



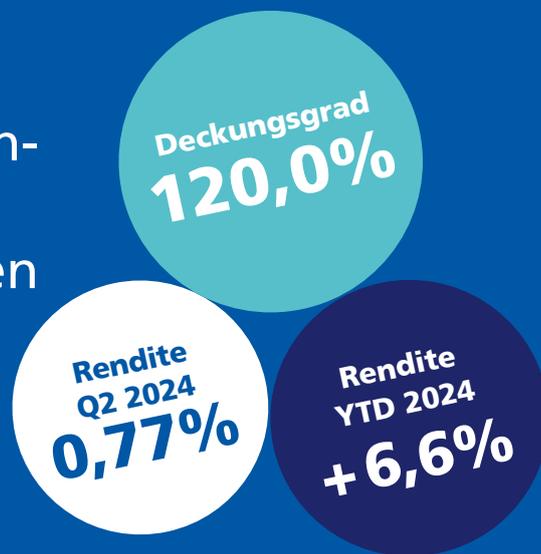
Im Fokus:
Auswirkungen
bei einem
Ja zur
BVG-Reform

Fakten und Trends, August 2024

Pensionskassen aktuell

- 4** Swisscanto Pensionskassen-Monitor
- 8** Pensionskassen sind gut auf BVG-Reform vorbereitet
- 11** Systematic Rebalancing: Wissen, wann es genug ist.
- 14** Wirtschaft und Finanzmärkte

Pensionskassen-Monitor: Aktuelle Zahlen





Dr. Alexandra Scriba

Liebe Leserin, lieber Leser

Politik und Smalltalk. Sie sind natürliche Feinde. Während der eine stets freundlich lächelt und sich unbefangen ins nächste Themenuniversum schwingt, steht ihr die Stimmung ins Gesicht geschrieben und beendet manch friedliches Zusammenkommen. Einvernehmliche Oberflächlichkeit wird zu kontroverserem Tiefgang. Weder das eine noch das andere schien uns im Hinblick auf die Abstimmung angemessen und schon gar nicht wollten wir die Gratwanderung beschreiten. Ein klarer Fall für den Mittelweg also. Doch nicht immer ist dieser leicht zu finden. Selten haben wir so lange diskutiert wie über diese Ausgabe. Wir wollen mit Tiefgang informieren und einvernehmlich Kontroversen beleuchten. Wir haben sorgfältig abgewogen.

Das Thema BVG-Reform hat seinen Platz im Interview mit Pensionsversicherungsexperte Bálint Keserú gefunden. «Es ist nicht einfach», findet er,

und erklärt, warum die vorgesehene Übergangsregelung zur Knacknuss werden kann.

Um sorgfältiges Abwägen und Entscheiden geht es im Beitrag von Dr. Roger Rüegg. Er zeigt auf, wie ein «Systematic Rebalancing Ansatz» mit weniger Rebalancings auskommt und dabei stabile Überrenditen erzielen kann.

Mit dem Swisscanto Pensionskassen-Monitor und dem Konjunkturausblick runden wir die Ausgabe ab. Ob wir damit einen ausgewogenen Mittelweg gefunden haben, das beurteilen Sie, geschätzte Leserinnen und Leser.

In jedem Fall wünsche Ich Ihnen eine gehaltvolle Lektüre.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'AScriba'.

Ihre Alexandra Scriba
Leiterin Institutional Clients
& Multinationals
Zürcher Kantonalbank

Swisscanto

Pensionskassen-Monitor

Im zweiten Quartal 2024 konnten die Märkte nicht mehr an die Euphorie aus den ersten drei Monaten anknüpfen. Die positive Grundstimmung und der anhaltende Aufwärtstrend blieben jedoch erhalten. Davon profitierten auch die in dieser Erhebung erfassten Vorsorgeeinrichtungen: Eine Pensionskasse erzielte im zweiten Quartal im Durchschnitt eine Rendite von 0,77%. Und auch der durchschnittliche, vermögensgewichtete Deckungsgrad der privatrechtlichen Kassen verbesserte sich auf 120,0%.

Francesca Pitsch, Studienleiterin
Schweizer Pensionskassenstudie,
Zürcher Kantonalbank

Die positive Grundstimmung aus dem ersten Quartal 2024 prägte auch die darauffolgenden drei Monate. Dabei profitierten die globalen Aktienmärkte insbesondere von der Entwicklung am US-Aktienmarkt. Dieser konnte dank der Begeisterung der Investoren für «Künstliche Intelligenz» weiter zulegen und neue Höchstwerte erklimmen. Der Dow-Jones-Index überschritt zum ersten Mal die Schwelle von 40'000 Punkten und auch

der S&P500 erreichte ein neues Allzeithoch, während die implizite Aktienvolatilität gemessen am VIX-Index auf das Niveau von 2019 fiel. Insgesamt gingen die Zuwachsraten im Vergleich zum äusserst starken Vorquartal aber wieder zurück.

Im Verlaufe des zweiten Quartals richtete sich der Fokus der Märkte statt auf Arbeitsmärkte, Wachstums- und Inflationszahlen zunehmend auf politische Ereignisse wie die Wahlen in Frankreich und Grossbritannien. Die mit diesen Ereignissen verbundenen Unsicherheiten lasteten auf den hiesigen Aktienmärkten, während die erste Zinssenkung der Europäischen Zentralbank sowie eine weitere Senkung der Schweizerischen Nationalbank die Stimmung wieder aufhellte. Die US-Fed dagegen belies die Zinsen zum siebten Mal in Folge unverändert.

Von der alles in allem positiven Entwicklung an den Märkten profitierte wiederum die zweite Säule. Die Deckungsgrade der privatrechtlichen Pensionskassen konnten im zweiten Quartal 2024 erneut zulegen, diesmal allerdings nur marginal um 0,4 Pro-

zentpunkte auf stattliche 120,0%. Ein vergleichbares Bild zeigte sich auch bei den öffentlich-rechtlichen Kassen. Sowohl jene mit Vollkapitalisierung als auch jene mit Teilkapitalisierung weisen mit 112,4% respektive 89,4%

Tabelle 1: Indexrenditen ausgewählter Anlageklassen¹

Anlageklasse	2. Quartal 2024	YTD 2024
Obligationen CHF	1,3%	1,7%
Obligationen Welt unhedged	-1,3%	3,4%
Obligationen Welt hedged in CHF	-0,9%	-1,9%
Aktien Schweiz	3,1%	9,3%
Aktien Welt	2,5%	19,4%
Immobilien Schweiz direkt und indirekt	0,0%	2,1%
Hedge Funds	-0,6%	0,9%
Rohstoffe	2,6%	12,3%
Rendite	0,8%	6,6% ²

Quellen: Bloomberg Finance L.P., Prevanto AG und Swisscanto; Stand: 30.6.2024

¹ Obligationen CHF: SBI; Obligationen Welt unhedged: Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value ex CHF; Obligationen Welt hedged in CHF: Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value ex CHF hedged in CHF; Aktien Schweiz: SPI; Aktien Welt: MSCI AC ex CH; Immobilien Schweiz direkt und indirekt: 75% KGAST, 25% Rüd Blass Immo Index; Hedge Funds: HFRX Global Hedge Fund Index hedged in CHF; Rohstoffe: Bloomberg Commodity Index Swiss Franc Total Return

² Die Rendite seit Jahresbeginn ist nach oben verzerrt, da die Performance nicht kotierter Anlagen wie bspw. Private Equity mittels eines Index approximiert wird. Die Methodologie des Pensionskassen-Monitors wird aktuell überarbeitet, damit dies zukünftig nicht mehr auftritt.

Abbildung 1: Entwicklung der Deckungsgrade, 2014 bis 30.6.2024



Quellen: Prevanto AG und Swisscanto; Stand: 30.6.2024

per Ende Juni 2024 einen leicht höheren vermögensgewichteten Deckungsgrad als im Vorquartal aus (Abbildung 1).

Vorsorgeeinrichtungen nach Deckungsgrad

Sämtliche privatrechtliche Kassen weisen inzwischen einen Deckungsgrad von über 100% aus, bei fast 74% der Anbieter liegt der Wert sogar bei 115% und mehr.

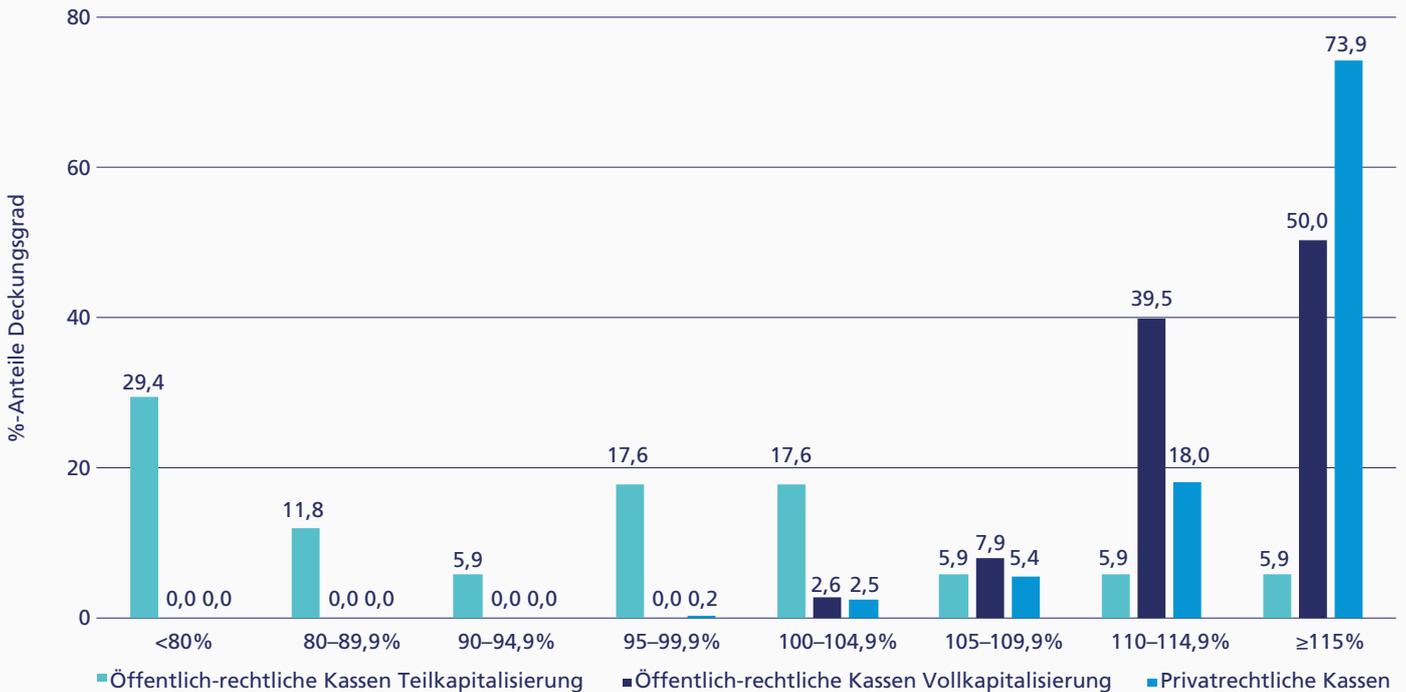
Auch die öffentlich-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen mit Vollkapitalisierung konnten einen deutlichen Sprung nach vorne machen: Inzwischen weist die Hälfte der Kassen einen vermögensgewichteten Deckungsgrad von mindestens 115% aus. Bei den Pensionskassen mit Teilkapitalisierung wiederum hat die Zahl der Anbieter mit einem Deckungsgrad von über 90% respektive 100%

ebenfalls zugenommen. Noch liegen allerdings 29,4% der Kassen – also gleich viele wie im Vorquartal – unter 80% (Abbildung 2).

Renditen der Anlageklassen im 2. Quartal 2024

Im zweiten Quartal 2024 lag die geschätzte, vermögensgewichtete Rendite der Pensionskassen bei 0,8%. Die grössten Renditebeiträge lieferten diesmal die

Abbildung 2: Anteile privat- und öffentlich-rechtlicher Vorsorgeeinrichtungen pro Deckungsgrad-Bandbreite per 30.6.2024



Quellen: Prevanto AG und Swisscanto; Stand: 30.6.2024

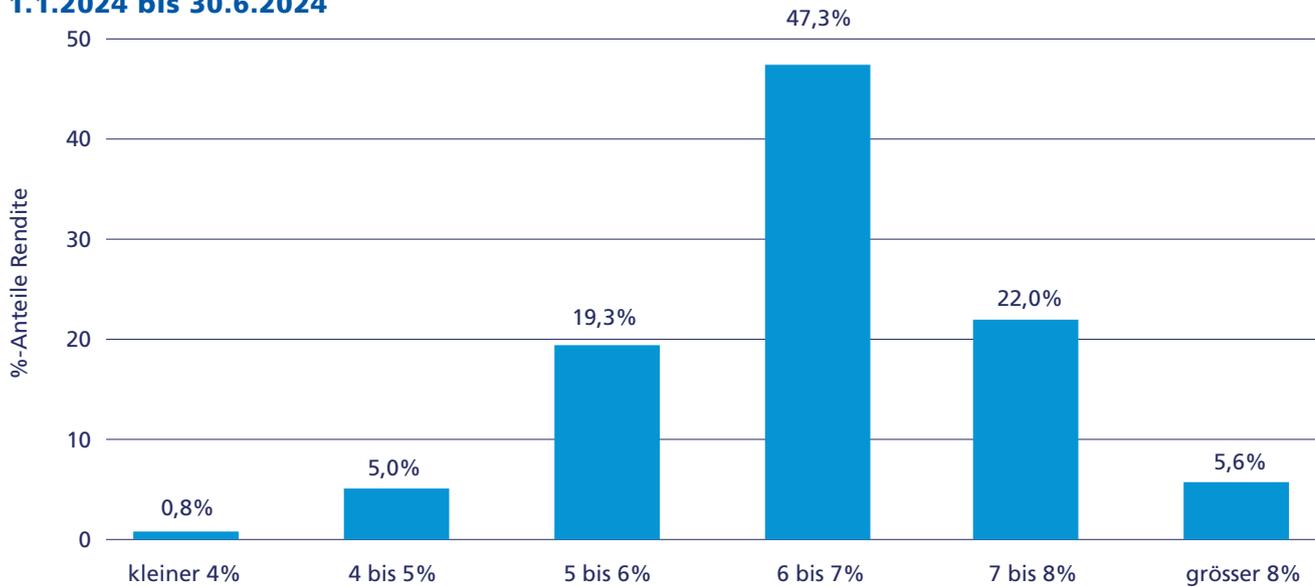
Aktien Schweiz mit 3,1% sowie Rohstoffe und Aktien Welt mit 2,6% respektive 2,5%. Bei den Anleihen war die Entwicklung dagegen uneinheitlich: Während die Obligationen Schweiz eine Rendite von 1,3% erreichten, lag der Wert bei den Obligationen Welt bei -1,3% (währungsabgesichert -0,9%). Mit Blick auf das erste Halbjahr 2024 fällt die Rendite bisher sehr erfreulich aus: Insbesondere die Aktien Welt und die Rohstoffe mit zweistelligen Zuwachsraten sowie auch Aktien Schweiz mit +9,3% trugen massgeblich zur erfreulichen Performance der Kas-

sen bei. Per Ende Juni belief sich die durchschnittliche Rendite auf 6,6%, wobei der Wert aufgrund der Performance nicht kotierter Anlagen wie beispielsweise Private Equity etwas zu hoch berechnet wird. Die Methodologie wird derzeit angepasst und wird zukünftig noch exaktere Zahlen liefern (Tabelle 1).

Abbildung 3 zeigt die Verteilung der geschätzten kumulierten Renditen ohne Abzug von Kosten seit dem 1. Januar 2024 bis zum 30. Juni 2024. Die vermögensgewichtete Rendite aller Kassen beträgt für diesen Zeitraum

6,6%, die ungewichtete Rendite 6,3%. Die Rendite jeder Vorsorgeeinrichtung wird aufgrund von Indexrenditen fortgeschrieben. Die Berechnungen basieren auf der Vermögensallokation der Vorsorgeeinrichtungen am 31. Dezember 2023 und gehen von der Annahme aus, dass seither keine wesentlichen Änderungen in der Allokation vorgenommen worden sind.

**Abbildung 3: Verteilung der kumulierten Renditen der Vorsorgeeinrichtungen,
1.1.2024 bis 30.6.2024**



Quellen: Prevanto AG und Swisscanto; Stand: 30.6.2024

Der **Swisscanto Pensionskassen-Monitor** beruht auf den Daten der Umfrage «Schweizer Pensionskassen» der Swisscanto by Zürcher Kantonalbank. Die Berechnungen werden von der Prevanto AG erstellt.

Grundlage für die Schätzungen zum 30. Juni 2024 bilden die effektiven Angaben per 31. Dezember 2023, welche im Rahmen der Schweizer Pensionskassenstudie 2024 erhoben wurden.

Die Schätzungen sind Hochrechnungen aufgrund der Marktentwicklungen und der von den Umfrageteilnehmerinnen und -teilnehmern zum Ende des Jahres 2023 gemeldeten Asset Allocation.

Die aktuelle Swisscanto Pensionskassenstudie 2024 finden Sie auf unserer Webseite:

zkb.ch/pensionskassenstudie

Pensionskassen sind gut auf BVG-Reform vorbereitet

Am 22. September entscheidet das Volk über die BVG-Reform. Ihr Einfluss auf die berufliche Vorsorge und einzelne Kassen hält sich allerdings in Grenzen. Viele Pensionskassen haben ihre Hausaufgaben in den vergangenen Jahren gemacht und ihre Parameter an die aktuellen Rahmenbedingungen angepasst.

Text und Interview:
Susanne Kapfinger, SDA/AWP

Seit der letzten BVG-Reform im Jahr 2004 haben sich Demografie, Gesellschaft und Arbeitswelt stark verändert: Es gibt weniger Eheschliessungen, mehr Teilzeitarbeit und eine höhere Lebenserwartung. Diese Veränderungen haben Auswirkungen auf die Altersvorsorge und entsprechend haben viele Pensionskassen bereits darauf reagiert. Mit Blick auf die aktuelle BVG-Reform sehen Pensionskassenexperten deshalb bei den wenigsten Kassen Handlungsbedarf.

Leistungseinbussen weitgehend verhindert

Die BVG-Reform sieht folgende Änderungen vor: einen tieferen Mindestumwandlungssatz, einen

niedrigeren Koordinationsabzug (20% des AHV-Lohnes), eine Senkung der Eintrittsschwelle auf 19'845 CHF und weniger Abstufungen bei den Altersgutschriften als bisher. Aufgrund der höheren Lebenserwartung und der tiefen Zinsen waren viele Schweizer Pensionskassen in den vergangenen Jahren gezwungen, die Umwandlungssätze zu reduzieren. «Um Leistungseinbussen weitestgehend zu verhindern, wurde in vielen Fällen gleichzeitig auch der Sparprozess gestärkt. Konkret hatte dies zur Folge, dass der Koordinationsabzug reduziert und die Altersgutschriften ausgebaut wurden», sagt Lukas Müller-Brunner, Direktor des Pensionskassenverbandes ASIP. Damit haben Pensionskassen Anpassungen vorweggenommen, über welche die Stimmbevölkerung am 22. September 2024 abstimmen wird.

Die Annahme der Reform dürfte wegen der höheren Altersgutschriften dazu führen, dass der obligatorische Teil des Altersguthabens im Verhältnis zum überobligatorischen Teil tendenziell steigt. Dieser Effekt sei umso ausgeprägter, je tiefer der Lohn ist, sagt Benno Ambrosini, Pensionskassen-Experte SKPE und Managing Director bei Libera. «Der vorgesehene BVG-Umwandlungssatz allein wird die Pensionskassen nicht wesentlich betreffen», bestätigt Ambrosini. Die anderen Anpassungen hingegen

könnten erhebliche Auswirkungen haben. Diese hingen jedoch stark von der aktuellen Gestaltung des Vorsorgeplans sowie von der Versichertensstruktur der jeweiligen Pensionskasse ab. Sie lassen sich nicht pauschal vorhersagen.

Jede Anpassung kostet Geld und Zeit

Da die meisten Pensionskassen ihre Parameter in den vergangenen Jahren bereits angepasst haben, dürfte auch ein «Nein» zur Reform keine oder nur geringe Anpassungen auslösen. Das sei zu begrüssen, sagt ASIP-Direktor Lukas Müller-Brunner: «Jede Anpassung von Finanzierungs- oder Leistungsparametern bringt Kommunikationsaufwand mit sich», sagt er. So müssen die Beweggründe und die daraus entstehenden Folgen detailreich aufbereitet und den Versicherten erklärt werden. Ausserdem darf der Anpassungsaufwand in Reglementen und IT-Systemen nicht unterschätzt werden.

«Es ist nicht einfach»

Die 2. Säule orientiert sich laufend an den aktuellen Arbeits- und Lebensmodellen und richtet ihre versicherungstechnischen Parameter daran aus. So gesehen hat die 2. Säule die BVG-Reform teilweise vorweggenommen, sagt Bálint Keserü, Head Retirement bei Aon Schweiz in Zürich. Gleichzeitig warnt er vor möglichen Stolpersteinen, die bei der Umsetzung der Reform beachtet werden müssen.

Was sind die konkreten Auswirkungen auf einzelne Kassen und ihre Versicherten, wenn die Reform angenommen wird?

Bálint Keserü: Die Reform betrifft vor allem Versicherte, die lediglich gemäss BVG-Minimum versichert sind. Konkret sind dies etwa neun Prozent aller Versicherten. Wird der BVG-Mindestumwandlungssatz gesenkt, sinken ihre Renten. Gleichzeitig profitieren sie aber von den weiteren Reformvorschlägen. Dazu zählt die Senkung des Koordinationsabzugs und die Glättung der Altersgutschriften. Die Senkung der Eintrittsschwelle hingegen erweitert den Versichertenpool. Dadurch werden rund 100'000 Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer zusätzlich oder mit einem höheren versicherten Lohn versichert.

Und was bedeutet es für die anderen Versicherten?

Rund 85 Prozent der Versicherten sind in einer umhüllenden Kasse versichert, in der nebst dem gesetz-

lichen Minimum auch zusätzliche Leistungen versichert sind. Diese Kassen müssen lediglich sicherstellen, dass ihre Leistungen insgesamt dem BVG-Minimum entsprechen. Das wird vielerorts der Fall sein. Sollten sich aber durch die Reform dennoch Fälle häufen, bei denen die Altersrente gemäss Reglement niedriger ausfällt als die BVG-Rente, sollte die Kasse besser eine Änderung des Reglements vornehmen.

Bleiben die umhüllenden Kassen von der Reform weitgehend unberührt?

Nein, denn die Rentenzuschläge und deren Finanzierung betreffen sämtliche Pensionskassen und damit alle Versicherten – unabhängig davon, ob es sich um eine BVG-nahe Kasse oder umhüllende Kasse handelt. Finanziert wird durch einen lohnabhängigen Beitrag bis zu maximal 339 Franken pro Person und Jahr.

Was muss bei der Umsetzung der Rentenzuschläge beachtet werden?

Sagt das Stimmvolk Ja zur BVG-Reform, sind Rentenzuschläge für eine Übergangsgeneration von 15 Jahrgängen vorgesehen, um drohende Renteneinbussen abzuwenden. Das klingt einfach, ist es aber nicht. Denn die Kompensationsmassnahme ist an zahlreiche Bedingungen geknüpft. Die Zuschläge sind abhängig vom Alter, Altersguthaben, dem Pensionierungszeitpunkt und der Versicherungsdauer in der 2. Säule sowie der AHV. Zudem besteht nur ein Anspruch, wenn mindestens die Hälfte des Altersguthabens als Rente bezogen wird. Es könnte eine

Herausforderung sein, die für die Anspruchsberechtigung benötigten Daten zusammenzutragen. Diese sind zwar grundsätzlich in den Verwaltungssystemen der Pensionskassen vorhanden, aber vielleicht nicht an den Orten, wo sie für die Berechnung des Rentenzuschlags nötig wären.

Die Verknüpfung der benötigten Daten könnte zum Stolperstein werden. Wo sehen Sie weitere Knackpunkte?

Eine weitere Herausforderung ist die Festlegung der zur Berechnung des Rentenzuschlags benötigten Höhe des Alterskapitals. Dabei werden die Wohneigentum-Vorbezüge der letzten 20 Jahre an das massgebliche Altersguthaben angerechnet. Doch wie die weiteren Details, wie zum Beispiel Einkäufe und Scheidungen berücksichtigt werden oder wie der Anspruch bei Teilpensionierungen berechnet wird, das muss noch geregelt werden.

Wie hoch schätzen Sie den Aufwand für die Umsetzung der Reform insgesamt?

Wie erwähnt, kann die Berechnung des Rentenzuschlags sehr herausfordernd sein. Dagegen sind die Anpassung des Mindestumwandlungssatzes oder der Altersgutschriften weniger aufwendig. Das sollte in den Verwaltungssystemen relativ einfach hinterlegt werden können. Kommt hinzu, dass die Mehrheit der Kassen die in der Reform geforderten Mindestanforderungen insgesamt erfüllen. Sie werden mit Ausnahme des Rentenzuschlags und dessen Finanzierung nicht unbedingt weitere Anpassungen vornehmen müssen.

Welche Entwicklungen beobachten Sie bei den Sparplänen?

Viele Kassen haben die Reform grösstenteils vorweggenommen, indem sie ihre Vorsorgemodelle an aktuelle Arbeits- und Lebensmodelle angepasst haben. Die Umwandlungssätze liegen bei den meisten Kassen bereits unter den 6,0 Prozent, welche die Reform vorsieht. Erhebungen haben beispielsweise gezeigt, dass derzeit nur 11 Prozent der Kassen den gesetzlichen Koordinationsabzug anwenden. Die restlichen Pensionskassen nutzen den Gestaltungsfreiraum im Interesse ihrer Destinatäre und nehmen entweder variable Abzüge in unterschiedlicher Ausgestaltung vor oder verzichten ganz auf den Koordinationsabzug. Davon profitieren Erwerbstätige im Niedriglohnbereich und Teilzeitarbeitende.

Weshalb haben sich die Pensionskassen dazu entschieden?

Diese Massnahmen sind als Reaktion auf die veränderten Arbeitsmodelle zu verstehen. Zwischen 1991 und 2010 ist die Teilzeitarbeit während zwei Jahrzehnten sowohl bei den Frauen als auch bei den Männern gestiegen. Seither hat sie sich laut Bundesamt für Statistik bei den Frauen stabilisiert, während sie bei den Männern weiter angestiegen ist. Im Jahr 2023 arbeiteten 20 Prozent der Männer und 58 Prozent der Frauen Teilzeit. Das sind nicht wenige. Hinzu kommt, dass auf dem Schweizer Arbeitsmarkt nahezu Vollbeschäftigung herrscht. Wer hier als attraktiver Arbeitgeber wahrgenommen werden will, muss auf die Bedürfnisse der Arbeitskräfte eingehen.

Der Gesetzgeber hinkt also den gesellschaftlichen Entwicklungen hinterher?

Die Arbeitgebenden reagieren viel agiler auf gesellschaftliche Veränderungen als dies der Gesetzgeber tun kann. Das betrifft auch die Personalvorsorge. Ein Beispiel dafür ist etwa die Lebenspartnerrente für nicht verheiratete Partner. Diese wurde von den allermeisten Kassen bereits eingeführt, obwohl sie vom Gesetz nicht vorgeschrieben ist.

Gibt es weitere Beispiele?

Einige Vorsorgeeinrichtungen haben auch die Eintrittsschwelle auf freiwilliger Basis gesenkt. Damit geben sie Teilzeitarbeitenden mit geringen Pensen sowie auch Arbeitnehmenden mit Mini-Jobs die Chance, in die berufliche Vorsorge einzutreten. Das Bedürfnis nach einem erleichterten Zugang zur beruflichen Vorsorge hat laut der Swissscanto Pensionskassenstudie 2024 knapp ein Drittel der Vorsorgeeinrichtungen erkannt und die Voraussetzungen dazu geschaffen.

Inwiefern ist die Reform überhaupt noch nötig?

Die Reform stärkt langfristig die Finanzierung der 2. Säule, stärkt den BVG-Sparprozess und verbessert die Vorsorgesituation insgesamt im Tief- und Teilzeitsegment. Andererseits wird mit den Rentenzuschlägen und deren Finanzierung eine grosse zusätzliche Komplexität mit Querfinanzierung und einer langen Übergangsperiode ins System eingebracht.



Bálint Keserü ist eidg. dipl. Pensionsversicherungsexperte und seit 2006 bei Aon Schweiz im Bereich der beruflichen Vorsorge tätig. Seit 2018 leitet er das Retirement Team in Zürich und ist Mitglied des Executive Committees von Aon Schweiz. Keserü ist verantwortlich für die Betreuung von autonomen Pensionskassen von nationalen und internationalen Unternehmungen. Zudem betreut er Mandate für die internationale Rechnungslegung von Vorsorgeverpflichtungen (IAS 19 / US-GAAP). Seine Tätigkeit umfasst die Gesamtberatung bei Fragen der beruflichen Vorsorge. Keserü ist zudem Mitglied der Schweizerischen Kammer der PK-Experten und der Schweizerischen Aktuarvereinigung.

Bálint Keserü hat 2006 an der Corvinus Universität in Budapest ein Studium in Ökonomie und Versicherungsmathematik abgeschlossen. Aktuell bildet er Experten der beruflichen Vorsorge aus.

Systematic Rebalancing: Wissen, wann es genug ist.

Rebalancing-Strategien setzen den Ansatz «Buy Low, Sell High» diszipliniert um. Doch wann ist der optimale Zeitpunkt für ein Rebalancing? Ein systematischer Ansatz bietet hier nun Orientierung.

Text: Dr. Roger Rüegg,
Leiter Systematic Mandate,
Zürcher Kantonalbank

Das regelmässige Rebalancing eines Portfolios gegenüber der gewählten Anlagestrategie ist keine grosse Sache – könnte man meinen. Doch die Praxis birgt Tücken, die uns zur Entwicklung unseres Systematic Rebalancing Ansatzes veranlasst haben.

Bislang kommen beim Rebalancing verbreitet Kalenderregeln oder Bandbreiten zum Einsatz: Während beispielsweise das quartalsweise Rebalancing das tiefste Risiko im Vergleich zur Anlagestrategie über die Zeit aufzeigt, können mit dem Bandbreiten-Rebalancing die Transaktionskosten minimiert und eine höhere Rendite erzielt werden.

Zu enge Bandbreiten verzerren das Bild

Oftmals orientieren sich Investoren bei der Festlegung der Bandbreiten an den Volatilitäten der entsprechenden Anlageklassen. Auf diese Weise

erhält etwa die eher risikoarme Anlageklasse Obligationen CHF eine engere Bandbreite als die volatilere Klasse Aktien Schweiz.

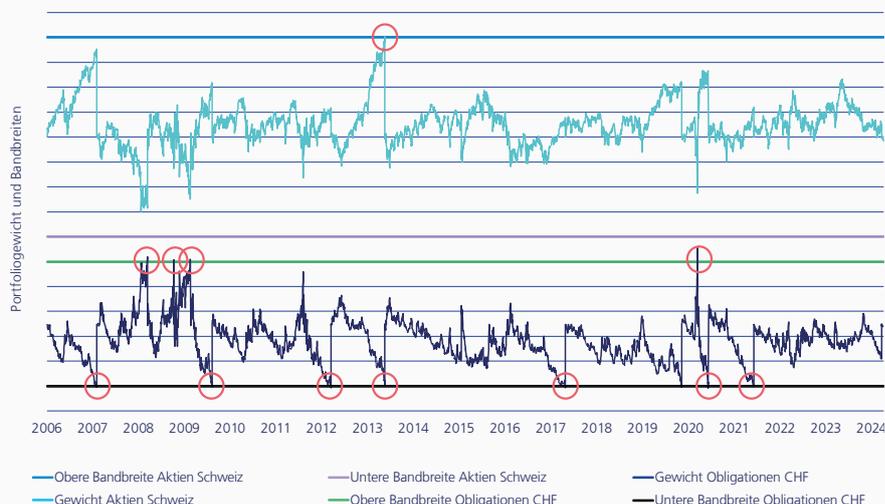
Die Folge ist ein Zerrbild. Wird nämlich analysiert, wie oft die jeweiligen Bandbreiten über die Zeit touchiert wurden, fällt auf, dass dies bei den Obligationen CHF häufiger der Fall ist. Im Vergleich zu Aktien Schweiz oder anderen gängigen Anlageklassen wird das Rebalancing demnach fast ausschliesslich aufgrund von Obligationen CHF ausgelöst.

Wie wir am folgenden Beispiel (siehe Grafik unten) zeigen, lösten die

Obligationen seit 2006 elfmal ein Rebalancing aus. Die Aktien Schweiz beispielsweise aber nur einmal.

Der Grund dafür liegt in der Interaktion der Portfoliogewichte. Fällt beispielsweise der Wert der Aktien, hat das einen direkten Einfluss auf das Gewicht der Obligationen CHF im Portfolio. Dies hat zur Folge, dass die Volatilität der Gewichtung von Obligationen CHF im Portfolio höher ausfällt, als von der Anlageklasse selbst zu erwarten wäre. Eine zu enge Bandbreite macht deshalb die Bandbreiten der anderen Anlageklassen wie Aktien Schweiz nahezu irrelevant.

Aktien Schweiz mit 1 ausgelöstem Rebalancing vs. Obligationen CHF mit 11



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Rebalancing breit abstützen

Das verlangt nach einem neuen, breiter abgestützten Ansatz: Das Problem mit dem Bandbreiten-Rebalancing war für uns der Startpunkt, um den Systematic Rebalancing Ansatz zu entwickeln.

Dank diesem gelingt es, Wendepunkte am Finanzmarkt aus einer Schweizer Multi-Asset-Sicht robust zu erkennen. Mehr noch: Es zeigt sich, dass mit diesem Ansatz eine stabile Überrendite über die Zeit möglich ist. Der Ansatz eignet sich daher für eine systematische Umsetzung mit aktiv verwalteten Kategorienanlagen, wie wir am Beispiel unserer nachhaltigen Sustainable-Produktpalette aufzeigen.

Für eine breitere Abstützung des Rebalancing-Signals nehmen wir in einem ersten Schritt eine ausgewoge-

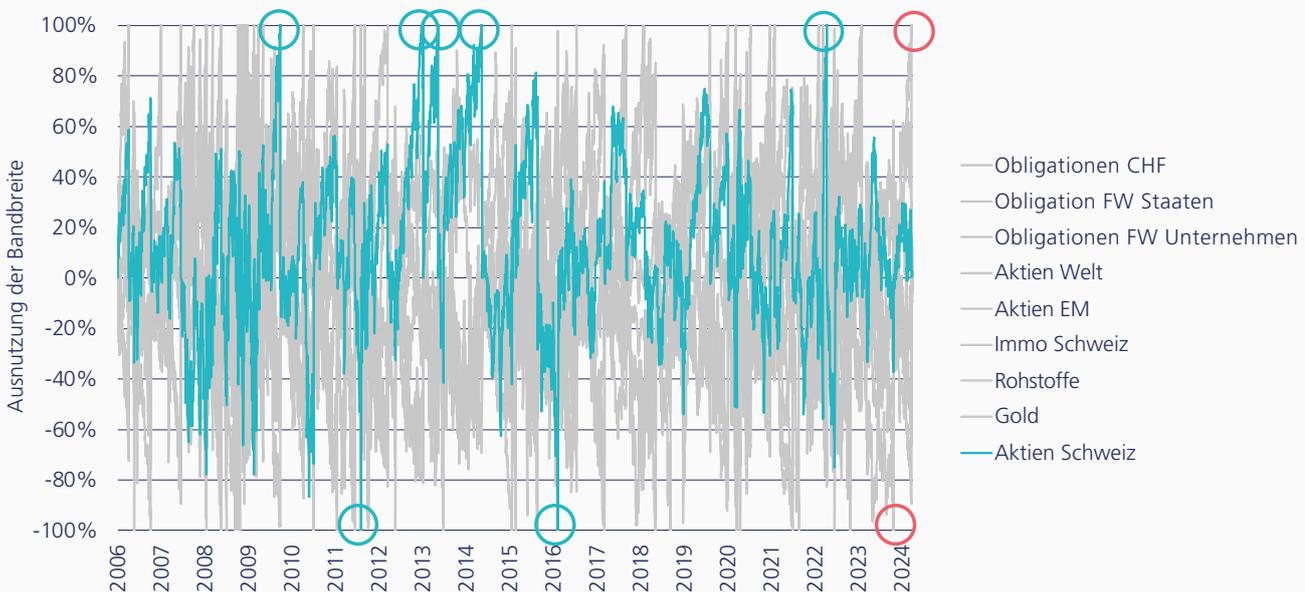
ne Schweizer Anlagestrategie mit einer breiten Abdeckung an Anlageklassen als Basis. Diese enthält Obligationen CHF, Staats- und Unternehmensobligationen, Aktien Schweiz, Aktien Welt und Aktien Emerging Markets, aber auch Immobilien Schweiz, Gold und Rohstoffe.

In einem zweiten Schritt berechnen wir dann die Bandbreiten basierend auf der Volatilität der Portfoliogewichte innerhalb dieser Anlagestrategie. Die Volatilität der Gewichte im Gegensatz zur Volatilität der Anlageklasse zu berücksichtigen, hat den grossen Vorteil, dass den Interaktionseffekten Rechnung getragen wird. Damit erhalten beispielsweise Schweizerfranken-Obligationen weitere Bandbreiten, als dies beim klassischen Bandbreiten-Rebalancing oft zu beobachten ist. In der Folge hat jede Anlageklasse dieselbe Chance, einen

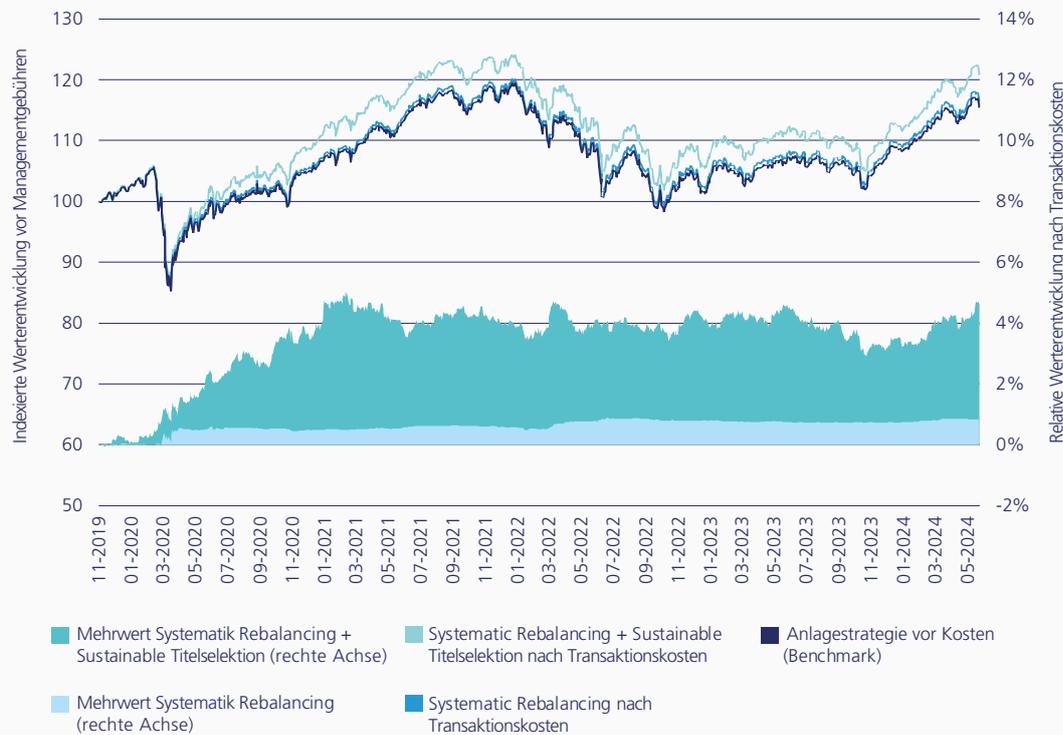
Wendepunkt anzuzeigen, und der gesamte Rebalancing-Mechanismus ist breit abgestützt.

Das Resultat aus den zwei Schritten ist unser Systematic Rebalancing Signal. Wie die untenstehende Grafik zeigt, ist dieses insgesamt deutlich ausgewogener als bei anderen Ansätzen; alle Anlageklassen zusammen lösten seit 2006 im Schnitt drei Rebalancings pro Jahr aus, ohne dass eine Anlageklasse die Anzahl Rebalancings dominierte. Das Signal setzen wir bereits seit September 2021 in unseren systematischen Portfolios um. In der jüngeren Vergangenheit zeigte das Signal am 24. Oktober 2023, ausgelöst durch Aktien Emerging Markets, und am 20. März 2024, ausgelöst durch Aktien Welt, zwei wichtige Wendepunkte (rote Kreise) an den Kapitalmärkten an.

Systematic Rebalancing Ansatz mit ausgewogener Anzahl Rebalancing-Signale pro Anlagekategorie



Live-Track-Record aus der Sustainable Titelselektion



Der grosse Vorteil des Systematic Rebalancing Signals liegt darin, dass es auf jedes beliebige Portfolio angewendet werden kann und sich somit gerade auch für eine aktive Titelselektion mit zusätzlichem Tracking Error aus der Titelselektion eignet. Im Live-Track-Record von November 2019 bis Mai 2024 vermochte das Systematic Rebalancing den Mehrwert aus der Sustainable Titelselektion um zusätzliche 0,8% (siehe Grafik oben, hellblaue Fläche) nach Transaktionskosten zu steigern.

Wendepunkte erkennen

Die Umsetzung der Rebalancing-Strategie ist ein aktiver Entscheid, der abgestimmt auf das Investitionsziel getroffen werden sollte. Möchte man das Risiko zur monatlich rebalancierten Benchmark minimieren, ist das Kalender-Rebalancing zu bevorzugen. Wird beabsichtigt, die Transaktionskosten zu minimieren, dann ist wiederum das Bandbreiten-Rebalancing die gängigste Wahl.

Möchten Investoren hingegen die Chance nutzen, Wendepunkte am Kapitalmarkt zu treffen, dann bietet

sich das Systematic Rebalancing Signal an. Dieses hat zudem den gewichtigen Vorteil, dass es gerade bei einer aktiven Titelselektion ohne zusätzliche Annahmen integriert werden kann.

Rebalancing-Strategien im Überblick

Kalenderbasiertes Rebalancing:

Bei dieser Strategie wird das Portfolio regelmässig nach einer Kalenderregel (bspw. quartalsweise) auf die Anlagestrategie zurückgeführt. Ziel ist es, möglichst nahe an der monatlich rebalancierten Anlagestrategie zu liegen, die gemäss der gängigen Praxis die Benchmark bildet.

Bandbreiten Rebalancing:

Primärziele sind hier die Reduktion der Transaktionskosten und das Ausnutzen von Trends in den Anlageklassen. Diese werden bei der Über- oder Unterschreitung der Bandbreiten kosteneffizient auf ihr Strategiegewicht zurückgeführt. Das bedeutet, dass die Anlageklassen mit einer Bandbreitenverletzung an die Anlagestrategie angepasst und auf der Gegenseite mit denjenigen

Anlageklassen ausgeglichen werden, die am nächsten an einer Bandbreitenverletzung liegen. Die restlichen Anlageklassen werden aus Kostengründen nicht verändert.

Systematic Rebalancing:

Das Systematic Rebalancing setzt sich zum Ziel, ein möglichst breit abgestütztes Signal zu generieren, bei welchem keine der Anlageklassen in einer ausgewogenen Multi-Asset-Anlagestrategie die Rebalancing-Häufigkeit dominiert. Dabei werden die Interaktionseffekte der Anlageklassen berücksichtigt und das gesamte Portfolio wird bei Eintritt eines Signals auf die Anlagestrategie zurückgeführt. Dieses Vorgehen ermöglicht zu Beginn eines möglichen neuen Kapitalmarktrends eine neutrale Ausrichtung des Gesamtportfolios auf die gewünschte Anlagestrategie.

Wirtschaft und Finanzmärkte

Einschätzung der Zürcher Kantonalbank zur Konjunktur- und Marktentwicklung

Dr. David Marmet,
Investment Solutions,
Zürcher Kantonalbank

Erholung in Europa stottert, Abkühlung in den USA, China schwächelt

Die globalen Konjunkturdaten sind in den letzten Wochen gemischt ausgefallen und haben per Saldo die Erwartungen von Ökonomen und Analysten nicht erfüllen können. In den USA haben die BIP-Daten zum 2. Quartal zwar positiv überrascht und zeigten einmal mehr auf, dass der US-Konsument weiterhin sehr zuversichtlich ist. Wir glauben allerdings, dass sich die robuste Entwicklung in der 2. Jahreshälfte nicht wiederholen und die Abkühlung des Arbeitsmarktes in einem schwächeren Konsumwachstum münden wird. Apropos schwaches Konsumwachstum: In China sind die harten Daten deutlich schwächer ausgefallen und es muss mittlerweile ein sehr dynamischer Wachstumspfad für die nächsten Quartale unterstellt werden,

dass die chinesische Zentralregierung ihr Wachstumsziel von 5% erreichen wird. Mit einer lahmen Binnenkonjunktur bleibt noch die Industrie als Wachstumsstütze. Dort sind die Daten zum wiederholten Mal solide ausgefallen. Das alle fünf Jahre stattfindende 3. Plenum hat seinerseits nicht die nötigen politischen Reformen hervorgebracht, um das Ruder herumzureissen. In der Eurozone ist die seit Jahresbeginn anhaltende Erholung bereits wieder ins Stocken geraten. Auf der einen Seite haben die Neuwahlen in Frankreich und die Ängste vor einem Handelskonflikt mit China und den USA unter Trump die Stimmung getrübt. Auf der anderen Seite bleibt die Industrie – insbesondere in Deutschland – ein Bremsklotz. Einige Vorlaufindikatoren deuten auf eine Stagnation zur Jahresmitte hin. Insbesondere die Unternehmen sind vorsichtiger geworden (Abbildung 1), während das Konsumentenvertrauen dank steigenden Nominallöhnen und einer Normalisierung der Inflationsrate wieder besser ausgefallen ist. Unser Hauptargument für eine Fortsetzung der verhaltenen Erholung ist denn auch das gestiegene reale verfügbare Einkommen der europäischen Privathaushalte. Bisher haben diese ihre verbesserte finanzielle Lage

allerdings zum Sparen und nicht zum Konsumieren genutzt.

Diverse Notenbanken mit Zinssenkungen im Herbst

Auf globaler Ebene hat im vergangenen Herbst eine Zinswende eingesetzt. Nach knapp zwei Jahren mit teilweise markanten Zinserhöhungen, sind die geldpolitischen Leitzinsen seither tendenziell wieder am Sinken. So gab es seit Oktober 2023 unter den wichtigsten Notenbanken der Welt rund viermal mehr Zinssenkungen als Zinserhöhungen. Der Zinssenkungszyklus wurde zunächst vor allem von den Schwellenländern in Lateinamerika und Osteuropa eingeleitet. Er weitet sich inzwischen aber immer mehr auch auf die übrigen Schwellenländer sowie die Industrieländer aus. Denn in den grösseren Industrieländern liegt das Inflationsziel der Notenbanken in greifbarer Nähe. Insbesondere in den USA sind die jüngsten Inflationsberichte besser als erwartet ausgefallen und erlauben es dem US-Fed, im September ein erstes Mal den Leitzins zu senken. Sollte sich die Abkühlung am Arbeitsmarkt in ähnlichem Tempo fortsetzen, wird es nicht bei einer Zinssenkung bis Ende Jahr bleiben. Auch bei der Europäischen Zentralbank rechnen die Märkte und die

Abbildung 1: Europäische Unternehmen sind wieder vorsichtiger
Eurozone Einkaufsmanagerindex (PMI Composite)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

meisten Ökonomen mit einer weiteren Lockerung im September. Allerdings lässt die Rhetorik der Ratsmitglieder darauf schliessen, dass die Währungshüter keine Eile bei den Zinssenkungen haben, zumal die Teuerung jüngst wieder etwas höher als erwartet ausgefallen ist.

Schweiz: CHF entscheidend für SNB-Geldpolitik

Die Schweizer Wirtschaft bleibt vorerst zweigeteilt. Der Dienstleistungssektor stützt das Wachstum

weiterhin, während die Industrie stagniert. Dies ist vor allem auf die global verhaltene Nachfrage zurückzuführen. So zeichnet der mit den Schweizer Exportanteilen gewichtete Einkaufsmanagerindex zurzeit noch ein ungünstiges Bild für die Schweizer Industrie. Mit der zunehmenden wirtschaftlichen Erholung in wichtigen Partnerländern dürfte sich dieses Bild aber allmählich ändern: Die Industrie erstarbt, der Dienstleistungssektor normalisiert sich. Die jüngsten Aussenhandelszahlen

deuten bereits in diese Richtung. Wir gehen weiterhin davon aus, dass unser Land – nicht zuletzt dank Grossereignissen und dem Transithandel – in diesem Jahr leicht überdurchschnittlich wachsen wird.

Auf kurze wie auf lange Frist werden für die Schweiz weiterhin stabile Preise erwartet. Zwar liegt die Güterpreis-inflation aktuell im negativen Bereich, und die Inflation der privaten Dienstleistungen notiert aktuell so hoch wie noch nie in diesem

Abbildung 2: Preise der privaten Dienstleistungen steigen kontinuierlich

Konsumentenpreise (in % vs. Vj.)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Jahrtausend (Abbildung 2). Dabei sind der wichtigste Treiber die Mieten, die aufgrund von zwei Erhöhungen des hypothekarischen Referenzzinssatz nun gestiegen sind – und beim Konsumentenpreisindex in den nächsten Quartalen weiterhin einen Druck nach oben ausüben dürften. Dennoch: Die Entwicklung der Produzentenpreise spricht nicht für ein erneutes Anspringen der

Inflation, aber auch Deflationssorgen scheinen aktuell fehl am Platz zu sein. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat also keinen zinspolitischen Handlungsbedarf. Ob sie an ihrer nächsten Lagebeurteilung Ende September dennoch ein weiteres Mal die Zinsen senken wird, hängt unserer Ansicht nach stark von der Entwicklung des Schweizer Frankens ab. Dabei sollten kurzfristige Schwan-

kungen nicht überinterpretiert werden. So erstarkte der Franken nach den Parlamentswahlen in Frankreich nicht, nach den jüngsten geopolitischen Ereignissen in den USA und im Nahen Osten hingegen schon. Bleibt der Franken in den nächsten Wochen stabil, dürfte die SNB den Zinssenkungszyklus vorerst aussetzen.

Anlagepolitik: Gewinnerwartungen eilen Konjunktur voraus

Die Zügel der straffen Geldpolitik werden in den grossen Währungsregionen behutsam gelockert, was bereits in den Markterwartungen reflektiert ist. Der Inflationsrückgang und Abschwächungstendenzen am Arbeitsmarkt lassen noch einen moderaten Renditerückgang bei den Obligationen zu. Für grössere Kursgewinne ist das Konjunkturmilieu allerdings noch zu robust. Wir bleiben daher bei den Anleihen weiterhin unter der strategischen Quote investiert. Innerhalb dieser Anlageklasse heben wir die Quote in Japan neu auf neutral an. Zwar wird die restriktive Geldpolitik für japanische Staatsanleihen weiterhin einen Bremsfaktor darstellen.

Aus Bewertungssicht besteht jedoch weiteres Erholungspotenzial für den Yen. Die Verringerung des Zinsnachteils zu den grossen Währungsräumen wird den Yen gemäss unserer Einschätzung etwas stärken. Zudem haben wir im Juni unsere Quote im Schweizer Heimmarkt reduziert. Der Markt erwartet von der SNB unserer Ansicht nach zu viele Zinssenkungen in diesem Jahr.

An den Aktienmärkten liegen die Bewertungen deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Die Gewinne steigen zwar, jedoch sind die Erwartungen relativ zu den berichteten Gewinnen zu hoch. Die Preissetzungsmacht von Unternehmen dürfte insgesamt abnehmen, sodass die Ausweitung der Gewinnmargen ins Stocken gerät.

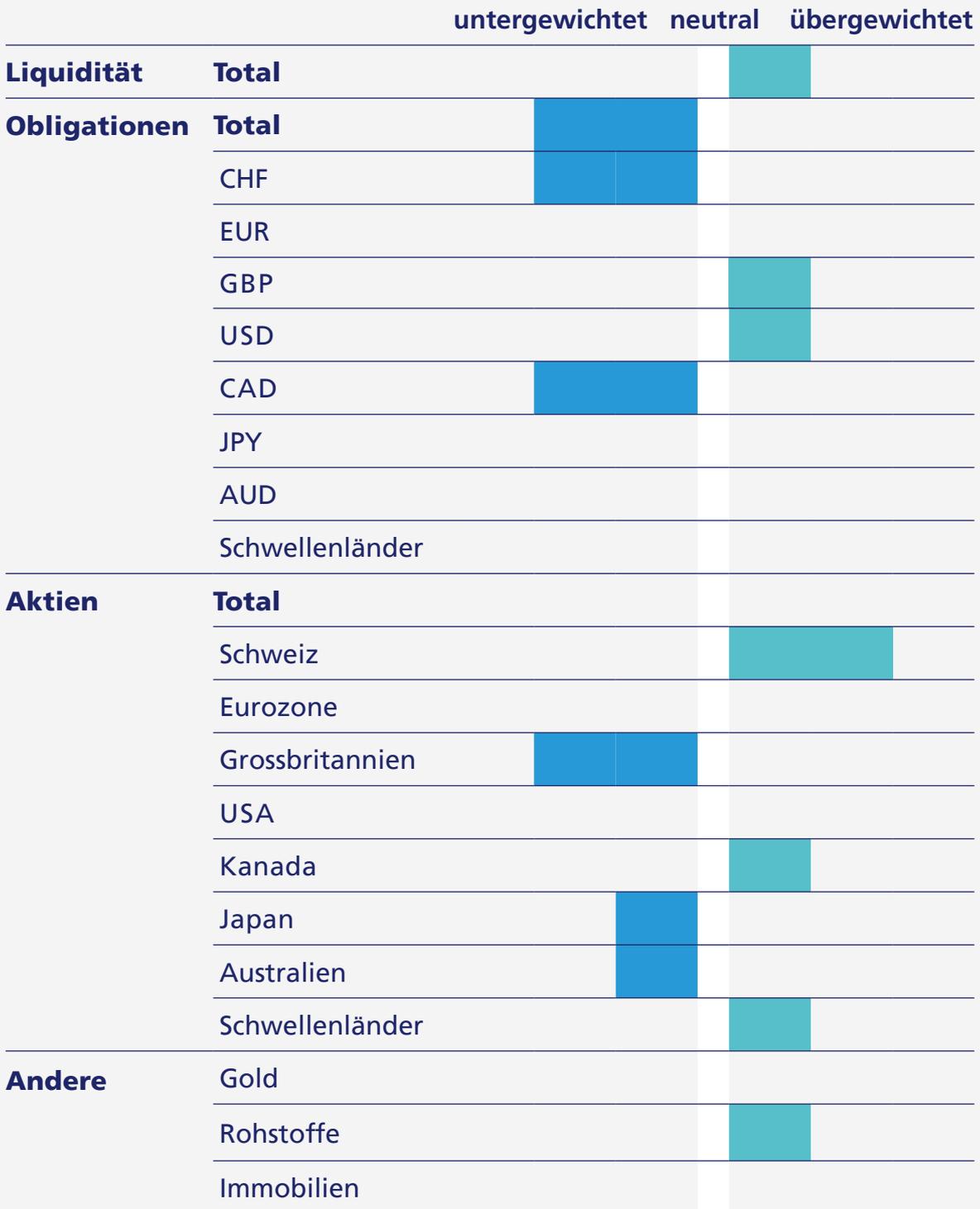
Wir reduzieren deshalb die Übergewichtung von Aktien auf «neutral» und heben die Liquidität auf «übergewichten» an. Die Aktien der Eurozone hatten zuletzt mit politischen Unsicherheiten in Frankreich zu kämpfen. Diese sind zwar nicht verschwunden, haben aber, wie von uns erwartet, an Brisanz verloren. Allerdings verliert die Konjunktur

in der Eurozone an Dynamik. Die ins Stocken geratene Erholung wird für eine Gewinnwende wohl nicht ausreichen. Die Unternehmensgewinne in der Währungsunion werden deshalb die globale Entwicklung nicht übertreffen. Aus diesem Grund bauen wir die übergewichtete Position bei Aktien aus der Eurozone auf «neutral» ab. Zudem haben wir im Juni die Position in Kanada aufgebaut. Zu den Haupttreibern der relativen Aktienmarktentwicklung zählen seit längerem die Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik. Die von uns erwarteten Zinssenkungen in Kanada dürften den kanadischen Dollar tendenziell schwächen, was zusammen mit leicht steigenden Rohstoffpreisen zu einer Verbesserung der Ertragslage führen sollte.

Obschon sich die Konjunktur langsamer erholt, bleibt das globale Wachstumsbild robust, was für Rohstoffe weiterhin ein gutes Umfeld darstellt. Nach dem schwachen Wachstum im Vorquartal dürfte die chinesische Wirtschaft im dritten Quartal wieder etwas besser abschneiden. Zudem sind die Chancen auf Fiskalmassnahmen in China zur

Ankurbelung der Binnenkonjunktur weiterhin vorhanden, so dass wir bei Rohstoffen übergewichtet investiert sind.

Abbildung 3: Taktische Asset-Allokation der Anlagestrategie «Balance»
(Stand: 31.07.2024)



Rechtliche Hinweise

Die Zürcher Kantonalbank hat sich bei der Erstellung dieser Publikation an den Anlagebedürfnissen und -spezifika schweizerischer Vorsorgeeinrichtungen orientiert. Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken. Es ist für die Verbreitung in der Schweiz bestimmt und richtet sich nicht an Anleger in anderen Ländern. Das Dokument stellt weder ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es eine Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Die in diesem Dokument beschriebenen Produkte und Dienstleistungen sind für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen (insbesondere Regulation S des US Securities Act von 1933) nicht verfügbar. Es wird empfohlen, die Informationen allenfalls unter Beizug einer Beraterin oder eines Beraters auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen sowie auf rechtliche, regulatorische, steuerliche und andere Auswirkungen zu prüfen. Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquellen enthalten. Die Meinung von Gastautoren muss sich nicht mit derjenigen der Zürcher Kantonalbank decken. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder von Informationen daraus ergeben. Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden. Es wird darauf hingewiesen, dass allfällige Angaben über die historische Performance keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance darstellen und dass allfällig ausgewiesene Performancedaten die bei der Ausgabe und Rücknahme von Fondsanteilen erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt lassen können. Allfällige im Dokument enthaltene Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken dienen lediglich Informationszwecken. Sie sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Hinsichtlich allfälliger Angaben bezüglich Nachhaltigkeit wird darauf hingewiesen, dass es in der Schweiz kein allgemein akzeptiertes Regelwerk und keine allgemeingültige Liste von Faktoren gibt, die es zu berücksichtigen gilt, um die Nachhaltigkeit von Anlagen zu gewährleisten.

Wo nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben in diesem Dokument auf Swisscanto Fonds mit Domizil Schweiz («Swisscanto (CH)») und/oder Luxemburg («Swisscanto (LU)») und/oder auf Anlagegruppen der Swisscanto Anlagestiftungen und/oder Vermögensverwaltungsmandate bei der Zürcher Kantonalbank. Alleinverbindliche Grundlage für den Erwerb von Swisscanto Fonds sind die aktuellen Fondsdokumente (z. B. Fondsverträge/Vertragsbedingungen, Prospekte, wesentliche Anlegerinformationen beziehungsweise Basisinformationsblätter sowie Geschäftsberichte), welche unter [swisscanto.com](https://www.swisscanto.com), bei der Swisscanto Fondsleitung AG, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zürich (ebenfalls Vertreterin der luxemburgischen Swisscanto Fonds) oder in allen Geschäftsstellen der Zürcher Kantonalbank bezogen werden können. Die Zahlstelle für die luxemburgischen Swisscanto Fonds in der Schweiz ist die Zürcher Kantonalbank, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zürich. Alleinverbindliche Grundlage für Anlagen in Anlagegruppen der Swisscanto Anlagestiftungen sind die Statuten, Reglemente, Anlagerichtlinien und allfällige Prospekte der Swisscanto Anlagestiftung beziehungsweise der Swisscanto Anlagestiftung Avant. Diese können bei den Swisscanto Anlagestiftungen, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zürich, bezogen werden.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können von der Zürcher Kantonalbank jederzeit ohne vorgängige Ankündigung geändert werden. Dieses Dokument wurde nicht von der Abteilung «Finanzanalyse» im Sinne der von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» erstellt und unterliegt folglich nicht diesen Richtlinien.

Pensionskassenseminare der Zürcher Kantonalbank

**Hier bilden sich
Stiftungsräte weiter.**

Unsere Seminare 2024

Vertiefungsseminar

Dienstag, 3. September 2024

Für Stiftungsräte, die bereits über ein solides Basiswissen verfügen und dieses noch weiter ausbauen möchten.

Erweiterungsseminar

Dienstag, 29. Oktober 2024

Für Fortgeschrittene: Es werden aktuelle Fragen aus der Praxis vertieft.

Kursort

Park Hyatt Zürich

Jetzt
anmelden
und Platz
sichern!

Weitere Informationen und Anmeldung via
QR-Code oder unter zkb.ch/pk-seminar

