchschnittswerte. Dieses Szenario könnte für Pensionskassen relevant sein, die hauptsächlich Rentner aus der Grossregion CH07 haben (Siehe Grafik).

Unsere Berechnungen zeigen, dass beim Szenario «Pandemie abgeschlossen» die Anzahl der Todesfälle im Jahr 2020 bei den Personen 65+ ungefähr dem langjährigen Durchschnitt entspricht. In den anderen Szenarien liegt die Anzahl Todesfälle rund 8.1 Prozent (zweite Welle) und 8.5 Prozent (CH07) über dem langjährigen Durchschnitt. Die kaum vorhandene Zunahme beim Szenario «Pandemie

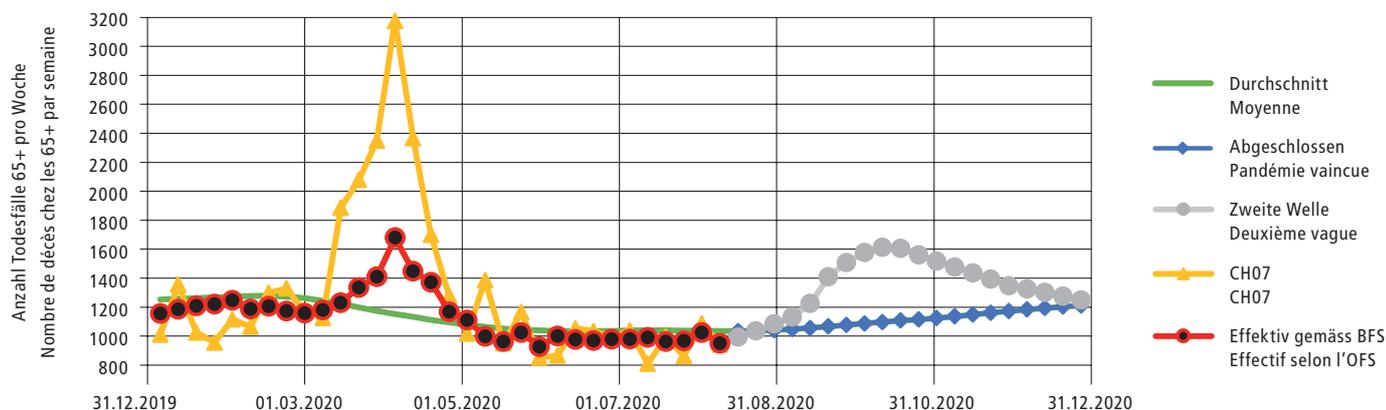


Jürg Walter
dipl. Math. ETH,
Pensionskassen-Experte
SKPE, Libera AG



Samuel Blum
MSc ETH,
Pensionskassen-Experte
SKPE, Libera AG

Szenarien Übersterblichkeit im Jahr 2020 Scénarios de la surmortalité en 2020



In Kürze

Die Coronapandemie hat zu zusätzlichen Todesfällen geführt, die einerseits unmittelbare finanzielle Auswirkungen auf die Verpflichtungsseite der Pensionskassen haben, andererseits die zukünftige Lebenserwartung beeinflussen können.

abgeschlossen» ist erstaunlich. Dies erklärt sich dadurch, dass in den Wochen vor und nach der beobachteten Übersterblichkeit weniger Todesfälle eintraten als erwartet.

Bescheidene Gewinne für die Fiktiv-PK

Um den Effekt der Übersterblichkeit auf die Pensionskassen zu schätzen, haben wir am Beispiel der Pensionskasse Fiktiv-PK mit einem Rentnerbestand von über 35 000 Altersrentnern die Auswirkungen auf den erwarteten Risikogewinn im Jahr 2020 berechnet. Dabei haben wir die bei der Bevölkerung festgestellte Übersterblichkeit auf die Fiktiv-PK übertragen und berücksichtigen die Angaben des BFS, wonach rund 74 Prozent der Todesfälle auf die Altersgruppe ab Alter 80 und weitere gut 21 Prozent auf die Altersgruppe 70 bis 79 entfallen (siehe Tabelle, Seite 57).

Gemäss den verwendeten technischen Grundlagen BVG 2015 als Generationen-

tafel werden bei der Fiktiv-PK im Jahr 2020 rund 1094 Todesfälle erwartet. Bei den betrachteten Szenarien zweite Welle und CH07 steigt diese Anzahl und dadurch das erwartete frei werdende Vorsorgekapital. Die Zunahme entspricht dem erwarteten Gewinn für die Fiktiv-PK aufgrund der Übersterblichkeit im Jahr 2020.

Die Übersicht zeigt für das Jahr 2020 aufgrund der Übersterblichkeit der Rentner bescheidene Gewinne für die Fiktiv-PK. Selbst im Szenario CH07 beträgt der Sterblichkeitsgewinn lediglich rund 0.09 Prozent des Vorsorgekapitals der Rentner.¹

¹ Eine Studie von Willis Towers Watson kam für Grossbritannien zu einem ähnlichen Resultat wie wir für die Grossregion CH07: Stephen Caine: «What could the mortality impact of Covid-19 be for pension schemes liabilities». April 2020.

Todesfälle bei den aktiven Versicherten führen aufgrund der Todesfallleistungen zu Belastungen für Pensionskassen. Beachtet man diese zwar eher seltenen, aber im Jahr 2020 allenfalls leicht erhöhten Todesfälle, so relativiert sich der erwartete Gewinn bei den Rentnern weiter.

Mögliche Rückschlüsse auf mittlere und lange Sicht

Mögliche Rückschlüsse auf mittlere und lange Sicht haben insbesondere Auswirkungen auf die Entwicklung der Lebenserwartung, sind jedoch zum aktuellen Zeitpunkt schwieriger abzuschätzen. Es können jedoch einige interessante Aspekte erwähnt werden:

- Vergangene Phasen von Übersterblichkeit haben gezeigt, dass auf diese oft eine Phase der Untersterblichkeit folgt. Es ist also nicht auszuschliessen, dass die Übersterblichkeit im Jahr 2020 zu einer etwas geringeren Sterblichkeit in den Folgejahren führen wird. Eine

For professional
clients and/
or qualified
investors only

Unlocking the potential of US mid-market private debt

BMO US Mid-Market Loans Fund

Target Yield: LIBOR +475 bps

Our Sponsor Finance program is an important source of funding for the US mid-market – a diverse pool of dynamic businesses that form a key driver of the world's largest economy. By combining our finance and asset management platforms we're able to offer investors access to BMO's US mid-market private debt deals.

Key benefits – BMO US Mid-Market Loans Fund

- **Scale** – BMO Financial Group is North America's 8th largest bank by assets*
- **Expertise** – BMO is a leading middle market lending specialist in the US
- **Access to deal flow** – Our 60+ sized team sources ~1,000 deals per year through ~400 active middle market PE relationships, with currently 130+ active debt investments across the US

- **Seamless alignment** – Unlike many of the private debt investment opportunities, the alignment between investor and BMO is seamless as every asset placed in these managed private debt investor programs is held on BMO Sponsor Finance's balance sheet
- **Income** – Potential for attractive income characterised by low volatility
- **Low correlation** – A portfolio component with low correlation to other asset classes

Capital is at risk and investors may not get back the original amount invested. Changes in rates of exchange and interest rates may also adversely affect the value of your investment.

Want to know more?

Visit us at bmogam.com or call Edmund Wandeler on +41 44 488 19 52

BMO  Global Asset Management

*BMO Financial Group Annual Report 2019.

This financial promotion is issued for marketing purposes by BMO Global Asset Management in Denmark, Finland, Germany, the Netherlands, Norway, Sweden and Switzerland. Reserved for professional clients as defined by the European Directive 2014/65/EU ("MiFID II") and is not for retail distribution. The BMO US Mid-Market Loans Fund is a closed-ended sub-fund of BMO Investments (Lux) II FCP-RAIF, a fonds commun de placement registered in Luxembourg. The fund is not a regulated investment vehicle and is not subject to the supervision of the Luxembourg supervisory commission of the financial sector. English language copies of the Fund's Prospectus can be obtained from BMO Global Asset Management, Exchange House, Primrose Street, London EC2A 2NY. Please read the Prospectus before taking any investment decision. In Switzerland, the Prospectus can be obtained free of charge from our Swiss Representative: Carnegie Fund Services S.A., 11, rue du Général Dufour, CH-1204 Geneva, Switzerland, Web: www.carnegie-fund-services.ch. The paying agent is Banque Cantonale de Genève, 17, quai de l'Île, CH-1204 Geneva. © 2020 BMO Global Asset Management. Financial promotions are issued for marketing and information purposes in the EU by BMO Asset Management Netherlands B.V., which is regulated by the Dutch Authority for the Financial Markets (AFM); and in Switzerland by BMO Global Asset Management (Swiss) GmbH, acting as representative offices of BMO Asset Management Limited, which are authorised by FINMA. Telephone calls may be recorded. 1074661_G20-2367 (10/20) This item is approved for use in the following countries; DK, DE, NL, NO, SE, CH.

in Mio. CHF pro Jahr en mios CHF par an	Langjähriger Durchschnitt Moyenne à long terme	Abgeschlossen Pandémie vaincue	Zweite Welle 2 ^e vague	Grossregion CH07 Grande région CH07
Anzahl Todesfälle 65+ Décès chez les 65+	1094	1094	1183	1187
Zusätzliche Todesfälle Décès supplémentaires	0	0	89	93
Übersterblichkeit in % Surmortalité en %	0.0%	0.0%	8.1%	8.5%
Erwartetes freiwerdendes Vorsorgekapital Capital de prévoyance libéré anticipé	189.3	189.3	203.4	204.0
Sterblichkeitsgewinn Gain de mortalité	0.0	0.0	14.1	14.7
In % VK Rentner en % CP rentiers	0.00%	0.00%	0.08%	0.09%

VK = Vorsorgekapital/technischer Zinssatz: 1.5%
CP = capital de prévoyance/taux d'intérêt technique: 1.5%

Studie aus Grossbritannien kam allerdings zum Schluss, dass dieser Effekt bei Covid-19 sehr bescheiden ist.²

- Die zukünftige Lebenserwartung nimmt umso stärker ab, je mehr verlorene Lebensjahre aufgrund der Pandemie zu verzeichnen sind. Verschiedene Analysen haben ergeben, dass eher ältere und gesundheitlich angeschlagene Personen an Covid-19 sterben, wodurch diese nur eine geringe Anzahl an verlorenen Lebensjahren aufweisen. Damit dürften die Auswirkungen auf die zukünftige Lebenserwartung eher klein sein.
- Die zukünftige Verbreitung der Pandemie beziehungsweise deren Auswirkungen auf die Lebenserwartung werden stark davon abhängig sein, ob und wie schnell ein Impfstoff oder ein wirksames Medikament verfügbar sein werden.
- Oft wird argumentiert, dass die Eindämmungsmassnahmen gegen Covid-19 (Lockdown) zu einer Beeinträchtigung der Gesundheit und damit einer erhöh-

ten Sterblichkeit aufgrund von Depressionen, Alkoholmissbrauch, Vereinsamung, häuslicher Gewalt, Suizid oder ähnlichem führt. Eine Studie der European Psychiatric Association hat auf Basis von Schweizer Daten geschätzt, dass ein kompletter Lockdown von drei Monaten durchschnittlich zu rund 0.2 verlorenen Lebensjahren pro Person führt.³

Neue technische Grundlagen noch ohne Effekt der Pandemie

Langfristig könnten weitere indirekte Konsequenzen von Covid-19-Auswirkungen auf die Lebenserwartung und allenfalls auch auf die Anzahl der Invaliditätsfälle haben, wie zum Beispiel:

- Teilweise durch Covid-19 Erkrankungen verursachte bleibende Schäden wie vernarbte Lungen oder geschädigte Nieren
- Reduktion der Wohlfahrt aufgrund der globalen Rezession

- Verspätete Diagnose von anderen Krankheiten wie Krebs aufgrund des überlasteten Gesundheitssystems
- Gesundere Lebensweise und Verhaltensveränderungen zur Vorbeugung vor Infektion

Im Dezember 2020 werden die technischen Grundlagen BVG 2020 publiziert. Da sich die Grundlagen BVG 2020 auf die Sterblichkeitsdaten der Jahre 2015 bis 2019 beziehen, werden diese in den Basissterblichkeiten den Effekt von Covid-19 nicht enthalten. Wie sich die Sterblichkeit langfristig entwickelt und ob das BFS seine diesbezüglichen Prognosen, die als Basis für die Generationentafeln der BVG-Grundlagen verwendet werden, anpassen wird, bleibt abzuwarten. Insgesamt könnten die indirekten Auswirkungen von Covid-19 deutlich höhere Auswirkungen auf die Lebenserwartung haben als die aktuell beobachtete (Über-)Sterblichkeit. Die finanzielle Entwicklung der Pensionskassen dürfte jedoch massgeblich von den wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie und deren Implikationen auf die Vermögensanlagen geprägt sein.

² Andrew J.G. Cairns et al.: The impact of Covid-19 on Future Higher-Age Mortality. Pensions Institute, University of London, Mai 2020.

³ Dominik A. Moser et al.: Years of life lost due to the psychological consequences of Covid-19 mitigation strategies based on Swiss data. European Psychiatry, Mai 2020.

Effets de la mortalité accrue

L'augmentation de la mortalité imputable au coronavirus a un impact concret du côté des engagements. A moyen et à long terme, la pandémie pourrait avoir d'autres effets sur les bilans des caisses de pensions.

Pour estimer l'impact direct, nous nous basons sur le nombre de décès survenus dans la tranche d'âge des 65 ans et plus publié chaque semaine par l'Office fédéral de la statistique (OFS) et nous comparons ce chiffre à la moyenne à long terme.

Pic de la mortalité en avril

Au début de 2020, cette mortalité observée était légèrement inférieure à la moyenne à long terme, mais elle a augmenté de manière significative à partir de la mi-mars. Nous supposons que la surmortalité est principalement due à la propagation de Covid-19. Au pic (provisoire) de mortalité de la première semaine d'avril, le nombre de décès en Suisse était supérieur d'environ 46 % à la moyenne à long terme. L'OFS montre également la répartition des décès dans sept grandes régions de Suisse. Dans la grande région CH07 (Suisse méridionale), la mortalité cette semaine était d'environ 175 % supérieure à la moyenne à long terme. Par la suite, la surmortalité est revenue à la normale relativement vite et se situe actuellement (au 9 août) même légèrement en dessous de la moyenne.

Trois scénarios pour les effets de la surmortalité

Pour estimer les effets de la surmortalité en 2020 sur les caisses de pensions, nous allons envisager les trois scénarios suivants:

- **Pandémie vaincue:** il n'y a plus de surmortalité d'ici à la fin de 2020.
- **Deuxième vague:** début d'une hypothétique deuxième vague à partir de début septembre, avec un pic à la mi-octobre.
- **CH07:** la mortalité des survivants dans toute la Suisse a correspondu à celle de la grande région CH07 jusqu'au 9 août, après quoi elle s'est nor-

malisée aux valeurs moyennes. Ce scénario pourrait être pertinent pour les caisses de pensions qui comptent principalement des retraités de la grande région CH07 (voir le graphique de la page 55).

Nos calculs montrent que dans le scénario «pandémie vaincue», le nombre de décès en 2020 parmi les personnes de plus de 65 ans correspond à peu près à la moyenne à long terme. Dans les autres scénarios, le nombre de décès est supérieur d'environ 8.1 % (deuxième vague) et de 8.5 % (CH07) à la moyenne à long terme. L'augmentation à peine perceptible dans le scénario «pandémie vaincue» est surprenante. Elle s'explique par le fait que moins de décès que prévu sont survenus dans les semaines qui ont précédé et suivi la surmortalité observée.

Modestes profits pour la CP Fictive

Afin d'estimer l'effet de la surmortalité sur les caisses de pensions, nous avons calculé l'impact sur le gain de risque attendu en 2020 à l'appui de la caisse de pensions CP Fictive avec un effectif de rentiers de plus de 35 000 personnes. Ce faisant, nous avons transféré la surmortalité observée dans la population à la CP Fictive et pris en compte les données de l'OFS selon lesquelles environ 74 % des décès sont imputables au groupe d'âge à partir de 80 ans et un bon 21 % au groupe d'âge des 70 à 79 ans (voir tableau, page 57).

D'après les bases techniques LPP 2015 utilisées comme table de génération, environ 1094 décès sont attendus en 2020 à la CP Fictive. Dans les scénarios «deuxième vague» et «CH07», ce chiffre augmente et avec lui, le capital de prévoyance libéré attendu. L'augmentation de ce dernier correspond au gain de surmortalité attendu pour la CP Fictive en 2020.

L'aperçu montre des gains modestes pour la CP Fictive en 2020 en raison de la surmortalité des retraités. Même dans le scénario CH07, le gain de mortalité n'est que d'environ 0.09% du capital de prévoyance des bénéficiaires de rentes.¹

Les décès d'assurés actifs entraînent des charges pour les caisses de pensions sous forme de prestations de décès. Si l'on tient compte de ces décès, qui sont plutôt rares, mais également un peu plus nombreux en 2020, le gain attendu du côté des rentiers est encore relativisé.

Conclusions possibles pour le moyen et le long terme

Les conclusions possibles à moyen et long terme impacteront avant tout l'évolution de l'espérance de vie, mais pour l'heure, il est encore difficile de se prononcer à ce sujet. Toutefois, certains aspects intéressants méritent d'être soulignés:

- Les phases passées de surmortalité ont montré que celle-ci est souvent suivie d'une phase de sous-mortalité. Il n'est donc pas exclu que la surmortalité en 2020 entraîne une légère baisse de la mortalité les années suivantes. Toutefois, une étude britannique a conclu que cet effet serait négligeable dans le contexte de Covid-19.²
- L'espérance de vie future diminuera au fur et à mesure que le nombre d'années de vie perdues à cause de la pandémie augmentera. Diverses analyses ont montré que les personnes âgées et en mauvais état de santé sont plus susceptibles de mourir du Covid-19, ce qui se traduit par un faible nombre d'années de vie perdues. L'impact sur l'espérance de vie future sera donc probablement assez faible.
- La propagation future de la pandémie et son impact sur l'espérance de vie dépendront fortement du développement d'un vaccin ou d'un médicament efficace et, le cas échéant, de la vitesse à laquelle ces remèdes seront disponibles.
- Il est souvent avancé que les mesures de lutte contre le Covid-19 (confinement) entraînent une dégradation de la santé, et donc une augmentation de la mortalité, due à la dépression, à l'abus d'alcool, à la solitude, à la violence domestique, au suicide ou à d'autres facteurs similaires.

Une étude de l'Association Européenne de Psychiatrie a estimé, sur la base de données suisses, qu'un confinement complet de trois mois se solde en moyenne par environ 0.2 année de vie perdue par personne.³

Effet de la pandémie pas encore inclus dans les nouvelles bases techniques

A long terme, d'autres conséquences indirectes de Covid-19 pourraient avoir un impact sur l'espérance de vie et, éventuellement, sur le nombre de cas d'invalidité, telles que:

- Séquelles permanentes partiellement imputables à la maladie Covid-19 telles que des poumons cicatrisés ou des reins endommagés
- Autres maladies telles que le cancer diagnostiquées tardivement en raison de la surcharge du système de santé
- Réduction du bien-être en raison d'une récession mondiale
- Mode de vie plus sain et changements de comportement pour prévenir l'infection

En décembre 2020, les bases techniques LPP 2020 seront publiées. Comme les bases LPP 2020 se réfèrent aux données de mortalité pour les années 2015 à 2019, celles-ci n'incluront pas l'effet du Covid-19 dans les données de mortalité de base. Il reste à voir comment la mortalité évoluera à long terme et si l'OFS va ajuster ses pronostics correspondants qui servent de référence aux tables de génération des bases LPP. Dans l'ensemble, les effets indirects de Covid-19 pourraient avoir un impact nettement plus important sur l'espérance de vie que la (sur)mortalité actuellement observée. Ce qui semble certain, c'est que le développement financier des caisses de pensions sera fortement influencé par l'impact économique de la pandémie et ses implications au niveau des placements.

Jürg Walter math. dipl. ETH, expert en caisses de pensions CSEP, Libera SA

Samuel Blum MSc ETH, expert en caisses de pensions CSEP, Libera SA

En bref

La pandémie du coronavirus a provoqué des décès supplémentaires qui, d'une part, ont un impact financier direct sur les engagements des caisses de pensions et d'autre part, peuvent influencer l'espérance de vie future.

¹ Une étude de Willis Towers Watson est arrivée à une conclusion similaire pour le Royaume-Uni que pour la région CH07: Stephen Caine: «What could the mortality impact of Covid-19 be for pension schemes liabilities», avril 2020.

² Andrew J.G. Cairns et al.: The impact of Covid-19 on Future Higher-Age Mortality. Pensions Institute, University of London, mai 2020.

³ Dominik A. Moser et al.: Years of life lost due to the psychological consequences of Covid-19 mitigation strategies based on Swiss data. European Psychiatry, mai 2020.

Die Perspektive des Lebensversicherers

Lebensversicherer sind trotz medizinischer Fortschritte noch immer mit dem Risiko erhöhter Sterblichkeit als Folge pandemischer Infektionskrankheiten konfrontiert. Pandemien wird es auch in Zukunft geben, doch lassen sich weder der konkrete Zeitpunkt noch die Auswirkungen auf Sterblichkeit und Invalidisierung prognostizieren. Wie kann sich ein Lebensversicherer vor diesem Hintergrund auf das Risiko Pandemie vorbereiten?

Das Sterblichkeitsrisiko ist im Laufe der letzten Jahrhunderte kleiner geworden. Doch Lebensversicherer sind trotz medizinischer Fortschritte wie Antibiotika, antiviraler Medikamente und Impfungen noch immer mit dem Risiko erhöhter Sterblichkeit aufgrund pandemischer Infektionskrankheiten konfrontiert. Influenza-Pandemien treten in unregelmässigen Abständen auf. Bereits 400 Jahre vor Christus beschrieb der griechische Mediziner Hippokrates eine Pandemie, und dank genauerer Aufzeichnungen haben wir seit dem Mittelalter relativ gute Pandemie-Kenntnisse.

In den letzten 300 Jahren wurden insgesamt 13 Influenza-Pandemien verzeichnet, die in unterschiedlichen Intervallen auftraten. Die Zeit zwischen zwei Pandemien variierte dabei zwischen 2 und 56 Jahren. Aufgrund der historischen Ereignisse liegt die Wahrscheinlichkeit einer globalen Pandemie bei 3 bis 4 Prozent pro Jahr. Nachdem die letzten Pandemien 2009 (Schweinegrippe), 1968/69 (Hongkong-Grippe), 1957/58 (Asiatische Grippe) und 1918 (Spanische Grippe) auftraten, reiht sich die aktuelle Sars-CoV-2-Pandemie gut in diese Periodizität ein.

Pandemien wird es auch in Zukunft geben, doch niemand weiss, wann und mit welchen Auswirkungen sie ausbrechen werden. Wie kann sich ein Lebensversicherer trotz dieser Ausgangslage auf das Risiko Pandemie vorbereiten?

Business Continuity Management: Notfallpläne müssen vorhanden sein

Zwingend ist, und das gilt für alle Firmen, zuerst einmal das Sicherstellen des operativen Betriebs des Unternehmens für den Fall, dass Mitarbeitende wegen

verordneten Einschränkungen der Bewegungsfreiheit nicht zum Arbeitsplatz kommen können. Die Situation zu Beginn des Corona-Lockdowns hat gezeigt, dass ein effektives Business Continuity Management essenziell ist.

Wegen der hohen Mobilität der Bevölkerung verbreitet sich ein neues Virus heutzutage sehr schnell um den ganzen Erdball. Zur Eindämmung der Ausbreitung können drastische Einschränkungen der Bewegungsfreiheit von heute auf morgen notwendig sein. Oft verbleibt im konkreten Fall kaum Zeit für Vorbereitungen, weshalb Notfallpläne bereit liegen müssen.

Dank der fortschreitenden Digitalisierung der Arbeitswelt ist dieser Aspekt der Pandemiebewältigung zumindest im Dienstleistungssektor (Stichworte Homeoffice und Internet) mittlerweile aber relativ gut abgedeckt.

Versicherungstechnische Risiken: Sterblichkeit und Invalidität

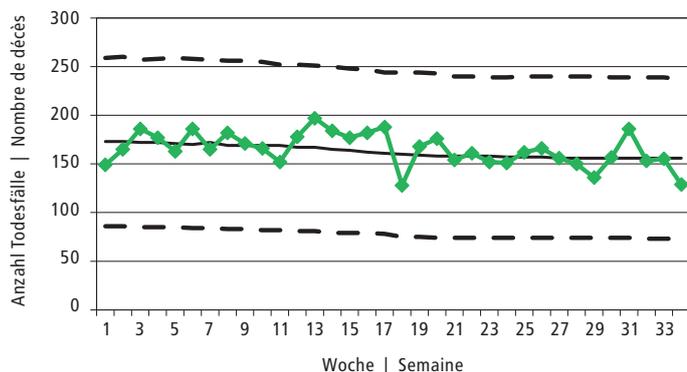
Das offensichtlichste Risiko bei einer Pandemie ist für einen Lebensversicherer das Todesfallrisiko. Führt eine Pandemie zu einer erhöhten Sterblichkeit, hat dies bei Lebensversicherern unmittelbar eine erhöhte Zahl von Leistungen im Todesfall zur Folge. Lebensversicherungsprodukte bieten in der Regel für Todesfall wie auch für Invalidität aufgrund eines pandemischen Virus vollständigen Versicherungsschutz.

Einerseits ist genau die Absicherung gegen solche Risiken der Zweck der entsprechenden Risiko-Produkte, andererseits ist es im Schadenfall aufgrund bestehender Vorerkrankungen und Gebrechen oft

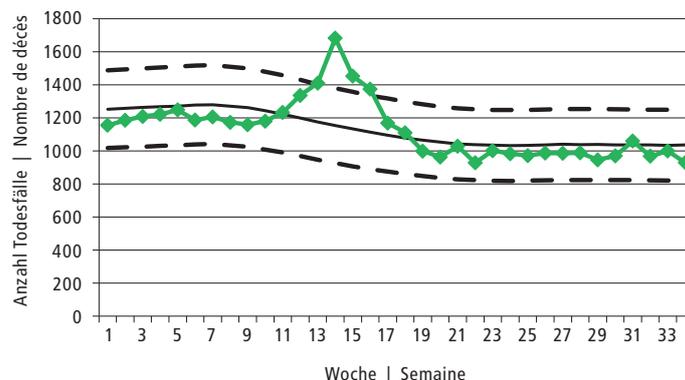


Claude Schwarz
Chief Underwriting
Officer, elipsLife

Alter 0 bis 64 De 0 à 64 ans



Alter 65+ 65 ans et plus



In der Schweiz sind in der Zeitperiode vom 16. März (Woche 12) bis zum 19. April (Woche 16) bei Personen der Altersgruppe 65 und älter deutlich mehr Todesfälle als erwartet gezählt worden. Diese sogenannte Übersterblichkeit ist auf das Coronavirus zurückzuführen. In der Altersgruppe bis 65 Jahre ist im selben Zeitraum keine Übersterblichkeit zu beobachten. Das bedeutet auch, dass Lebensversicherer, die Todesfallrisiken nur bis zum Alter 65 versichern, kaum mit zusätzlichen, durch das Coronavirus verursachten Todesfallleistungen rechnen müssen.

Durant la période du 16 mars (semaine 12) au 19 avril (semaine 16), un nombre de décès nettement plus élevé que prévu a été enregistré en Suisse parmi les personnes âgées de 65 ans et plus. Cette surmortalité est due au coronavirus. Aucune surmortalité n'a été observée dans le groupe d'âge jusqu'à 65 ans au cours de la même période. Cela signifie aussi que les assureurs vie, qui n'assurent les risques de décès que jusqu'à l'âge de 65 ans, n'ont guère à anticiper des prestations supplémentaires en cas de décès causés par le coronavirus.

Daten: Bundesamt für Statistik – Daten Stand 1. September 2020
Données: Office fédéral de la statistique – données au 1^{er} septembre 2020

schwierig, einen kausalen Zusammenhang des Todes- beziehungsweise Invaliditätsfalls mit dem pandemischen Virus herzustellen (zur Sterblichkeit in der Schweiz siehe Grafiken).

Ansätze für ein Pandemie-Risiko- management für Lebensversicherer

Wie angedeutet, kann zumindest die Eintretenswahrscheinlichkeit einer Pandemie grob abgeschätzt werden. Solvenzvorschriften geben Versicherungsgesellschaften vor, Risikokapital für das Pandemieisiko zu reservieren. Für dieses Risikokapital fallen Kapitalkosten an, die wiederum in den Prämien für die Risikoprodukte zu berücksichtigen sind. Mit anderen Worten: Lebensversicherer rechnen mit dem Auftreten von Pandemien und sorgen vor, indem sie ausreichend Kapital für dieses Ereignis reservieren.¹ Kunden können daher auf den Schutz im Pandemiefall zählen.

Das Pandemieisiko lässt sich für eine Versicherungsgesellschaft nicht durch internationale Diversifikation reduzieren, da eine Pandemie per definitionem global auftritt. Lebensversicherer können das Pandemieisiko je nach Risikoappetit und Risikofähigkeit des Unternehmens mana-

gen, indem sie einen Teil des Risikos an Rückversicherer zedieren. Da aber auch diese das Pandemieisiko schlecht diversifizieren können, sind gerade bei der für das Pandemieisiko sehr effizienten Stopp-Loss-Versicherung (Überschadenversicherung) kaum Kapazitäten vorhanden. Hilfreiche moderne Lösungen sind sogenannte Mortality Cat Bonds, mit denen das Pandemieisiko letztlich direkt an den Kapitalmarkt transferiert wird. Es wird interessant sein zu sehen, ob die aktuelle Sars-CoV-2-Pandemie eine Erhöhung der Sterblichkeit zur Folge haben wird, die letztlich zu Ausfällen bei den ausstehenden Mortality Cat Bonds führt.

Ausblick: Risiken und Chancen für Lebensversicherer

Das aktuelle Virus Sars-CoV-2 hat nicht nur Schäden in der Todesfallversicherung zur Folge. In der Personenversicherung, namentlich in der Krankentaggeldversicherung (KTG), wird es zu häufigeren und auch teureren Schäden aufgrund von Covid-19-Erkrankungen kommen. Zudem ist davon auszugehen, dass die von der Pandemie beeinträchtigte Wirtschaft auch indirekt zu einer erhöhten Schadenlast im KTG führen wird.

Was sich bereits im Kurzfristbereich von Invaliditätsprodukten abzeichnet, ist vermutlich denn auch erst ein Vorzeichen

dessen, was die Lebensversicherer bei den Invaliditätsrentenprodukten zu erwarten haben: Es gibt mittlerweile bereits vermehrt Berichte über langanhaltende, durch Covid-19 verursachte Gesundheitsschädigungen, die eine Invalidisierung zur Folge haben können. Neben diesen zu erwartenden langfristigen Invaliditätsfällen wird auch das wirtschaftliche Umfeld durch die Pandemie leiden. Dies wiederum kann zu einem erhöhten Druck auf die Arbeitnehmenden führen, was in eine spürbare Zunahme von psychischen Erkrankungen und entsprechend von Invalidisierungen münden könnte.

Eine Pandemie bringt für Lebensversicherungsgesellschaften neben Risiken aber auch Chancen. Denn in solchen Zeiten setzt sich die Bevölkerung vermehrt mit den Risiken Tod und Invalidität auseinander. Auch mögliche finanzielle Konsequenzen einer Ansteckung mit einem pandemischen Virus werden zum Thema. Für diese Risiken sollten Lebensversicherer den Versicherungsnehmern allfällige Deckungslücken aufzeigen und Lösungen mit entsprechenden Produkten zur Risikoabsicherung von Tod und Invalidität anbieten. Letztlich kann die Assekuranz damit einen wesentlichen Beitrag zu einer widerstandsfähigeren Gesellschaft leisten.

¹ Siehe dazu auch Artikel McLaughlin/Portmann: Corona-Pandemie: Folgen für Lebensversicherer. «Schweizer Personalvorsorge» 9/20, Seite 62 ff.

Le point de vue de l'assureur vie

Malgré les progrès de la médecine, les assureurs vie sont toujours confrontés au risque d'une augmentation de la mortalité due aux maladies infectieuses pandémiques. Les pandémies continueront de surgir à l'avenir, mais on ne peut en prévoir ni le moment précis, ni l'impact sur la mortalité et l'invalidité. Dans ce contexte, comment un assureur vie peut-il se préparer au risque de pandémie?

Le risque de mortalité a diminué au cours des derniers siècles. Cependant, malgré les progrès de la médecine tels que les antibiotiques, les médicaments antiviraux et les vaccinations, les assureurs vie sont toujours confrontés au risque d'une mortalité accrue due aux maladies infectieuses pandémiques. Les pandémies de grippe apparaissent à intervalles irréguliers. Le médecin grec Hippocrate a décrit une pandémie dès 400 ans avant Jésus-Christ, et grâce aux chroniqueurs plus prolifiques du Moyen Âge, nous avons une connaissance relativement bonne des pandémies depuis cette époque.

Au cours des 300 dernières années, 13 pandémies de grippe ont été enregistrées au total qui sont survenues à intervalles irréguliers. Le temps entre deux pandémies a varié entre 2 et 56 ans. Sur la base des événements historiques, la probabilité d'une pandémie

mondiale atteint 3 à 4% par an. Après les dernières pandémies de 2009 (grippe porcine), 1968/69 (grippe de Hongkong), 1957/58 (grippe asiatique) et 1918 (grippe espagnole), la pandémie actuelle de Sars-Cov-2 s'inscrit bien dans cette périodicité.

Les pandémies continueront de se produire à l'avenir, mais personne ne sait quand elles éclateront et avec quelles conséquences. Comment un assureur vie peut-il se préparer au risque de pandémie malgré toutes ces inconnues?

Gestion de continuité des activités: des plans d'urgence doivent être mis en place

Un impératif qui s'applique à toutes les entreprises, c'est qu'il faut avant tout assurer le fonctionnement de l'entreprise au cas où les salariés ne pourraient pas venir travailler en raison de restrictions prescrites à

leur liberté de circulation. Les événements au début du confinement décrété en raison du coronavirus ont montré qu'une gestion efficace de la continuité des activités est essentielle.

A cause de la grande mobilité de la population, un nouveau virus se propage aujourd'hui très rapidement dans le monde entier. Pour contenir la propagation, des restrictions drastiques de la liberté de circulation peuvent être nécessaires du jour au lendemain. Souvent, il ne reste guère de temps pour les préparatifs, c'est pourquoi des plans d'urgence doivent être mis en place.

Cependant, la numérisation du monde du travail a déjà bien progressé, cet aspect de la gestion des pandémies est donc désormais relativement bien couvert, du moins dans le secteur des services (par le télétravail et l'Internet, par exemple).

Risques actuariels: mortalité et invalidité

Le risque le plus évident pour un assureur vie en cas de pandémie est le risque de décès. Si une pandémie entraîne une augmentation de la mortalité, les assureurs vie devront immédiatement verser un nombre plus élevé de prestations en cas de décès. Les produits d'assurance vie offrent généralement une couverture complète en cas de décès et d'invalidité dus à un virus pandémique.

D'une part, c'est précisément la protection contre de tels risques qui est l'objectif des produits de risque correspondants; d'autre part, en cas de sinistre, il est souvent difficile d'établir un lien de causalité entre le décès ou l'invalidité et le virus pandémique en raison des maladies et infirmités existantes (pour la mortalité en Suisse, voir les graphiques, page 61).

Pistes pour la gestion des risques de pandémie par les assureurs vie

Comme nous l'avons vu, on peut au moins estimer grossièrement la probabilité qu'une pandémie survienne. La réglementation en matière de solvabilité oblige les

compagnies d'assurance à réserver du capital-risque pour le risque de pandémie. Pour ce capital-risque, des frais de capital sont encourus, qui doivent à leur tour être pris en compte dans les primes des produits de risque. En d'autres termes, les assureurs vie anticipent l'apparition de pandémies et prennent des précautions en réservant un capital suffisant pour un tel événement.¹ Les clients peuvent ainsi compter sur une protection en cas de pandémie.

Le risque de pandémie pour une compagnie d'assurance ne peut être réduit par une diversification internationale, car une pandémie se produit par définition à l'échelle mondiale. Les assureurs vie peuvent gérer le risque de pandémie en fonction de l'appétit pour le risque et de la capacité de risque de l'entreprise en cédant une partie du risque aux réassureurs. Cependant, comme même ces réassureurs sont peu capables de diversifier le risque de pandémie, les capacités disponibles sont très limitées, en particulier dans l'assurance en excédent de perte (stop-loss insurance), qui est très efficace pour le risque de pandémie.

Une solution moderne efficace vient sous la forme de «mortality cat bonds» qui transfèrent en fin de compte le risque de pandémie directement au marché des capitaux. Il sera intéressant de voir si l'actuelle pandémie de Sars-CoV-2 entraînera une augmentation de la mortalité et conduira ainsi finalement à des défauts de paiement des cat bonds de mortalité en cours.

Regard prospectif: risques et opportunités pour les assureurs vie

Le virus actuel Sars-CoV-2 ne cause pas seulement des dommages dans l'assurance décès. Dans les assurances de personnes, notamment dans l'assurance indemnités journalières maladie (IJM), les dommages seront plus fréquents et aussi plus élevés en raison des maladies liées à Covid-19. On

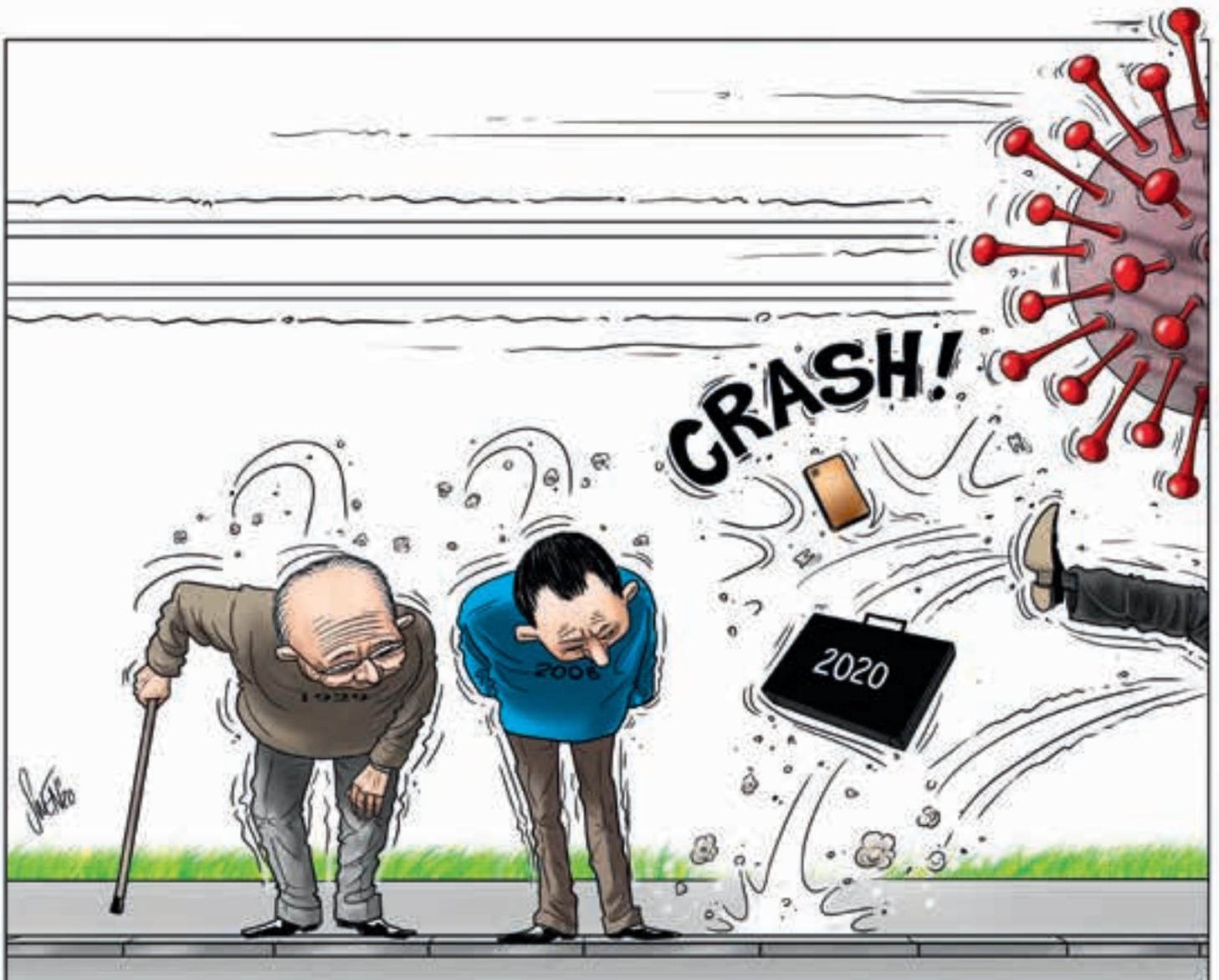
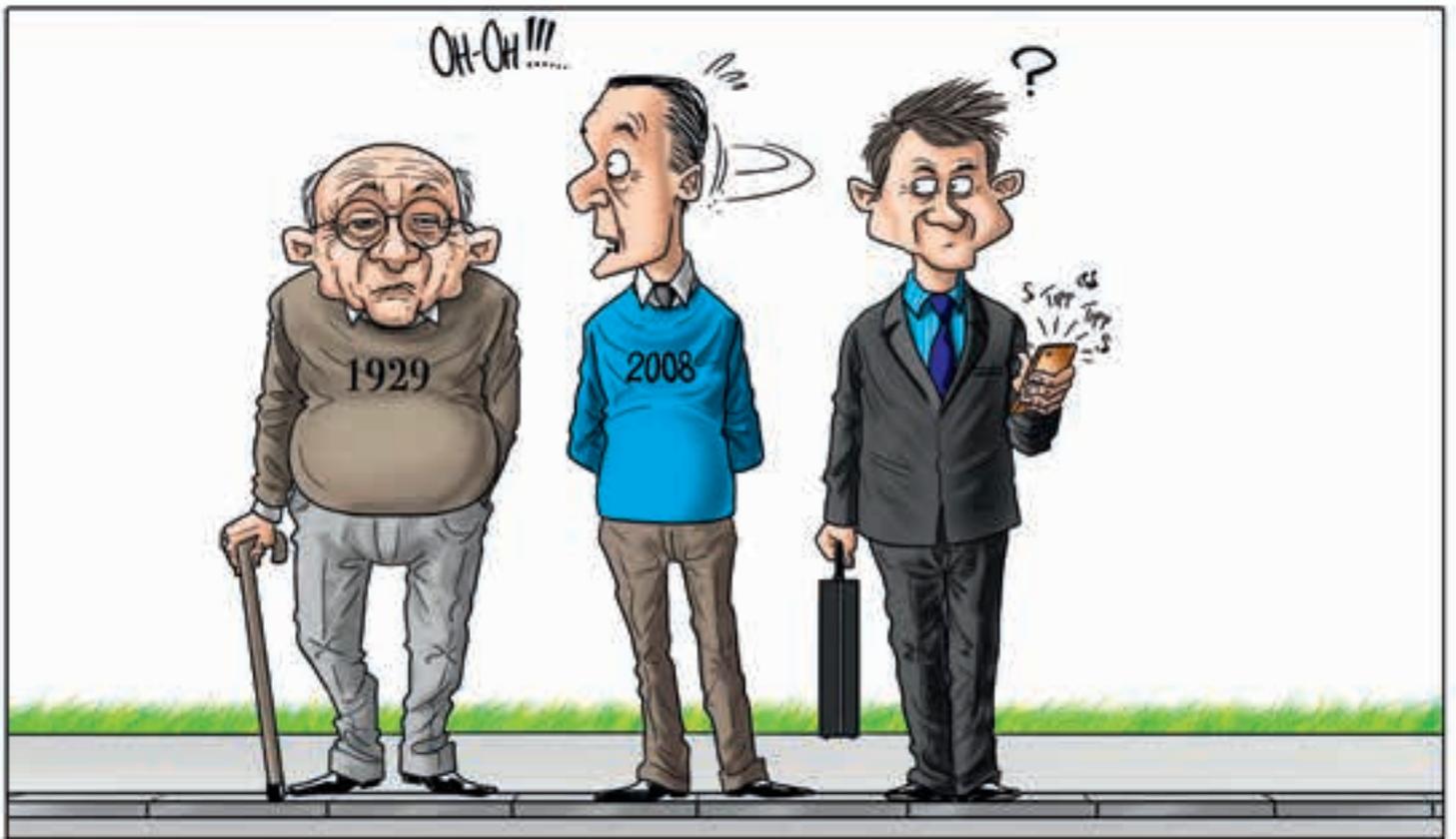
peut également supposer que l'économie, touchée par la pandémie, contribuera indirectement à une augmentation du fardeau des sinistres dans l'assurance IJM.

Ce qui apparaît déjà dans le segment des produits d'invalidité à court terme n'est sans doute qu'une indication de ce que les assureurs vie peuvent attendre des produits de rente d'invalidité: on signale déjà de plus en plus de cas de dommages à long terme pour la santé causés par le Covid-19 qui pourraient déboucher sur une invalidité. Outre ces cas d'invalidité de longue durée attendus, l'environnement économique souffrira également de la pandémie. La pression accrue que ressentiront les salariés pourrait conduire à une augmentation sensible des maladies mentales et, par conséquent, des mises à l'invalidité.

Cependant, une pandémie ne comporte pas seulement des risques mais aussi des opportunités pour les compagnies d'assurance-vie. En effet, elle sensibilise la population aux risques de décès et d'invalidité, ainsi qu'aux conséquences financières d'une infection par un virus pandémique. Les assureurs vie ont pour mission d'attirer l'attention des preneurs d'assurance sur d'éventuelles lacunes dans leur couverture et de leur proposer des produits aptes à couvrir les risques de décès et d'invalidité de manière appropriée. En fin de compte, l'industrie de l'assurance peut ainsi apporter une contribution significative à la construction d'une société plus résistante.

Claude Schwarz Chief Underwriting Officer, elipsLife

¹ Voir également l'article McLaughlin/Portmann: Pandémie du coronavirus: conséquences pour les assureurs-vie. «Prévoyance Professionnelle Suisse» 9/20, page 66ss.



Eine lehrreiche Hauruckübung

Verschiedene Branchen waren ganz unterschiedlich von den Massnahmen gegen das Coronavirus betroffen. Entsprechend machten die Pensionskassen und ihre Geschäftsführer in der ersten Phase der Krise unterschiedliche Erfahrungen.

Was war das Schwierigste im Rückblick auf das erste Halbjahr 2020?

Cornelia Stucki: Intern war die Aufrechterhaltung des Betriebs eine grosse Herausforderung. Dies in einer Situation, die uns alle auch persönlich beschäftigte. Gegenüber unseren Mitgliedern wollten wir zeigen, dass wir auch in einer solch unerwarteten Situation für sie da sind und den gleichen Service bieten können.

Paric Spahr: Den angeschlossenen Firmen und unseren Versicherten zu zeigen, dass wir in der Lage sind, weiterhin einen einwandfreien Kundendienst zu leisten, auch in schwierigen Zeiten. Pünktlich die Leistungen auszuzahlen und eine verlässliche Partnerin zu sein. Es ist eine Chance, dies in der Krise zu beweisen. Für zukünftige Fragen, ob der Anschluss weiterhin bei uns bleibt, kann das auch ein wichtiger Grund sein.

Stucki: Nicht ausblenden darf man die Anlageseite. Die Auswirkungen von Corona auf die Finanzmärkte konnten zu Beginn überhaupt nicht eingeschätzt werden.

Spahr: Die Promea Pensionskasse weist per Ende 2019 eine Bilanzsumme von 1.5 Milliarden auf. Letztes Jahr bauten wir Risiken ab, indem wir die Aktienquote taktisch leicht reduziert haben. Entsprechend hatten wir 2019 mit knapp 10 Prozent eine nicht ganz so hohe Rendite wie gemäss Strategie. Als es im März einen Kurseinbruch bei den Aktien gab, brachen wir jedoch weniger stark ein. Aktuell ist unsere Performance leicht über Null.

Wie stark waren Ihre Branchen überhaupt betroffen?

Stucki: Die Gartenbauer hatten eine sehr gute Zeit. Sie konnten immer arbeiten, waren nie von einer Schliessung betroffen und hatten sehr viele Aufträge, teilweise weit über dem Vorjahr. Die grossen Produktionsbetriebe dagegen haben gelitten. Es gab Einbussen, weil die Blumenabteilungen der Grossverteiler

geschlossen waren. Den kleineren und mittleren Produzenten hingegen ging es wiederum gut. Sie fingen an mit Heimlieferdienst und Abholdienst. Viele Fachgeschäfte konnten auch davon profitieren, dass die Blumenabteilungen der Grossverteiler geschlossen waren. Gut war für die Gärtnerbranche, dass man früh wieder öffnen konnte, zwei Wochen vor dem Muttertag.

Wir konnten zeigen, dass wir den Betrieb anlässlich innert kurzer Zeit der neuen Situation umstellen und die entsprechenden Herausforderungen meistern konnten.

Patric Spahr, Bereichsleiter BVG, Promea Sozialversicherungen, Pensionskassenleiter Pensionskasse OPE



Spahr: Das Metallbaugewerbe wurde nicht so hart getroffen wie zum Beispiel das Gastgewerbe. Die Arbeiten konnten weiterhin ausgeführt werden, nur im Tessin gab es Betriebsschliessungen. Betroffen von einer Teilschliessung waren die Optikergeschäfte, viele kleinere Betriebe mit wenigen Angestellten. Sie durften nur noch Notdienstleistungen anbieten. Die Goldschmiede- und Uhrenfachgeschäfte waren ganz geschlossen, eine sehr schwierige Situation. Die aktuelle Betreibungsliste ist aber nicht wesentlich länger als im Vorjahr.

Wie sind Sie dem Informationsbedürfnis Ihrer Mitglieder gerecht geworden?

Stucki: Die Änderungen für Pensionskassen waren überschaubar, Anpassungen erfolgten in zwei Bereichen. Einerseits gab es den Zahlungserinnerungsstopp für die Ausgleichskasse (AHV), den wir auch für die Pensionskasse angewandt haben. Dies gab den Betrieben grossen Spielraum bei der Begleichung der offenen Rechnungen. Andererseits durften die Mitglieder die Arbeitgeberbeitragsreserven für die gesamten Beiträge brauchen.

Wurden diese Möglichkeiten auch genutzt?

Stucki: Bei den Arbeitgeberbeitragsreserven gab es am Anfang einen Ansturm von Fragen. Aber genutzt wurden sie letztlich von einer überschaubaren Anzahl Firmen.

Spahr: Die genannte Möglichkeit haben wir noch vor Ostern in einem Rundschreiben an unsere Versicherten verbreitet. Genutzt wurde sie allerdings auch bei uns nicht häufig.

Wie war die Zahlungsmoral, als Sie wieder anfangen zu mahnen?

Stucki: Viele Betriebe wurden von ihren Treuhändern aufgefordert, die Kreditmöglichkeit wahrzunehmen.

So konnten sie sich eine gewisse Liquidität sichern. Die Zahlungsmoral war aber nicht extrem anders. Die Beitragsausstände waren im tiefen einstelligen Bereich, minim höher als letztes Jahr, mit einem viel höheren Beitragsvolumen.

Spahr: Wir hatten gegenüber dem Vorjahr ebenfalls negative Veränderungen im tiefen einstelligen Bereich. Zu berücksichtigen ist dabei jedoch auch das höhere Beitragsvolumen gegenüber dem Vorjahr.

Was waren die Anliegen der Versicherten bezüglich Kommunikation?

Stucki: Wir haben vor allem über die Homepage kommuniziert. Die Telefonzentrale wurde aufgestockt. Und wir führten eine Task Force auf Stufe Ausgleichskasse ein, die die Telefone entgegennahm. Das waren einzelne, Versicherte, Selbständigerwerbende fragten: Bekomme ich Corona-Erwerbsausfallentschädigung? Muss ich noch arbeiten? Mein Kind ist zuhause, was kann ich tun?

Waren die Leute zufrieden mit der Hilfe des Bunds?

Stucki: Die Entscheide des Bunds wurden teilweise schwer verständlich kommuniziert. Wir haben versucht, die Infos in eine verständliche Form umzuformulieren, auch für jemanden, der nicht jeden Tag mit Sozialversicherungen zu tun hat. So konnten wir den Mitgliedern Auskunft geben.

Spahr: Bei uns sind die Herausforderungen klar bei der 1. Säule, die mit Anfragen überhäuft wurde. Die Entscheidungen zur Unterstützung des Bunds in Form von Corona-Erwerbsausfallentschädigungen mussten unseren Mitgliedern erklärt werden. Bei der beruflichen Vorsorge kamen wir bis jetzt recht ruhig durch die Krise. Punktuell gab es Fragen, wie man den versicherten Lohn während der Kurzarbeit berechnet, ob die Renten und Austrittsleistungen garantiert sind oder ob WEF-Vorbezüge weiterhin möglich sind.



Zwei Gesprächspartner, vier Kassen unter einem Dach

Cornelia Stucki verwaltet die Pensionskasse Schreinerergewerbe und Vorsorge Gärtner und Floristen.

Patric Spahr ist Geschäftsleiter der Promea Pensionskasse und der Pensionskasse Optik Photo Edelmetall (OPE).

Stucki und Spahr arbeiten zwar im gleichen Gebäude in Schlieren, aber auf separaten Etagen. Sie haben ansonsten «nicht viel miteinander zu tun». Gemeinsamkeiten gibt es trotzdem einige: Beide Manager sind für je zwei Pensionskassen zuständig, wobei alle Kassen ausser der Promea zur Proparis gehören.

Der Vorsorge Gärtner und Floristen sind 959 Betriebe mit 6645 Versicherten angeschlossen. 1051 Personen bezogen Ende 2019 eine Rente. Das Vermögen betrug 638 Mio. Franken, der Deckungsgrad 114 Prozent.

Die Pensionskasse Schreinerergewerbe (PKS) zählte Ende letztes Jahr 689 angeschlossene Betriebe mit 4748 Versicherten. Die Kasse hatte per 31. Dezember einen Deckungsgrad von 114 Prozent und 789 Rentner. Das Vermögen betrug 708 Millionen.

Der Promea Pensionskasse sind 1028 Mitglieder mit 8492 Versicherten angeschlossen, mehrheitlich aus der Metallbauindustrie. Die autonome Pensionskasse hatte Ende 2019 eine Bilanzsumme von 1.5 Mrd. Franken und zahlte Renten an 1912 Personen. Der Deckungsgrad betrug knapp 110 Prozent.

Die Pensionskasse Optik Photo Edelmetall (OPE) ist ein Vorsorgewerk der Proparis. Sie versichert 1856 Personen bei 475 Mitgliedern und verwaltet ein Vermögen von 152.5 Mio. Franken. Ende 2019 hatte die Kasse 402 Rentner und einen Deckungsgrad von 114 Prozent.

Aber die Auswirkungen bei der Pensionskasse sind langfristiger zu sehen. Wie wird sich das auf die Invalidität auswirken? Die Lebenserwartung? Das hat automatisch Auswirkungen auf unsere Risiko- und Tarifpolitik.

Konnten sich Ausgleichskasse und Pensionskasse aushelfen in der Krise?

Stucki: Wir waren in regelmässigem Kontakt, wir haben uns ausgetauscht. Es war mehr ein Gegenlesen, wo ich meinen Teil beitragen konnte von Seiten der Pensionskasse. Wir konnten nicht Leute austauschen. Wer bei der Pensionskasse arbeitet, kann nicht einfach in der 1. Säule aushelfen.

Spahr: Wir wurden von der Ausgleichskasse über den Verlauf informiert. Entsprechend hatten wir Informationen, die wir allein als Pensionskasse nicht gehabt hätten. Aber vom Tagesgeschäft her läuft das Geschäft parallel weiter. Synergien gibt es beispielsweise im Mutationswesen oder durch eine gemeinsame Fakturierung. Dadurch lassen sich die Verwaltungskosten reduzieren.

Hatten die Broker dieses Jahr weniger zu tun?

Spahr: Mir fiel auf, dass für Anschlussvereinbarungen, die bei uns abliefen, sehr wenige Ausschreibungen durchgeführt wurden. In der Krise will das angeschlossene Mitglied primär Stabilität, keine Experimente. Das wird nächstes Jahr vermutlich anders aussehen. Verschiedene Entscheidungen wurden vertagt. Wir arbeiten nur punktuell mit Brokern zusammen. Die Promea Pensionskasse konnte aber an externen Ausschreibungen teilnehmen.

Stucki: Wir hatten sehr viele Gärtner, die sich mit der Pensionskasse beschäftigt haben. Bei den Schreibern allerdings nicht. Was die Gründe sind, weiss ich nicht. Eine solch grosse Nachfrage habe ich während meiner ganzen Zeit bei dieser Pensionskasse noch nie erlebt. Die Anfragen erfolgten vor allem durch Broker, weniger von den Mitgliedern direkt.

Der Sturm scheint fürs erste vorbei. Was kommt noch auf uns zu?

Stucki: Das ist schwierig zu sagen. Die starken Massnahmen des Bunds haben gegriffen. Wenn die Branche sich weiterhin so auffangen kann, können wir uns wieder dem Geschäft widmen wie vor Corona. Sollte sich die aktuelle Lage verschlechtern und unsere Branchen darunter stark leiden, würden es auch unsere Pensionskassen merken.

Spahr: Es ist noch zu früh für eine Bilanz. Gewisse Massnahmen greifen noch, etwa die Entschädigung bei Kurzarbeit. Wenn diese Unterstützung wegfällt, müssen wir schauen, ob es mehr Betriebsschliessungen oder Konkurse gibt und wie sich die Lohnsummen entwickeln. Erst nächstes Jahr werden wir effektiv die Konsequenzen sehen. Für uns ist die Anlagestrategie weiterhin eine grosse Herausforderung. Will man ein Rebalancing oder sogar eine Strategieänderung vornehmen? Jetzt ist es wichtig, sich richtig zu positionieren.

Wenn die Branche sich weiterhin so auffangen kann, können wir uns wieder dem Geschäft widmen wie vor Corona.

Cornelia Stucki, Leitung Pensionskasse, Vorsorge Gärtner und Floristen sowie Pensionskasse Schreiner (PKS)



Haben die Pensionskassen den Stresstest bestanden?

Stucki: Aus heutiger Sicht denke ich, dass wir das Jahr bis jetzt wirklich gut gemeistert haben.

Spahr: Meiner Meinung nach ja. Wir konnten zeigen, dass wir den Betrieb anlässlich der neuen Situation innert kurzer Zeit umstellen und die entsprechenden Herausforderungen meistern konnten.

Welche Erfahrung nehmen Sie persönlich in die Zukunft mit?

Spahr: Ich denke vor allem an Sitzungen, die man ganz gut mit Zoom oder Teams durchführen kann. Die Möglichkeit, digital oder virtuell zu kommunizieren, kann man auch in Zukunft nutzen. Das reduziert die Reiserei ein Stück weit, aber: Die persönliche Beratung des Kunden vor Ort kann man nicht durch eine Videokonferenz ersetzen.

Stucki: Bei internen Abläufen hat Corona sicher dazu beigetragen, dass wir in der Prozessoptimierung einen Riesenschub gemacht haben. Zu Beginn der Krise arbeiteten wir mit provisorischen Lösungen. Aber es war die Basis, auf die wir jetzt weiter bauen. Wenn die Krise nicht gewesen wäre, hätten wir für diesen Schritt viel länger gebraucht.

Interview: Claudio Zemp
Fotos: Kaspar Hohler

Bilan provisoire pour les caisses de pensions des organisations professionnelles

Comment les caisses de pensions des organisations professionnelles ont-elles vécu la crise du coronavirus? Les points clés d'un entretien avec deux dirigeants de telles caisses qui assurent des secteurs différents et qui ont pourtant fait des expériences similaires.

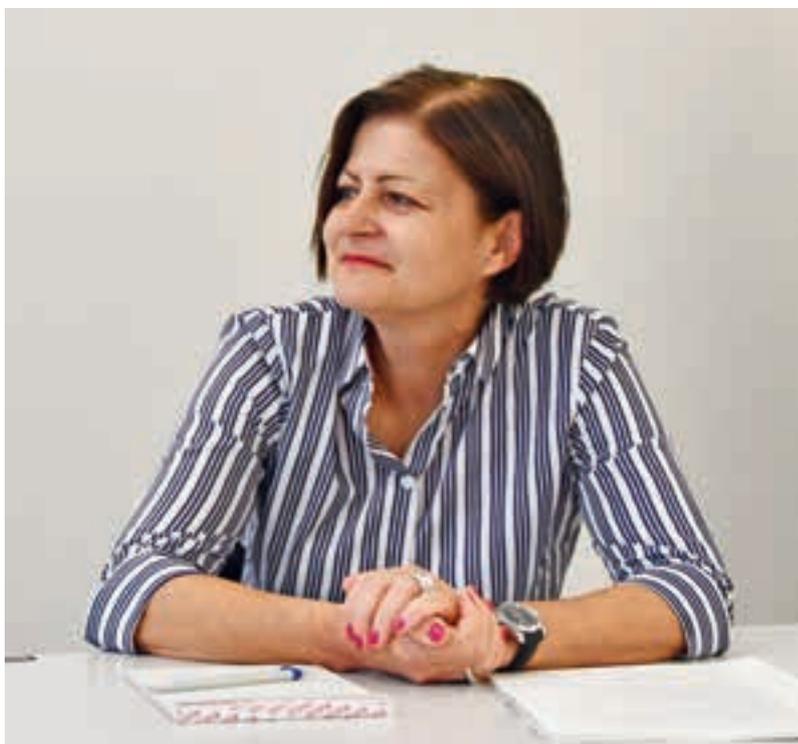


Pour Cornelia Stucki et Patric Spahr (pour plus de détails sur leurs personnes voir l'encadré), le plus grand défi au cours du premier semestre de 2020 a été d'assurer la marche régulière des affaires – en interne d'une part, mais aussi à l'extérieur, afin «d'être un partenaire fiable» même dans les moments difficiles, pour le dire avec les mots de M. Spahr.

Les secteurs dans lesquels les deux caisses sont actives ont été touchés de manière très différente. Mme Stucki explique que les jardiniers-paysagistes ont très bien passé la crise. Chez les fleuristes, les grandes entreprises ont souffert, tandis que les plus petites ont en partie pu profiter du vide qui s'est créé parce que les gros distributeurs ont dû fermer leurs rayons de fleurs. Parmi la clientèle de M. Spahr, la construction métallique a été peu affectée par le coronavirus, les opticiens davantage, tandis que les orfèvres et les horlogers ont dû complètement fermer boutique. «Cependant, la liste actuelle des créances à recouvrer n'est pas beaucoup plus longue que celle de l'année dernière», souligne M. Spahr.

Quel effet ont eu les mesures d'urgence?

Pour les caisses de pensions, deux changements ont été particulièrement significatifs: l'arrêt des rappels de paiement pour la caisse de compensation, également pratiqué pour la LPP, ainsi que la possibilité d'utiliser la réserve de cotisations de l'employeur pour l'ensemble des cotisations. Bien qu'ayant généré beaucoup de demandes, la deuxième option a finalement été très peu sollicitée selon les deux participants



à l'entretien. La morale de paiement n'a guère été affectée par la crise, les impayés sont à peine plus élevés que ceux de l'année dernière dans toutes les caisses.

Selon Mme Stucki, les demandes de renseignements des assurés sont venues principalement par l'intermédiaire de la caisse de compensation. «Les décisions du Conseil fédéral ont parfois été formulées d'une manière cryptique. Nous avons essayé de reformuler les informations de sorte que même une personne qui ne s'occupe pas de sécurité sociale tous les jours puisse les comprendre.» Pour M. Spahr aussi, c'est «clairement le 1^{er} pilier qui a dû faire face, il a été submergé de demandes». La prévoyance professionnelle a navigué à travers la crise «assez sereinement» jusqu'à présent. Dans ce domaine, c'est plutôt sur le long terme que les effets risquent de se faire sentir, par exemple au niveau de l'évolution des invalidités et de la longévité.

Peu de changements d'affiliation

Toutes les caisses de pensions qui sont gérées par M. Spahr et Mme Stucki sont en concurrence pour les affiliations. A cet égard, le printemps a été plus calme que d'habitude. «Dans la crise, un membre affilié cherche avant tout la stabilité et n'a pas envie d'expérimenter», suppose M. Spahr. Mme Stucki signale que la discussion a été inhabituellement intense dans la caisse de pensions des jardiniers. Mais elle s'est avant tout manifestée par des demandes de courtiers et pas directement à travers les membres.

Est-ce que les caisses de pensions ont passé le test de stress du coronavirus jusqu'à présent? Les deux interlocuteurs soulignent qu'il est encore trop tôt pour tirer un bilan définitif. «Au point où nous en sommes actuellement, j'estime que nous avons vraiment bien maîtrisé les événements jusqu'à ce jour», se félicite Mme Stucki. En plus, la crise a eu pour effet d'accélérer la numérisation et d'optimiser les processus, ce qui est une évolution incontestablement positive. M. Spahr partage cette analyse pour ses caisses et ajoute que les possibilités des vidéoconférences permettront de «réduire un peu les déplacements à l'avenir.»



Cornelia Stucki gère la caisse de pensions des menuisiers, ainsi que la Caisse «Prévoyance Jardiniers & Fleuristes».

Patric Spahr gère la Caisse de pensions Optique/Photo/Métaux précieux, ainsi que le domaine LPP de Promea Caisse de pension (surtout pour le secteur de la construction métallique).

Eine Verschiebung der Prioritäten

Das Karussell der Anschlusswechsel für die berufliche Vorsorge kam durch die Coronakrise kurzzeitig zum Stillstand. Die meisten Unternehmen hatten im Frühjahr andere Prioritäten als die Vorsorge. Nach der Hektik im ersten Halbjahr zeichnet sich nun aber eine Normalisierung des Markts ab.

Die starken Verwerfungen an den Börsenmärkten im März haben auch die grossen Sammel- und Gemeinschaftsstiftungen gefordert. Die meisten organisierten ihren Betrieb innert Kürze auf Telearbeit um und stellten sicher, dass sie für ihre Kunden trotzdem erreichbar blieben. Vorerst ging es darum, die Dienstleistungen zu gewährleisten. Durch die Turbulenzen der Börse und den Lockdown kam Hektik auf, die auch an den Anlageverantwortlichen der Pensionskassen nicht spurlos vorbeiging. Die zwischenzeitlichen Verluste waren heftig und man wusste ja noch nicht, dass sich die Märkte so schnell erholen würden. Doch die erfahrenen Investoren hielten sich an ihre Anlagestrategie und liessen sich nicht verleiten, in Aktionismus zu verfallen.

Ruhiges Rebalancing

Das (Nicht-)Handeln nach Lehrbuch erwies sich im Nachhinein als richtig. Trotz des Schrecks, der von niemandem gelehrt wird. «Die meisten Organe arbeiteten regelbasiert weiter und verzichteten auf Hauruck-Eingriffe», sagt auf Anfrage Christoph Eck, Geschäftsleiter der Noventus Pensionskassen, einer halbautonomen Sammelstiftung. «Wir sind ruhig geblieben und haben nichts geändert», sagt Pascal Kuchen, Directeur Général von Copré. Im Anlageausschuss der PKG Pensionskasse wurde der Einbruch an den Finanzmärkten diskutiert und die Optionen erwogen. Da man jedoch keine Limitenverletzung registriert hatte, wurde letztlich nichts unternommen. «Man hielt sich an die Anlagestrategie und machte ein konsequentes Rebalancing», sagt Peter Fries, Vorsitzender der Geschäftsleitung PKG.

Kulanz gegenüber Kunden

Auf Kundenseite war die Verunsicherung mitunter grösser. Gefragt war in der Krise zuerst eine gute Kommunikation. Mit Merkblättern auf der Website stellten viele Sammelstiftungen ihren Kunden die Informationen bereit, wie mit der Krise umgegangen werden sollte. Die Unternehmen waren derweil vorab um ihre Liquidität besorgt. Einige machten auch Gebrauch von der durch den Bund gewährten Möglichkeit, die Arbeitgeberbeitragsreserven zur Finanzierung der Arbeitnehmerbeiträge zu verwenden. Bei den Beiträgen gewährten einige Stiftungen Stundungen, etwa die PKG Pensionskasse und die Copré. Die PKG Pensionskasse erliess während des Lockdown bei Geschäftsliegenschaften sogar die Mieten zu zwei Dritteln, wenn nicht gearbeitet werden konnte. Copré verzichtete auf den Versand von Mahnungen. Bei Noventus dagegen war gemäss Christoph Eck keine spezielle Kulanz notwendig; das Inkasso wurde normal weitergeführt. Er kenne keine Kunden, die wegen der Coronakrise mit Zahlungen in Schwierigkeiten geraten seien, sagt Eck: «Firmen, die jetzt wieder betrieben werden, hatten schon vor der Krise Ausstände.»

Broker arbeiten anders

Auch die Broker waren im Homeoffice tätig. Ihre Arbeit war durch die Krise intensiv. Bei den Unternehmen sei bezüglich Wechsel der Vorsorgelösung eine grosse Zurückhaltung zu spüren gewesen. Dies stellt Josef Zopp, Partner und Leiter der Brokerabteilung bei Weibel, Hess & Partner AG fest: «Die Firmen hatten dringendere Probleme, als ihre Pensionskasse zu optimieren.» Die Zurückhaltung halte weiterhin



Claudio Zemp
Redaktor «Schweizer
Personalvorsorge»

an. In der Krise tendiert die normale Reaktion gerne zum Status quo. Auch im Ausblick bleiben die Unternehmen zurückhaltend. Dies umso mehr, je stärker eine Branche durch die Krise getroffen wurde. Für seine Kunden setzte sich Zopp hie und da bei den Stiftungen ein, die Zahlungsfristen aufzuschieben, weil die KMU dies zugunsten der Liquidität wünschten. «Die meisten Stiftungen zeigten sich kulant», so Zopp. Der Kontakt zu Sammeleinrichtungen gehört zu den Aufgaben der Broker, die sie in der Krise nutzen konnten. Die Rolle der Broker verändere sich gegenüber normalen Zeiten; auch die Beratungsthemen waren andere. Da im klassischen Brokergeschäft weniger los war, war das Know-how der Broker bei arbeitsrechtlichen Themen gefragt. Wie kann ich meine Angestellten im Homeoffice betreuen? Wer zahlt den Lohn in Quarantänefällen? Das Informationsbedürfnis seitens

der KMU bescherte auch den Brokern eine intensive Sommerzeit.

Hinweise auf Normalisierung

Einiges deutet darauf hin, dass sich – auch nach der raschen Aufholjagd an den Finanzmärkten – die Bewegungen im Markt der Sammel- und Gemeinschaftsstiftungen wieder normalisieren werden. Die Offertenanfragen bewegten sich bei den angefragten Stiftungen im erwarteten Rahmen, beziehungsweise im gleichen Umfang wie in den Vorjahren oder höher. Auch die Austritte seien im üblichen Rahmen, trotz Krise, sagt Peter Fries: «Von den Kündigungen im laufenden Jahr sind praktisch alles Fusionen oder Übernahmen, also kaum freie Wechsel.» Die heiße Phase des Anschlusswechsels hat erst Mitte Jahr begonnen – und dauert bis Ende Jahr. Mögliche Spätfolgen der Krise sind also noch nicht abzuschätzen. Bis jetzt

scheint der Wechselwille von KMU aber nicht sonderlich anders, obwohl die eine oder andere Ausschreibung vertagt wurde. Das Fazit von Pascal Kuchen kann stellvertretend für viele stehen: «Die ganze Branche muss in der Krise ruhig sein und Vertrauen ausstrahlen.» Es wird nicht die letzte Krise gewesen sein und noch ist sie nicht ausgestanden.

WERBUNG

PUBLICITÉ

Da sein, wenn es drauf ankommt.

Wir sind aktiv daran, die Folgen von COVID-19 für unsere Kunden und deren Versicherte einzuschätzen und potenzielle Schäden zu begrenzen. Stellenabbau führt häufig zu psychischen Belastungen – eine rasche, gezielte Hilfestellung kann dazu beitragen, dass die Arbeitsunfähigkeit verkürzt und eine Invalidität verhindert wird. Dafür setzen wir uns ein.

Erfahren Sie mehr unter
pkruECK.com/wir-kuemmern-uns

pkrück

Un changement de priorités

Le carrousel des changements d'affiliation dans la prévoyance professionnelle a brièvement cessé de tourner quand la crise du coronavirus a éclaté.

Au printemps, la plupart des entreprises avaient d'autres priorités que la prévoyance. Mais après la fébrilité du premier semestre, le marché montre maintenant des signes de normalisation.

Les fortes turbulences sur les marchés boursiers en mars ont également posé un défi aux grandes fondations collectives et communes. La plupart d'entre elles se sont rapidement réorganisées et ont tout fait pour rester accessibles à leurs clients même en mode de télétravail. Dans un premier temps, il s'agissait de garantir le maintien des services. La tempête boursière et le confinement avaient créé un climat de fébrilité qui s'était aussi emparé des responsables des caisses de pensions. A un moment donné, les pertes étaient lourdes et on ne savait pas encore que les marchés allaient se redresser très rapidement. Cependant, les investisseurs expérimentés sont restés fidèles à leur stratégie de placement et ont résisté à la tentation d'agir trop précipitamment.

Rééquilibrage serein

Rétrospectivement, s'abstenir d'agir selon une doctrine bien établie a été le bon choix. Même si personne ne nie que la frayeur a été grande. «La plupart des organes ont continué de travailler sur la base de règles et ont renoncé à intervenir à la hussarde», a déclaré Christoph Eck, directeur de la Caisse de pensions Noventus, lorsqu'on lui a posé la question. «Nous sommes restés calmes et n'avons rien changé», affirme aussi Pascal Kuchen, directeur général de Copré. Le comité de placement de la Caisse de pension PKG a discuté du marasme des marchés financiers et examiné les options. Cependant, comme aucun dépassement de limite n'a été enregistré, rien n'a été fait en fin de compte.

«On s'en est tenu à la stratégie de placement en procédant à un rééquilibrage systématique» a expliqué Peter Fries, président de la direction générale de la PKG.

Souplesse envers les clients

Du côté des clients en revanche, l'inquiétude était parfois palpable. Au cœur de la crise, une bonne communication était d'une importance primordiale. Beaucoup de fondations collectives ont élaboré des guides de gestion de la crise à l'attention de leurs clients et les ont publiés sur leur site web. Mais le souci premier des entreprises, c'était leur liquidité. Certaines ont d'ailleurs fait usage de la possibilité accordée par le gouvernement fédéral de puiser dans les réserves de cotisations de l'employeur pour financer les cotisations des salariés. Et certaines fondations telles que la Caisse de pension PKG ou Copré ont en outre accordé des reports pour le paiement des cotisations. La Caisse de pension PKG a même renoncé à deux tiers des loyers d'objets commerciaux qui ont dû fermer pendant le confinement et n'ont pas pu travailler. Copré n'a pas envoyé de rappels. Pour Noventus en revanche, tout a continué de fonctionner normalement. Pas besoin de gestes de bonne volonté, l'encaissement s'est déroulé sans heurts, rapporte Christoph Eck qui dit par ailleurs ne connaître aucun client qui aurait eu du mal à honorer ses engagements à cause de la crise du coronavirus: «Les poursuites qui ont repris maintenant concernent des entreprises qui avaient déjà des impayés avant la crise.»

Réorientation du travail des courtiers

Les courtiers ont également passé au télétravail. Ils ont dû redoubler d'efforts à cause de la crise, car les entreprises hésitaient à changer de solution de prévoyance en ces temps difficiles. C'est ce qu'a constaté Josef Zopp, partenaire et responsable du service de courtage chez Weibel, Hess & Partner AG: «Les entreprises avaient des problèmes plus pressants que l'optimisation de leur caisse de pensions.» Et elles restent prudentes. Dans la crise, on tend normalement à ne rien vouloir changer. Et les pronostics d'avenir des entreprises restent également réservés, surtout dans les secteurs qui ont été frappés de plein fouet. Josef Zopp est parfois intervenu auprès des fondations pour obtenir une prolongation des délais de paiement en faveur de ses clients PME qui souhaitaient ainsi préserver leur liquidité. «La plupart des fondations se sont montrées accommodantes», assure Zopp. Le contact avec les institutions collectives est l'une des tâches des courtiers qui ont eu fort à faire durant la crise. Le rôle des courtiers a changé par rapport à la normale: les sujets de consultation étaient également différents. Comme il y avait moins d'activité dans le secteur du courtage classique, le savoir-faire des courtiers en matière de droit du travail a été très sollicité. Comment encadrer mes employés qui travaillent à domicile? Qui paie le salaire dans les cas de quarantaine? Les PME étaient très friandes d'informations et pour les courtiers, la période estivale a été intensive en conséquence.

Signes de normalisation

Certains indicateurs suggèrent que les mouvements sur le marché des fondations collectives et communes vont retrouver leur cadence normale – notamment parce que les marchés financiers se sont redressés si rapidement. Dans les fondations interrogées à ce sujet, les appels d'offres se situaient dans le cadre prévu, c'est-à-dire au même niveau que dans les années précédentes, ou même au-dessus. Le constat est le même pour les sorties, malgré la crise, affirme Peter Fries: «Pratiquement toutes les sorties de l'année en cours sont le fruit de fusions ou de rachats, il n'y a donc guère de changements libres.» La phase chaude des changements d'affiliation n'a commencé qu'au milieu de l'année – et elle se poursuivra jusqu'à la fin de l'année. Il est donc trop tôt pour évaluer les éventuelles conséquences à long terme de la crise. Jusqu'à présent, cependant, la volonté de changer des PME ne semble pas avoir été particulièrement affectée, même si certains appels d'offres ont été reportés. Le bilan que tire Pascal Kuchen est sans doute représentatif pour une bonne partie de ses collègues: «Pendant la crise, toute la branche doit rester calme et transmettre un sentiment de confiance.» Cette crise n'aura pas été la dernière et nous n'avons pas encore passé le cap.

Claudio Zemp Rédacteur «Prévoyance Professionnelle Suisse»



Dictionnaire de la prévoyance professionnelle

Toute la terminologie de la prévoyance professionnelle et des domaines apparentés y a été recueillie et traduite. Et pour la première fois, ce travail de compilation a été effectué en quatre langues: français, allemand, italien et anglais.

**Plus de 1000 termes techniques ·
4 langues · livre incl. CD**

2014 · 180 pages · Fr. 69.–
(hors frais d'envoi, TVA incluse)



vps.epas

**Pour de plus amples informations
et pour commander:**

abo@vps.epas.ch, vps.epas.ch

Virtuelle Sitzungen, Beschlussfassung per Mail – was ist rechtsgültig?

Das Jahr 2020 wird uns allen als Covid-19-Jahr in Erinnerung bleiben, brachen die Ereignisse doch spätestens im März/April 2020 mit voller Wucht über uns herein. Welche Lehren können wir nun als Aufsichtsbehörden nach drei Quartalen ziehen und welche Erkenntnisse haben wir gewonnen?

Zwei grundsätzliche Fragen standen sehr rasch im Fokus: Wie sieht die finanzielle Lage der Pensionskassen unter Berücksichtigung von Covid-19 aus und sind die Kassen nicht zuletzt im Hinblick auf die anstehenden Berichterstattungen per 31. Dezember 2019 noch funktionsfähig? Daneben fragten sich die Aufsichtsbehörden, ob spezielle Massnahmen zu ergreifen seien.

Zur finanziellen Lage

Nachdem das Jahr 2019 für die überwiegende Anzahl an Pensionskassen ein äusserst erfreuliches Jahr war, mit Renditen von teilweise über 10 Prozent,¹ folgte die Ernüchterung im Lockdown umgehend. Die Renditen brachen vollständig ein und die Deckungsgrade sanken in Kürze um rund 6 Prozent.² Selbstverständlich handelte es sich erst um einen Zwischenstand, dennoch waren die Befürchtungen gross.

Erfreulicherweise zeigte sich, dass die Pensionskassen gut diversifiziert aufgestellt waren und nicht in hektisches Agieren verfielen. Zwischenzeitlich hat sich die Situation wieder etwas entspannt.³ Dennoch lohnt es sich wachsam zu bleiben. Covid-19 ist auch bei den Pensionskassen wohl noch länger nicht ausgestanden.

Was unternahmen die Aufsichtsbehörden diesbezüglich?

Im Sinne der risikoorientierten Aufsicht überprüften die Aufsichtsbehörden ihr eigenes Kundenportefeuille und versuchten anhand von Annahmen zu erkennen, ob sich bei gewissen Pensionskassen erhöhter Handlungsbedarf aufdrängt (etwa eine engere Überwachung). Dabei musste mit Hochrechnungen und Prognosen auf Basis der Berichterstattungen 2018 hantiert werden, lagen doch im ersten Quartal 2020 nur ganz wenige Berichterstattungen 2019 von Pensionskassen bereits vor.

In Absprache mit der Konferenz und unter Berücksichtigung der regional unterschiedlichen Pensionskassenkunden wurden Vorgehensweisen diskutiert und umgesetzt (siehe unten). Insgesamt lautete die erste Erkenntnis damals, wachsam zu bleiben und allfällige Massnahmen mit Augenmass umzusetzen.

Als Hauptrisiken aus Aufsichtssicht wurden identifiziert:

- Beitragsausfälle durch Zahlungsschwierigkeiten von Arbeitgebern, insbesondere bei Sammelstiftungen mit kleinen und Kleinstanschlüssen;
- potenzielle Verluste auf Anlagen beim Arbeitgeber, weil der Arbeitgeber illiquid wird oder in Konkurs fällt;
- Realisierung der aktuellen Anlageverluste durch Teilliquidation infolge von Entlassungsmassnahmen



Christina Ruggli
Dr. iur., Rechtsanwältin,
Geschäftsleiterin
BSABB BVG- und
Stiftungsaufsicht beider
Basel

¹ Medienmitteilung OAK vom 12. Mai 2020.

² Medienmitteilung OAK vom 12. Mai 2020.

³ Vgl. auch Vorsorge aktuell Nr. 37/10, September 2020.

men bei der Arbeitgeberfirma beziehungsweise Ausrichtung der entsprechenden Freizügigkeitsleistungen;

- überproportionaler Zuwachs des Rentenbestands infolge von vorzeitigen Pensionierungen bei Personalabbaumassnahmen auf Arbeitgeberseite.

Erkenntnisse zur Erstellung der Berichterstattungen 2019

Erfreulicherweise konnten die Jahresabschlüsse per 31. Dezember 2019 in den meisten Fällen fristgerecht erstellt und auch revidiert werden. Soweit Expertenberichte oder versicherungstechnische Gutachten erforderlich waren, wurden diese zeitnah erstellt. Als Knackpunkte erwiesen sich die Durchführung der Stiftungsratssitzungen und die erforderlichen Beschlussfassungen.

Es stellten sich Fragen nach der Möglichkeit, virtuelle Stiftungsratssitzungen durchzuführen, nach der (rechtsgültigen) Protokollierung der gefassten Beschlüsse und der korrekten Unterzeichnung der Dokumente (namentlich der Jahresrechnung und der Protokolle). Eine weitere Schwierigkeit ergab sich, wo Diskussionen (beispielsweise von Expertenempfehlungen) protokollarisch abzubilden waren, um so ein nachvollziehbares Ergebnis und einen nachvollziehbaren Beschluss des Stiftungsrats zu dokumentieren.

Spezialkonstellationen ergaben sich in den Grenzregionen, wo aufgrund der Quarantänevorschriften zeichnungsberechtigte Personen während längerer Zeit physisch nicht erreichbar waren (vor allem in Frankreich, aber auch in Deutschland). Es bürgerte sich in vielen Fällen ein «Checklistenformat» für Stiftungsratsbeschlüsse ein: jedes Stiftungsratsmitglied vermerkte dazu zu jedem Traktandum, ob es zustimmt, ablehnt oder sich enthält. Im Rahmen der Protokollierung wurde dann festgehalten, ob alle Stiftungsratsmitglieder abgestimmt haben (Beschlussfähigkeitsnachweis) und wie die Beschlüsse zu den einzelnen Traktanden ausgefallen sind. Dieses Format hat sich auch aus Sicht der Aufsichtsbehörden gut bewährt.

Vorkehrungen der Aufsichtsbehörden für die Berichterstattung 2019

Bezüglich der Berichterstattung stellten sich bei den Aufsichtsbehörden unter anderem folgende Fragen:

- Sollen die Einreichungsfristen für die Berichterstattungen verlängert werden?
- Werden die Mahnläufe für ausstehende Berichterstattung verschoben?
- Welche Abweichungen werden bei den eingereichten Unterlagen toleriert (speziell bezüglich Unterzeichnung und Protokollierung)?
- Genügen E-Mails, die die Zustimmung der Stiftungsratsmitglieder nachweisen, anstelle von Protokollen?
- Können die Unterlagen vollständig/teilweise per Mail eingereicht werden?

In Absprache mit der Konferenz der kantonalen BVG-Aufsichtsbehörden wurde an den bisherigen Einrei-

chungsfristen (in der Regel per 30. Juni nach dem Bilanzstichtag) mehrheitlich festgehalten. Jedoch wurde der erste Mahnlauf für ausstehende Berichterstattungen nach hinten verschoben (meist um einen Monat), je nach Konstellation wurde auch auf die Erhebung von Mahngebühren für die erste Mahnung oder für die Bearbeitung von Fristerstreckungen verzichtet. Soweit die elektronischen Berichterstattungsunterlagen korrekt unterzeichnet und klar identifizierbar waren, haben die meisten Aufsichtsbehörden auf die physische Einreichung verzichtet.

Erfreulicherweise zeigte sich, dass die Pensionskassen gut diversifiziert aufgestellt waren und nicht in hektisches Agieren verfielen.

Die Aufsichtsbehörden reagierten so flexibel wie möglich, jedoch stellen eingereichte Unterlagen rechtlich verbindliche Dokumente dar. Sie dienen der Aufsichtsbehörde letztlich als Basis für ihren Prüfbefund sowie für allenfalls zu ergreifende Massnahmen, weshalb eine völlige Formlosigkeit ausscheiden muss. Schliesslich müssen die Aufsichtsbehörden insgesamt (und nicht nur im BVG-Bereich) ihren Leistungsauftrag erfüllen und sich rechtskonform verhalten, womit der (geforderten) Flexibilität Grenzen gesetzt sind. Gerade in wirtschaftlich und finanziell heiklen Zeiten muss möglichst rasch Klarheit über die finanzielle Lage der Pensionskassen bestehen, womit Verzögerungen der Berichterstattung Grenzen gesetzt sind.

Zwischenfazit zu den Berichterstattungen 2019

Die Situation präsentierte sich regional stark unterschiedlich: Während in der Deutschschweiz die Einreichung der Berichterstattungen hinsichtlich Fristen nur wenig Probleme bot, zeigte sich in der Romandie ein anderes Bild (erhebliche Verzögerungen, Anstieg der Fristerstreckungsgesuche). Es zeigte sich auch, dass nur sehr wenige Stiftungsräte über zertifizierte Unterschriften verfügen und dass im Bereich der dort fortschrittlicheren Revisionsstellen ein sehr breites Spektrum an Zertifizierungen besteht (und keineswegs alles rechtsgenügend ist).

Verschiedene Fragestellungen ergaben sich bei der Beurteilung der korrekten Beschlussfassung und Protokollierung: Aus Optik der Aufsichtsbehörde muss die Beschlussfähigkeit (Einhaltung eines allfälligen Quorums, bei BVG-Einrichtungen auch der Nachweis der Parität) und die Beschlussfassung (Zustimmung, Ablehnung, Enthaltung) klar dokumentiert sein. Insgesamt ist der Berichterstattungseingang aber angesichts der vorhandenen Erschwernisse relativ reibungslos abgelaufen und auch bezüglich Einhaltung der Einreichungsfristen/Mahnungen/Fristerstreckungen zeigten sich nur wenige Abweichungen zu den Vorjahren.

Weitere Aktivitäten der Aufsichtsbehörden

Im Sinne einer Kundendienstleistung entwickelten die Aufsichtsbehörden Merkblätter und FAQ zu den häufigsten materiellen Fragen und stellten diese Online.⁴ So zum oben geschilderten Einreichungsprozedere. Sehr rasch war eine einheitliche Haltung zu verschiedenen Fragestellungen zu entwickeln: Kann eine Pensionskasse auf Mietzinseinnahmen verzichten? Wie soll sie mit Beitragsausständen umgehen? Können Wohlfahrtsfonds Arbeitgeberleistungen übernehmen?

Die Aufsichtsbehörden mussten aber auch ihre internen Prozesse prüfen, Interventionsschwellen anpassen und interne Checklisten und Arbeitsleithilfen überprüfen und anpassen, um gerade in der Risikotriage beim Eingang der Berichterstattungen potenzielle Risikofälle erkennen und prioritär bearbeiten zu können. Es galt, zusätzliche Eckwerte zu definieren, die Indizien für Risiken in dieser Situation darstellen.

Schliesslich stellte sich angesichts des Versammlungsverbots respektive der diesbezüglichen Einschränkungen des Bundesamts für Gesundheit (BAG) auch die Frage, ob die eigenen BVG-Veranstaltungen durchgeführt werden konnten oder abgesagt werden mussten. Je nach Zeitpunkt, zu dem die Aufsichtstagungen stattfanden, blieb teils nichts anderes übrig als eine Absage.

Mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit werden im nächsten Jahr mehr Teil- oder Totalliquidationen anfallen, eventuell ist auch mit mehr Unterdeckungsfällen zu rechnen. Möglicherweise müssen vermehrt Aufsichtsmassnahmen eingeleitet werden, namentlich im Bereich von Beitragsausständen und Anlagen beim Arbeitgeber.

Wie steht es um die Aufrechterhaltung der Aufsichtstätigkeit?

Wie alle Pensionskassen waren auch die Aufsichtsbehörden vom Lockdown betroffen und mussten von heute auf morgen Massnahmen zur Aufrechterhaltung eines geordneten Aufsichtsbetriebs treffen. Dazu gehörten Regelungen zum Betrieb im Homeoffice (unter Einhaltung der kantonalen und eidgenössischen Datenschutzmassnahmen und unter Berücksichtigung des Amtsgeheimnisses sowie der jeweiligen personalrechtlichen Vorgaben), eine konstant rollende

Personaleinsatzplanung, da verschiedene Mitarbeitende während der Schulschliessung mit der Kinderbetreuung belastet waren (Homeschooling), das Ergreifen von Schutzmassnahmen innerhalb der Aufsichtsbehörden (unter anderem Einschränkung des Kundenverkehrs), Handhabung und Erfassung der eingehenden und ausgehenden Post.

Daneben stellt sich die Frage, wie sich die Aufsichtsbehörde angesichts der reduzierten oder wegfallenden Risikodialoge mit den beaufsichtigten Einrichtungen die notwendigen Informationen zur aktuellen finanziellen Lage beschaffen kann. Teilweise haben sich Aufsichtsbehörden für die konkrete Abfrage (telefonisch oder mittels Formular) bei grossen Vorsorgeeinrichtungen und Sammel- und Gemeinschaftsstiftungen entschieden. Insgesamt konnte die Aufsichtstätigkeit bisher, wenn auch teilweise mit stark reduzierten Ressourcen, aufrechterhalten werden.

Welche Erkenntnisse ergeben sich heute?

Derzeit zeigen sich bei den Pensionskassen keine nennenswerten Probleme, die nicht bereits bekannt waren. Jedoch werden sich die Auswirkungen von Covid-19 in den Jahresabschlüssen 2020 spiegeln – in welchem Ausmass ist derzeit noch völlig ungewiss. Mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit werden im nächsten Jahr mehr Teil- oder Totalliquidationen anfallen, eventuell ist auch mit mehr Unterdeckungsfällen zu rechnen (das hängt letztlich von der Finanzmarktentwicklung ab). Möglicherweise müssen vermehrt Aufsichtsmassnahmen eingeleitet werden, namentlich im Bereich von Beitragsausständen und Anlagen beim Arbeitgeber.

Da Covid-19 nicht einfach verschwinden wird, sind die Pensionskassen gut beraten, sich rechtzeitig auf den Jahresabschluss 2020 vorzubereiten und auch die Erkenntnisse im Bereich der Beschlussfassung und Protokollierung der Beschlüsse umzusetzen, damit die fristgerechte Einreichung gewährleistet werden kann.

Für die Aufsichtsbehörden wird die rollende Planung im internen Bereich schätzungsweise noch andauern und je nach Betroffenheit vom Virus auch zu Betriebseinschränkungen führen. Das Spannungsfeld zwischen einer zeitnahen Aufsichtsführung und einer auf zeitnahe Informationsaustausch basierenden Kundenbetreuung wird zunehmen und anspruchsvoll bleiben. Der Informationsaustausch innerhalb der Aufsichtsbehörde (etwa zwischen dem Revisoratsteam und dem Rechtsdienst) und mit den beaufsichtigten Pensionskassen bleibt aufwendiger (erhebliche Erhöhung der täglichen Mailflut deutlich feststellbar). Es zeigen sich auch erste Ermüdungserscheinungen im rein virtuellen oder telefonischen Austausch, es fehlen der persönliche Austausch und die Wahrnehmung des Gegenübers.

Zurück bleibt ein gemischtes Gefühl, verbunden mit dem Wunsch, dass sich die Gesamtsituation zum Besseren verändern möge – wenn wohl inzwischen auch allen klar ist, dass Covid-19 in vielerlei Hinsicht ein wesentlich massiverer Einschnitt ist, als das bisherige Finanz- und Wirtschaftskrisen waren.

⁴ [www.bsabb.ch/home/Berichterstattung pro 2019/Merkblatt für Vorsorgeeinrichtungen](http://www.bsabb.ch/home/Berichterstattung%20pro%202019/Merkblatt%20f%C3%BCr%20Vorsorgeeinrichtungen).

Réunions virtuelles, prise de décisions par courrier électronique – qu'est-ce qui est juridiquement valable?

2020 restera dans la mémoire collective l'année du Covid-19 et de la déferlante d'événements qui nous avaient tous happés en mars/avril 2020 au plus tard. Quel bilan pouvons-nous dresser, en tant qu'autorités de surveillance, après trois trimestres et quels enseignements en avons-nous tirés?

Deux questions fondamentales se sont rapidement posées: quelle est la situation financière des caisses de pensions au regard de Covid-19 et est-ce que les caisses sont encore capables de fonctionner, et en particulier, de présenter les comptes au 31 décembre 2019 comme il se doit à cette période l'année? Enfin, les autorités de surveillance se sont demandé si des mesures spéciales devaient être prises.

La situation financière

Après une année 2019 très fructueuse pour la majorité des caisses de pensions, avec des rendements de plus de 10 % dans certains cas, a suivi le coup de mas-

sue du confinement et il a vite fallu déchanter. Les rendements se sont complètement effondrés et les degrés de couverture ont rapidement dégringolé de quelque 6%. Certes, la situation n'était encore que provisoire, mais les craintes non moins grandes.

Heureusement il s'est avéré que les caisses de pensions étaient bien diversifiées et savaient résister à la tentation d'une activité frénétique. Entretemps, la situation s'est quelque peu détendue, mais il convient néanmoins de rester vigilant. Nous sommes loin d'être sortis du tunnel et le Covid-19 risque de nous hanter encore un bon moment, caisses de pensions incluses.

Qu'ont fait les autorités de surveillance dans cette situation d'exception?

Dans l'esprit d'une surveillance axée sur le risque, les autorités de surveillance ont examiné leur propre portefeuille de clients et tenté de déterminer, sur la base d'hypothèses, s'il y avait un besoin accru d'action (par exemple, une surveillance plus étroite) pour certaines caisses de pensions. On a donc procédé à des extrapolations et des prévisions basées sur les rapports de 2018, car très peu de caisses de pensions avaient déjà publié leurs résultats de l'exercice 2019 au premier trimestre 2020.

De concert avec la Conférence et en tenant compte des spécificités régionales de la clientèle des caisses de pensions, les procédures ont été discutées et mises en œuvre (voir ci-après). Globalement, le mot d'ordre avait été à l'époque de rester vigilant et de mettre en œuvre d'éventuelles mesures avec un sens de la proportionnalité.

Les principaux risques identifiés du point de vue de la surveillance étaient les suivants:

- Perte de cotisations due à des difficultés de paiement de la part des employeurs, notamment dans le cas de fondations collectives avec des petites et micro-affiliations.
- Pertes potentielles sur les placements auprès de l'employeur parce que celui-ci devient illiquide ou fait faillite.
- Réalisation des pertes de placement actuelles à cause d'une liquidation partielle suite à des mesures de licenciement dans l'entreprise de l'employeur ou du versement des prestations de libre passage correspondantes.
- Augmentation disproportionnée de l'effectif de rentiers en raison de départs en retraite anticipés dans la foulée d'une réduction du personnel par l'employeur.

Constats concernant la soumission des rapports pour 2019

Heureusement, les états financiers annuels au 31 décembre ont, dans la plupart des cas, été préparés et ont pu être vérifiés dans les délais. Lorsque des rapports d'experts ou des avis actuariels étaient nécessaires, ceux-ci étaient établis rapidement. Ce sont les réunions des conseils de fondation et les résolutions nécessaires qui ont posé des difficultés.

Des questions ont surgi concernant la possibilité de tenir des réunions virtuelles des conseils de fondation, de rédiger un procès-verbal (juridiquement valable) sur les résolutions prises et de signer en bonne et due forme des documents tels que les comptes annuels et les procès-verbaux. Une autre difficulté est apparue lorsque les décisions (par exemple au sujet des recommandations de l'expert) ont dû être consignées dans des procès-verbaux afin de documenter clairement le résultat des discussions et la décision du conseil de fondation.

Des constellations particulières se sont mises en place dans les régions frontalières où, en raison des règlements de quarantaine, certaines personnes ayant

des pouvoirs de signature n'ont pu être jointes physiquement pendant une période prolongée (principalement en France, mais aussi en Allemagne). Dans de nombreux cas, un «format check-list» a été établi pour les résolutions du conseil de fondation: chaque membre du conseil de fondation notait pour chaque point à l'ordre du jour s'il approuvait, rejetait ou s'abstenait. Dans le procès-verbal il était ensuite spécifié si tous les membres du conseil de fondation avaient voté (preuve du respect du quorum) et quelles avaient été les résolutions au sujet des différents points de l'ordre du jour. Ce format a également fait ses preuves du point de vue des autorités de surveillance.

Dispositions prises par les autorités de surveillance pour la soumission du rapport en 2019

Concernant les rapports, les questions suivantes, parmi d'autres, se sont posées aux autorités de surveillance:

- Les délais de présentation des rapports doivent-ils être prolongés?
- Les relances pour les rapports manquants seront-elles reportées?
- Quels seront les écarts tolérés dans les documents soumis (notamment en matière de signature et de consignation dans un procès-verbal)?
- Les e-mails prouvant l'approbation des membres du conseil de fondation peuvent-ils suffire à la place de procès-verbaux?
- Les documents peuvent-ils être soumis entièrement ou en partie par courrier électronique?

D'entente avec la Conférence des autorités cantonales de surveillance LPP, les délais de remise usuels (généralement le 30 juin après le jour référence du bilan), ont été maintenus dans la plupart des cas. En revanche,

Heureusement il s'est avéré que les caisses de pensions étaient bien diversifiées et savaient résister à la tentation d'une activité frénétique.

le premier cycle de rappel pour les rapports en suspens a été reporté (généralement d'un mois) et, selon les circonstances, les frais de rappel n'ont pas été facturés pour le premier rappel ou pour le traitement des prolongations de délai. Dans la mesure où les documents de déclaration étaient correctement signés et clairement identifiables, la plupart des autorités de contrôle ont renoncé à la présentation physique.

Les autorités de surveillance ont réagi avec la plus grande souplesse possible, mais les documents à soumettre sont des documents juridiquement contraignants. Ils servent finalement de base à l'autorité de

Ce qui est pratiquement certain, c'est qu'il y aura davantage de liquidations partielles ou totales l'année prochaine, et peut-être davantage de cas de découvert (cela dépend en fin de compte de l'évolution des marchés financiers). Il se peut aussi que des mesures supplémentaires de surveillance doivent être prises, en particulier pour les cotisations en souffrance et les placements auprès de l'employeur.

surveillance pour ses conclusions d'audit et pour toute mesure éventuelle à prendre, c'est pourquoi une approche totalement informelle est à exclure. Après tout, les autorités de surveillance doivent remplir leur mandat de prestation globalement (et pas seulement dans le domaine de la LPP) et agir conformément à la loi, ce qui limite la flexibilité (exigée). Dans une période économiquement et financièrement difficile, il est plus que jamais essentiel de clarifier la situation financière des caisses de pensions le plus rapidement possible, il n'est donc pas tolérable de laisser la soumission des rapports trop tarder.

Bilan provisoire sur les rapports de 2019

La situation était très différente d'une région à l'autre: alors qu'en Suisse alémanique, les délais de soumission des rapports ont été respectés dans l'ensemble, c'était une autre histoire en Suisse romande (retards considérables, augmentation des demandes de prolongation de délais). Il est aussi apparu que peu de conseils de fondation ont des signatures certifiées et que, parmi les organes de révision qui sont déjà plus avancés en la matière, il existe un très large éventail de certifications (dont une bonne partie ne sont pas conformes au droit).

Lors de l'évaluation de l'adoption correcte des résolutions et de la rédaction des procès-verbaux, diverses questions se sont également posées: du point de vue des autorités de surveillance, la capacité de délibérer valablement (atteinte du quorum, et pour les institutions LPP, également preuve de la parité) et d'adopter des résolutions (approbation, rejet, abstention) doit être clairement documentée. Dans l'ensemble, toutefois, la remise des rapports s'est déroulée relativement bien vu les circonstances particulières, et il n'y a eu que quelques écarts par rapport aux années précédentes en

matière de respect des délais de soumission/rappels/prolongations de délais.

Autres activités des autorités de surveillance

Dans le souci de servir leur clientèle, les autorités de surveillance ont élaboré des fiches informatives et des FAQ sur les questions matérielles les plus fréquentes, par exemple la procédure de soumission décrite ci-dessus, et les ont mises en ligne. Très vite, il a fallu se coordonner pour répondre de façon cohérente aux questions du type: Une caisse de pensions peut-elle renoncer à des revenus locatifs? Comment doit-elle traiter les contributions en souffrance? Les fonds sociaux peuvent-ils prendre en charge les prestations de l'employeur?

En même temps, les autorités de surveillance ont dû revoir leurs propres processus internes, ajuster les seuils d'intervention, revoir et adapter les check-lists et les guides de travail internes, afin de repérer déjà au stade du triage des rapports reçus les cas de risque potentiels et pouvoir les traiter en priorité. Il s'agissait de définir des valeurs angulaires supplémentaires aptes à servir d'indicateurs de risque dans cette situation.

Enfin, compte tenu de l'interdiction de rassemblement et des autres restrictions imposées par l'Office fédéral de la santé publique, la question s'est également posée de savoir si les autorités de surveillance devaient annuler leurs propres manifestations LPP. Selon le moment où ces réunions étaient prévues, il a effectivement fallu s'y résoudre pour certaines.

Et comment s'est passé le maintien de l'activité de surveillance?

Comme toutes les caisses de pensions, les autorités de surveillance ont également dû se plier à l'ordre de confinement et ont dû prendre du jour au lendemain

des mesures pour assurer malgré tout le bon déroulement des activités de surveillance. C'est ainsi qu'il a fallu mettre sur pied le télétravail (dans le respect des mesures cantonales et fédérales de protection des données et en tenant compte du secret professionnel et des exigences en matière de droit du personnel), planifier le déploiement du personnel par roulement, car divers employés avaient la charge de leurs enfants pendant la fermeture des écoles (enseignement à domicile), implémenter un plan de protection dans les locaux des autorités de surveillance (comprenant entre autres des restrictions de circulation pour les clients), ainsi que régler le manie- ment et l'enregistrement du courrier entrant et sortant.

En outre, se pose la question de savoir comment l'autorité de surveillance peut obtenir les informations nécessaires sur la situation financière actuelle compte tenu de la diminution, ou même de la suppression totale, des dialogues sur les risques avec les institutions sous surveillance. En partie, les autorités de surveillance ont opté pour des demandes concrètes (par téléphone ou à l'aide de formulaires) dans le cas des grandes institutions de prévoyance et des fondations collectives et communes. Dans l'ensemble, il a ainsi été possible de maintenir l'activité de surveillance jusqu'à

présent, bien que dans certains cas avec des ressources fortement réduites.

Quelles conclusions peut-on tirer aujourd'hui?

Pour l'heure, on n'observe pas de problèmes importants dans les caisses de pensions qui n'étaient pas déjà connus. Toutefois, les effets de Covid-19 seront reflétés dans les états financiers pour 2020 – et nul ne sait encore en évaluer l'ampleur actuellement. Ce qui est pratiquement certain, c'est qu'il y aura davantage de liquidations partielles ou totales l'année prochaine, et peut-être davantage de cas de découvert (cela dépend en fin de compte de l'évolution des marchés financiers). Il se peut aussi que des mesures supplémentaires de surveillance doivent être prises, en particulier pour les cotisations en souffrance et les placements auprès de l'employeur.

Comme le Covid-19 ne va pas simplement disparaître, les caisses de pensions seront bien avisées de préparer à temps les comptes annuels de 2020, et aussi de mettre en pratique les enseignements obtenus dans le domaine de la prise de décisions et de leur consignation dans un procès-verbal afin de garantir la soumission de leur rapport en temps voulu.

Pour les autorités de surveillance, la planification par roulement va certainement

encore durer en interne et, selon que le virus sévira plus ou moins fortement, cela signifiera également un service réduit. Le conflit va s'accroître entre la gestion de la surveillance en temps utile et un service à la clientèle basé sur l'échange d'informations en temps utile et il restera difficile de mener de front les deux. L'échange d'informations au sein de l'autorité de surveillance (par exemple entre l'équipe des réviseurs et le service juridique) et les caisses de pensions soumises à la surveillance demeurera plus complexe (une augmentation significative du flux quotidien de courriers électroniques en est la preuve irréfutable). Les premiers signes de fatigue dans les échanges purement virtuels ou téléphoniques se manifestent également: l'échange personnel et l'interaction avec le vis-à-vis manquent clairement.

Il reste un sentiment mitigé et le souhait que la situation générale puisse changer pour le mieux – même si entretemps, tout le monde aura compris qu'à bien des égards, le Covid-19 est un événement beaucoup plus incisif que les crises financières et économiques précédentes.

Christina Ruggli Dr. en droit, avocate, directrice BSABB, autorité de surveillance LPP et des fondations des deux Bâle





Das Frühwarnsystem für Ihre Vorsorgeeinrichtung

Mit dem pkcockpit erhalten Sie umfassende beratungsunabhängige Informationen zur Gesamtpensionskasse, aber auch zu einzelnen Vorsorgewerken. Es evaluiert Kennzahlen systematisch und weist dabei frühzeitig auf drohende Ungleichgewichte hin. Das pkcockpit zeigt Führungsverantwortlichen die aktuellen Handlungsmöglichkeiten auf und simuliert deren jeweilige Folgen für die Pensionskasse. Nutzen Sie ein anschauliches und interaktives System zur zukunftsicheren Steuerung Ihrer Pensionskasse!



Mehr Infos:
www.pkcockpit.ch



Ihr Ansprechpartner

Jeannette Leuch
Partner
j.leuch@invalue.ch
invalue ag
Gallusstrasse 32
CH-9000 St. Gallen
T+41 (0)71 224 80 10
www.invalue.ch



Dashboard: Übersicht für den Stiftungsrat

Komprimierte Darstellung relevanter Kennzahlen, Entwicklungen und Grafiken.



Cockpit: Regelmässige Bewertung von Kennzahlen

Visuell attraktive Aufbereitung sämtlicher Kennzahlen und deren Entwicklung.



Peer-Vergleiche: Bessere Einschätzung der eigenen Situation

Umfassende Peer-Datenbank für den Vergleich mit anderen Pensionskassen und Märkten.



Steuerungsmöglichkeiten: Massnahmen und deren Wirkung

Ein interaktives Werkzeug zeigt dem Stiftungsrat adäquate Eingriffsmöglichkeiten und simuliert deren Wirkung.



Kommunikation mit den Aufsichtsbehörden: Automatisierung

Kennzahlen werden direkt im Tool generiert und mit Kommentaren ergänzt.



Dokumentenverwaltung

Zentrale Verwaltung der wichtigsten Dokumente des Stiftungsrates: z.B. Protokolle.



Individuelle Einstellungen

Pensionskassenspezifische Einstellungen und Vorgaben.



pkcockpit

Mit M&S! Pension haben auch Sie vorgesorgt!

Mit M&S! Pension erhalten Sie das Sorglospaket zur Abwicklung der beruflichen Vorsorge – das modernste Programm und umfassende Dienstleistungen (inklusive Betrieb in der Cloud) aus einer Hand vom Marktführer für Sozialversicherungslösungen in der Schweiz.



Mehr:
www.m-s.ch/vorgesorgt