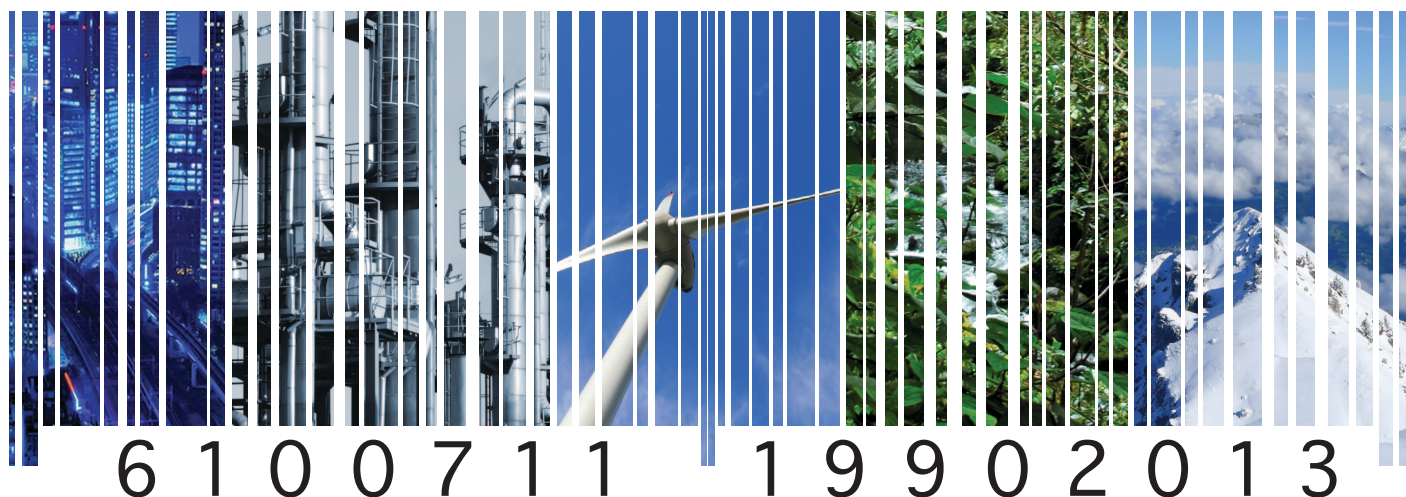




INVESTISSEMENTS À VALEUR ÉCONOMIQUE OU FINANCIÈRE ?

INVESTITIONEN MIT WIRTSCHAFTLICHEM
ODER FINANZIELLEM WERT?

Editorial • Leitartikel

Investissements à valeur économique ou financière ?

La crise financière de 2008 a induit une réflexion en profondeur de la fonction de l'investissement. Les principes d'une gestion socialement responsable, durable et la bonne gouvernance des entreprises gagnent du terrain. L'investisseur doit choisir entre une optimisation de gains boursiers et une approche à court, moyen et long termes d'un développement économique responsable.

La persistance de taux d'intérêts bas a conduit les régimes de retraites à repenser leur mode de financement. Non pas que leur gestion ait été déficiente, mais bien sur le fait que le financement défini, il y a parfois plus de vingt ans, l'était dans un contexte de développement économique de croissance exponentielle avec l'avènement en attente de marchés tels que la Russie, l'Inde, la Chine et le Brésil.

La recherche en temps réel d'un rendement positif a conduit à investir dans des placements qui n'avaient plus de fondement de financement du développement économique. Les gains devaient être moins fluctuants et plus récurrents. Même si cela avait été démontré sur plusieurs décennies, la crise bancaire a également changé la donne de ces opportunités.

Repenser une politique de placement en termes d'investissements à valeur économique ou financière demande de redéfinir la relation entre les entreprises, les marchés financiers, les banques et les investisseurs.

Dans cette nouvelle édition du SWISS GLOBAL FINANCE sont abordées différentes thématiques, entre autres, les ratings obligataires qui doivent renseigner sur la dimension plus ou moins sécurisante des obligations notées, respectivement non notées. Les stratégies « inflation » sont développées dans le cadre des dispositions à prendre pour positionner une politique d'investissement dans la perspective d'une reprise de l'inflation et ce pour différentes classes d'actif. Les investissements dans les pays frontières sont-ils une opportunité d'investissement ? Comment s'exposer, accéder à ces marchés ? Les États ne disposent plus de capacités réelles d'investissement. Les infrastructures doivent-elles être considérées ?

La notion de valeur économique ou financière est un facteur majeur de la durée d'un investissement et des risques conjoncturels de fluctuations que l'investisseur est prêt à accepter.

Nous nous trouvons à un croisement du choix entre « la tyrannie » du court terme et la nécessité de repenser le long terme.

Nous vous souhaitons une bonne lecture.

L'éditeur



Olivier Ferrari - CEO
Fondateur de / Gründer von
CONINCO 
Explorers in finance

Investitionen mit Wirtschaftlichem oder Finanziellem wert?

Seit der Finanzkrise von 2008 wird grundlegend darüber nachgedacht, welche Rolle die Investitionen spielen. Die Prinzipien einer sozial verantwortlichen und nachhaltigen Vermögensverwaltung sowie die good governance der Unternehmen gewinnen an Wichtigkeit. Die Investoren müssen die Wahl treffen zwischen der Optimierung der Börsengewinne und dem kurz-, mittel- oder langfristigen Ansatz einer verantwortungsbewussten wirtschaftlichen Entwicklung.

Infolge der anhaltend niedrigen Zinssätze müssen die Pensionskassen ihre Finanzierungsweise überdenken. Ihre Verwaltung war zwar nicht unzulänglich, aber Art und Weise wurden bisweilen vor mehr als zwanzig Jahren festgelegt vor dem Hintergrund eines exponentiellen wirtschaftlichen Wachstums und in Erwartung einer ähnlichen Entwicklung der Märkte in Ländern wie Russland, Indien, China und Brasilien.

Die Suche nach positiver Rendite in Echtzeit führte dazu, dass in Anlagen investiert wurde, die keinerlei Bezug mehr zur Finanzierung des Wirtschaftswachstums hatten. Die Gewinne sollten weniger fluktuieren und regelmässiger ausfallen. Auch wenn dies über mehrere Jahrzehnte erreicht werden konnte, hat die Bankenkrise die Ausgangslage dieser Investitionsmöglichkeiten massgeblich geändert.

Eine Anlagestrategie hinsichtlich des wirtschaftlichen oder finanziellen Wertes ihrer Investitionen zu überdenken, setzt voraus, dass die Beziehung zwischen den Unternehmen, den Finanzmärkten, den Banken und den Investoren neu definiert wird.

In dieser aktuellen Ausgabe von SWISS GLOBAL FINANCE werden verschiedene Themen erörtert, unter anderem das Rating von Obligationen, das Informationen über die Sicherheit der bewerteten bzw. nicht bewerteten Wertpapiere liefern soll. Ebenfalls geht es um Strategien angesichts der Inflation. Sie werden vor dem Hintergrund von zu treffenden Massnahmen beleuchtet, die verschiedene Asset-Klassen innerhalb einer Investitionsstrategie im Hinblick auf eine zunehmende Inflation positionieren. Dann stellt sich die Frage, ob man die sich bietenden Investment-Gelegenheiten in Nachbarländern wahrnehmen soll? Wie soll man auf diese Märkte zugreifen, welche Exposure ist angemessen? Und schliesslich wird erwogen, ob Staaten mangels echter Investitionskapazitäten Infrastrukturprojekte in Betracht ziehen sollten.

Der Begriff des wirtschaftlichen oder des finanziellen Wertes ist ein wesentlicher Faktor für die Dauer einer Investition und die konjunkturellen Fluktuations-Risiken, die der Investor einzugehen bereit ist.

Wir befinden uns an einem Scheideweg und müssen uns entscheiden zwischen der „Diktatur“ der Kurzfristigkeit und der Notwendigkeit, den langfristigen Ansatz neu zu betrachten. Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Die Herausgeber

Recherche de rendement sous contrainte de budget de risque



par Christophe Belhomme
Head of Investment Office
Aberdeen Solutions

Aberdeen Asset Management

Sandra Craignou

Head of Investments
(France)



Lenvironnement de taux historiquement bas pose de sérieux problèmes aux investisseurs à la recherche de rendement. Dans le cas d'un fonds de pension pour lequel la recherche d'un rendement ne peut se faire que dans une enveloppe de risque contrainte, une des solutions réside dans la diversification du portefeuille. La recherche d'actifs ou de stratégies peu corrélées avec les facteurs de risque traditionnels auxquels sont exposés les actions et les obligations devrait permettre d'augmenter le rendement attendu du portefeuille pour un niveau de risque donné.

Un environnement de taux historiquement bas

Depuis la crise de 2008, toutes les banques centrales à travers le monde ont mis en place des politiques d'assouplissement monétaire : c'est bien entendu le cas aux États-Unis, mais aussi au Royaume-Uni et plus récemment au Japon. Seule la BCE n'a jusqu'à présent pas souhaité appliquer des mesures similaires, mais son président Mario Draghi a néanmoins prévu des mesures non conventionnelles et il a annoncé lors de la réunion d'avril 2013 qu'il cherchait toujours à mettre en place de nouveaux instruments non conventionnels.

Mais la palette de tels instruments, qui doivent faire preuve d'efficacité, doit s'inscrire dans le cadre du mandat de l'institution de Francfort. Plus récemment M. Draghi a même adopté le principe de « forward guidance », annonçant pour un certain temps des taux bas, voire plus bas que ceux existants. Les injections de liquidités par les banques centrales semblent aussi vouloir s'inscrire dans la durée, en particulier dans les pays où la compétitivité est

affectée ou ceux en lutte avec la déflation. Et ce, malgré les déclarations récentes de M. Bernanke, laissant à penser à une certaine modération puis à un arrêt du programme d'assouplissement quantitatif dès la mi-2014 aux États-Unis.

Ce contexte de liquidités affluant continuellement sur les marchés a créé un environnement de taux historiquement bas. La situation ne s'améliore pas vraiment si l'on considère le niveau des taux réels qui sont en territoire négatif dans certains pays, comme en Allemagne. Cette nouvelle donne, en place depuis l'été 2011, complique largement la tâche des investisseurs qui sont à la recherche de rendement dans le cadre d'une diversification et d'une prise de risque contrôlée.

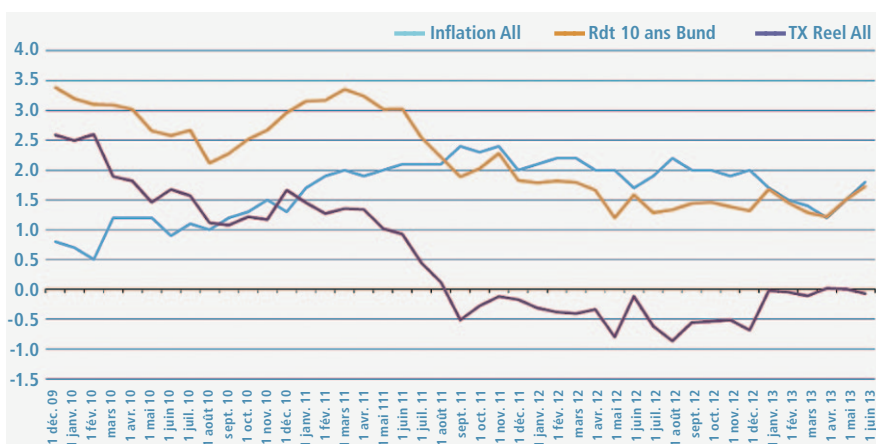
Quelles perspectives pour les actionnaires ?

Le faible niveau des taux d'intérêt et des valorisations moins attractives pour les actions et le crédit restreignent significativement le niveau de rendement attendu pour un portefeuille composé principalement d'obliga-

tions et d'actions. Les enquêtes effectuées auprès des fonds de pension européens sur l'allocation de leur portefeuille indiquent une répartition encore investie à plus de 80% en actions et produits de taux. L'allocation moyenne est investie pour 35% en actions, 45% en taux dont 60% en titres d'État et 40% en titres de crédit, 10% en immobilier et 10% sur d'autres actifs (alternatifs, matières premières,...). Cette allocation est assez variable selon les pays européens mais reste une bonne estimation pour les grands pays où les fonds de pension sont déjà très présents (Royaume-Uni, Pays-Bas, Suisse).

En retenant des hypothèses raisonnables sur l'évolution future de ces actifs, on constate à quel point le rendement moyen des fonds de pension sera probablement tiré vers le bas si rien n'est fait pour trouver de nouvelles sources de rendement. Nous avons estimé quel pourrait être le rendement moyen d'un fond de pension pour les cinq prochaines années à partir des conditions financières et économiques actuelles et attendues. Dans un scénario médian, les actions des marchés développés pourraient délivrer une performance annualisée de 7% résultant d'une croissance des profits de 4.5% et d'un dividende de 2.5% (de 1970 à 2007 la croissance moyenne des profits étaient de 7.9%). Ces hypothèses tiennent compte du niveau actuellement élevé des marges des entreprises et d'une valorisation restant à son niveau actuel. Concernant les taux d'intérêt nous faisons l'hypothèse d'une normalisation très progressive du niveau des taux, avec une hausse de 50 points de base par an pour atteindre 4.5% dans cinq ans. Dans un tel scénario, la performance annualisée d'un portefeuille obligataire de titres

Les taux réels en Allemagne



source : Bofomberg-Aberdeen

Tableau 1 – Corrélation entre différents actifs sur les dix dernières années

	EM Corp	EIM IG Corp	US IG Corp	EM HY Corp	US HY Corp	EM HG Sov	EM LC Sov	US Treasury	S&P
EM Corp	1.00	-	-	-	-	-	-	-	-
EM IG Corp	0.99	1.00	-	-	-	-	-	-	-
US IG Corp	0.76	0.79	1.00	-	-	-	-	-	-
EM HY Corp	0.96	0.91	0.65	1.00	-	-	-	-	-
US HY Corp	0.76	0.70	0.51	0.83	1.00	-	-	-	-
EM HC Sov	0.91	0.91	0.75	0.86	0.74	1.00	-	-	-
EM LC Sov	0.71	0.66	0.52	0.74	0.63	0.78	1.00	-	-
US Treasury	0.22	0.32	0.58	0.01	-0.23	0.29	0.08	1.00	-
S&P	0.57	0.50	0.27	0.67	0.72	0.59	0.69	-0.25	1.00

source : Bloomberg-Aberdeen

d'État serait proche de 0%. Pour un portefeuille de titres de crédit avec un spread moyen de 120 points de base au-dessus des taux d'État, la performance annualisée se situerait autour de 2.2%. Nous retenons un rendement annualisé de 5% pour l'immobilier et les autres placements alternatifs. En appliquant ces hypothèses de rendement pour les cinq prochaines années au portefeuille d'allocation représentatif, nous obtenons un rendement moyen inférieur à 4%. Même dans ce scénario peu performant pour les actifs financiers cela suppose que les fondamentaux économiques deviennent suffisamment solides pour éviter que la hausse des taux n'impacte négativement les actifs risqués.

Si l'on considère un environnement de taux stable pour les cinq prochaines années, la situation n'est pas tellement plus favorable puisque l'on obtient un rendement moyen de 4.8%. Il est donc urgent d'explorer différentes voies pour accroître le rendement espéré des portefeuilles.

Diversification des actifs obligataires

Une première solution consiste à rechercher des rendements plus élevés au sein de la poche obligataire. Un coupon plus élevé permettra de compenser la perte de rendement due à une hausse des taux d'intérêt. Cela se fera au prix d'un risque plus élevé mais avec l'effet positif de diversifier les risques du portefeuille. Malgré le resserrement des spreads sur le crédit et la dette émergente ces dernières années, il est encore possible de trouver des rendements attractifs tout en maintenant un risque de crédit modéré. Les taux de défaut restent encore à un niveau très bas reflétant des

bilans globalement sains au niveau des entreprises et le rendement offert compense encore le risque pris. Les produits de taux à haut rendement et la dette émergente offrent à cet égard une réelle diversification par rapport aux titres d'États (tableau 1). En revanche, ils présentent une corrélation relativement élevée avec les actions ce qui doit être pris en compte dans le cadre de la construction du portefeuille et du suivi de son risque global.

Diversification vers des actifs « alternatifs » de long terme

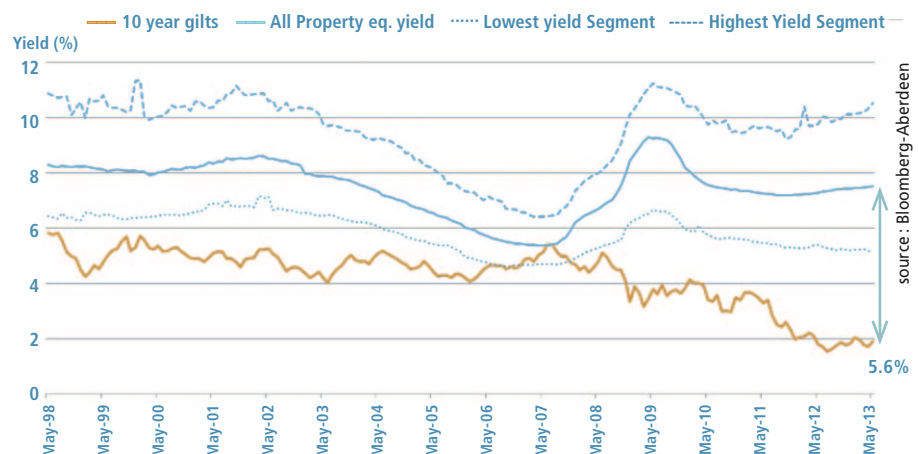
En second lieu, la prime de liquidité peut constituer un déterminant décisif dans le choix des investissements (dette privée au sens large, immobilier, private equity, infrastructure...). Au-delà de la motivation centrale de recherche de rendement, la logique d'exposition accrue vers les classes d'actifs entrant dans la catégorie à faible liquidité peut répondre à divers objectifs, comme la duration, la recherche d'une moindre volatilité ou encore la décorrélation.

À titre d'exemple, la dette d'infrastructure présente des opportunités attrayantes dans un contexte où les besoins de financement sont élevés. La moindre intervention des banques dans les financements de ces projets en raison de besoin en capital plus élevé présente une source d'investissement attractive pour les investisseurs institutionnels. Néanmoins, ce type de placement convient en priorité aux investisseurs présentant des passifs longs et il permet d'obtenir un niveau de rendement significatif et une décorrélation certaine par rapport aux actifs traditionnels.

Malgré leur rendement attractif, l'offre de ce type de placement demeure encore relativement rare car elle nécessite souvent des montages complexes et une participation des États afin d'assurer une profitabilité minimale pour ces projets souvent de très long terme et de pouvoir attirer les capitaux privés. Historiquement, la dette d'infrastructure offrait des spreads de 100 à 150 points de base pour des maturités comprises entre 20 et 30 ans. Avec les nouvelles contraintes de capital pesant sur les banques, les spreads se situent désormais à des niveaux relativement plus élevés.

Une autre façon d'investir dans les projets d'infrastructure est l'investissement direct aux côtés des États ou d'autres partenaires privés. Ces investissements ont l'avantage d'offrir des revenus indexés à l'inflation et généralement peu corrélés à l'activité économique lorsqu'il s'agit de projets d'utilité publique. De façon plus générale, le secteur de la dette de long terme offre de nouvelles opportunités suite à l'apparition de nouveaux circuits

Taux de rendement du marché immobilier



de financement et au retrait partiel des banques et des États.

L'immobilier est une autre classe d'actifs qui dans le contexte actuel de faible taux d'intérêt présente des caractéristiques intéressantes. Même si nous estimons que la valorisation de l'immobilier n'est pas particulièrement attractive, sa composante rendement offre des niveaux tout à fait attrayants par rapport aux taux d'État. Ce type de rendement a aussi l'avantage de présenter une relative inertie au cours du temps et d'offrir à moyen terme une corrélation partielle avec l'inflation. Un investisseur de long terme trouvera donc tout son intérêt dans ces placements en exploitant sa composante de rendement à court/moyen termes et en escomptant une appréciation du capital à long terme.

La gestion du risque au cœur de la construction de portefeuille

La maîtrise du risque reste un élément essentiel de la gestion du portefeuille au même titre que la recherche de rendement. Plusieurs pistes doivent être exploitées simultanément et aucune d'entre elles ne sera suffisante prise isolément pour assurer une gestion solide du risque du portefeuille. La diversification des actifs du portefeuille est une première réponse à une meilleure gestion du risque mais elle repose trop souvent sur l'illusion d'être une bonne protection contre les fortes baisses de marche alors que les actifs se retrouvent habituellement très corrélés entre eux dans les périodes de forte volatilité. Une gestion de l'allocation plus flexible avec pour objectif de limiter les baisses en cas de turbulence de marché peut aussi être une réponse pour un meilleur contrôle du risque. Enfin une gestion systématique en budget de risque qu'elle soit sous contrainte de Value At Risk ou de baisse maximale autorisée permettra de mieux contrôler le profil de risque du portefeuille.

Diversification du portefeuille : une illusion ?

En période d'incertitude, les avantages de la diversification sont clairs : il convient en effet de se couvrir contre des risques et des événements divers en investissant dans un grand nombre d'actifs dont les expositions aux facteurs de risque de marché sont dis-

parates et présentent des profils de rendement/risque différents. Ainsi, dans le temps, le niveau de « drawdown » est limité, les chocs sont contrôlés et in fine cela permet de générer un meilleur rendement ajusté du risque. Si la diversification fonctionne plutôt bien dans la plupart des configurations de marché, elle se révèle en revanche souvent décevante dans des périodes de fortes turbulences où l'ensemble des actifs risqués se retrouvent fortement corrélés. Malgré le grand nombre d'actifs composant le portefeuille, la diversification peut être une illusion si ces actifs réagissent aux mêmes risques de marché. La construction de portefeuille est à cet égard essentielle pour analyser et comprendre les risques auxquels est exposé le portefeuille et rechercher une diversification maximale de ces facteurs de risque.

À titre d'illustration, un actif de taux peut se décomposer en trois types de risques : risque lié au taux d'intérêt, risque lié au crédit de l'émetteur et risque lié à la devise d'exposition. Dans des périodes de turbulence de marchés, le risque de taux jouera le rôle d'amortisseur alors que le risque de crédit sera d'autant plus pénalisant que l'émetteur représente un risque spécifique élevé l'impact de la devise étant assez variable. Tous ces facteurs de risque doivent être précisément estimés et agrégés au niveau du portefeuille afin de mieux contrôler son comportement dans les phases de marché difficiles. La diversification passe donc par la recherche d'exposition à des facteurs de risque aussi peu corrélés que possible plutôt que par l'empilement d'un grand nombre d'actifs qui au final ne protégera pas forcément le portefeuille.



Souvenir de la plage 1 - André Raboud

Cette approche d'allocation du risque en terme de facteurs de risque plutôt que par classes d'actifs a été à l'origine suivie dans l'univers des hedge funds en raison de la multiplicité des stratégies utilisées, de leur relative complexité. L'introduction de gestions alternatives dans les portefeuilles permet d'introduire des expositions à des facteurs de risques de marché non présents dans les classes d'actifs traditionnelles et vient ainsi renforcer la diversification.

Ces facteurs de risque peuvent être inclus parmi le risque de taux ou actions mais offrent en plus des risques spécifiques que l'on ne retrouve pas dans les actifs traditionnels. Les stratégies exploitant la volatilité des marchés ou les fusions acquisitions entre sociétés sont par exemple intéressantes pour élargir la palette de risques dans le portefeuille. De même, les gestions exploitant la convexité permettent d'introduire un profil de risque asymétrique très recherché. Un des principaux avantages de l'introduction d'actifs alternatifs - au sens large - dans les portefeuilles est cette capacité à cibler un profil de risque/rendement bien défini grâce à la multiplicité des stratégies disponibles.

La gestion flexible : trouver les bons gérants

Contrairement à la diversification du portefeuille qui consiste d'abord à rechercher des expositions à des marchés/stratégies (beta du marché), la gestion flexible va chercher à utiliser de façon dynamique ces multiples expositions afin de capturer une partie de la hausse des marchés et de protéger le portefeuille en cas de forte baisse. La réussite de ce type de stratégie dépend donc avant

tout de la capacité du gérant à analyser les signaux de marché et à évaluer en conséquence les risques de marché et les changements de configuration. Ces gestions présentent un intérêt dans un environnement de taux bas et avec des fluctuations importantes de volatilité. La recherche de rendement ne peut pas simplement se faire à partir d'une stratégie passive même si celle-ci se révèle profitable à terme mais doit pouvoir exploiter cette capacité à pouvoir faire évoluer son portefeuille de façon significative afin de réduire le risque et d'exploiter les meilleures opportunités de marché.

Un des principaux avantages de cette gestion réside dans une limitation des drawdowns et une réactivité importante. Ce type de gestion se retrouve aujourd'hui dans des styles de gestion différents mais qui ont tous le même objectif de cibler un niveau de rendement plutôt que de se référer à des indices de marché. Les gestions dites « long-only » offrent aujourd'hui des fonds avec de tels objectifs mais qui dans la plupart des cas feront évoluer leurs expositions entre un minimum de 0% et un maximum qui peut aller jusqu'à 100%. Les gestions alternatives utiliseront l'effet de levier et les positions « short » afin d'exploiter au maximum les effets de diversification des risques. L'introduction dans un portefeuille de ces gestions flexibles et à recherche de rendement absolu dépend in fine de la capacité de l'investisseur à pouvoir évaluer l'alpha généré par le gérant pour l'obtention de sa performance.

La gestion sous contrainte de risque

Une autre façon de mieux contrôler le risque du portefeuille passe par une gestion systématique du risque avec le suivi d'indicateurs qui constituent des seuils à ne pas franchir et qui dans le cas de dépassement conduiront à une réallocation du portefeuille afin de revenir dans les limites de risque autorisées. Ces limites peuvent être exprimées en termes de volatilité maximale, de perte maximale associée à un niveau de probabilité et un horizon d'investissement (Value At Risk) ou de perte maximale autorisée (maximum drawdown). Dans tous les cas, il s'agit d'appliquer de façon systématique une réallocation du portefeuille en fonction de contraintes de risques qui déterminent le budget de risque dans lequel le portefeuille peut évoluer.

Contrairement à des gestions visant à garantir ou protéger le capital à un niveau prédéterminé, la gestion sous contrainte de risque telle que décrite ci-dessus n'offre pas les mêmes protections mais a l'avantage d'offrir beaucoup plus de flexibilité et de ne pas couper toutes les positions risquées lorsque les seuils de risque sont atteints. Elle permet néanmoins d'amortir de façon significative les chocs de marché tout en permettant de revenir au niveau d'allocation initial en cas de reprise du marché.

Enfin, dans le cas d'un fonds de pension la maîtrise du risque se situe autant du côté de l'actif que du passif. En effet, dans la problématique traditionnelle des fonds de pension ou des gestions de type assurantielle, l'allocation résulte souvent des exigences de passif ou de résultat comptable, limitant de fait la partie la plus active de la gestion. Dans bien des cas, le risque de taux constitue la part la plus évidente de ce type de portefeuilles, risque calqué sur les exigences de passif, impliquant un faible taux de rotation et une limitation des marges de manœuvres tactiques pour la poche d'adossement. La forte présence d'actifs de taux dans les fonds de pension correspond à ce souci de réduire toute évolution défavorable du passif. Face à une telle situation, l'allocation de la poche de diversification prend toute sa signification, notamment dans une situation de taux bas.

Cependant, dans un environnement de taux historiquement bas et avec une configuration asymétrique où l'impact d'une hausse des taux serait bien supérieure à celui d'une baisse du fait d'une marge limitée à la baisse, on peut légitimement se poser la question du bénéfice de détenir une part significative des emprunts d'États pour couvrir le passif. La réduction de la part des actifs de taux peu rémunérateurs et représentant un coût d'opportunités important pour le fonds de pension, doit être envisagée dans le cadre d'une large diversification des actifs et des facteurs de risque associés et par la mise en place de limites de risque ex-ante visant à contrôler aussi bien l'actif que le passif. ■

Les informations contenues dans le présent document sont de nature générale et données à titre informatif seulement. Elles se basent sur des sources estimées fiables et toutes les opinions exprimées le sont de manière honnête à la date applicable. Si les informations présentées dans ce document contiennent des prévisions ou toute autre estimation sur l'avenir, ces déclarations ne sont que des conjectures et les événements ou résultats réels peuvent se révéler très différents. Aberdeen Asset Managers Switzerland AG (« AAMS ») et Aberdeen Asset Managers Limited (« AAML ») ne fournissent aucune garantie d'exactitude ou de fiabilité de ces informations et n'assume aucune responsabilité envers les personnes qui s'y fient. Toutes les informations proviennent du groupe de sociétés Aberdeen Asset Management. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à fournir des conseils d'investissement ou des conseils sur des produits financiers personnels. Elles ne doivent pas être considérées comme une offre ou une sollicitation à prendre part à un investissement mentionné dans le présent document.

Ce document n'a pas été préparé en tenant compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins particuliers d'un quelconque investisseur, aussi est-il important que les investisseurs examinent la pertinence des informations en fonction de leurs propre situation financière, fiscale et leurs, objectifs et qu'ils consultent de préférence leur conseiller habituel. AAMS et AAML ne seront pas tenus responsables de toute perte ou dommage envers quiconque en rapport avec les présentes informations, sauf si requis par la loi applicable. Toute copie, modification, vente, distribution, adaptation, publication, reformulation, reproduction ou toute autre utilisation est interdite, sauf autorisation écrite préalable d'AAMS pour la Suisse ou AAML pour l'UE.

Publié par Aberdeen Asset Managers Switzerland AG. Enregistré en Suisse sous le n°CH-020.3.033.962-7. Siège social : Schweizergasse 14, 8001 Zurich. Organisme autorisé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) pour la distribution d'organisme de placement collectif.

Publié dans l'UE par Aberdeen Asset Managers Limited (« AAML »). Immatriculé en Écosse sous le n° 108419. Siège social : 10 Queen's Terrace, Aberdeen, AB10 1YG. Organisme autorisé et régulé par la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni.

AAML et AAMS AG se réservent le droit d'apporter des changements ou des corrections à toute information contenue dans ce document à tout moment et sans notification préalable.

Rôle des agences et de leurs notations dans les décisions d'investissement



par
Dr. Agim Xhaja
Responsable des
investissements taux

BCV Asset Management

Qu'est-ce qu'un rating de crédit ?

Un rating de crédit reflète l'opinion des agences de notation financière sur la capacité et les perspectives de remboursement d'un émetteur, que ce soit une entreprise ou un gouvernement, à honorer l'intégralité de ses engagements financiers dans les délais définis. Il indique la qualité de crédit d'une émission obligataire, comme des emprunts *corporates*, souverains ou des titres adossés à des actifs, et l'éventualité que l'émetteur tombe en défaut de paiement.

Qui sont les agences de notation financière ?

Les trois principales agences de notation financière, américaines, sont Standard & Poor's (S&P), Moody's et Fitch Ratings. Elles traduisent des informations complexes par une échelle de notation simple, ce qui permet de procéder à des comparaisons entre secteurs.

Pour les emprunts à long terme, ces trois agences utilisent une échelle allant de A à D, en ajoutant parfois des chiffres et des symboles « + » ou « - ». Par exemple, S&P et Fitch notent une émission ou un émetteur avec les ratings à long terme suivants : AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, voire C ou D. Le système de Moody's est similaire, mais celle-ci remplace les symboles par des chiffres, comme suit : Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, etc. Les ratings inférieurs à BBB- ou à Baa3 font partie de la catégorie *Investment Grade*. En dessous de BBB- ou de Baa3, les obligations sont considérées comme spéculatives et usuellement qualifiées de *junk*, soit d'obligations pourries.

Chaque agence utilise sa propre méthode et ses propres critères pour estimer la solvabilité. En général, elles s'efforcent toutes d'émettre des notations *through the cycle* (sous-entendu sur une longue période) par opposition à *point in time* (sous-entendu ce qui prévaut aujourd'hui, mais pas forcément demain).

Voici, ci-dessous, les critères sur lesquels se basent les notes que S&P attribue :

- AAA** Capacité extrêmement forte à honorer ses engagements financiers. La note la plus élevée.
- AA** Très forte capacité à honorer ses engagements financiers.
- A** Forte capacité à honorer ses engagements financiers, mais exposition aux effets défavorables des changements de situation ou de conditions économiques.
- BBB** Capacité encore suffisante à honorer ses engagements financiers, mais susceptible de pâtir de conditions économiques défavorables ou de changements de situation.
- BBB-** Note considérée par les acteurs du marché comme le niveau le plus bas de la catégorie *Investment Grade*.
- BB+** Note considérée par les acteurs du marché comme le niveau spéculatif le plus élevé.
- BB** Moins vulnérable à court terme, mais fait face à des incertitudes importantes dans ses activités, dues à des conditions financières et économiques défavorables.
- B** Vulnérabilité plus importante à des conditions financières et économiques défavorables, mais peut continuer d'honorer ses engagements financiers.

- CCC** Actuellement vulnérable, dépend dans ses activités de conditions favorables sur le plan économique et financier pour honorer ses engagements financiers.
- CC** Actuellement très vulnérable.
- C** Actuellement très vulnérable à des obligations ou autres circonstances précises.
- D** Défaut de paiement constaté ou imminent. Ne peut assumer ses engagements financiers.

Les agences utilisent aussi la notion de perspective ou *outlook* pour indiquer la probabilité d'un changement de rating. Il y a trois cas de figure, comme suit :

- «**Positive**» indique que la notation pourrait être revue à la hausse.
- «**Négative**» indique que la notation pourrait être revue à la baisse.
- «**Stable**» signale qu'un changement de notation est improbable.

Enfin, les agences indiquent qu'un changement de rating peut intervenir en le plaçant dans une liste de mise sous surveillance : CreditWatch pour S&P ou Review pour Moody's. Un rating listé dans la Credit-Watch de S&P présente au moins 50% de probabilités d'être revu à la hausse (surveillance positive) ou à la baisse (surveillance négative) à court terme, typiquement trois mois.

Comment s'établissent les ratings ?

Les agences de notation adoptent différentes approches pour se forger une opinion sur le risque de crédit. En général, elles prennent en considération des facteurs qualitatifs et quantitatifs. S&P, par exemple, s'appuie sur l'analyse fondamentale pour évaluer la solvabilité d'un émetteur.

Ses analystes examinent la performance et la politique financière ainsi que le contexte commercial et économique dans lequel cet émetteur évolue. En outre, ils décortiquent les données financières et pondèrent des informations essentielles, telles que les stratégies à long terme. Ils jaugent enfin les perspectives de remboursement de l'émetteur et sa capacité à honorer ses engagements financiers dans les délais définis.



Dans la vague 3 - André Raboud

En ce qui concerne les emprunts garantis par des États, les agences considèrent tout autant la qualité du crédit de l'émetteur particulier que celle de l'État qui est garant. Ainsi, les services publics européens recèlent un risque de pays très lié à leur État respectif ; chaque gouvernement peut mettre en place des mesures fiscales et réglementaires qui auront un impact important sur le profil de crédit des sociétés appartenant aux services publics du pays. Comme constaté ces deux dernières années, les abaissements de rating de l'Espagne et de l'Italie ont systématiquement déteint sur la note de leurs services publics respectifs. Actuellement, les notes des services publics espagnols et italiens ne peuvent dépasser de plus de deux crans celle de leur pays respectif, indépendamment de la note individuelle de chaque société.

A noter que, en ce qui concerne les principaux pays, les services publics partiellement en mains de l'État voient souvent leur notation revue à la hausse pour refléter l'éventualité du soutien gouvernemental en cas de difficultés. En France, la notation d'EDF (Aa3/A+) a été augmentée de deux crans par Moody's et d'un cran par S&P en raison de la participation majoritaire de l'Etat. Si ce dernier venait à diminuer sa participation sous 50%, le rating d'EDF serait abaissé.

Les agences engagent généralement le processus d'évaluation sur demande des émetteurs mais, dans certains cas, elles attribuent aussi des ratings sans être sollicitées.

Pourquoi les notations changent-elles ?

Les raisons d'ajuster un rating sont diverses. Elles peuvent être étroitement liées aux

aléas économiques globaux ou dépendre plus précisément des événements affectant un secteur, un émetteur ou une émission.

Parfois, des changements dans le climat des affaires peuvent affecter le risque de crédit d'une large palette d'émetteurs et de titres. Par exemple, un nouveau concurrent ou une technologie novatrice, au-delà de ce qui avait pu être prévu et pris en compte dans la notation initiale, peuvent influencer les résultats bénéficiaires d'une société, entraînant à terme un ou plusieurs abaissements de rating. Augmentation ou contraction de l'endettement, changements significatifs de cash-flow ou modifications du cadre réglementaire sont autant d'éléments également susceptibles d'influencer une note. Sans oublier les cas où une autre méthodologie est appliquée : les titres hybrides et le montant d'*equity credit* que les agences de notation leur attribuent constituent un cas d'école.

Réduire l'*equity credit* peut accroître la pression sur la notation des obligations seniors. Ce fut le cas des obligations seniors de Santos Ltd. et de Dong Energy. Elles ont été placées par S&P sur CreditWatch en vue d'un éventuel abaissement de rating lorsque l'agence a changé sa méthode de notation des hybrides, réduisant de 100% à zéro l'*equity credit* attribué à cette catégorie de titres.

Quelles sont les limites des notations ?

• Les notations peuvent intervenir avec un temps de retard

La note est le fruit d'une étude des données présentes et historiques de l'émetteur. Elle ne prédit pas les événements ou les développements futurs. Par conséquent, elle ne

devrait pas être considérée comme un indicateur avancé de la solvabilité future de l'émetteur. On fustige souvent la lenteur des agences à ajuster leurs notations pour refléter les changements affectant le milieu dans lequel évoluent les émetteurs. Les niveaux des spreads obligataires et des CDS (*credit default swaps*) constituent parfois un meilleur indicateur au moment d'évaluer la solvabilité fluctuante d'un émetteur.

• Conflits d'intérêts

Les agences de notation ont eu leur lot de critiques pour le rôle qu'elles ont joué lors de la crise financière de 2008 (notamment les subprimes). Pendant la période précédant cette crise, elles ont négligé les signaux d'avertissement et alimenté la demande en produits structurés à risque. Elles ont notamment attribué des ratings élevés à des hypothèques résidentielles titrisées (RMBS, soit *residential mortgage-backed securities*) ou à des obligations adossées à des actifs (CDO, soit *collateralized debt obligations*). Beaucoup de spécialistes ont imputé ces erreurs des agences à des conflits d'intérêts, notamment ceux inhérents au modèle de rémunération par les émetteurs.

En effet, ces derniers, qui sont les clients, paient les agences pour être notés, les incitant insidieusement à gonfler les notes, à réduire les standards d'évaluation ou à les contenter de toute autre manière.

• Subjectivité des notations

Les analystes financiers peuvent être sujets aux mêmes effets de groupe que les traders ou les investisseurs, ce qui les rend parfois réticents à mettre à jour les modèles et les prévisions pour identifier les changements de tendance. La fiabilité des ratings devrait donc être considérée avec un certain scepticisme. Il faudrait les utiliser comme un outil pour évaluer et effectuer des comparaisons entre divers effets ou titres plutôt que comme une mesure absolue du risque.

• Pas de notation pour certains émetteurs

Souvent, les entreprises dotées d'une note basse ou qui sont en désaccord avec l'évaluation des agences ne communiquent pas leur rating ou choisissent de ne pas en demander un au moment de lever des fonds auprès du public.

• Différences de notation entre agences

Le même effet peut être noté différemment par les agences en raison du jugement personnel des analystes sur les aspects qualitatifs de l'entreprise et de son secteur. La différence de notation est particulièrement évidente pour des actifs plus complexes, ce qui peut semer la confusion parmi les investisseurs.

• Rôle des agences et de leurs notations dans les décisions d'investissement

Si les investisseurs s'appuient sur les ratings au moment de décider de leurs placements, ceux-ci ne garantissent pas la valeur de l'investissement. Ils ne constituent pas un certificat de solidité ou une mesure de la valeur de l'actif, de même qu'ils ne prétendent pas non plus signaler la pertinence d'un investissement. Ils ne représentent qu'un aspect de la décision de placement : la qualité du crédit.

Dans certains cas, les notes reflètent l'opinion des agences sur le montant que les investisseurs peuvent espérer recouvrer en cas de défaut de paiement. Il faudrait éviter de se fier exclusivement aux notations lors des évaluations car elles ne sont pas une mesure absolue du risque sur la durée, mais plutôt un outil pour comparer les classements de divers effets. A l'heure d'analy-

ser un placement, les investisseurs devraient prendre en considération non seulement la qualité du crédit, mais encore la composition actuelle de leurs portefeuilles, leur stratégie et leur horizon de temps, leur tolérance au risque ainsi qu'une estimation de la valeur du titre en comparaison avec celle d'autres titres qu'ils pourraient choisir.

Les agences de notation représentent une composante importante du marché financier. Elles permettent de corriger l'asymétrie d'informations entre les émetteurs et les investisseurs et donc de faciliter le fonctionnement même du marché. Dûment menée, leur évaluation du risque de crédit est essentielle pour de nombreux acteurs du marché qui manquent de ressources ou de compétences pour réaliser une analyse indépendante. Dans certains cas, les notations dépeignent un tableau fiable du risque, mais, dans d'autres, elles ont un temps de retard. Si elles fournissent des informations, il faudrait les prendre pour ce qu'elles sont : des estimations basées sur des modèles, des données et des prévisions. Il est nécessaire de faire vérifier et de réviser les perspectives et les modèles par une entité externe ou indépendante.

Le défi des agences de notation consiste à donner des ratings à la fois pertinents et stables. On critique souvent leur manque d'anticipation en ce qui concerne les changements de solvabilité de l'émetteur. Paral-

lèlement, les investisseurs ont exprimé leur préférence pour des notations stables, vu les coûts des transactions occasionnés par leurs fréquents changements. Ils ne souhaitent pas que les notes soient revues pour refléter de légers changements de situation financière. Les agences expliquent leur manque de réactivité par la méthodologie *through the cycle* sur laquelle se basent leurs évaluations.

Malgré leurs défauts, les ratings ont un impact significatif sur le négoce des obligations. De nombreux investisseurs se basent sur des critères d'investissement qui s'y réfèrent. Les gérants de fonds et de mandats ont souvent des limites de rating pour investir. Aussi, lorsque la note d'une obligation est révisée à la hausse ou à la baisse, les gérants sont sous pression pour acheter, respectivement vendre. L'impact sur le niveau du spread obligataire est particulièrement évident lorsqu'une obligation est sur le point de passer sous le seuil de la catégorie *Investment Grade*. Passer de *Investment Grade* à *junk* entraîne souvent une forte pression vendeuse.

Conclusion

Les notations ne sont pas toujours fiables, mais elles ont un impact significatif sur le marché obligataire. Une note élevée est précieuse pour l'émetteur, alors que d'être relégué dans la catégorie *junk* peut provoquer un désastre financier. Bien que de récentes erreurs commises par les agences de notation aient terni leur réputation sur le marché, elles exercent toujours une grande influence sur les coûts et l'accès aux capitaux. Les investisseurs ont donc tout intérêt à comprendre les avantages et les limites des notations pour en tirer le meilleur parti. ■

Voile sur la mer - André Raboud



Les limites de la croissance économique



par
Olivier Ferrari

Fondateur et directeur général

CONINCO Explorers in finance SA

Quelle politique d'investissement pour les institutions de prévoyance ?

La révolution industrielle du 19^{ème} siècle a induit un changement fondamental dans les perspectives du développement économique tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Les facteurs de production industrielle, les transports ont impacté profondément la notion d'échange pour couvrir des besoins vitaux. La main d'œuvre, la terre et le capital sont devenus des produits disponibles à la vente. Les conditions nécessaires à l'instauration d'un commerce et d'un libre-échange accéléré ont conduit à la première globalisation des économies développées de l'époque. La population mondiale était en 1800 de 1 milliard d'habitants contre 7 milliards à ce jour (2013).

La révolution numérique de la fin du 20^{ème} siècle a propulsé l'humanité dans un univers où les distances sont devenues une anecdote et dont le temps s'est transformé en non-temps. La tyrannie de l'immédiat et du

rendement anticipé a induit un développement économique industriel financier ou la finance financière est devenue l'argument de la fonction de création du bien-être, ceci au détriment d'un développement économique industriel durable qui permet de mettre l'humain au centre de celui-ci.

La dernière décennie, depuis l'an 2000, a conduit à une globalisation généralisée de la planète. L'univers des possibles pour une extension du développement économique a atteint la limite de « l'écologiquement acceptable » du planisphère terrestre ; et l'économie doit se réinventer un nouveau paradigme. Celui-ci doit intégrer une reconstruction d'une responsabilité intergénérationnelle. Il faut favoriser le développement de la démocratie autrement que sur des puissances financières, mais sur le bien-être de l'individu, en respect de l'environnement et en préservant l'héritage des générations futures.

Nous devons passer d'une économie de croissance « quantitative » par accumula-

tion de biens vers une économie de croissance par remplacement de biens et de collectivité de biens. Dans le même temps, même si la croissance de la population mondiale semble offrir des perspectives d'opportunités, il n'en demeure pas moins que l'empreinte écologique va réduire le champ des possibles.

L'évolution de la population mondiale compte à ce jour 230'000 nouveaux habitants de plus chaque jour pour 170'000 décès. 28% de la population mondiale est âgée de moins de 15 ans et 8% a déjà 65 ans. Il y a actuellement 5 milliards d'êtres humains abonnés au téléphone cellulaire/mobile, soit 72,7% des habitants (9 juillet 2010), et 2 milliards d'êtres humains ont accès à Internet¹.

L'histoire

La révolution industrielle a subi son premier à-coup lors du choc pétrolier de 1973 avec une modification brutale de l'offre de pétrole qui s'est combinée à une hausse du prix du baril qui a été multiplié par trois en passant à 10 dollars l'unité. Les taux annuels d'inflation ont atteint les 12%.

La décennie suivante a vu l'instauration de mesures devant favoriser un capitalisme plus libéral et une maîtrise de l'inflation. Le concept de « gestion de stock humain » s'est développé avec le changement de notion de « service du personnel » en « ressources humaines ». L'individu disparaît au profit du tout financier.

L'avènement d'Internet au début des années nonante est la conséquence de la miniaturisation des composants électroniques liés à une explosion des compétences mathématiques et mémoires des ordinateurs. Il en a découlé une véritable révolution technologique, industrielle et financière permettant aux nouvelles technologies de positionner l'innovation comme moteur de production et de croissance économique, voire de surproduction et d'abondance avec la naissance de l'hypertrophie des déchets.

Le rendement exponentiel a surpassé la réalité de la création de richesse et de la croissance économique effective. L'interconnexion de tous les pays de la planète a créé les conditions cadres de la finitude de l'univers de développement quantitatif.



Olivier Ferrari

L'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000 qui a corrigé l'abondance spéculative de la décennie précédente s'est développée en même temps que le changement des rapports politiques entre les Etats, suite à l'attentat du 11 septembre 2001. Durant cette période, tant la Chine, que l'Inde, la Russie, le Brésil et bien d'autres pays dits émergents ont effectivement émergés avec une rapidité qui a surpassé ce que les Etats-Unis et l'Europe ont réalisé en temps et amplitude sur près de 150 ans. Il aura fallu à peine 15 ans pour que ces pays se mettent à niveau, alors même qu'il aura fallu 40 ans au Japon pour passer du stade d'un relatif « moyen-âge » à une économie développée aboutie.

Durant cette période, l'explosion des capacités de calcul des ordinateurs et de l'instantanéité de l'obtention d'informations ont conduit à ce qu'une finance d'intermédiation, par la mise à disposition de l'épargne pour le développement économique, devienne une finance productrice d'argent avec deux événements majeurs, soit d'une part la crise des subprimes qui a éclaté en 2007 et d'autre part l'affaire Madoff le 12 décembre 2008. Ces deux événements ont pour élément commun la création d'une économie virtuelle créatrice d'argent à court terme avec les conséquences que les moyens financiers qui devraient être mis à disposition de l'économie à moyen et long termes ne sont plus disponibles. Les investisseurs se détournent de l'économie réelle. Tant la finance que les médias poussent dans ce sens.

Nouvelles contraintes structurelles

Ce développement a conduit à une perte de la notion de la responsabilité sociétale, le règne de l'urgence caractérise l'économie actuelle². La finance ne répond plus à son rôle historique et s'est déconnectée pour sa partie « spéculative » de l'économie. L'environnement subit une atteinte grave dont on ne peut mesurer l'impact sur l'écosystème et les différents équilibres constitués au court des **4,5 milliards d'existence** de la terre.

Que cela soit par les plaques dérivantes de déchets plastiques dans les océans, la disparition des forêts (la surface d'un terrain de football disparaît chaque minute, à ce

rythme il n'y aura plus de forêt primaires dans 30 ans !!!). Une augmentation exponentielle du CO2 dans l'atmosphère avec ses conséquences collatérales sur le climat et tout le vivant, une augmentation préjudiciable de l'acidité des océans. Toutes ces contraintes structurelles sont autant d'opportunités pour une vision d'économie positive à mettre en place.

Il convient d'admettre les conséquences de nos actes et de redonner une chance aux générations actuelles et futures pour une vie « humanisée » dans un environnement sein. Le groupe de réflexion pour une économie positive a retenu 45 propositions² : repenser les objectifs des entreprises, définir des indicateurs extra-financiers de référence, faire de l'investissement socialement responsable ou ISR un véritable levier pour la croissance de l'économie positive, rediriger l'épargne et les investissements vers les activités positives, renforcer les actionnaires de long terme, encourager les énergies renouvelables et l'efficacité énergétique, faire de l'école un lieu d'échange entre les générations, rédiger une charte mondiale des responsabilités universelles, lutter contre toutes les formes de discriminations, favoriser l'économie du partage, etc.²

Ce chapelet d'exemples de tout autant de quelques propositions induisent un potentiel de mise en place d'une gouvernance responsable, respectueuse de l'environnement, de la personne, de l'entreprise qui favorise l'émergence d'une économie positive et de la création des conditions cadres pour l'avènement d'un nouveau paradigme économique et de redéploiement économique avec tout autant de création d'emploi.

« Bâtir un capitalisme patient »², une notion qui est totalement en lien avec une gouvernance responsable dont le long terme permet de redonner ses chances à un développement économique durable.

Espérances de rendement

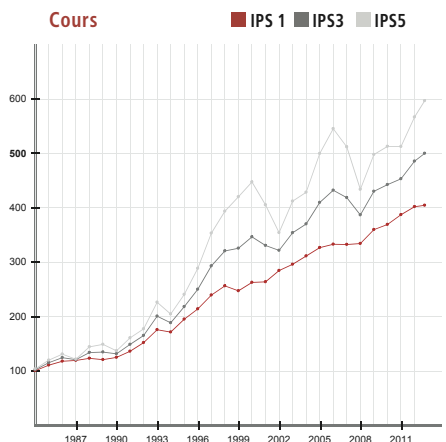
Les performances du passé ne sont pas une garantie d'un résultat futur. Si cet adage fait partie de toute documentation présentant des prestations ou produits financiers, il n'en demeure pas moins que lorsque les événements se sont déroulés, il est difficile de ne pas se pencher sur ce

passé et de se dire que le résultat effectif aurait pu être meilleur si ... Le gestionnaire d'actifs, respectivement conseiller en investissement est sans cesse confronté à la fluctuation à court terme des marchés, à la prise de décision pour positionner un portefeuille et à la comparaison à posteriori de ses résultats.

Dans une allocation stratégique, quelle doit être la part en actions ?

Sur le graphique 1, il est relevé trois composantes d'allocations stratégiques. La princi-

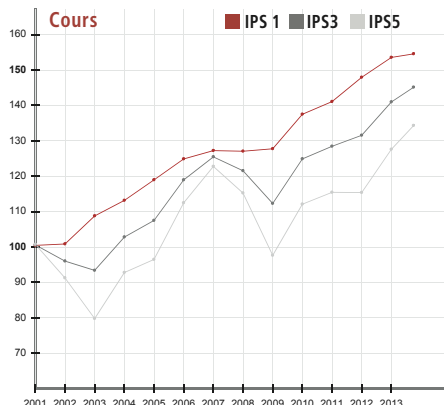
Graphique 1 – Période du 1er janvier 1985 au 30 septembre 2013



pale variable est celle du poids en actions qui est de 10% pour IPS 1, 30% pour IPS 3 et de 50% pour IPS 5³.

Le résultat est sans équivoque, un investisseur ayant choisi de considérer une diversification avec 10% d'actions aurait eu une performance cumulée sur la période de référence de 304,71% contre 400,06% pour IPS 3 et 496,76% pour IPS 5. Il est indéniable que de ne pas avoir suffisamment d'actions conduit à un manque à gagner évident.

Graphique 2 – Période du 1er janvier 2001 au 30 septembre 2013



Sur le *graphique 2* (page 13), nous reprenons les mêmes références sur une période plus récente. Les résultats sont totalement inversés puisque IPS 1 réalise une performance cumulée de 57,62% contre 46,47% à IPS 3 et 34,16% à IPS 5.

La comparaison des résultats entre l'une ou l'autre des approches, à posteriori, conduit à des conclusions totalement inversées.

Dans une allocation, quelle importance donner à la diversification étrangère ?

Cette question est récurrente et, selon les périodes de survenance des événements, respectivement performances réalisées, l'investisseur est plus ou moins enclin à modifier sa perception pour une prise de décisions.

Pour parvenir à donner une réponse sans émotions, il est considéré deux indices de référence du marché institutionnel suisse. À savoir l'indice IPS 4 qui a été créé en 1996 avec un calcul depuis 1985 et l'indice LPP 40 qui a été créé en 2000, conséquemment aux indices LPP de la banque Pictet & Cie, et recalculée pour la période démarrant en 1985 également. Le *tableau 1* relève les différences fondamentales entre les deux indices.

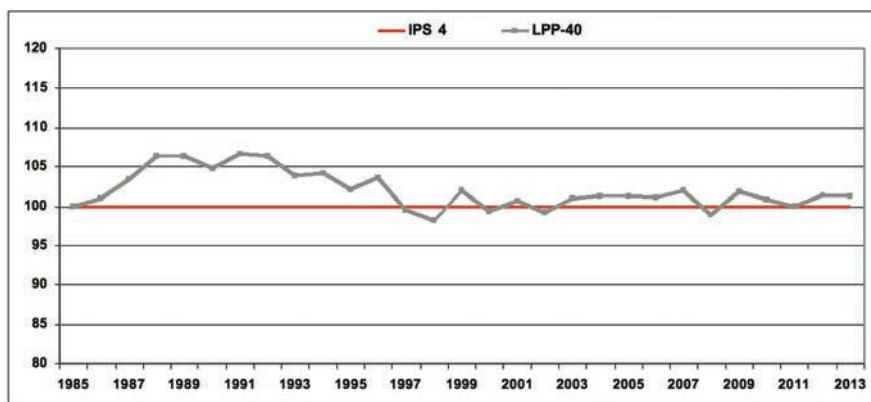
Nous évaluons sur le *graphique 3* la comparaison en relatif de l'évolution de la performance des deux allocations.

La performance totale sur la période de référence est de 462,18% pour IPS 4 et 465,55% pour LPP 40, soit un gain de l'allocation LPP 40 de CHF 337'000.- sur 28 ans ou près de CHF 12'000.- par année et ce, pour CHF 10 millions d'investissement à l'origine. Une analyse plus détaillée des données fait ressortir que, depuis 1988, à l'exception de quelques années, une diversification en valeurs étrangères n'a pas eu de valeur ajoutée. Il ne convient toutefois pas d'en déduire que toute diversification est néfaste pour un portefeuille.

Tableau 1 – Composition IPS 4 et Indice LPP 40

	IPS 4	LPP 40	Différences
Liquidités	5%	0%	./. 5%
Obligations suisses	45%	45%	n.a.
Obligations internationales	10%	5%	./. 5%
Obligations en Euro	0%	10%	+ 10%
Actions suisses	25%	15%	./. 10%
Actions internationales	15%	25%	+ 10%
Total actions	40%	40%	n.a.

Graphique 3 – Comparaison relative de la performance IPS 4 et LPP 40



Comme relevé, les performances du passé ne sont pas une garantie à futur. Depuis 1996, il ressort que l'une ou l'autre des approches a tendanciellement donné le même résultat. Ceci démontre une convergence à long terme des performances dont la bourse n'est que le baromètre du développement économique. Certes, avec un peu de retard ou de l'avance, suivant l'angle sous lequel on l'analyse.

Quel est le retour sur investissement selon les stratégies retenues ?

Le présent point se veut de cerner l'impact d'une période de référence sur le rendement réalisé d'une politique de placement au détriment d'une autre. Pour ce faire, il a été effectué un calcul sur des périodes de dix ans glissantes avec la nécessité de rémunérer au minimum le capital de prévoyance au minimum de la LPP.

Sur le *graphique 4*, nous reprenons la comparaison d'une stratégie incluant 25% en actions – Indice LPP 25 et une stratégie incluant 40% d'actions – LPP 40. Après rémunération de l'épargne, nous avons calculé l'excédent de rendement dégagé par l'une ou l'autre des stratégies.

Nous constatons plusieurs périodes bien distinctes, soit celle de 1985 à 2001 dont les

périodes glissantes ont généré des excès effectifs de rendements. La période de 1993 à 2007 avec des niveaux nettement inférieurs à la référence initiale. La période de 1999 à 2011 avec des impacts négatifs majeurs et, en conséquence,

une impossibilité à remplir la couverture minimale de rendement. Et enfin, la période de 2003 à 2012 qui représente une décennie atypique avec des premières années de performances positives, une baisse significative et un retournement de marché qui devrait conduire à une reconstruction économique.

Si tel est le potentiel de développement, les données démontrent clairement qu'il y a un avant avec des excès de rendement significatifs et un après. Même si l'après est encore élevé pour les rendements obtenus, il convient néanmoins de ne pas négliger que la rémunération obligatoire de l'épargne n'est plus la même que celle d'origine. Si l'on considère la période de 1991 à 2000, elle fut exceptionnelle et c'est bien au cours de cette période que tous les actes de rémunérations excessives du deuxième pilier ont impacté négativement la décennie qui s'en est suivie. Ceci demande à ce que les fonds de pensions constituent des réserves suffisantes et, dans des cas extrêmes, soit modifient la prise de risque de leur stratégie d'investissement pour servir des excès de rendement, soit créent des réserves adéquates aux surperformances réalisées, ce pour autant que celles-ci soient encore effectives.

Quels sont les investissements à considérer ?

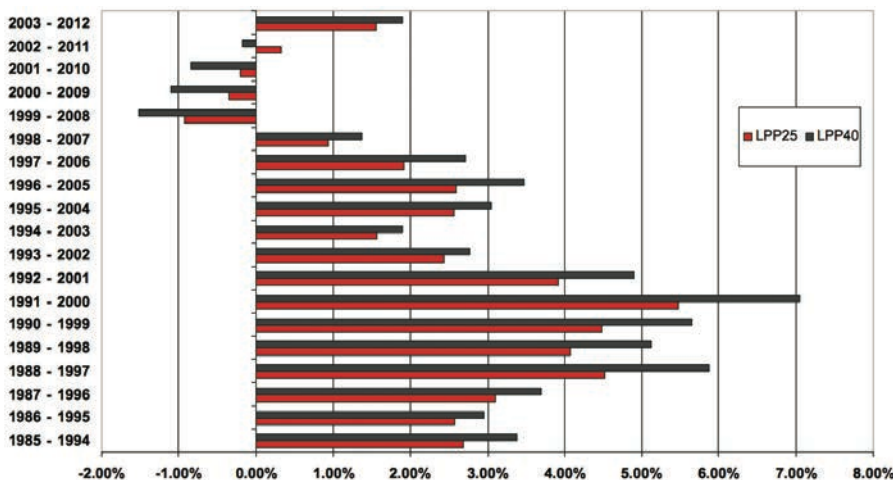
Les dispositions légales définissent clairement les principes à observer :

Art. 50 OPP 2

Sécurité et répartition du risque

2. Lors du placement de sa fortune, elle doit veiller à assurer la sécurité de la réalisation des buts de prévoyance. La sécurité doit être

Graphique 4 – Ecart entre les taux minimum LPP et les marchés



évaluée spécialement en tenant compte de la totalité des actifs et des passifs, ainsi que de la structure et de l'évolution future prévisible de l'effectif des assurés.

3. Lors du placement de sa fortune, elle doit respecter les principes d'une répartition appropriée des risques ; les disponibilités doivent, en particulier, être réparties entre différentes catégories de placements ainsi qu'entre plusieurs régions et secteurs économiques.

L'alinéa 2 explicite clairement que seule la structure de l'institution de prévoyance prédomine dans la détermination d'une politique de placement. Toute comparaison avec d'autres valeurs serait un détournement de la loi.

L'alinéa 3 implique qu'une diversification est dans tous les cas nécessaire. La seule application de cet article interdit de n'être que sur un seul marché ou une seule classe d'actif.

Sur le tableau 2, nous dissocions des investissements de rendements, économiques, financiers et mixtes. La forme choisie de l'une ou l'autre des opportunités doit considérer la nécessité de garantir en tout temps le règlement des prestations et la capacité d'être dans le marché à court, moyen et long terme pour assurer la pérennité du capital de couverture des prestations promises.

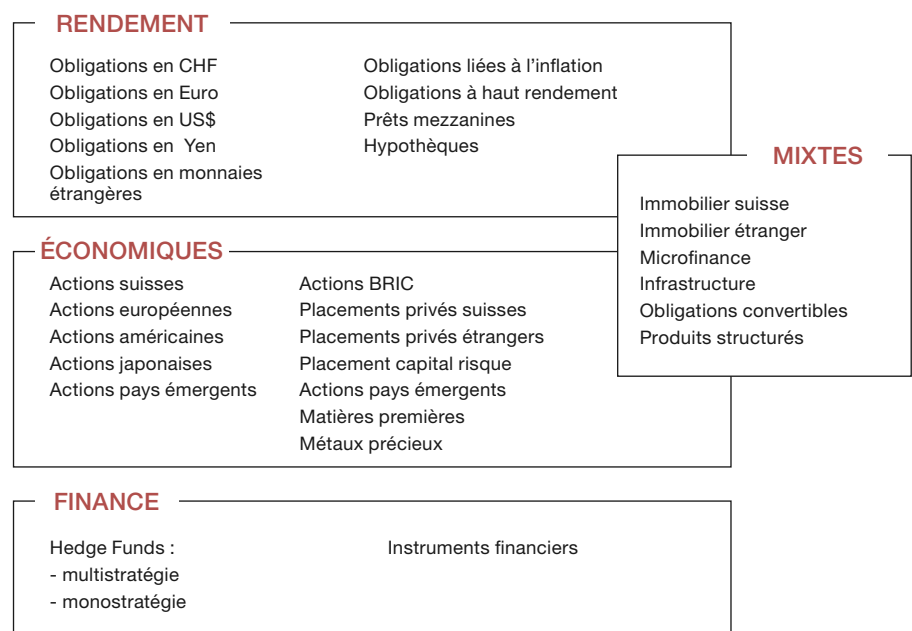
Comparaison n'est pas raison !

La notion de « benchmarking » induit des comparaisons entre différentes institutions de prévoyance qui incurvent les spécificités de chacune. Sur le tableau 3, nous rele-

vons trois gestions d'actifs, pour trois contraintes significatives avec des comparaisons de performances en fonction des flux financiers.

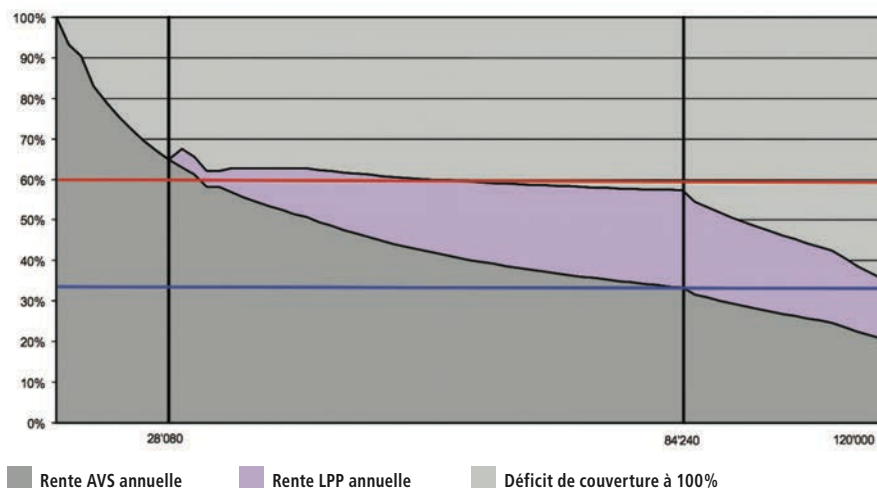
Il ressort qu'en pure comparaison de marché (TWR), chaque gestion a réalisé la même performance. Un parallèle avec le rendement propre des investissements de chaque cas (MWR) fait ressortir des différences significatives qui peuvent être destructrices de capital. C'est bien ce risque que l'article 50 OPP2, alinéa 2 veut éviter. Son application conduit à l'impossibilité de comparer des performances d'institutions de prévoyance entre elles, mais bien entre ce que chacune a réalisé en fonction de son potentiel propre.

Tableau 2 – Relation financière des investissements

Tableau 3
Flux financiers et performances des marchés

	GESTIONNAIRES		
	A	B	C
Apport initial	100.00	100.00	100.00
Variation du capital due à la gestion = -9.0%	-9.00	-9.00	-9.00
État après variation du capital	91.00	91.00	91.00
Mouvements de fonds	50.00	0.00	-20.00
État après apport de fonds	141.00	91.00	71.00
Variation du capital due à la gestion = 12.0%	16.92	10.92	8.52
État après variation du capital	157.92	101.92	79.52
Total des mouvements	150.00	100.00	80.00
Gain	7.92	1.92	-0.48
Capital moyen investi	125.00	100.00	90.00
MWR annualisé	3.12%	0.96%	-0.27%
TWR annualisé	0.96%	0.96%	0.96%

Graphique 5 – Couvertures des prestations de retraite



Ceci implique d'introduire dans chaque stratégie d'investissement la notion de rendement/risque pris et d'espérance de rendement raisonnablement définissable, et ce pour chaque classe d'actif et pour une politique globale d'investissement.

Quelle sécurité sociale pour la prévoyance ?

Un système de sécurité sociale doit permettre d'une part de ne pas créer d'indigence et d'autre part de responsabiliser l'ensemble des parties prenantes. Dans le cas des systèmes de prévoyance, tant l'Etat que les entreprises et les individus sont concernés. Cette énumération doit fonder un système de prévoyance à plusieurs étages et diversifier les risques économiques. C'est dans cette finalité que le système suisse des trois piliers répond à une juste allocation, tant des sources de fonds que des prestations promises.

Sur le *graphique 5*, nous relevons le niveau des prestations promises pour une personne ayant normalement contribué au cours de sa carrière professionnelle à la construction de sa rémunération de retraite.

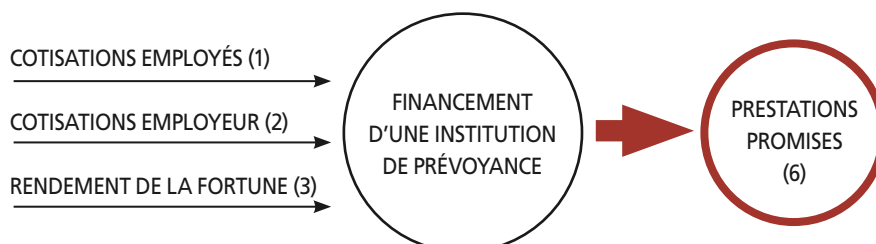
Le régime de l'Etat, l'AVS ou premier pilier, doit permettre de couvrir les besoins vitaux. La solidarité est maximale puisque il n'y a pas de plafonnement du salaire pour les cotisations alors même que les prestations sont limitées. Le système fonctionne en répartition, soit les cotisations des actifs doivent couvrir les prestations versées aux bénéficiaires. Le système ne bénéficie que

d'une année de prestations dans ses réserves. Tant l'évolution démographique que l'augmentation de l'espérance de vie et/ou une forte inflation pourraient déséquilibrer le ratio financement/prestations.

La prévoyance professionnelle, le deuxième pilier, est une responsabilité partagée entre l'entreprise et les collaborateurs. Le système de gestion paritaire permet de qualifier en temps continu tant la fiabilité de la structure mise en place que les prestations promises et le financement prévu. À contrario du premier pilier, le poids du troisième cotisant est un apport non négligeable puisque le développement économique finance une part importante des prestations.

Ce système peut être fragilisé, à long terme, par une forte augmentation de l'espérance de vie et/ou une forte inflation et, à court terme, par une correction majeure des marchés financiers. La grande force de ce système est que les prestations promises sont intégralement couvertes par une fortune effective.

Financement du deuxième pilier



Si, du point de vue conceptuel, le système du deuxième pilier est fiable, il conviendrait d'y apporter une modification majeure. Le niveau des prestations promises pour des bas salaires dont la couverture, pour une période complète de cotisation de 40 ans induit une disponibilité de moyens avec le premier pilier que de 60%.

Or, dans la déclinaison de la législation suisse qui a induit un minimum de prestations, une part importante d'actifs actuels seront de futures personnes indigentes retraitées.

Le système ne fonctionne que depuis 28 ans, il reste en conséquence 12 ans pour rétablir un équilibre du deuxième pilier et éviter de charger les générations futures. Trois mesures explicites permettraient de répondre à cette nécessité. Pour la première, il convient de ne plus avoir de montant de coordination dans le calcul des cotisations. Ceci permettrait d'assurer une couverture globale de tous les salariés. Elle est immédiate et engendre un coût économique supportable. La deuxième mesure consiste à devoir cotiser depuis l'âge de 20 ans. Cela représente 5 années de plus de financement des prestations et un potentiel de rachat supérieur de prestations dans les fonds de pensions. La troisième mesure consisterait à n'avoir plus qu'un taux de cotisation de 12,50% pour l'épargne, ce qui induirait qu'il n'y aurait plus de ségrégation entre les jeunes (7% de cotisation sur salaire coordonné) et les aînés (18% de cotisation sur salaire coordonné).

Le troisième pilier est une composante importante qui ne peut être applicable que par les personnes disposant d'un revenu suffisant. Il offre à tout un chacun de moduler, selon ses capacités financières et ses besoins, un plan de financement d'épargne qui lui offrira en temps opportun une qualité de vie adaptée à ses ambitions. Les risques sont un investissement spéculatif qui pourrait détruire le capital épargné. Plus le

Tableau 4 – Espérances de rendements différenciées

Classes d'actif	Allocation stratégique	Objectif de rendement 1985	Objectif de rendement 1990	Objectif de rendement 2000	Objectif de rendement 2010	Objectif de rendement 2013
Obligations suisses	30.00%	4.75%	6.50%	3.75%	2.00%	1.10%
Obligations étrangères	15.00%	6.00%	7.50%	4.75%	2.75%	1.60%
Actions	30.00%	8.50%	8.00%	6.50%	6.00%	6.00%
Immobilier	25.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
	100.00%	6.13%	6.73%	5.04%	3.94%	3.37%
OBR* actions = 0%		2.55%	2.40%	1.95%	1.80%	1.80%
OBR* corrigé dito		3.58%	4.33%	3.09%	2.14%	1.57%

*OBR -> Objectif de rendement

délai d'entrée en prise de capital est court, plus les investissements devront être de moins en moins risqués. Et, inversement, si la prise de conscience et la capacité de se construire un capital 3ème pilier se fait dès les premiers salaires. Pour toutes les personnes désireuses de réaliser un tel objectif, le meilleur moyen est de vivre dès le départ avec un salaire effectif réduit de 10%. Le montant soustrait permettra une capitalisation épargne effective.

Conclusions

Le développement économique vient d'atteindre sa première limite puisque l'ensemble des pays de la planète sont connectés. La rotondité de la terre fait que le champ des possibles s'est restreint à un territoire conquis et connu. La croissance

démographique des 160 dernières années n'a pas réduit la misère, elle l'a transformée. Un capitalisme « carnassier » s'est développé et ne représente plus l'intérêt de la collectivité, ceci pour une partie non négligeable de celle-ci.

Il convient de retrouver un développement économique industriel durable, de remettre la notion du long terme au devant pour sortir d'une finance financière. Il est vital de prendre les mesures premières pour que les régimes de retraites soient correctement financés en tenant compte de la longévité, de la mutation en cours de l'économie.

À cet effet, sur le *tableau 4*, il est relevé l'évolution des espérances de rendement depuis 1985, ce qui explique la diminution de la rémunération des capitaux de retraite et découle d'un niveau d'inflation bas.

Il existe des opportunités de développement économique dans tout ce qui touchera le quotidien des futurs consommateurs que seront les quelques centaines de millions de personnes à venir en retraite dans les quinze prochaines années. L'environnement a subi le plus lourd tribut du développement économique depuis l'après guerre. Celui-ci doit représenter la priorité dans la création et le soutien à de nouveaux secteurs économiques. Ceux-ci seront tout autant de créateurs de nouveaux emplois pour la jeunesse actuelle alors que dans le même temps, les futurs aînés permettront de réduire un chômage encore croissant dans le contexte qui prévaut actuellement.

Le développement économique est entré dans une phase de transition. Notre non volonté à exclure les théories applicables au passé est la seule barrière pour relever de nouveaux défis. Cette non volonté est amplifiée par l'endettement des Etats qui, dans la mesure où ils n'acceptent pas de détruire une partie de cette dette, ne feront que retarder une nécessaire mutation pour entrer dans un nouveau paradigme.

Les investisseurs institutionnels doivent redécouvrir le long terme pour permettre un redéploiement d'un capital participatif. Ces investisseurs ont les capacités d'incurver les tendances actuelles d'une finance financière et devenir des acteurs qui poussent les partenaires du marché vers une meilleure gouvernance. Même si la tendance est en cours, il est important qu'un maximum d'acteurs se rallie au concept de « capitalisme patient »². ■

¹ www.populationmondiale.com

² Publication de Jacques Attali « Pour une économie positive » Chez fayard 2013

³ IPS – Indice de Performance Stratégique / www.coninco.ch



Olivier Ferrari

Il ne s'agit pas que de volatilité...



par
Eric Bissonnier

Partner,
Chief Strategist

E.I.M. S.A.

La norme ISO 31000 sur la gestion du risque, publiée en 2009, définit le risque comme « l'effet de l'incertitude sur les objectifs ». Cette définition contraste de façon frappante avec la terminologie ISO antérieure, beaucoup plus technique : « le risque est la combinaison de la probabilité d'un événement et de sa conséquence ». Cette différence illustre parfaitement l'évolution des défis auxquels un gérant est aujourd'hui confronté lorsqu'il est tenu d'évaluer et de gérer les risques de ses investissements.

L'allocation d'actifs classique est largement enracinée dans la vision « probabiliste » du risque. L'utilisation de la « prime de risque action » par exemple, suppose que le surplus de rendement produit sur le long terme par les actions par rapport aux obligations compense de façon adéquate la plus grande imprévisibilité des actions. Puisque l'allocation d'actifs vise à produire les rendements nécessaires à honorer des engagements futurs, tout en limitant la probabilité de ne pas les atteindre, l'effort se porte sur une quantification toujours plus précise des incertitudes, le plus souvent sous forme d'une mesure de « volatilité ». Les paramètres des distributions sont sans cesse affinés, leurs « moments » supérieurs estimés, leurs corrélations mesurées. Puis... on optimise ! Mais l'hypothèse implicite forte qui guide cette approche reste que l'avenir ressemblera dans l'ensemble au passé, l'estimation des paramètres utilisés se basant essentiellement sur des données historiques.

Or, aujourd'hui, cette approche du risque « descriptive » montre clairement ses limites. Il est désormais évident qu'une approche plus « prospective » est nécessaire. Les taux se trouvent à leur plus bas niveau depuis des décennies, les marchés oscillent entre un optimisme issu des signes avant-

coureurs d'une reprise et la crainte d'une fin imminente des injections massives de liquidités qui les ont dopés depuis la crise de 2008. Même le statut des obligations d'État comme ultime valeur-refuge est remis en cause. Dans cette situation, une allocation d'actifs dont la construction est basée sur des données historiques doit certainement être remise en question du point de vue du risque effectivement encouru.

De plus, depuis plus de 10 ans, le comportement des marchés a fondamentalement changé, avec une plus grande proportion de mouvements extrêmes. En conséquence, l'hypothèse de normalité qui sous-tend la plupart des approches quantitatives classiques entraîne une sous-estimation des risques réels. Une approche purement « moyenne-variance » n'est plus conforme à la réalité. Le graphique (en page 21) illustre de façon intuitive les dangers de présumer que l'avenir sera comme le passé. Un investisseur entrant sur le marché pendant la décennie 1990 à 1999 pouvait estimer avoir d'excellentes chances d'un rendement positif sur les 12 mois suivants. Mais dans la

décennie 2000, cette apparente prévisibilité disparaît.

Intuitivement, un gérant sait que ses obligations, jusque-là considérées comme la partie « sûre » du portefeuille, sont maintenant devenues une source importante de risque. Mais comment se positionner ? Comment, par exemple, remplacer la mesure du risque issue de données historiques par une estimation robuste des conséquences d'une poussée inflationniste avec une tension sur les taux d'intérêt ? Un tel scénario n'a pas été observé depuis les années 70, époque à laquelle l'économie et les marchés étaient structurellement très différents de ceux que nous connaissons aujourd'hui. Comment estimer avec assurance ce que serait son impact aujourd'hui ?

Naviguer en eaux troubles

Comme dit le philosophe félin dans la bande dessinée *Le Chat*, « Il n'y a qu'un passé et il n'existe qu'un seul présent. Par contre, il y a une multitude de futurs. Mais seul l'un d'eux se réalise. » Dans un environnement incertain, une bonne gestion du risque doit aller au-delà de la seule estimation de « la probabilité d'un événement et de sa conséquence » et procurer au gérant les informations qui lui permettent de prendre rapidement de bonnes décisions tactiques au fur et à mesure que l'environnement évolue et qu'un scénario donné se précise. Depuis la crise de 2008 en particulier, des renversements de tendances s'opèrent plus fréquemment et sur des horizons beaucoup plus courts qu'auparavant. ▶▶▶



Vague dessus - André Raboud

Le processus stratégique usuel mis en œuvre périodiquement par les caisses de pensions permet de préciser les objectifs à long terme en fonction d'évolutions lentes, comme le profil démographique de la caisse, et de vérifier que la congruence actifs-passifs ne se dégrade pas. Mais il n'a pas pour vocation de préserver la caisse contre les aléas des marchés sur des horizons plus courts. C'est là la tâche d'une gestion du risque bien structurée qui rendra alors possible des actions tactiques efficaces.

Le défi de la consolidation

Le premier élément indispensable est bien entendu une bonne connaissance des caractéristiques de son portefeuille. Après tout, la manière dont il réagira à un événement ou à une tendance dépendra de (1) sa composition, (2) des sensibilités de ses composantes aux divers facteurs de marché et (3) l'évolution effective de ces facteurs. Le premier défi du gérant est souvent simplement celui de la consolidation de ses positions à un niveau suffisamment détaillé pour pouvoir déterminer les expositions et les sensibilités réelles, de chaque instrument d'abord, puis de l'ensemble.

Un portefeuille de caisse de pensions peut typiquement contenir non seulement des positions en direct, mais aussi des fonds, voire des fonds de fonds, conventionnels ou alternatifs. De plus, une partie importante de la gestion est souvent déléguée à travers un ou plusieurs mandats. Ceux-ci sont parfois spécialisés - sur les actions suisses de petites et moyennes capitalisations, par exemple - ou plus larges, comme un mandat LPP 40. Même si la caisse a un dépositaire global capable de produire un relevé consolidé, celui-ci ne permet en général pas d'analyser précisément les expositions réelles. Sans une compilation manuelle supplémentaire ardue il n'est pas possible, par exemple, de connaître aisément la duration globale du portefeuille, de comprendre la raison d'un bêta plus élevé qu'escompté, ou d'évaluer comment l'utilisation de dérivés influence le profil de risque.

Les limites de l'historique

Comme nous l'avons vu plus haut, les techniques quantitatives classiques reflètent l'hypothèse que le comportement passé

d'un instrument peut être raisonnablement utilisé comme estimation de son comportement futur. L'exemple des obligations illustre bien l'insuffisance de cette approche et suggère une solution. Sur les dernières décennies, les taux d'intérêts ont globalement suivi une tendance baissière presque ininterrompue. Il en résulte qu'une allocation obligataire fixée sur la base de son couple rendement-risque historique (1) sur-estime les rendements futurs, puisque ceux-ci incluent l'effet d'une baisse des taux qui ne peut matériellement pas continuer, et (2) sous-estime les risques, puisque les périodes de hausse des taux sont sous-représentées dans la période historique de référence. Ces évidences sont la source de bien des angoisses pour les gérants aujourd'hui, à la recherche de bases solides pour la structuration et la gestion de leur portefeuille.

Le premier élément d'une solution doit être la mise en place d'une infrastructure de gestion du risque fondamentalement différente, qui s'appuie directement sur une analyse de chaque position détenue. Ceci permet de suivre en continu leurs expositions et leurs sensibilités à de multiples facteurs de risque des marchés comprenant, en plus des risques usuels marché actions et taux, ceux liés à la volatilité, au crédit, aux changes et aux matières premières.

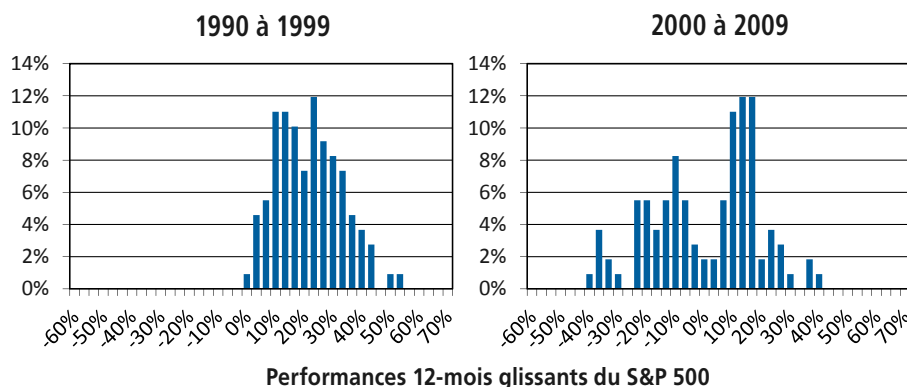
Cette approche comporte trois étapes clés : (1) identifier et consolider tous les instruments du portefeuille et modéliser le profil de risque de chaque instrument en partant de ses caractéristiques fondamentales et non pas de son historique, (2) vérifier le profil de risque global du portefeuille par une analyse Monte-Carlo d'un grand nombre de scénarios possibles pour tous les facteurs de risque identifiés, et par une série de scénarios «stress» historiques,

(3) étudier le positionnement tactique du portefeuille en le confrontant à une série de scénarios prospectifs, et (4) synthétiser les résultats pour le portefeuille global et produire des rapports clairs favorisant un diagnostic rapide et permettant des actions efficaces.

La modélisation des risques

La modélisation du profil de risque des divers instruments du portefeuille est une étape essentielle. La fiabilité des résultats dépend en grande partie du soin apporté à cette étape. Un défi important est de mettre en place les processus permettant de modéliser un large univers d'instruments financiers, des plus simples aux plus complexes, de façon cohérente. Si les mesures de sensibilité ne sont pas exprimées de façon uniforme d'un instrument à l'autre, la consolidation et l'évaluation des sensibilités devient très difficile. Heureusement, une gamme toujours plus large d'outils et de prestataires externes spécialisés dans la modélisation des risques existe aujourd'hui.

Moyennant la mise en place de mécanismes efficaces d'échange de données, un gérant peut transmettre, ou faire transmettre par ses dépositaires, les positions à analyser et recevoir en retour une description très détaillée des risques de chacune d'elles. Les profils de risque produits reflètent correctement le caractéristiques propres des instruments : pour une obligation, par exemple, la sensibilité aux taux n'est pas calculée grâce à une régression des rendements de l'obligation par rapport à l'évolution historique des intérêts, mais par un modèle de valorisation qui tient compte des paramètres qui définissent au plus juste son comportement : son échéance et son coupon, bien sûr, mais aussi les éventuelles



options de rachat ou autres particularités qui lui sont rattachées.

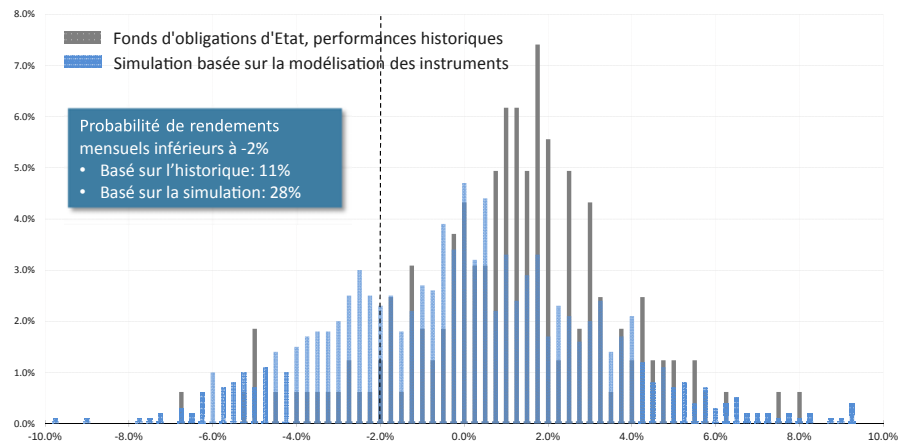
Cependant, la modélisation de certains instruments, ou «l'éclatement» de certains fonds jusqu'au tout dernier niveau des instruments qu'il détient, peut parfois engendrer des coûts disproportionnés par rapport aux gains de précision obtenus. Il convient alors de remplacer l'instrument dans les calculs de risque par un «proxy», c'est-à-dire un autre instrument, ou une combinaison d'instruments, dont le profil de risque sera très proche. Par exemple, un fonds actions classique n'offre en général pas de transparence sur toutes les actions qu'il détient. Mais si le fonds est un fonds indicé, un «proxy» efficace est l'indice de référence du fonds car le «tracking error», résultant d'un éventuel alpha positif ou négatif, est un élément négligeable du point de vue de son profil de risque.

Les simulations Monte-Carlo

Une fois les profils de risques correctement modélisés pour tous les instruments du portefeuille, il est possible d'utiliser utilement la technique éprouvée de la simulation Monte-Carlo. Celle-ci calcule la performance du portefeuille sur la base de milliers de scénarios aléatoires et produit une distribution qui décrit le profil de risque général du portefeuille et les probabilités de certaines performances extrêmes. Mais la démarche est ici inversée par rapport aux approches Monte-Carlo classiques : il ne s'agit pas de tirer au hasard des performances pour chaque instrument sur la base de la distribution historique de ses rendements, mais bien de tirer au hasard des valeurs pour les facteurs de risque de marché eux-mêmes, puis de calculer le résultat pour chaque instrument sur la base de sa modélisation.

Les avantages d'une telle approche sont multiples, le principal étant que les scénarios examinés ne se limitent pas aux scénarios historiquement observés. La méthode corrige également les biais pouvant résulter de l'historique court d'un instrument et tient compte d'aspects souvent négligés dans la modélisation classique, tels que les comportements non linéaires (convexité) qui caractérisent beaucoup d'instruments financiers dans la réalité. Enfin, pour les obligations,

Statistiques de risques : l'historique ou simulations Monte-Carlo



par exemple, les effets crédit peuvent être précisément distingués des effets taux.

Le graphique ci-dessus illustre de manière impressionnante la différence des résultats obtenus par l'une et l'autre approche. Les performances réelles d'un fonds d'obligations d'État de pays émergents sont comparées aux performances obtenues par modélisation des caractéristiques des titres qu'il contient, suivie d'une simulation Monte-Carlo. Les résultats historiques sous-évaluent clairement les risques, puisque la probabilité d'une perte de plus de 2% est en réalité 2,5 fois plus grande que ne le laisserait supposer les données historiques.

Scénarios et plans d'action

Les sensibilités réelles du portefeuille ayant été déterminées de façon fiable, sur la base des caractéristiques des positions qui le composent, il devient possible de tirer avec confiance des conclusions sur le comportement probable du portefeuille dans un ou plusieurs scénarios donnés et donc d'envisager une gestion plus efficace du risque. Il s'agit de soumettre le portefeuille à des scénarios historiques, par exemple l'éclatement de la bulle technologique en 2000 ou la faillite de Lehman Brothers en 2008, en l'exposant aux mêmes mouvements de facteurs de marché qui avaient été observés lors de ces crises.

Enfin, de réelles options tactiques peuvent être identifiées au moyen d'une palette, soigneusement élaborée, de scénarios prospectifs, mis à jour régulièrement en fonction des évolutions des marchés, et qui reflètent la synthèse des mouvements probables sur

les facteurs de risques actions, taux, crédit, volatilité, changes et matières premières de chacun d'eux. Cet exercice clé permet d'identifier les scénarios pour lesquels le portefeuille est correctement positionné du point de vue des risques, et ceux contre lesquels il devrait se prémunir. Plusieurs solutions sont alors envisageables, partant de la mise en place de mécanismes spécifiques de protection, et allant jusqu'à la modification tactique, voire stratégique de l'allocation.

Conclusions

Afin de ne pas compromettre l'atteinte de ses objectifs de prévoyance, toute caisse de pensions est tenue de mettre en place un contrôle du risque efficace. Les approches classiques de quantification du risque basées sur l'historique des rendements donnent une image erronée du risque effectif et entraînent souvent la mise en place d'une gestion exposée à des risques mal mesurés. Une gestion des risques doit se baser sur une approche systématique de consolidation des positions et sur une modélisation rigoureuse des sensibilités aux facteurs de risque de chaque instrument du portefeuille, en s'affranchissant des méthodes basées essentiellement sur les données historiques. Cette démarche procure une vision claire de la sensibilité réelle du portefeuille aux évolutions possibles des marchés. Il devient alors possible de planifier et de réaliser les actions tactiques adéquates au fur et à mesure que les scénarios de marchés se dessinent à l'horizon, se précisent et se réalisent. ■

L'investissement dans les marchés frontières



par
Daniel Perroud
Senior Institutional Sales Manager

Franklin Templeton Switzerland Ltd

Résumé

Le terme « marchés frontières » est couramment utilisé pour décrire un sous-ensemble de marchés émergents, dont les pays membres sont aux prémices de leur développement et ont une capitalisation boursière et/ou des liquidités plus faibles que les marchés (émergents) plus développés. Ils sont considérés comme étant la « prochaine génération » de marchés émergents et ont le potentiel de générer des rendements à long terme attractifs. Les avis divergent cependant sur la question de savoir quels pays doivent être considérés précisément comme des « marchés frontières ».

Les marchés frontières sont susceptibles d'offrir des opportunités d'investissement attrayantes pour les investisseurs à long terme tant en actions qu'en obligations. Ceci étant, ils peuvent impliquer également un panel de défis tels l'opacité au niveau de l'information, l'illiquidité ainsi que l'incertitude politique.

Dans la quête de meilleurs rendements et d'une optimisation de la diversification des portefeuilles, de nombreux investisseurs, déçus par les faibles rendements offerts dans la plupart des marchés développés, montrent un intérêt accru pour les marchés frontières. Plusieurs marchés frontières ont ainsi affiché des taux de croissance impressionnants, à l'instar des marchés boursiers porteurs, ces dix dernières années. Cette croissance a attiré l'attention des investisseurs cherchant à découvrir des opportunités de croissance jusque-là inexploitées.

Introduction

Les marchés frontières ont contribué dans leur ensemble à près de 8% du produit intérieur brut (PIB) mondial global estimé.¹

Ils demeurent toutefois toujours sous-déterminés par la plupart des investisseurs internationaux - la capitalisation de l'indice MSCI Frontier Markets (FM) n'ayant représenté que 0,39% de l'indice MSCI All Country (AC) World fin juin 2013.² Les indices MSCI Frontier Markets offrent certes aux investisseurs un benchmark commode, mais il existe différentes raisons pour lesquelles les investisseurs institutionnels ne souhaitent pas y adhérer strictement.

Lesdits indices tendent en effet à avoir une taille et des concentrations régionales et sectorielles importantes. Pour exemple, l'indice S&P Frontier Market Bond est fortement exposé au Nigéria et au Koweït (44% de la pondération de l'indice). De ce fait, ces indices ne reflètent pas l'intégralité de l'ensemble de l'opportunité d'investissement à la disposition des investisseurs institutionnels. Lors d'un investissement dit « frontière », il est essentiel de se concentrer sur les moteurs et la dynamique de la croissance économique par opposition aux pondérations d'indices de référence à suite mécanique.

Les opportunités dans les marchés frontières

1) Forte croissance et faible niveau d'endettement

L'argument le plus solide alimentant l'intérêt dans les marchés frontières réside peut-être dans leur taux élevé de croissance du PIB. Ces dernières années, la croissance dans de nombreux marchés frontières a de loin excédé la croissance du monde développé ;

même comparativement à d'autres marchés émergents, les marchés frontières ont eu tendance à croître plus rapidement. Cette croissance élevée devrait perdurer selon le Fonds Monétaire International (FMI) qui estime, par exemple, des taux de croissance annuelle du PIB pour la période 2012 - 2017 pour le Vietnam et le Nigéria à respectivement 7,06% et 5,34%. En comparaison, les taux de croissance estimés des États-Unis, de l'Allemagne et du Japon sont respectivement de 3,03%, 1,29% et 1,2% sur la même période.³

En outre, en forte opposition par rapport à de nombreux pays développés, les niveaux d'endettement des consommateurs et de la dette publique dans les marchés frontières ont tendance à être bas. D'après le FMI les marchés frontières devraient avoir un endettement gouvernemental brut d'environ 40% du PIB à la fin 2013, comparé aux 124% pour les principales économies avancées.

2) Opportunités diversifiées

Un facteur majeur étayant la récente popularité des marchés frontières est la multitude d'opportunités d'investissement qu'ils offrent. Etant donné la forte demande en ressources naturelles à l'échelle mondiale, les pays comme le Nigéria et plusieurs États du Golfe semblent bien placés pour profiter de leurs vastes réserves de gisements de pétrole et de gaz. De la même manière, des nations comme l'Angola, le Panama et la Namibie sont riches en métaux comme le cuivre et l'or. D'autres marchés frontières comme l'Ukraine détiennent des ressources de valeur en terres agricoles et matières premières.⁴

3) Données démographiques favorables

Globalement, de nombreux pays frontières possèdent un actif qui vient à manquer dans beaucoup de marchés développés : des populations croissantes, jeunes et dynamiques, dont la valeur économique est majorée par l'éducation, la formation et l'investissement. L'âge moyen estimé pour 2013 de la population africaine est de moins de 20 ans ; en Allemagne et au Japon, ce chiffre s'approche

¹ Source : Fonds Monétaire International, base de données de l'économie mondiale, avril 2013.
© 2013 par le Fonds Monétaire International. Tous droits réservés

² Sources : FactSet, MSCI, 30 juin 2013

³ Source : Fonds Monétaire International, base de données de l'économie mondiale, avril 2013.
© 2013 par le Fonds Monétaire International. Tous droits réservés.

⁴ Source : CIA World Factbook

de 41 ans.⁵ De plus, la structure de la population de nombreux pays des marchés frontières soutient fortement la croissance économique: une large cohorte de jeunes gens va entrer sur le marché du travail et seul un groupe relativement faible est en phase d'en sortir.

4) Le cercle vertueux de la hausse du consumérisme et du développement économique

La croissance du PIB continuant à augmenter dans les marchés frontières, elle stimule un autre moteur puissant d'expansion - le consumérisme. Les ménages dans les marchés frontières ont habituellement disposé de faibles revenus, avec un bas niveau de consommation, d'épargne et de productivité. Cependant, une croissance économique rapide associée à un ralentissement du taux de croissance de la population conduit généralement à des revenus par habitant plus élevés et au développement de la classe moyenne, qui entraîne à son tour une demande en produits et services de consommation. L'un des domaines devant en profiter est l'industrie des services financiers qui facilite la croissance d'un secteur bancaire de plus en plus sophistiqué.

5) Différentes manières d'accéder à la croissance

Du fait de l'engagement plus important de la part des autorités des marchés frontières en faveur du développement boursier, les opportunités d'investissement tendent à se multiplier. Les premières opportunités naissent souvent de la vente d'actifs nationalisés par le biais de privatisations ou de mises en bourse. Au fil de l'évolution du marché financier, les entrepreneurs locaux sont de plus en plus à l'aise avec l'idée d'utiliser les marchés des capitaux pour financer le développement commercial. Ce processus favorise la liquidité, l'ampleur et la profondeur des marchés dans le temps.

6) Un démarrage lent avec des rendements potentiellement importants

Les marchés frontières peuvent être petits aujourd'hui, ils n'en offrent pas moins un grand potentiel. En 2012, les capitalisations boursières de marchés frontières comme la Serbie et le Botswana étaient inférieures à 10 milliards USD alors que les nations plus importantes comme le Nigéria avaient une

Graphique 1 : les pays frontières dans le monde



capitalisation boursière d'environ 56 milliards USD.⁶ Comparée à la capitalisation boursière du géant technologique américain Apple, avoisinant les 500 milliards USD au 31 décembre 2012, la taille des marchés frontières même les plus importants semblait naturellement relativement étroite.⁷ Il est toutefois intéressant de noter que la valeur des marchés frontières en tant que groupe, telle que mesurée par l'indice MSCI Frontier Markets, a sextuplé en dollars US sur la période de 10 ans prenant fin en février 2013 – soulignant l'énorme potentiel que les marchés frontières peuvent offrir.⁸

Les risques

Un certain nombre de risques importants sont à prendre en compte lors d'un investissement dans les marchés frontières, à savoir :

- une liquidité typiquement plus faible que dans les marchés émergents ;
- une gouvernance d'entreprise potentiellement médiocre ;
- des réglementations boursières parfois inappropriées et instables ;
- de faibles capitalisations boursières (un nombre limité de sociétés cotées et souvent de petite taille) ;
- des risques au niveau des transactions et des règlements (des systèmes moins sophistiqués).

Parmi les défis supplémentaires se trouve l'instabilité politique et économique. Les marchés frontières tendent à être sensibles

aux évolutions politiques tant à la hausse qu'à la baisse.

De ce fait, les investisseurs institutionnels devraient porter une attention particulière aux approches de gestion des risques des gérants. Les points suivants sont autant d'éléments qui devraient être observés en vue d'une pratique optimale :

- une équipe dédiée à la gestion des risques doit s'assurer qu'aucun risque excessif n'est pris que ce soit en termes de risque de liquidité, de marché ou réglementaire ;
- une approche de recherche sur le terrain visant à investir dans des entreprises qui sont fondamentalement solides et bien gérées est souhaitable ;
- de nombreux marchés frontières sont réglementés de manière imparfaite. Un gestionnaire prudent cherche souvent à gagner en exposition sur les marchés frontières par le biais de sociétés qui opèrent sur ces marchés mais sont cotées sur des bourses de marchés développés. De cette manière, les investisseurs peuvent profiter des opportunités de croissance des marchés frontières tout en réduisant leur exposition aux marchés réglementés de façon sous-optimale.

Enfin, dans le monde actuel, la volatilité boursière à court terme est une triste vérité des marchés d'actions et des produits à revenu fixe et les marchés frontières ne

⁵ Source : Département des affaires économiques et sociales de l'ONU, division population (2013) : World Population Prospects: The 2012 Revision. New York

⁶ Source : Banque mondiale, Indicateurs du développement mondial, capitalisation boursière des sociétés cotées, 2013.

⁷ Sources : Capitalisation boursière d'Apple sur la base du cours au 31 décembre 2012 de 532,17 USD (provenant de MSCI), et de 934 816 actions émises le 29 septembre 2012 (provenant du rapport annuel 2012 10-K).

⁸ Sources : FactSet, MSCI, 28 février 2013

font pas exception. Les investisseurs devraient cependant être mieux servis en adoptant une stratégie d'investissement à long terme.

La frontière africaine

La croissance de l'Afrique au cours des dix dernières années a été réelle et significative. Le taux de croissance estimé du PIB africain pour 2013 devrait être en hausse de 6% par rapport aux 5,5% de 2012, un rythme bien plus soutenu que celui des économies développées qui devrait croître de 1,2% en 2013.⁹

Les économies africaines sont souvent considérées comme bien positionnées pour une croissance future, non seulement du fait de l'abondance du pays en matières premières et en nourriture, dont la demande est soutenue à l'échelle mondiale, mais également en raison de secteurs à développement rapide comme l'agriculture, la production, la construction, etc.

Un autre aspect à prendre en compte est l'émergence rapide de la classe moyenne. En dix ans, le nombre de ménages africains gagnant plus de 5'000 USD devrait grimper de 85 à 128 millions.¹⁰ Cette croissance rapide du revenu est un indicateur de l'expansion à venir dans la région avec une hausse de la demande en marchandises, services et produits permettant à son tour d'accélérer le développement économique.¹¹

Actions

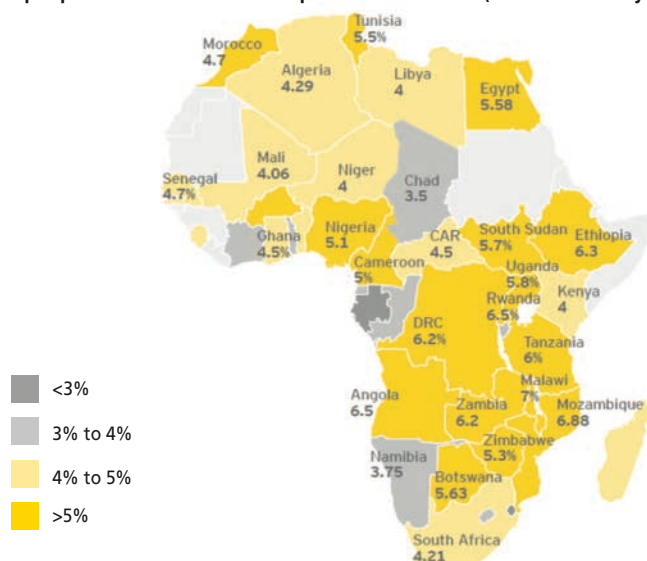
Valorisations

Les taux de croissance économique potentiellement élevés dans les pays des marchés frontières pourraient être de nature à entraîner une forte rentabilité des entreprises et des valorisations d'actions importantes.

Les valorisations boursières dans les marchés frontières offrent une décote importante par rapport à celles des marchés développés, voire même des marchés émergents. À fin juin 2013, le PER (price earning ratio) de l'indice MSCI Frontier Markets était de 12,3, comparé à 16,3 pour l'indice MSCI World.¹² L'indice MSCI Frontier Markets se négociait ainsi à une décote de 25% par rapport à l'indice MSCI World.

Il en va de même pour le ratio cours/valeur comptable (PBR). Le PBV (price/book value) de l'indice MSCI Frontier Markets,

Graphique 2 : Taux de croissance prévisionnel du PIB (évolution en % y/y - 2012-17)



à 1,64, représentait une décote de 14% par rapport aux marchés développés.¹³ Le rendement historique du dividende pour l'indice MSCI Frontier Markets était de 3,96%, une prime importante par rapport au rendement de 2,6% de l'indice MSCI World.¹⁴

Une partie de la décote dans les valorisations des marchés frontières peut être associée à la demande des investisseurs d'être compensés d'une prise de risque supplémentaire dans les domaines politiques,

adéquats les progrès qui ont eu lieu dans l'amélioration de la gouvernance des entreprises dans de nombreux marchés émergents et frontières.

Corrélations

Les marchés frontières ont historiquement eu de faibles corrélations avec les marchés développés et émergents. Les pays frontières sont de surcroît faiblement corrélés les uns par rapport aux autres. Ceci est dû notamment à la diversité des industries sous-jacentes et des moteurs de croissance dans

Tableau 1 : Faible corrélation dans les marchés frontières – Au 30 juin 2013

	Argentina	Kuwait	Nigeria	Romania	Vietnam
Argentina	1	0.47	0.21	0.49	0.34
Kuwait	0.47	1	0.4	0.59	0.43
Nigeria	0.21	0.4	1	0.45	0.21
Romania	0.49	0.59	0.45	1	0.48
Vietnam	0.34	0.43	0.21	0.48	1

Sources : Morningstar, MSCI, au 30/06/13. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs.

d'informations et de liquidité. Toutefois, ces facteurs ne peuvent entièrement expliquer l'importance de la décote. Il est en outre possible qu'elle ne reflète pas de manière

chaque pays. L'intégration de marchés frontières dans un portefeuille peut dès lors permettre de réduire la volatilité globale et offrir une source de diversification intéressante.

⁹ Source : Fonds Monétaire International, base de données de l'économie mondiale, avril 2013. © 2013 par le Fonds Monétaire International. Tous droits réservés.

¹⁰ Source : McKinsey & Company, Asia should buy into Africa's growth, au 12 août 2010. Les données concernent des projections réalisées par McKinsey & Company. Il n'y a pas de garantie qu'une telle prévision ou une telle croissance se matérialise. Données les plus récentes disponibles.

¹¹ Sources : McKinsey & Company, Asia should buy into Africa's growth, au 12 août 2010. Les données concernent des projections réalisées par McKinsey & Company. Il n'y a pas de garantie qu'une telle prévision ou une telle croissance se matérialise. Données les plus récentes disponibles.

^{12, 13, 14} Sources : FactSet, MSCI, 28 février 2013

Volatilité

Durant presque toute son histoire depuis sa création en 2008, l'indice MSCI Frontier Markets a montré une volatilité inférieure soit à celle de l'indice MSCI Emerging Markets, soit à celle de l'indice MSCI World.

Produits à revenu fixe

Des obligations offrent une autre manière de s'exposer aux marchés frontières. Habituellement, les marchés de produits à revenu fixe se développent bien avant les marchés d'actions. Les obligations souveraines des marchés frontières peuvent représenter une opportunité d'investissement intéressante tout comme les obligations d'entreprise. Dans l'environnement actuel de taux zéro, il peut être intéressant de considérer ces marchés qui offrent des rendements relativement élevés.

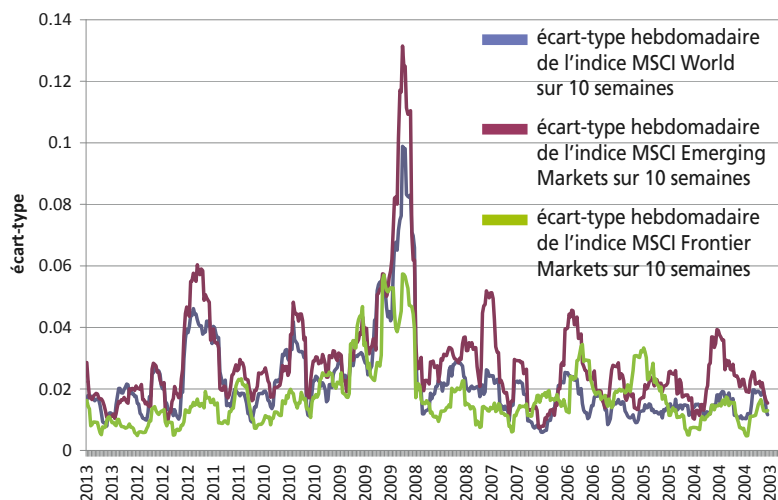
Comme susmentionné, les fondamentaux des marchés frontières sont solides (taux de croissance élevés, données démographiques favorables, hausse du revenu par habitant, développement de la classe moyenne, faible endettement de l'État et des ménages) et s'améliorent encore davantage car nombre d'entre eux mettent en place des réformes en faveur d'économies plus ouvertes. En conséquence, la qualité du crédit s'améliore, les taux de défaut baissent et l'offre augmente.

En l'état, les émissions des marchés frontières ont des notations entre AA (ou Aa2) et CCC+ (ou Caa1). Le Koweït, par exemple, est noté AA (ou Aa2), le Nigéria BB- (ou Ba3) et le Vietnam BB- (ou B2).

L'accès aux marchés de capitaux internationaux permet à de nombreux pays frontières de garantir un financement à long terme à des taux d'intérêt gérables. Ceci permet également à certains marchés frontières de réduire leur dépendance aux flux d'aides publiques alors que pour les investisseurs, cela offre un univers à l'expansion rapide d'émetteurs, de diversification et de rendements moyens plus élevés.

Les marchés obligataires frontières sont généralement libellés en dollars US mais avec l'évolution du marché à revenu fixe dans les économies frontières et la croissance des fonds de pensions et des assurances, les bilans de ces établissements locaux vont

Graphique 3 : Volatilité des marchés développés, émergents et frontières
30 juin 2003–30 juin 2013
Périodes de 10 semaines de la volatilité des marchés développés, émergents et frontières



Source : FactSet, MSCI, au 30/06/2013

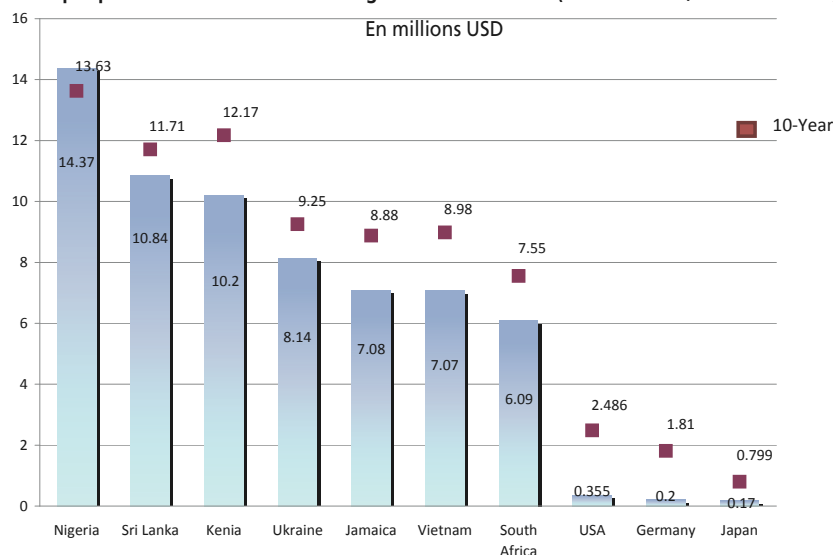
se développer. En conséquence, comme les investisseurs locaux devront sans doute réduire le pourcentage de leurs investissements à long terme placés en devises fortes afin de mieux faire correspondre les investissements aux passifs à long terme, il est fort probable que la demande en produits d'investissement à long terme libellés en monnaies locales va augmenter. Cette tendance favorisera le développement des marchés de monnaie locale.

Les obligations en monnaies locales peuvent offrir des rendements encore plus élevés et la possibilité d'une appréciation de la monnaie à plus long terme par rapport au dollar US. Les investisseurs devraient toutefois garder à l'esprit que les monnaies des marchés frontières peuvent être très volatiles sur le court terme.

Synthèse

En conclusion, eu égard au ralentissement notable dans les marchés développés mais surtout aux progrès affichés dans les pays frontières, les actions et les obligations des marchés frontières offrent pour le moins des opportunités d'investissement intéressantes avec un potentiel de rendements et de revenus élevés. Les fondamentaux économiques charnières s'améliorent rapidement et favorisent une croissance durable. La croissance naît plus facilement d'une base inférieure et en supposant l'amélioration des marchés financiers, l'accès sera facilité et les opportunités plus grandes. Certes, les marchés frontières peuvent être volatiles mais avec un système de gestion des risques sophistiqué, les investisseurs devraient pouvoir gérer et contrôler les risques lorsqu'ils investissent dans ces marchés attractifs. ■

Graphique 4 : Taux d'intérêt des obligations souveraines (taux de 2 ans, au 30/06/2013)



Source : JP Morgan

Investissement socialement responsable



par
Hervé Guez
Directeur

Responsable de la Recherche
ESG et Engagement

Natixis Global Asset Management / Mirova

La tendance des dix dernières années a été de définir l'investissement socialement responsable (ISR) comme l'intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) aux décisions d'investissement en complément des considérations financières. Cette tendance s'est cristallisée autour des principes pour l'investissement responsables qui depuis leur lancement en 2006 ont connu un développement spectaculaire au point de revendiquer aujourd'hui 1200 signataires représentant 34 000 milliards de dollars soit 15% du volume mondial des marchés de capitaux !

Comment se fait-il qu'avec une telle force de frappe d'acteurs financiers intégrant les critères ESG nous ne vivons pas dans une économie renouvelée sur la voie d'un développement durable et harmonieux mariant respect croissant des droits de l'homme, amélioration du bien-être, risque climatique maîtrisé et utilisation raisonnée des ressources naturelles ?

34 000 milliards d'encours ISR ?

Les signataires des PRI s'engagent sur six principes. Le premier et primordial d'entre eux est : « Nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissements ». Si les signataires des PRI font ce à quoi ils s'engagent et au vu de la définition communément admise de l'ISR, nous aurions donc un marché de l'ISR faramineux de 34 000 milliards de dollars. Tout acteur de l'ISR ou tout observateur un brin scrupuleux sait pertinemment que, malgré la dynamique certaine du marché de l'ISR, ces chiffres sont totalement fantaisistes. Pourquoi ?

Deux explications simples et naïves mais aux antipodes nous semblent devoir être écartées. La première, très bienveillante, serait que ces engagements ne sont pas encore suivis d'effets car leur existence est récente et que les signataires ont simplement besoin de davantage de temps pour les mettre en œuvre. La seconde, nettement malveillante, serait que les signataires le font pour des raisons d'image mais n'ont aucune intention de mettre en œuvre ce principe si ce n'est de façon cosmétique.

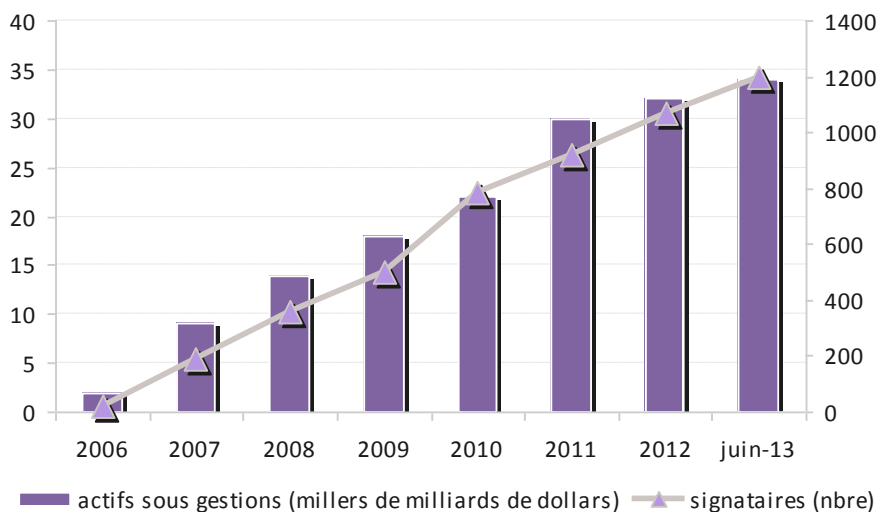
Sortir des logiques court-termistes

En fait nous pensons que les signataires, dans leur grande majorité de bonne volonté, se heurtent dans la mise en œuvre de ce principe à la difficile conciliation d'exigence de performance financière et de restrictions possibles en termes d'opportunités d'investissement pour de mauvais critères ESG.

Cette difficulté vient essentiellement d'une contradiction entre des exigences de court terme et des attentes à long terme. Tout se passe comme si, ensorcelés par des décennies de discours sans fondements sur l'efficacité des marchés, les acteurs des marchés financiers, de l'épargnant au trader en passant par l'investisseur institutionnel, n'étaient toujours pas entrés dans l'âge de raison en refusant obstinément de céder un pouce de maximisation de plaisir (profit) immédiat pour un pied de satisfaction différée.

Car oui les critères ESG sont matériels. Le changement climatique aura un prix incommensurable. L'épuisement des ressources naturelles et les pertes de biodiversité vont mettre en péril notre système économique. Le non-respect des droits de l'homme sur l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement des produits vendus sape les fondements de nos démocraties. Une gouvernance d'entreprise entièrement axée sur la maximisation des intérêts des actionnaires a un effet dévastateur sur la permanence d'un contrat social au service de l'intérêt général dépassant les intérêts particuliers. Mais ce coût abyssal que nous nous apprêtons à devoir payer est une potentialité à 50 ans. Or qu'est-ce que 50 ans ? À l'échelle de l'histoire de nos civilisations, c'est demain. Mais lorsque nous parlons finance, 50 ans est largement au-delà du long terme que nous plaçons à 8 ans...

Le premier principe qui manque donc aux PRI est qu'avant d'intégrer les enjeux ESG



dans les décisions d'investissement, les investisseurs dits de long terme, car ils ont des passifs longs, se comportent en investisseurs de long terme ! Il ne s'agit pas de remplacer la religion actuelle du court-termisme par une dictature du long terme qui nierait les impératifs du lendemain mais simplement d'équilibrer les forces en présence en s'assurant que ceux qui ont des comptes à rendre à long terme prennent des décisions avec un horizon d'investissement long. Or quelles sont les décisions les plus couramment prises (ou déléguées) par ces investisseurs soi-disant de long terme si ce n'est :

– l'absence de décisions : suivons les indices de marché... et donc en poussant le raisonnement jusque l'absurde répliquons en instantané ces indices ;

– modifions nos allocations en fonctions d'anticipations de comportements de marchés à 3 mois, quelquefois à un jour, rarement au-delà de l'année.

Prendre en compte les critères ESG dans des processus d'investissement de cette nature relève alors davantage d'un acte de foi dans les enjeux du développement durable que dans la mise en œuvre d'une sagesse bien comprise conforme à ses intérêts.

Quelles sont donc les directions à prendre pour voir émerger réellement des comportements d'investissement à long terme :

1. trouver des indicateurs de gestion de long terme. Nous avons su calculer des betas, des alphas, des tracking error, des ratios de sharpe, des value at risk, des durations modifiées, des probabilités de défaut de produits structurés... Oups, non pardon, ça les calculs étaient faux... Nous devrions bien être en mesure de mettre en place quelques indicateurs mesurant le caractère long et fondamental des décisions d'investissement

2. rendre explicite dans les mandats de gestion des investisseurs de long terme l'orientation longue et fondamentale souhaitée dans les décisions d'investissement

3. ne pas juger la performance des décisions d'investissement sur du (très) court terme

4. mettre en place un traitement fiscal favorisant l'épargne longue (ainsi redéfinie)... et intégrant - vraiment ! - les critères ESG.

Distinguer les logiques d'intégration progressive de la recherche de valeur ajoutée environnementale et sociale.

Si la progression des encours des signataires des PRI ne semble pas influencer sur une meilleure prise en compte des enjeux du développement durable, c'est aussi parce que beaucoup d'acteurs perdent en chemin la finalité de l'ISR. Le but de l'ISR n'est pas d'intégrer des critères ESG mais de valoriser les enjeux du développement durable. Pour se donner une chance d'atteindre cet objectif, l'industrie de l'ISR doit progresser en plusieurs points.

1. La définition commune de l'ISR est à revoir. De ce point de vue le travail réalisé en France par la commission ISR de l'association française de gestion (AFG) et le forum pour l'investissement responsable (FIR) doit être souligné. En adoptant une définition de l'ISR par l'objectif recherché i.e. contribuer au développement durable, plutôt que par les moyens à mettre en œuvre (l'intégration des critères ESG), ceci devrait inciter les acteurs à mettre en œuvre de bonnes pratiques. Souhaitons que les autres acteurs nationaux et internationaux revisitent également leur définition.

2. Les méthodologies des agences de notation extra-financière sont à réformer. Historiquement basées sur des méthodes d'évaluation qualitative des processus, elles doivent continuer à évoluer vers la mesure des performances environnementales et sociales. En accordant une place trop importante à l'engagement managérial plutôt qu'aux performances réalisées et anticipées, celles-ci ont également confondu les moyens avec la finalité et causent de fortes incompréhensions : bien souvent de grandes multinationales avec des impacts négatifs marqués sur l'environnement mais publiant d'abondant rapports de développement durable sont mieux évalués que des petites entreprises commercialisant des produits à bénéfices environnementaux n'ayant pas réalisé leur bilan carbone...

3. L'évaluation de la qualité de la gouvernance dans une optique ISR doit

être clarifiée. Historiquement issue d'un mouvement d'exigence de démocratie actionnariale, visant à protéger les intérêts des actionnaires minoritaires, la gouvernance d'entreprise doit remettre au cœur de l'analyse non pas l'actionnaire mais bien l'entreprise et ses parties prenantes qui la composent. Il ne doit plus s'agir d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des seuls actionnaires (qu'ils soient minoritaires ou majoritaires) mais d'aligner les intérêts de l'ensemble des parties prenantes (actionnaires, dirigeants, salariés) vers la réalisation de l'objet social de l'entreprise qui ne peut se soustraire aux impératifs d'intérêt général.

4. L'indispensable analyse qualitative des performances environnementales et sociales doit s'appuyer sur des indicateurs mesurables – sans que ceux-ci n'exonèrent d'analyse de la même façon que les indicateurs de solvabilité et de liquidité n'épuisent pas l'analyse de la qualité de crédit. L'émergence de ces indicateurs nécessite tout d'abord un meilleur niveau de communication de la part des entreprises et les investisseurs doivent/ont intérêt à soutenir des initiatives comme celles de « l'integrated reporting ». Ces problèmes d'accès à l'information ne doivent toutefois pas exonérer les investisseurs de lancer des premières expérimentations d'évaluation de leurs portefeuilles sur des indicateurs quantitatifs.

5. L'innovation financière peut également être un facteur puissant en vue de l'objectif recherché. Évaluer la performance environnementale et sociale d'une grande entreprise est extrêmement complexe mais il peut être bien simple d'évaluer celle d'un investissement. Favoriser le développement d'obligations soutenables (obligations permettant à l'investisseur de s'assurer que le capital investi est alloué à un projet à utilité sociale ou environnementale) est par exemple un chemin que devrait explorer les fonds ISR.

En résumé, sans nier l'intérêt de l'intégration diffuse et progressive des critères ESG à différentes étapes menant à la prise de décision d'investissements, l'ISR doit progressivement se distinguer en montrant

sa valeur ajoutée sociale et environnementale.

Penser et pratiquer l'investissement socialement responsable comme une composante de la Finance Responsable.

L'ISR est la conséquence d'une pensée économique que nous pourrions schématiser ainsi :

1. L'objectif d'une économie n'est pas l'accumulation des richesses mais la recherche du bien-être ou de l'épanouissement de la personne tel que le décrit par exemple Amartya Sen, économiste indien et prix Nobel d'économie en 1998, à travers son concept de capabilité (i.e. la liberté qu'a un individu de choisir le type de vie qu'il souhaite mener). Or nous constatons que richesse monétaire et bien-être sont souvent positivement corrélés jusqu'à un certain seuil mais rarement au-delà ; par ailleurs, le sentiment de bien-être provient davantage de l'écart à la moyenne que du niveau absolu.

2. Cette recherche de bien-être doit intégrer les problématiques environnementales car la satisfaction de nombre de nos besoins repose sur notre capacité à transformer (en énergie en premier lieu mais aussi en matière) les ressources naturelles dont nous disposons en nombre limité pour une population qui atteindra bientôt 9 milliards d'individus. De ce point de vue, l'architecture mise en place par Michael E. Porter pour définir son « Social Progress Index » pourrait faire date.

3. Les décisions prises par des homo economicus théoriques (des individus rationnels maximisant leur intérêt) ne permettent pas d'atteindre naturellement ces objectifs sociaux et environnementaux. Il faut au contraire une régulation qui valorise les comportements « altruistes » d'homo sapiens réels pas toujours rationnels afin que l'intérêt général à long terme soit préservé, condition même de la réalisation des intérêts particuliers. Comment aujourd'hui ignorer par exemple les travaux de Daniel Kahnemann, prix nobel d'économie en 2002, sur les anomalies boursières et les biais cognitifs et émotionnels qui les causent.

4. Dans ce cadre, le concept de responsabilité sociale est légitimé et son contenu doit porter sur les enjeux du développement durable. Les régulations nationales et internationales allant dans ce sens s'amplifient.

5. Et, les citoyens, consommateurs mais aussi épargnants, doivent pouvoir prendre des décisions d'achats et d'investissements cohérentes avec les objectifs sociaux et environnementaux recherchés.

Dans cette logique, L'ISR se construit ainsi comme une offre à destination des épargnants au sein de sociétés de gestion. Mais il ne peut se développer avec vigueur que si les présupposés à sa raison d'être sont partagés par les dirigeants de ces sociétés de gestions et leurs actionnaires. Même s'il ne s'agit pas de prôner une transformation radicale vers une offre « 100% ISR » en un temps qui ignorerait les attentes des clients et les nécessités économiques, il est nécessaire qu'à tout le moins l'ISR s'inscrive dans une démarche globale d'investissement responsable. Celle-ci doit être partie intégrante d'une politique de responsabilité sociale d'entreprise et doit questionner l'ensemble des processus d'investissements et l'utilisation qui est faite des instruments financiers. Quelle place pour les prêts-emprunts de titres ? Quels impacts des dérivés sur matières premières agricoles ? Faut-il donner des limites à la marchandisation de produits assurantiels comme les « credit default swap » (CDS) ? Etc. Pour aborder ces questions, il ne faut pas ignorer l'effort à entreprendre pour sortir de croyances décennales qui ont fait de l'amélioration de la liquidité des marchés un bien en soi.

Au monde « des bisounours », des doux utopistes humanistes et écologistes qui voudraient éradiquer la part d'égoïsme qui guide nos choix s'oppose celui, d'autant plus redoutable qu'il s'ignore, « des bisounours » adeptes de la main invisible des marchés qui guiderait en aveugle (!) l'humanité vers la prospérité.

Or, le développement d'une nouvelle économie a besoin des outils efficaces que peuvent apporter la finance. Et pour cela, il faut sortir de cette vision binaire mortifère où les marchés financiers ne pour-

raient être utilisés d'une part, que pour des acteurs égoïstes et avides de performances à court terme, et d'autre part pour collecter de l'épargne de charité. Entre ces deux extrêmes, il existe une place pour une finance innovante qui embrasse la complexité de l'économie réelle et vise à renouer avec l'utilité des marchés financiers : une bonne allocation du capital favorisant l'atteinte des objectifs de long terme que nous devons nous donner collectivement. ■

En date du 15 août 2013, les analyses et opinions appartiennent à l'auteur et peuvent être modifiées. Fourni par NGAM Switzerland Sàrl.

Les actions suisses vous permettent-elles encore d'investir... en actions suisses ?



par
Stefan Frischknecht
Responsable des
Investissements

Schroder Investment Management (Switzerland) SA

Achetons-nous encore des sociétés suisses en investissant dans des actions cotées en Suisse ?

Au vu des indices boursiers suisses actuels, dont les sociétés sont en général fortement tournées vers l'international, la question mérite d'être posée. Si cette orientation est particulièrement marquée dans le cas des 20 titres de l'indice Swiss Market Index (SMI), elle l'est aussi dans le cas des valeurs secondaires de notre marché.

Cela devient évident si l'on s'intéresse au pourcentage du chiffre d'affaires réalisé par ces sociétés grâce à leurs clients domiciliés en Suisse : les 20 sociétés composant l'indice SMI réalisent en moyenne moins de 20% de leur activité en Suisse. La moyenne arithmétique s'élève à 15%, tandis que la moyenne pondérée en fonction de la capitalisation boursière atteint quant à elle 8%.

Les 30 titres de moyenne capitalisation de l'indice Swiss Market Index Mid (SMIM) présentent des pourcentages similaires : ces sociétés génèrent en moyenne 21% de leur chiffre d'affaires en Suisse et 24% en tenant compte de leur capitalisation boursière. Si l'on exclut les titres immobiliers de l'indice SMIM, qui sont fortement représentés et dont l'allocation d'actifs est un mélange d'actions et de valeurs immobilières, la proportion du chiffre d'affaires réalisé en Suisse plonge à 15% (moyenne non pondérée) et 18% (moyenne pondérée en fonction de la capitalisation boursière). Un investissement réalisé dans les actions suisses les plus importantes - c'est-à-dire dans les titres de l'indice SMI et dans des titres de l'indice SMIM, représentant ainsi 94% de la capitalisation boursière de l'indice élargi Swiss Performance Index

(SPI) - profite donc dans une mesure bien plus importante à l'économie mondiale qu'à l'économie helvétique.¹

Dans ce contexte, une caisse de pension suisse ou un autre investisseur orienté sur le long terme devraient-ils revoir leur allocation en actions suisses ? Selon les statistiques des caisses de pension, l'allocation moyenne en actions suisses s'élevait à 9,3% et celle en actions internationales à 16,4%, soit un rapport de 36/64.²

C'est ce paradoxe que nous souhaitons développer ici. Nous avons pris en considération individuellement les aspects ayant une influence sur la pondération du marché national dans le cadre de l'allocation d'actifs. En principe, l'investisseur effectue un placement dans une classe d'actifs donnée pour deux raisons : optimiser les rendements ou réduire le risque. Intéressons-nous en premier lieu à la couverture du risque. Nous n'envisageons pas ici le risque comme une simple valeur statistique (volatilité). Au contraire, nous analysons de manière pratique la principale motivation d'un investisseur tourné sur le long terme souhaitant réaliser un placement sur le marché national : la protection contre l'inflation et la congruence des monnaies. Nous nous intéresserons ensuite à l'argument en faveur des rendements, lequel plaide nettement en faveur de la Suisse à en juger par la performance de ces 20 dernières années.

Nous ne nous contenterons pas ici d'une analyse de données historiques : nous examinerons également les facteurs qui ont pu

contribuer à la surperformance du marché et nous poserons la question essentielle de savoir si ces facteurs resteront valables à l'avenir.

Protection contre l'inflation

La première raison plaidant en faveur d'une allocation élevée au marché national est la protection à long terme contre les risques d'inflation de son marché domestique. Toutefois, une telle protection ne sera jamais que partielle dans la mesure où tous les biens permettant de calculer le coût de la vie ne sont pas produits par des entreprises cotées. Par exemple, ce n'est pas en investissant dans des actions cotées en bourse que l'on se protège contre l'augmentation des frais de médecin ; contre l'augmentation du prix des médicaments, en revanche, oui. Et pourtant, comme chacun sait, le prix des médicaments a une petite influence sur le montant des frais de santé.

Hormis les exceptions de cette nature, il est possible de constituer un portefeuille d'actions offrant une protection générale suffisante contre l'inflation, pourvu que celui-ci soit à peu près représentatif du panier des produits et services de première nécessité. En l'état actuel des choses, les actions suisses ne sont pas représentatives de l'inflation domestique en raison de la proportion élevée du chiffre d'affaires réalisé par les sociétés suisses à l'étranger. Les titres suisses dépendent au contraire de mécanismes de prix internationaux, lesquels peuvent être très différents des évolutions des prix domestiques. Ainsi, les actions suisses ne constituent pas une protection efficace contre l'inflation nationale.

Rappelons que l'inflation générale suisse n'est de toute façon pas déterminée seulement par les biens qui sont produits domestiquement. Notre économie est par trop dépendante des importations, qui représentent aujourd'hui 40% du produit intérieur brut.³

Si la Suisse est un exemple parlant de la forte dépendance que peut avoir une éco-

¹ Sources diverses : rapports annuels des sociétés, Bloomberg, regroupement des données et calculs effectués par Schroders

² La prévoyance professionnelle en Suisse. Statistique des caisses de pension, 2011, Office fédéral de la statistique, Neuchâtel 2013, s. 19

³ Office fédéral de la statistique : PIB



L'âme de fond 2 - André Raboud

nomie vis-à-vis de l'étranger; le commerce extérieur joue aussi un rôle de plus en plus important pour d'autres pays. Il faut y voir une conséquence logique de la mondialisation galopante : cela fait longtemps que les produits de première nécessité ne sont plus tous fabriqués par les différentes économies nationales dans le monde.

Notamment en Suisse, et à plus long terme dans le cas de toutes les économies nationales, les sociétés cotées ne sont plus représentatives des produits demandés par les consommateurs du pays en question. L'économie chinoise a besoin de produits agricoles d'Amérique latine et de produits pétroliers du Moyen-Orient.

À l'inverse, les entreprises chinoises fabriquent des produits électroniques pour des sociétés cotées aux États-Unis. Si par exemple les coûts de production venaient à augmenter en Chine, toutes choses égales par ailleurs, alors les bénéfices des sociétés américaines baisseraient tout comme le cours de leur action. Le prix du produit manufacturé en Chine, lui, augmenterait. Si un consommateur américain veut se prémunir de la hausse du prix de l'iPhone, le fait d'investir dans Apple ne suffit pas.

De ce point de vue, le consommateur soucieux de se protéger contre l'inflation (ou plutôt sa caisse de pension) serait bien avisé d'allouer une part d'actions de moins en moins importante à son marché boursier national. Toutefois, la proportion du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger n'est pas un indicateur qui rend exactement compte de

l'exposition des sociétés suisses à l'étranger. Il faut effectuer une analyse de coûts complète et dynamique ainsi qu'une analyse de la position concurrentielle de l'entreprise sur son marché pour déterminer quel indice de prix influence ses bénéfices.

À titre d'exemple, il serait illusoire de penser que la société Metall Zug, qui fabrique et commercialise des appareils électroménagers principalement sur le marché suisse sous la marque V-Zug, n'est affectée que par les seules évolutions de prix nationales. Ses concurrents produisent dans la zone euro. Grâce à la faiblesse de l'euro par rapport au franc suisse, les concurrents de Metall Zug ont acquis un avantage compétitif, lequel s'est traduit par un résultat en baisse au cours des deux dernières années et par un fléchissement du cours boursier de la société. L'analyse de Swatch, qui produit exclusivement en Suisse, permet de dresser le bilan inverse. Le groupe Swatch jouit, via une de ses filiales, d'un quasi-monopole dans la fabrication de montres, ce qui lui donne le pouvoir de fixer les prix. Ces exemples révélateurs montrent bien que la proportion du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger n'est pas le seul facteur d'influence, et que tout dépend également des pays dans lesquels les concurrents d'une entreprise fabriquent leurs produits, ainsi que du dynamisme avec lequel ils réagissent aux variations relatives de prix.

Congruence des monnaies

Même lorsque seulement 20% environ de son chiffre d'affaires est réalisé sur le

marché national, une entreprise suisse se retrouve néanmoins confrontée à la nécessité à long terme de verser un dividende élevé et croissant, en francs suisses. L'entreprise est contrainte de conserver une part importante de sa trésorerie en francs suisses et de protéger ses recettes réalisées à l'exportation. Cela dit, il est vrai que les géants de l'industrie pharmaceutique Roche et Novartis ne réalisent que 1 à 2% de leur chiffre d'affaires auprès de clients suisses. Cependant, ils réalisent une part bien plus importante de leurs profits grâce à leurs filiales établies en Suisse. Ainsi, la proportion du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger donne une fausse idée du pourcentage de création de valeur à l'étranger.

Aujourd'hui, peu d'entreprises rendent public le bénéfice qu'elles ont réalisé en Suisse, cela afin de ne pas attirer sur elles l'attention des autorités fiscales étrangères. C'est pourtant un fait établi que la Suisse exporte des produits à l'étranger. Ces exportations sont en règle générale couvertes contre les fluctuations des taux de change. En outre, les multinationales ont la possibilité de recourir à un ingénieux système de « prix de transfert », qui leur permet de transférer les gains potentiels de pays où la pression fiscale est élevée vers des juridictions où celle-ci est moins élevée.

La Suisse occupe une place assez favorable dans le paysage fiscal, et l'on peut raisonnablement penser qu'une part significative des bénéfices des groupes internationaux sont réalisés via leurs filiales domiciliées en Suisse. Il faut également tenir compte de la part des installations de production situées en Suisse, et éventuellement la multiplier par un coefficient reflétant la profitabilité relative des entreprises suisses en comparaison avec la société mère. Si l'on s'intéresse aux bilans de groupe des sociétés suisses constituant l'indice SMI, on s'aperçoit qu'en moyenne 32% du capital fixe est situé en Suisse (25% après ajustement selon la capitalisation boursière).

Une fois encore, cette observation néglige certains aspects concurrentiels, comme en témoigne l'exemple de Metall Zug abordé ci-dessus.

Dressons un bilan intermédiaire. Du point de vue de la protection contre l'inflation

et de la congruence des monnaies, il n'est pas possible de déterminer exactement dans quelle mesure l'investisseur soucieux de se couvrir devrait investir dans les actions de son pays. En revanche, on peut dire avec certitude qu'aujourd'hui l'allocation moyenne d'une caisse de pension ne contient pas suffisamment de placements destinés à maintenir la valeur réelle du capital. Outre une allocation plus importante en faveur d'actions offrant une protection à long terme contre l'inflation, plus de placements devraient être effectués dans des obligations dites liées à l'inflation, entre autres.

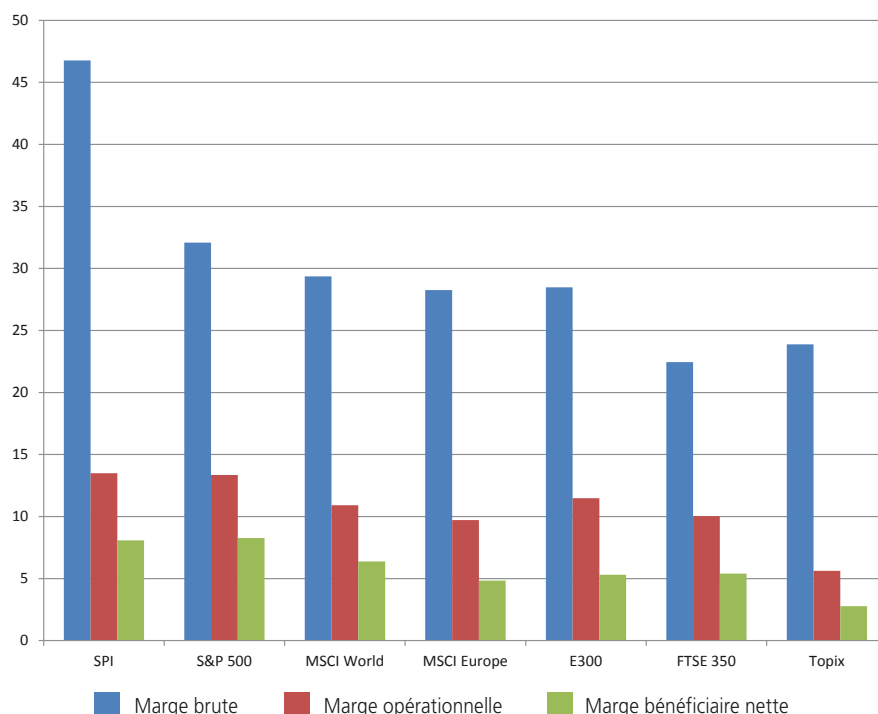
Optimisation des rendements

Une allocation optimale aux actions suisses n'est pas seulement souhaitable pour des raisons de couverture, mais également pour des considérations de rendement.

Si l'on s'intéresse à la performance à long terme du marché suisse des actions, force est de constater sa surperformance notoire par rapport aux actions internationales.

Y a-t-il des raisons pour lesquelles les actions suisses présentent une performance à long terme plus élevée que celle de leurs homologues internationales, ou cela tient-il du hasard ? Encore une fois, on ne saurait argumenter sur la base de statistiques quantitatives, mais cela est possible du point de vue qualitatif en faisant simplement preuve de logique.

D'une manière générale, la plupart des actions suisses sont fortement liées aux exportations. Cela n'est pas le fruit du hasard. En effet, cela fait longtemps déjà que les sociétés suisses ont dû se tourner vers l'étranger pour aller y chercher des opportunités de croissance, le petit marché national ayant été rapidement conquis.



De nécessité fut fait vertu, si bien que de nombreuses entreprises suisses sont parvenues à s'imposer comme le leader mondial de leur marché, cela tandis que leurs concurrents d'aujourd'hui se consacraient alors presque exclusivement à leur marché national plus important. Environ 60% des 50 plus grandes sociétés cotées suisses occupent la première ou la deuxième place mondiale sur leur marché.⁵

La pauvreté de la Suisse en termes de ressources a forcé très tôt notre économie à se perfectionner. On a commencé par des petites manufactures et du travail à domicile. Puis la production s'est progressivement mécanisée pour accroître l'efficacité. Au début, les entreprises suisses copiaient les fabricants étrangers. Les Suisses se sont mis à innover. Aujourd'hui, la Suisse occupe une position de pointe dans le monde en termes de nombre de demandes de brevet par habitant.⁶

La vigueur de la monnaie suisse est souvent présentée comme un frein à l'écono-

mie. C'est vrai, à court terme. Mais à long terme, en revanche, cela est bénéfique pour le maintien de la compétitivité, nos entreprises étant contraintes d'augmenter leur productivité plutôt que de se reposer sur un soi-disant avantage compétitif résultant de la dépréciation de la monnaie vis-à-vis des devises étrangères.

L'efficacité et la flexibilité du marché du travail helvétique procurent aussi des avantages indéniables par rapport aux autres pays. En comparaison avec les pays d'Europe de l'Ouest, la paix du travail y est bien plus importante et il n'existe presque aucune entrave en matière de gestion du personnel. Par rapport à celui des pays émergents, le niveau de qualification y est très élevé. Sans oublier le faible niveau des taux d'intérêt et de la pression fiscale, ainsi que d'autres avantages ayant trait à l'attractivité du pays (infrastructures, environnement, événements culturels...) et qui conduisent régulièrement des villes comme Zurich et Genève à se voir distinguer pour leur qualité de vie par l'étude annuelle de Mercer sur les Métropoles Internationales.⁷



Performance ⁴ annuelle en CHF	25 dernières années	20 dernières années	15 dernières années	10 dernières années	5 dernières années
Swiss Performance Index	8,9%	8,2%	2,5%	7,4%	4,4%
MSCI Index All Country World Free	2,8%	2,3%	1,7%	4,4%	2,0%
Différence	6,1%	5,9%	0,8%	3,0%	2,4%

⁴ Données au 31.07.2013 selon Bloomberg, MSCI et SIX

⁵ Ce chiffre est une estimation de Schroders réalisée sur la base de données de la société.

⁶ Selon le Tableau de bord de l'innovation publié par l'Union Européenne en 2011.

⁷ Selon l'étude Mercer sur la qualité de vie des métropoles du monde en 2012, Zurich est classée deuxième, derrière Vienne, et Genève huitième.

Tous ces avantages pris séparément semblent insuffisants pour expliquer la meilleure performance des actions suisses. Si on les considère tous ensemble, en revanche, on s'aperçoit de l'avance de la Suisse sur d'autres pays, laquelle explique l'excellente performance historique du pays. Le graphique ci-dessous montre que les actions suisses se caractérisent par une marge supérieure à celle des actions des autres régions ou pays. Les différences observées s'expliquent en partie par la pondération des secteurs. Toutefois, l'avance de la Suisse reste tellement importante qu'il est impossible de la justifier grâce à un seul aspect : selon nous, elle est plutôt le reflet de l'ensemble des avantages que nous venons de citer.

Conclusion

Les investisseurs suisses ne devraient pas trop s'inquiéter d'une forte pondération de leur marché national. Ce n'est pas pour des raisons de protection contre l'inflation mais pour des motifs de rendement. La surperformance à long terme des marchés d'actions suisses repose sur des arguments forts. Ainsi, la surpondération des actions suisses est tout à fait judicieuse dans le contexte international que nous connaissons. L'allocation optimale ne peut toutefois pas être calculée mathéma-

tiquement : celle-ci dépend en effet du degré de conviction qu'a l'investisseur à l'égard des avantages que nous avons présentés, ainsi

que de sa volonté d'agir en conséquence de manière active. ■



Dans la tourmente 1 - André Raboud

AGENDEZ DÈS MAINTENANT LA PROCHAINE ÉDITION

CONTACT

www.conincomasterclass.ch

14^{ème} CONINCO  MASTER CLASS
3-4 NOVEMBRE 2014 - VEVEY

Séminaire interactif réservé aux institutionnels
avec attestation de formation continue
selon art. 51 a al. 2 let. i LPP - Gestion paritaire



L'immobilier défiscalisé

Questions posées à :

Procimmo SA, gestionnaire des fonds
Procimmo Swiss Commercial Fund (PSCF),
Immo56 et Streetbox

Q : Comment pouvez-vous parler d'immobilier défiscalisé ?

R : Le droit suisse connaît cette particularité que les détenteurs de parts de fonds de placement immobilier détenant leurs immeubles en direct ne paient ni impôt sur la fortune, ni impôt sur le dividende reçu, parce que le fonds paie déjà, même à un taux réduit, un impôt sur le capital et un impôt sur le bénéfice. En d'autres termes, si un privé investit un million dans un fonds comme le PSCF ou Streetbox, il ne paie pas d'impôt sur la fortune sur ce million investi et, s'il touche un dividende de 4%, soit CHF 40'000, il ne paie ni impôt anticipé, ni impôt sur le revenu sur ce dividende.

Q : Est-ce à dire que 80% de vos investisseurs sont des privés ?

R : En réalité, 80% de nos investisseurs sont des institutionnels. Cela nous assure une plus grande stabilité pour le fonds et nous l'apprécions. Nous sommes cependant persuadé que les privés comprendront un jour l'intérêt d'investir dans la pierre de manière défiscalisée.

Q : Qu'ils soient privés ou institutionnels, pourquoi les investisseurs vous font-ils confiance ?

R : Procimmo SA a développé une approche entrepreneuriale de l'investissement im-

mobilier. Parmi les quatre partenaires initiaux de la société, trois viennent du monde de l'immobilier et la société est restée très proche du terrain. Nous nous sommes également distingués pour avoir toujours dit ce que nous voulions faire et pour avoir fait ce que nous avions dit. Cette transparence nous a apporté un grand capital confiance. Enfin, nous avons atteint les objectifs raisonnables que nous avons fixés sur le court, moyen et long termes, ce qui est également très rassurant pour les investisseurs.

Q : Procimmo était surtout connu pour ses compétences dans l'immobilier industriel et artisanal. Qu'en est-il aujourd'hui ?

R : Le premier fonds lancé par la société était et reste toujours spécialisé dans l'immobilier industriel et artisanal, situé en zone périphérique et à loyer bas. Nous avons repris les principes fondamentaux développés dans ce premier fonds pour les appliquer ensuite à l'immobilier résidentiel dans le cadre du fonds Immo56. Enfin, nous avons poussé ces principes un peu plus loin, notamment dans le domaine de la construction, dans le cadre du fonds Streetbox. Ces trois fonds dont nous nous occupons actuellement ont ainsi chacun un profil bien particulier, avec toutefois une approche et des valeurs fondamentales similaires.

Q : Quelles sont vos perspectives de développement ?

R : Procimmo SA entend se positionner comme le gestionnaire immobilier de référence en Suisse. La société vise à attirer des capitaux aussi bien suisses qu'étrangers et à les investir dans des marchés de niche ou des marchés thématiques avec des rendements supérieurs et une fiscalité allégée. Les idées sont nombreuses, certains projets en cours de réalisation et la société voit l'avenir de manière très positive. Elle emploie aujourd'hui plus de vingt-cinq personnes entre son siège du Mont-sur-Lausanne et sa succursale de Zurich. Au cours des cinq prochaines années, les fonds sous gestion devraient tripler et les ressources humaines de l'entreprise doubler.

Q : Est-ce que le marché international vous intéresse ?

R : Procimmo SA entend continuer à se concentrer sur le marché immobilier suisse et nous n'avons pas de projet d'investissement à l'étranger. L'immobilier est une activité de proximité qui nécessite des réseaux locaux pour être efficace. Aujourd'hui, nous achetons 90% de nos bâtiments à des privés et nous remplissons la majorité de nos surfaces vacantes par des contacts locaux. Toute notre philosophie se fonde sur la connaissance du terrain et sur une approche extrêmement pragmatique des défis auxquels nous faisons face. Nous n'aurions clairement pas la même efficacité à l'international.

Q : A propos de ces défis justement, comment appréciez-vous l'évolution des taux d'intérêts et la hausse des prix de l'immobilier ?

R : Pour nous, chaque modification des conditions cadres et chaque évolution sur le marché représente des opportunités. Nous faisons les mêmes constatations que tous les analystes à propos de l'évolution des taux d'intérêts et nous voyons les prix de certains secteurs de l'immobilier qui continuent d'augmenter de manière régulière. Notre attention se porte toutefois sur d'autres pans de l'immobilier et nous avons une approche prudente dans nos investissements. Mieux vaut renoncer à un achat trop cher que de réduire la rentabilité globale du portefeuille. ■



Quelles stratégies face à l'inflation ?



par
Emmanuel Ferry

Directeur des Investissements

Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

Si les années 90-2000 étaient dominées par un formidable mouvement désinflationniste (discipline monétaire et budgétaire, globalisation, libéralisation, dividendes de la paix), les années à venir pourraient connaître une augmentation de l'inflation : retour de l'État (relance monétaire et fiscale, protectionnisme), effets retardés d'une mauvaise allocation de l'épargne globale, raréfaction structurelle des ressources et vieillissement démographique. Avec une mise en place à grande échelle de politiques monétaires ultra-expansionnistes, une explosion des dettes publiques et la guerre des changes, la gestion de la crise financière aura inmanquablement des conséquences inflationnistes à plus ou moins long terme.

Derrière ces interrogations sur le risque inflationniste, c'est le rapport de force entre les débiteurs et les créanciers qui est en train de changer. On pense alors à la célèbre phrase de l'écrivain André Maurois : « l'inflation est l'œuvre du diable parce qu'elle respecte les apparences et détruit les réalités ».

Dans une première partie, nous rappelons le rôle de l'inflation comme déterminant des classes d'actifs et de leur allocation. Puis, nous discuterons des conditions du retour de l'inflation. Enfin en troisième partie, nous tenterons de fournir une boîte à outils à l'usage des caisses de pensions en cas de résurgence inflationniste.

1. L'inflation, un paramètre essentiel pour la stratégie d'investissement

L'inflation et la croissance économique sont les deux facteurs macroéconomiques qui influencent la performance des grandes classes d'actifs et leur positionnement relatif dans un portefeuille. Une croissance économique sans pression inflationniste est la configuration idéale. Quand l'inflation se manifeste suite à un excès de demande par rapport au potentiel de croissance, les incertitudes augmentent, le mix macro et la qualité des résultats des sociétés se dégradent. Rappelons que l'inflation n'est pas uniquement une hausse de l'indice des prix. C'est surtout un phénomène auto-entretenu de hausse des prix, des salaires

et des coûts de production, spirale qui s'accompagne d'une hausse de la masse monétaire et qui conduit à une baisse de la valeur de la monnaie.

Pour la classe d'actifs obligataire, l'inflation est le risque principal : les obligations performent quand l'inflation baisse, souffrent quand elle augmente et excellent en phase de déflation. Les obligations sont un actif nominal à revenu fixe, d'où leur forte vulnérabilité à l'inflation¹. L'inflation appauvrit les créanciers et enrichit les débiteurs : avec une inflation de 6%, une obligation aura perdu près de 60% de sa valeur réelle au bout de 15 ans. La hausse des anticipations d'inflation augmente la prime de risque d'inflation contenue dans les obligations, ce qui fait baisser le cours des titres.

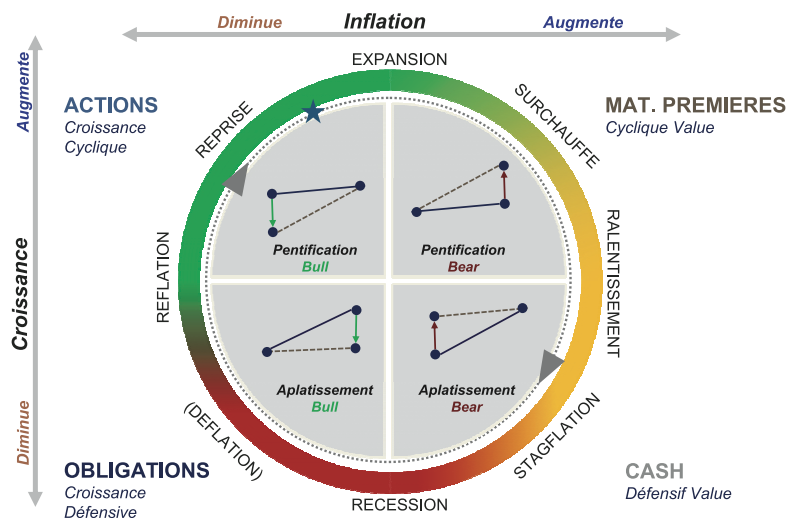
Cette prime de risque d'inflation a deux éléments : d'une part l'incertitude face à l'inflation (niveau, vitesse) et d'autre part la covariance (par exemple comment évolue l'inflation avec l'activité ou quelle est la corrélation entre les obligations et les actions). Dans les années 2000, la prime de risque d'inflation était très basse grâce au fort ancrage des anticipations anti-inflationnistes (legs des années 90). La corrélation actions/obligations était négative (quand le cours des actions baissait, les obligations s'appréciaient).

La classe d'actifs Actions est soumise à une double influence. La valorisation est directement corrélée avec l'inflation (la hausse de l'inflation entraîne une compression des multiples de valorisation), c'est l'effet à court terme. La hausse des taux inhérente à la remontée de l'inflation augmente le coût du capital (hausse du facteur d'actualisation des cash flows). En revanche, l'impact de l'inflation est positif sur la croissance des résultats. Cet effet est nominal et a un impact à moyen terme.

Les matières premières sont positivement corrélées avec l'inflation. Il s'agit d'un actif réel et les chocs d'inflation ont souvent comme origine un choc d'offre ou de demande dans les matières premières (chocs pétroliers).

Aujourd'hui, le positionnement stratégique est favorable à la classe d'actifs Actions (pays développés) au vu de la position dans

Graphique 1: Cycle d'investissement et cycle d'activité



Source : Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

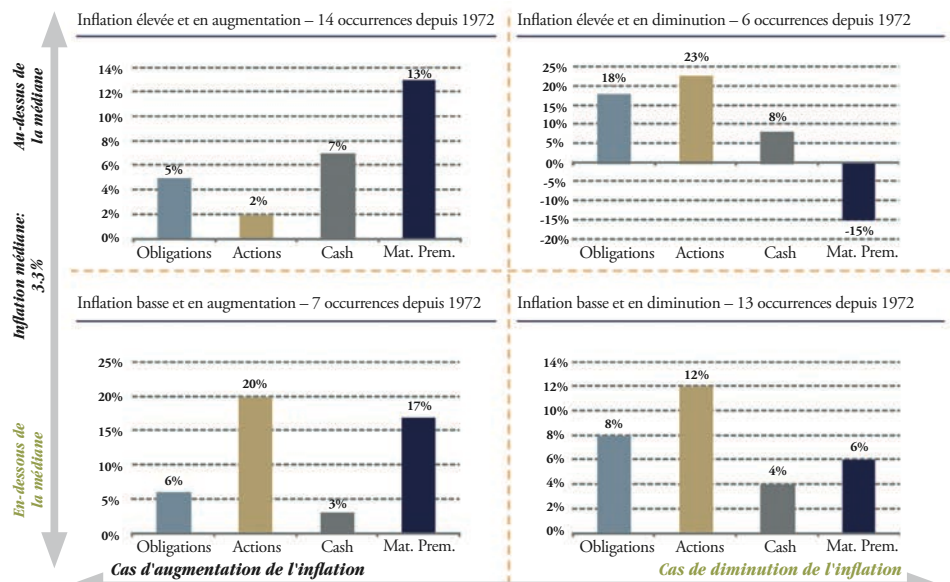
le cycle : reprise (effets des politiques de reflation) sans pressions inflationnistes. Il est intéressant de noter le décalage avec les pays émergents qui affichent une combinaison défavorable : ralentissement et hausse des pressions inflationnistes. Historiquement, on peut valider la logique de rotation des classes d'actifs en identifiant différents régimes d'inflation, en fonction du niveau et de la tendance. En régime d'inflation faible qui s'accélère, les actions progressent en moyenne de 20% par an. La configuration opposée est également très favorable : inflation forte en baisse (processus de désinflation). En cas d'inflation élevée et en hausse, on observe une performance soutenue des matières premières et les liquidités rapportent plus que les obligations.

2. Les conditions du retour de l'inflation

La gestion globale de la crise financière contient trois phénomènes potentiellement inflationnistes : d'une part l'explosion des dettes publiques (dans les pays développés, le taux d'endettement est passé de 72% en 2007 à 110% du PIB en 2012 ; pour mémoire l'encours de la dette mondiale privée et publique est de USD 220 trillions, soit 307% du PIB mondial), d'autre part des injections massives de liquidités de la part des banques centrales (USD 10 trillions depuis 2007, la liquidité mondiale passant de 15% à 30% du PIB mondial). Enfin, le spectre de la guerre des changes ouvre la porte à des dévaluations compétitives.

Les craintes se focalisent sur le risque inflationniste lié à l'excès de création monétaire². Milton Friedman affirmait en 1970 : « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire en ce sens qu'elle est et qu'elle ne peut être générée que par une augmentation de la quantité de monnaie plus rapide que celle de la production ». La forte expansion monétaire observée dans les pays développés (États-Unis, Europe, Japon) demeure limitée à la monnaie banque centrale (M0). La masse monétaire détenue par les agents économiques (M2) ne connaît pas d'augmentation. Cela reflète l'absence de reprise du crédit. Une hausse de M0 sans hausse de M2 ne peut donc pas générer de l'inflation. Les banques ont des

Graphique 2 : Performance des classes d'actifs selon différents régimes d'inflation



réserves de liquidités importantes mais les ménages ou les entreprises ne détiennent pas d'encaisses liquides susceptibles de stimuler la demande et donc d'augmenter les prix. En d'autres termes, c'est la transmission de la base monétaire à la masse monétaire qui signalera l'apparition de tensions inflationnistes potentielles.

Il existe une situation intermédiaire où la création monétaire excessive peut conduire à une perte de crédibilité des banques centrales et donc à une hausse de l'inflation anticipée. Cette inflation anticipée peut se mesurer de plusieurs manières : le niveau des taux d'intérêt à long terme (notamment la pente de la courbe des taux), les enquêtes (enquêtes de la Fed, Université du Michigan, Consensus ForecastsTM), les évolutions salariales et les points morts d'inflation fournis par les obligations indexées.

L'inflation anticipée précède l'inflation effective. Mais en cas de sous-emploi (chômage de masse, faiblesse du taux d'utilisation des capacités de production, peu ou pas de *pricing power* des salariés), la hausse des anticipations d'inflation générées par des politiques monétaires ultra-expansionnistes sera temporaire et insuffisante pour se matérialiser. Dès lors, pour sortir d'un contexte déflationniste (phénomène de trappe à liquidité), l'action reflationniste de la banque centrale doit être complétée par des mesures budgétaires de soutien à court terme et des réformes structurelles à moyen terme.

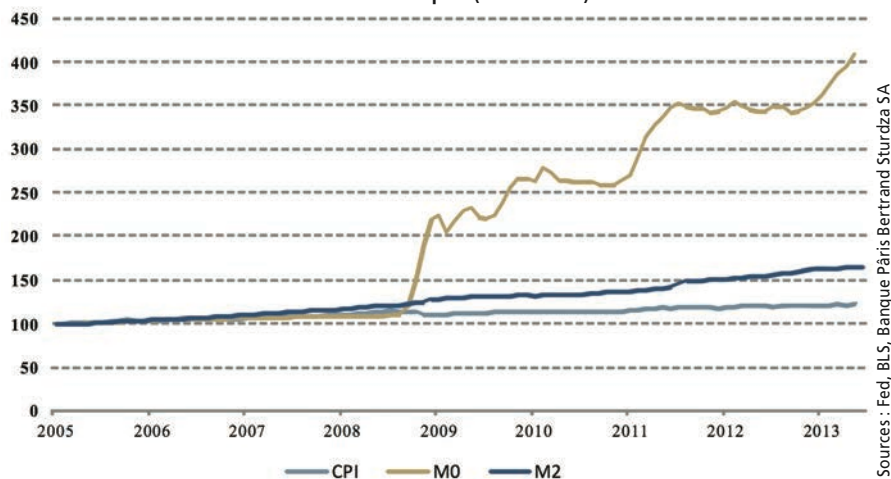
Il est donc nécessaire qu'apparaisse une situation d'excès de demande par rapport à l'offre pour que la création monétaire devienne inflationniste. Cela pourra se manifester par : 1/ des tensions sur le marché du travail (quantitatives ou qualitatives); 2/ un recul de l'offre (destructions de capacités de production, une hausse des prix des matières premières, un affaiblissement des gains de productivité, moins de concurrence, une incapacité à substituer les importations en cas de hausse de la demande intérieure); 3/ une hausse de la demande (augmentation du crédit, hausse des salaires réels, baisse du change, un partage de la valeur ajoutée en faveur des salaires et non des profits).

Selon cette grille de lecture, le risque inflationniste est nettement plus présent dans les pays émergents que dans les pays développés. Les goulots d'étranglement sur le marché du travail (main d'œuvre disponible, qualification, mobilité) pouvant conduire à des hausses de salaires sont importants dans les pays émergents, nettement moins dans

¹ Selon l'équation de Fisher, la variation du taux d'intérêt nominal résulte d'une variation soit du taux d'intérêt réel anticipé (r^*), soit du taux d'inflation anticipée (π^e) : $i = r^* + \pi^e$.

² C'est la théorie quantitative de la monnaie qui établit le lien entre masse monétaire M , inflation P , activité réelle YR et vitesse de circulation de la monnaie V . Selon cette équation $\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$. Si la relation entre la vitesse et l'activité est relativement stable, alors une hausse des prix requiert une augmentation de la masse monétaire.

Graphique 3 : États-Unis: base monétaire (M0), masse monétaire (M2) et indice des prix (100 = 2002)



les pays développés (chômage de masse en Europe et aux États-Unis). On retrouve la même dichotomie au niveau de la progression du crédit et des salaires réels. On peut localement craindre des tensions inflationnistes en Espagne, Italie et au Royaume-Uni, tensions résultant d'une réduction du potentiel de croissance, d'un affaiblissement des gains de productivité et d'une diminution de l'offre non concurrentielle.

Dans les pays émergents, la menace à court terme est plus généralisée, en particulier en Amérique du Sud, Inde et Russie. En Chine, le risque est moins immédiat. Ce sont les menaces déflationnistes qui dominent à court terme.

Aux États-Unis, le succès de la transmission de la politique monétaire via le canal du prix des actifs (hausse du patrimoine des ménages de USD 3 trillions au TI 2013 pour atteindre 70 trillions, dépassant le pic de 2007) met néanmoins le pays à risque, loin devant la zone euro qui demeure en territoire déflationniste. Quant au Japon, son objectif de doubler la base monétaire d'ici fin 2014 afin de stimuler l'inflation et donc de sortir de la spirale déflationniste risque d'entrer en conflit avec les finances publiques (le ratio de dette publique est au dessus de 240% du PIB).

À cet égard, le fait que les banques centrales soient en situation de *fiscal dominance* (la politique monétaire est dépendante de la politique budgétaire, elle assure la solvabilité budgétaire en faisant baisser les taux réels) crée un conflit inévitable avec le mandat de stabilité des prix. Cela n'est pas sans rappeler

les années 70, période durant laquelle les politiques monétaires étaient restées très expansionnistes afin de stabiliser les dettes publiques via une baisse des taux d'intérêt réels. Cela avait conduit à une forte hausse de l'inflation au début des années 80.

3. La boîte à outils anti-inflation pour une caisse de pensions

3.1. Cash : forte surpondération

La rémunération des liquidités tend à très bien suivre les variations de l'inflation. C'est un actif monétaire sans duration et indexé. En effet, les banques centrales ajustent leurs taux directeurs afin de préserver l'objectif de stabilité des prix (*inflation targeting*). Le risque de décalage entre taux d'intérêt à court terme et inflation (abandon temporaire de l'objectif de stabilité des prix au profit de la solvabilité budgétaire) est très faible en Suisse en raison de la qualité des équilibres budgétaires et de la forte indépendance de la BNS.

L'écart entre le taux à 3 mois et l'inflation observée est d'autant plus élevé que l'inflation est forte. La rémunération du Cash est donc indexée sur l'inflation (actif réel) et sa rémunération

réelle tend à augmenter en fonction de l'inflation et de sa volatilité. Ainsi, entre 1990 et 1995, le rendement réel du Libor 3 mois CHF était en moyenne autour de 3,5%.

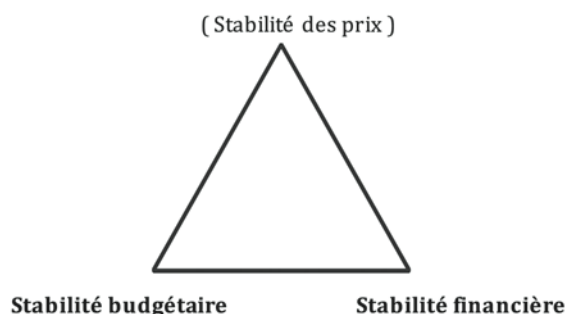
Par ailleurs, la politique de placement doit considérer les liquidités comme une véritable classe d'actifs et avoir la latitude maximale en termes de marges de fluctuations. En effet, en cas de scénario de *stagflation* (combinaison « inflation forte, récession »), seul le Cash aura un rendement positif (réel et nominal). Les stratégies qui n'intègrent pas le Cash comme classe d'actifs (cas de la *risk parity*) se retrouvent dans une impasse.

3.2. Obligations : forte sous-pondération

Sur le long terme, le risque essentiel pour un portefeuille obligataire est l'inflation. Depuis 1900, la perte maximale des obligations est de seulement 15%, face à un rendement annuel moyen de 4,9% et une volatilité de 4,7%. Sur un plan nominal, les obligations procurent donc un très bon couple rendement/risque. Mais quand on raisonne en rendement corrigé de l'inflation, la perte maximale s'élève à 57%. Le contexte actuel de taux bas est particulièrement inquiétant. Les obligations sont la classe d'actifs la plus chère après 20 ans d'appréciation massive. Les rendements réels négatifs des obligations diminuent leur capacité d'agir comme amortisseur. Les rendements réels des obligations sont restés négatifs pendant 45 ans pour des niveaux de valorisation comparables à ceux d'aujourd'hui.

Les obligations d'État doivent donc être en forte sous-pondération au même titre que la dette des entreprises de bonne qualité (*Investment Grade*) et dans une moindre mesure la dette à haut rendement (*High Yield* : coupons supérieurs, l'inflation solvabilise l'emprunteur). Les leveraged loans sont à privilégier en raison de leurs structures à

Graphique 4 : Les trois objectifs des banques centrales depuis 2008



Performance du S&P500 et inflation (1928-2012)

fourchette d'inflation	rendement médian du S&P500	Probabilité de rendements négatifs
< 1%	5.3%	46%
1-2%	13.7%	23%
2-3%	9.8%	19%
3-5%	8.0%	26%
>5%	-1.5%	52%

Source : Banque P&S Bertrand Sturdza SA

taux variables. Les stratégies de courbe favorisent la configuration de *bear steepening* (écartement de la pente via une hausse plus rapide des taux longs). L'allocation régionale est essentielle.

Les obligations indexées sur l'inflation («*Linkers*», *TIPS aux États-Unis*) constituent un instrument de couverture très répandu contre les risques inflationnistes. Mais leur rôle de protection dans un portefeuille est efficace uniquement en régime d'inflation soutenue (supérieure à 4%). En l'absence d'inflation, les obligations indexées sont des actifs très pro-cycliques et peuvent même décrocher fortement en cas de dislocation de marchés (août-septembre 2008, mai 2013).

3.3. Actions : neutre à surpondérer

La classe d'actifs Actions surperforme les obligations en phase inflationniste. Si l'indexation des profits sur le PIB nominal (croissance en volume + déflateur) explique la relation positive entre actions et inflation à long terme, la relation entre valorisation des actions (P/E) et inflation est non linéaire. Quand l'inflation dépasse 4%, les multiples de valorisation se contractent : il y a relation négative avec l'inflation. La performance de la classe d'actifs Actions passe en négatif lorsque l'effet contraction des multiples devient plus fort que la croissance bénéficiaire. Il peut paraître alors pertinent d'investir exclusivement sur la composante indexée de l'action, à savoir les dividendes, qui sont investissables en direct.

Les secteurs gagnants en phase d'inflation forte sont l'énergie, les utilities, la consommation non discrétionnaire et la santé. Le *pricing power* (capacité à répercuter la hausse des prix des inputs, importance des barrières à l'entrée) devient un critère déterminant dans la sélection des valeurs. L'allocation régionale est essentielle. La volatilité augmente en lien avec la montée des incertitudes économiques.

3.4. Politique de change : diversification

Les devises à hauts rendements sont à privilégier comme source de diversification. Trois statuts de devises apparaissent : le CHF pour la protection du pouvoir d'achat (Europe), le CAD pour la sensibilité aux matières premières énergétiques (Amérique du Nord), le AUD pour l'exposition aux matières premières agricoles et minières (Asie).

3.5. Les Hedge Funds : diversification

En régime de forte inflation, il convient de réduire les risques directionnels et de tirer profits d'opportunités relatives (arbitrage, relative value) à l'intérieur des classes d'actifs. À noter que les *hedge funds* ont comme benchmark le Cash (les actifs sont principalement investis en liquidités, l'exposition aux instruments ne consomme pas ou peu de capital), qui affiche une bonne indexation à l'inflation. La combinaison « Cash + alpha » apparaît adaptée en période d'inflation, tout comme les stratégies CTA (l'inflation est source de volatilité).

3.6. Les actifs réels : forte surpondération

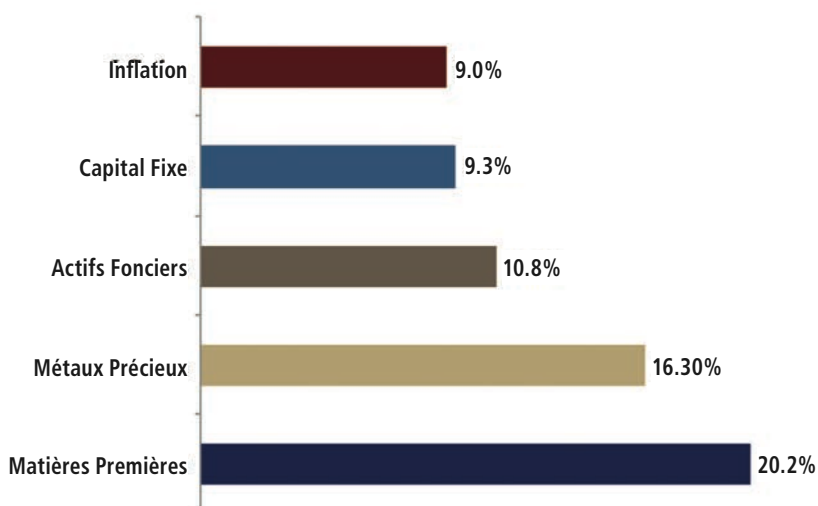
Les matières premières étant des actifs sans rendement, leur valorisation est très

sensible aux variations du coût réel du capital. Elles vont ainsi fortement s'apprécier lorsque les taux d'intérêt réels diminuent et deviennent négatifs. Il y a par ailleurs une double causalité entre inflation et prix des matières premières. Les chocs inflationnistes ont souvent pour origine un choc sur les prix des matières premières (effet fondamental). Et en phase de forte inflation, les allocations d'actifs s'orientent vers les matières premières (effet flux). Elles constituent donc une parfaite couverture contre l'inflation.

Cette notion d'actif réel peut évidemment s'étendre à d'autres actifs, comme l'immobilier, les terres agricoles, le capital fixe (actifs tangibles des entreprises). À titre d'illustration, un indice composite d'actifs réels combinant métaux précieux, matières premières, actifs fonciers (immobilier résidentiel, terres agricoles) et capital fixe surperforme très nettement l'inflation lorsque cette dernière est élevée. Le bénéfice de la protection s'accélère avec le rythme d'inflation : le rendement annuel moyen de l'indice est de 7,6% quand l'inflation est comprise entre 5 et 10%, il passe à 21% quand l'inflation dépasse 10%.

En conclusion, l'inflation risque d'être le principal legs de la gestion de la crise financière. En toute logique, le coût final de la crise sera transféré aux créanciers. Cela signifie qu'une politique de placement doit d'ores et déjà se préparer au retour de l'inflation. Flexibilité et diversification devraient permettre de franchir cet écueil. ■

Graphique 5: Rendements annualisés d'actifs réels lorsque l'inflation dépasse 5% (période 1929-2012)



Source : Banque P&S Bertrand Sturdza SA

Les infrastructures, une nouvelle classe d'actifs



par
Emmanuel Lejay
Infrastructure Team,
Executive Director

Swiss Life Asset Managers

Les investissements en infrastructures se sont développés depuis le milieu des années 2000 et font à présent partie des allocations d'actifs d'un nombre croissant d'investisseurs institutionnels. Le contexte économique et bancaire depuis 2008, conjugué à un environnement de faibles taux d'intérêts, ont contribué à une forte augmentation de la contribution du financement privé. Les investisseurs institutionnels vont certainement être amenés à jouer un rôle essentiel.

Définition des infrastructures

Les infrastructures ont pour principale vocation de fournir un service essentiel à la collectivité sous forme par exemple d'autoroutes, ponts, aéroports, centrales électriques, distribution d'eau, traitement de déchets ou encore d'hôpitaux et prisons. On distingue généralement deux sous-ensembles dans les infrastructures : les infrastructures économiques et les infrastructures sociales. Les premières regroupent les transports (aéroports, ports, autoroutes, etc.), l'énergie (en particulier les énergies

renouvelables et les actifs de transmission), les services publics (distribution et traitement d'eau, gaz, électricité et déchets), et les communications électroniques (tours de transmission, réseaux de fibre optique, etc.). Les secondes, qui la plupart du temps sont développées sous forme de PPP (partenariats public privé) regroupent principalement les hôpitaux, cliniques, universités ou les prisons.

Outre leur vocation de service essentiel, les infrastructures présentent généralement les caractéristiques suivantes :

- Position monopolistique ou quasi-monopolistique avec de fortes barrières à l'entrée et une faible élasticité de la demande
- Cadre réglementaire prouvé et testé
- Revenus et flux de trésorerie stables avec des risques volumes/prix limités
- Marge opérationnelle élevée
- Contrats à long terme
- Faible sensibilité au cycle économique.

Les deux parties distinctes des infrastructures, au profil de risque différent, sont le « greenfield » et le « brownfield » (cf. figure 1). Le greenfield se trouve en amont et regroupe la phase de développement des projets ainsi que la phase de construction. Les acteurs principaux sont les sociétés de construction et d'ingénierie et certains fonds spécialisés. Les investisseurs institutionnels ciblent quant à eux plutôt les actifs opérationnels appelés brownfield.

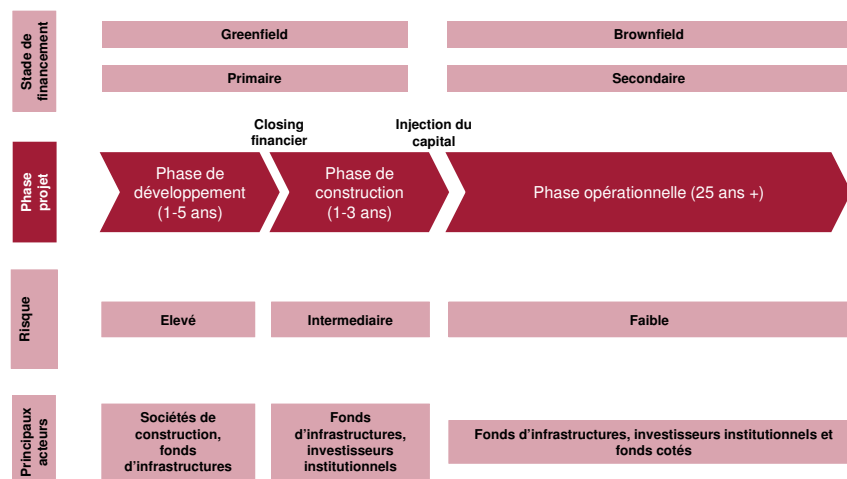
Investir dans les infrastructures comporte certains risques. Les principaux sont (à des degrés différents selon les projets) :

- Risque de développement et de construction (coûts, délais)
- Risque opérationnel (principalement dépassement de budgets d'investissement et problèmes de maintenance)
- Risque technologique (nouvelle innovation créant un risque d'obsolescence)
- Risque réglementaire
- Risque de financement / refinancement
- Risque politique et fiscal
- Risque de change.

Il n'y a pas d'actifs infrastructure sans risques. L'expérience a montré que lors de périodes de crises, même les risques avec une probabilité d'occurrence relativement faible peuvent se matérialiser (comme la baisse de trafic des sociétés d'autoroute en Espagne ou aux Etats-Unis). Cependant, les risques peuvent être évités (par exemple le risque de développement en investissant uniquement post développement) ou contrôlés à travers la structuration des transactions, une discipline d'investissement et une stratégie de diversification.

En termes de profil de risque / rendement, les infrastructures se situent entre le fixed income et le private equity (cf. figure 2). Certains actifs présentent des caractéristiques plus proches du fixed income avec un rendement courant régulier et prévisible (que l'on appelle « core infrastructure »), d'autres ont des caractéristiques plus proches des dossiers de private equity avec des flux de trésorerie plus volatils mais de plus fortes perspectives de croissance et de plus-value à la sortie (appelés « value-add infrastructure »).

Figure 1 : segmentation des projets d'infrastructures



Source : Swiss Life Asset Management (« SLAM »)

Le marché des infrastructures et ses acteurs

La majorité des compartiments des infrastructures vont nécessiter dans les prochaines années de plus en plus d'investissements en capital en raison de (i) la progression démographique et de l'urbanisation, (ii) des échanges intra et internationaux de marchandises et (iii) des besoins en infrastructures nouvelles dans les pays en développement et en infrastructures rénovées dans les pays développés.

L'OCDE estime le besoin global d'investissements annuels en infrastructures à environ 2tr\$ d'ici 2030 (cf. figure 3) soit un total de l'ordre de 55-60tr\$ pour la période 2013-2030. L'Europe est le marché devant procurer le plus d'opportunités.

Les tendances récentes dans les pays développés contribuent fortement à l'augmentation des besoins en financements privés :

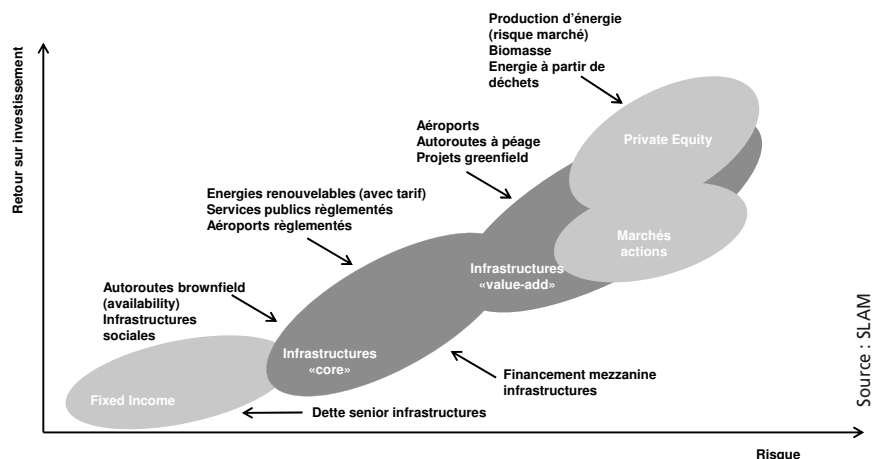
- Ouverture des marchés pour favoriser la compétition face aux acteurs historiques (suite notamment aux mesures de découplage)
- Acteurs industriels vendant leurs actifs non cœur afin de réduire leur endettement ou recycler du capital
- Retrait progressif des Etats en raison des mesures de réduction des déficits qui a conduit à des privatisations et à la hausse des PPP
- Promotion des énergies renouvelables

Historiquement, le marché privé des infrastructures s'est développé d'abord en Australie et en Grande Bretagne dans les années 1980. C'est dans ces pays que les infrastructures ont rapidement été considérées comme une classe d'actifs à part entière. Ces deux pays ont été les premiers à privatiser les sociétés de services publics (« utilities »).

Les acteurs actuels se décomposent en quatre principales catégories :

- Fonds non cotés investissant en direct
- Investisseurs institutionnels type fonds de pension, compagnies d'assurance
- Fonds souverains comme ceux du Moyen Orient ou d'Asie du Sud Est
- Fonds cotés

Figure 2 : profil risque / rendement de l'infrastructure

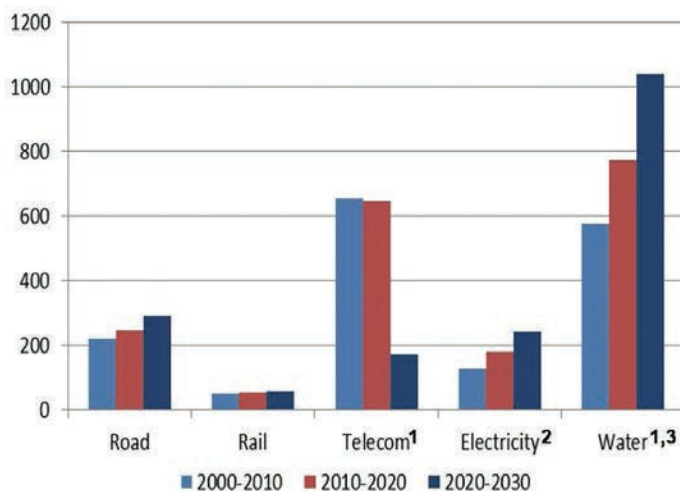


Pourquoi investir dans les infrastructures ?

La taille des projets et les besoins de financements privés pour compléter voire prendre le relais des financements publics expliquent pourquoi les investisseurs institutionnels ont un rôle important à jouer.

L'étendue des compartiments des infrastructures permet aux investisseurs institutionnels de construire, en fonction de leur profil risque/rentabilité, un portefeuille diversifié en termes d'actifs et de géographie. Les investisseurs qui recherchent un risque limité et un rendement courant régulier

Figure 3 : estimation de la demande d'investissements en infrastructures



1 : estimations pour les années 2005, 2015 et 2025, 2 : Transmission et distribution seulement, 3 : pays OECD et BRICS uniquement

La classe d'actifs infrastructure offre des caractéristiques intéressantes aux investisseurs institutionnels :

- Faible corrélation avec les autres classes d'actifs
- Volatilité plus faible que les actions
- Rendement courant élevé et régulier
- Durée longue des projets / flux de trésorerie (> 20 ans)
- Bonne protection à la baisse
- Protection contre l'inflation dans certains cas
- Investissements socialement responsables (énergies renouvelables, etc.)

peuvent investir dans les PPP et obtenir un TRI de 6-9% (en prenant l'hypothèse d'un endettement autour de 85% et un horizon d'investissement de 10 ans). A contrario, des investisseurs souhaitant prendre plus de risques et qui recherchent l'appréciation de leur capital, investiront dans des aéroports non réglementés ou de la production d'énergie avec risque de marché. Les rendements annuels moyens seront volatils mais le TRI après levier pourra atteindre 15-20%. Compte tenu de la forte volatilité des classes d'actifs cotés depuis 2008 et d'un environnement de faibles taux d'intérêts, les

Source : OECD, Investissements en infrastructures (milliards de \$)

allocations des investisseurs institutionnels se portent majoritairement vers les actifs non cotés. Parmi ceux-ci, les infrastructures dont les prévisions d'allocation à court et moyen terme sont en progression. La figure 4 illustre les changements d'allocation à horizon un à trois ans.

Comment investir ?

Les principales formes d'investissement en infrastructure sont les suivantes :

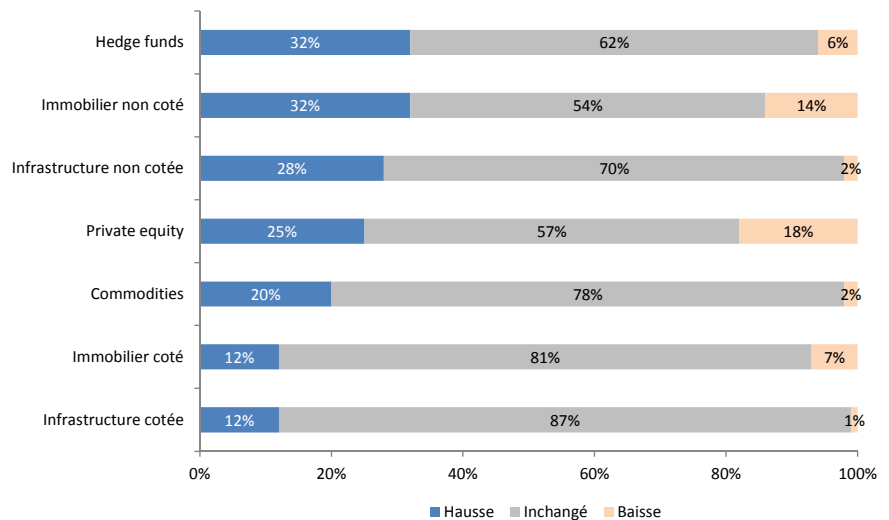
- Investissements en direct
- Investissements dans des fonds non cotés
- Investissements dans des fonds cotés (quelques fonds australiens et anglais)
- Investissements dans des fonds de fonds
- Investissements sur les marchés boursiers

L'investissement dans les fonds d'infrastructure présente plusieurs difficultés. La première est la difficulté à sélectionner de bons gérants compte tenu de l'historique limité de la plupart des équipes d'investissement (moins de dix ans d'historique en général). La deuxième est le niveau élevé des frais de gestion et performance fees, souvent proche du niveau du private equity alors que les perspectives de rendement sont moins élevées. La dernière difficulté est une durée des fonds d'investissement (10 à 15 ans typiquement) qui n'est pas en ligne avec la durée des actifs (20 à 25 ans pour les fermes solaires ou éoliennes par exemple) et la durée d'investissement souhaitée par les investisseurs.

Concernant les fonds cotés, les marchés boursiers ont été très volatils depuis 2008 et ne correspondent pas au mieux aux critères d'investissement des acteurs institutionnels qui recherchent des actifs stables et long-terme dont la maturité est en ligne avec leurs passifs. Par ailleurs, les fonds cotés ne sont pas adaptés à des actifs peu liquides comme les actifs d'infrastructure.

La tendance actuelle est donc de plus en plus pour les investisseurs institutionnels d'investir en direct ou comme co-investisseur (cf. figure 5). Cette tendance a été favorisée aussi par deux autres facteurs : les dossiers de taille importante (supérieure au milliard d'euros) nécessitent souvent la mise en place de consortium réunissant des fonds d'investissement et des investisseurs institutionnels ; certains investisseurs institutionnels

Figure 4 : allocation d'actifs des investisseurs institutionnels



Source : Russell Investments' 2012 Global Survey on Alternative Investing

visent des rendements inférieurs à 10% sur certains actifs considérés comme peu risqués alors que les fonds d'investissement ne sont pas concurrentiels à ces niveaux de rendement compte tenu de leurs structures de coûts. Par ailleurs, en plus d'un avantage de coûts, cette approche d'investissement direct permet de mieux gérer son rythme d'investissement et la construction de son portefeuille. Cependant, cela nécessite une expertise interne pour identifier, exécuter et gérer des investissements dans la classe d'actifs et une taille critique suffisante en termes de montants à investir et d'équipe.

Etude de cas : Amprion

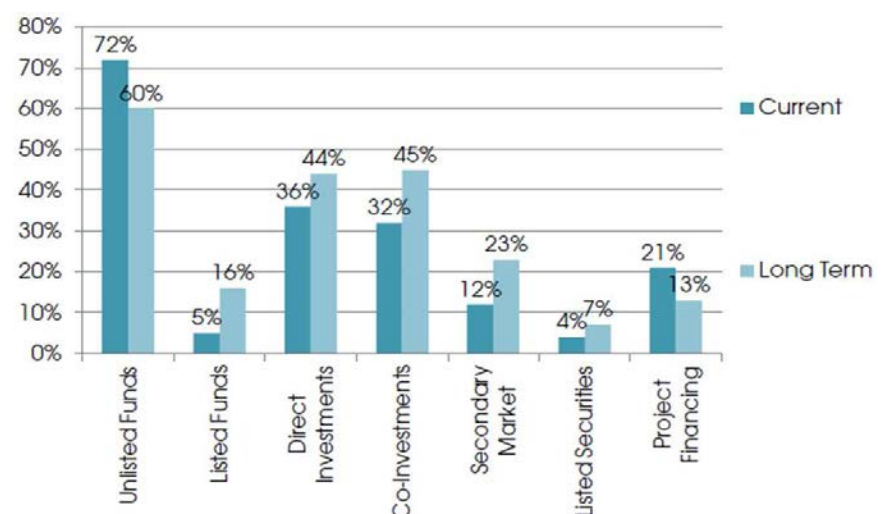
En 2011, un groupe d'investisseurs institutionnels a acquis 74.9% d'Amprion détenus par RWE. Amprion, un des quatre opéra-

teurs allemands du système de transmission électrique, détient et opère le plus important réseau de lignes à très haute tension (11,000 kms). Le réseau couvre environ 73,100 m² et s'étend du nord de l'Allemagne (Basse Saxe) jusqu'aux frontières suisses et autrichiennes. Amprion est un actif réglementé qui permet aux investisseurs d'obtenir un retour sur investissement cible.

Cette opération illustre les tendances récentes du marché de l'infrastructure :

- Découplage
- Actifs non stratégiques vendus par des opérateurs historiques en quête de liquidité
- Investissements par des investisseurs institutionnels, en direct, à la recherche

Figure 5 : stratégie d'investissement des investisseurs institutionnels



d'investissements à long terme générant du rendement courant

En conclusion, le marché des infrastructures est un marché prometteur pour les investisseurs institutionnels. La clé est de trouver la manière la plus efficace pour développer une exposition à cette classe d'actifs attractive. C'est pourquoi Swiss Life a décidé de créer un fonds ciblant le « core infrastructure », principalement com-

me investisseur direct. Ce fonds est ouvert aux investisseurs institutionnels tiers qui désirent investir aux côtés de Swiss Life. ■

Sources :

Prequin 2012 newsletters

OECD Publications, Infrastructure to 2030

Af2i (Association française des Investisseurs Institutionnels) et J.P. Morgan Asset Management, Guide des investissements en infrastructures

Russells Investments, 2012 Global Survey on Alternative Investing

FERRARI ART GALLERY VEVEY

PEINTURE SCULPTURE PHOTOGRAPHIE



Depuis 2002, dans un espace de 250m² où même les grandes œuvres peuvent être mises en valeur, FERRARI ART GALLERY expose des artistes suisses et internationaux.

Quai Perdonnet 22 - 1800 VEVEY | T +41 21 921 73 77 | www.ferrariartgallery.ch

Economie suisse : quelle trajectoire pour le long terme ?



par
Patrice Gautry
Chef économiste UBP

Union Bancaire Privée, UBP SA

Quel pourrait être l'avenir d'un pays dépourvu de matières premières et de débouchés sur l'océan, un pays ceint de hautes montagnes et doté d'un habitat concentré ? « Pas brillant, un pays condamné à l'oubli ou à être absorbé », répondrait un habitant de Mars... Et cela ne manquerait pas de faire sourire les Suisses, puisque c'est de leur pays qu'il s'agit.

Neutralité et indépendance politique : les fondations de la société suisse et de son modèle économique

Esquisser le portrait de l'économie suisse dans les cinquante prochaines années nécessite de comprendre ce qui fonde le « génie » de ce pays. La neutralité est un choix très fort, qui a non seulement construit l'histoire politique de la Suisse, mais également modelé son économie. La neutralité est un joyau façonné sur les champs de bataille (1515) qui a donné naissance à l'indépendance des Cantons, puis à celle du pays tout entier. Celui-ci a ainsi profité d'une période de paix plus longue que pour ses voisins turbulents, ce qui lui a permis d'entrer dans l'histoire récente avec les caractéristiques d'un État moderne. La neutralité est loin d'être un gadget car elle est précisément définie en termes de droits et de devoirs (Convention de 1907). Ceci a d'ailleurs eu des conséquences lors des derniers conflits en Europe, et influence la politique étrangère et commerciale du pays.

La neutralité et l'indépendance ont conféré à la Suisse un statut particulier face aux autres nations : c'est ainsi que se sont construites l'image et la renommée du pays dans son rôle de médiateur, d'intermédiaire

politique, de carrefour des échanges et des idées, mais aussi comme symbole de solidarité et d'ouverture, ce qui a concouru à son succès économique.

L'histoire de la Suisse a forgé le caractère de ses habitants et les a dotés des vertus cardinales qui expliquent que les relations économiques sont plus harmonieuses ici qu'ailleurs. Il faut les nommer : la précision, la fiabilité, la discrétion, la préservation des ressources, le souci de la qualité et le sens de la tradition. Transposé à l'État, cela donne une gestion équilibrée et modeste, la recherche du consensus et de la cohésion sociale, la stabilité, la sécurité et la proximité. Notre habitant de Mars fraîchement débarqué pourrait avoir l'impression de lire un dépliant touristique mais, s'il est un homme d'affaires avisé, il reconnaîtra les caractéristiques de ce qui fonde le capital humain - l'une des bases de la Richesse des Nations.

La Suisse est un acteur incontournable de l'économie mondiale

Neutralité et indépendance ne sont pas synonymes de repli sur soi. La Suisse le prouve ! Sa neutralité l'oblige à travailler avec l'ensemble des pays et des organisations internationales, même si son adhésion à certaines d'entre elles est récente (Conseil de l'Europe en 1963, FMI et Banque mondiale en 1992, ONU en 2002). La taille de son marché intérieur étant modeste, elle a très vite dû trouver un moteur d'expansion à l'étranger. Dès lors, le commerce extérieur a pris un poids important dans son cycle conjoncturel. Ayant choisi de rester en dehors des zones économiques et financières, elle a multiplié les accords commerciaux

bilatéraux, afin de s'assurer de la présence des produits suisses sur les marchés internationaux. Les derniers accords signés avec la Chine et l'Australie symbolisent sa volonté d'asseoir sa présence dans le monde.

L'efficacité de la Suisse est régulièrement mise sous les feux des projecteurs, avec sa place de premier de la classe dans les classements internationaux. Les caractéristiques du « génie » suisse sont ainsi magnifiées par les bonnes notes obtenues sur des critères reflétant son histoire et son capital humain. Selon le WEF et le Global Benchmark Report, la Suisse ressort première, devant les autres pays développés et les marchés émergents, grâce à ses infrastructures, son environnement économique, son innovation, la flexibilité de son marché du travail et la sophistication de ses processus industriels. Ces rapports mettent aussi en avant une fiscalité modérée, une inflation faible, des finances publiques stables et une forte interconnexion avec l'économie mondiale.

La Suisse met à profit ses succès et prépare son rebond

Ainsi, il n'est pas surprenant de voir l'économie suisse se redresser parallèlement à l'activité mondiale. Les années 2013 et 2014 devraient se caractériser par une croissance plus soutenue, laissant bien augurer la place de la Suisse dans le monde.

La croissance a en effet résisté en 2012 grâce au soutien de la consommation, qui a bénéficié d'un chômage modéré et d'une immigration soutenue. Ceci a plus que compensé le recul des exportations. L'industrie profite d'un regain d'optimisme, qui devrait déboucher sur une croissance supérieure à 1,5% en 2014. Ce rebond est certes inférieur aux 5% atteints après la Seconde Guerre mondiale, mais il est plus soutenu qu'en 1991-1997 et supérieur à celui attendu dans la zone euro.

Le moteur des exportations devrait regagner de la vigueur. La zone euro sort lentement de la récession et la demande mondiale de produits suisses repart tandis que la contrainte d'un franc surévalué face à l'euro s'allège. La reprise des exportations devrait s'étendre au-delà des secteurs qui avaient le mieux résisté pendant la crise, comme la pharmacie et l'horlogerie.



Entre ciel et vague - André Raboud

De plus, le cadre de politique économique retenu par les autorités pour la période 2012-2015 reflète leur souci de maintenir un environnement d'affaires toujours propice. Les priorités sont la recherche de gains de productivité avec une ouverture accrue de l'économie domestique ; la stratégie vise en outre à augmenter le taux d'emploi et entend également réformer la santé, l'énergie, les infrastructures et le transport, tout en allégeant le fonctionnement de l'État et en conservant une fiscalité attractive.

La volonté de maintenir l'équilibre des finances publiques est réaffirmée mais elle nécessite un arbitrage entre les dépenses et l'introduction de réformes supplémentaires. Vu les priorités données à l'éducation, la recherche et l'innovation, ainsi que la fin programmée du nucléaire, le pays se voit contraint de réduire certaines dépenses et de lancer en parallèle une réforme des retraites.

La Suisse a une forte identité et s'est modelée en fonction des évolutions politiques et économiques de ses voisins. Dans le futur, c'est à l'échelle mondiale que les mutations s'opéreront, mais le pays saura tout autant profiter de ses atouts.

Le centre de gravité de l'économie mondiale se déplace vers l'est

Depuis les années 2000, de nombreuses simulations sont effectuées par des orga-

nismes internationaux pour figurer l'économie mondiale du futur. Ces projections reposent sur des approches similaires: les calculs prennent en compte la croissance de la population active de chaque pays, ainsi que le niveau de formation de la main d'œuvre, la progression du capital humain et du stock de capital, et enfin la productivité résultant du progrès technique. Ces critères de premier ordre sont ceux qui permettent à la Suisse de trôner régulièrement en tête des classements, et ils sont donc fondamentaux pour rester dans la course en 2030-2050.

Les résultats des simulations convergent et révèlent notamment que le centre de gravité de l'économie mondiale se déplace vers l'est. En termes de taille des économies, les pays émergents devraient en 2050 dépasser les pays développés. En 2017, le PIB chinois passerait devant celui des États-Unis (à parité de pouvoir d'achat) et, en 2050, la Chine, l'Inde et le Brésil constitueraient, avec les États-Unis, les plus grandes économies au monde. Les pays européens seraient dès lors relégués en deçà du dixième rang. En outre, des économies aujourd'hui situées dans le bas du classement, comme le Nigeria, l'Indonésie et le Viêt Nam, effectueraient une remontée remarquable, pour figurer parmi les vingt premières places mondiales. Ce palmarès reflète les différences de croissance entre les pays émergents (4%, ou plus, par an) et les pays développés (2%, ou moins, par an), ainsi que l'appréciation attendue de leur devise.

Ces évolutions, déjà perceptibles, se traduiront par une importante consommation de masse, qui devrait croître rapidement avec l'arrivée d'une classe moyenne nombreuse dans les pays leaders, et en formation dans les économies en forte progression. Ceci constitue autant de débouchés pour les exportations des pays développés, qui devraient connaître des hausses soutenues, pouvant dépasser celles de leur PIB. D'ailleurs, les entreprises occidentales se sont déjà lancées dans la course aux gains de parts de marché.

Pour des pays développés comme la Suisse, les secteurs et les thèmes qui devraient être favorisés sont le commerce de distribution, les grandes marques de consommation, les services aux entreprises et les services financiers, la santé, l'éducation et les secteurs à très forte valeur ajoutée au sein de l'industrie.

Mais les entreprises suisses ne doivent pas pour autant négliger leur marché national. En effet, ces simulations révèlent aussi que les PIB par tête dans les pays développés conserveront une longueur d'avance sur ceux des pays émergents: en 2050, le PIB par tête chinois, ou brésilien, atteindra seulement le niveau de celui enregistré en 2011 par les États-Unis. Dès lors, des économies comme la Suisse conservent un attrait pour des produits de niche, à forte valeur ajoutée, destinés à des clients ayant un pouvoir d'achat élevé. Sans nul doute, les futures grandes compagnies internationales qui naissent aujourd'hui dans les pays émergents s'intéresseront de plus en plus à cette niche et concurrenceront les entreprises locales.

Le commerce extérieur suisse devrait être profondément bouleversé car les exportations vers les pays émergents devraient évoluer plus vite que celles à destination des pays développés. Ainsi, les exportations totales représenteraient plus de 50% du PIB suisse, contre 36% en 2012. La part des régions émergentes progresserait de 21% à 45% du total des échanges, aux dépens de l'Europe, dont la part passerait à 25%, contre 55% en 2012 (la part de l'Allemagne baissant fortement). Par ailleurs, la part des États-Unis se réduirait, passant de 11% à 5%. Le poids des secteurs devrait évoluer en conséquence, avec une montée pro-

bable de la chimie-pharmacie (déjà 40% des exportations en 2012), des instruments de précision et de l'horlogerie (22% des exportations), du secteur des machines et de l'électronique (16,5% des exportations en 2012), au détriment des secteurs comme le textile et l'agriculture.

Une population mondiale toujours plus nombreuse et âgée

Selon le Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD), la face du monde devrait changer en 2050 compte tenu de la forte croissance de la population mondiale, qui devrait atteindre 9,6 milliards, contre 7,2 mia en 2012. En 2028, l'Inde passerait devant la Chine, avec 1,6 mia d'habitants. La population mondiale devrait par ailleurs vieillir, l'âge médian passant de 29 ans en 2012 à 41 ans en 2050. Le Nigeria et la Turquie devraient profiter de la grande proportion de jeunes dans leur population pour voir leur poids s'accroître dans l'économie mondiale, tandis que le vieillissement de la population chinoise devrait s'amorcer à partir de 2020. Dans les pays développés, la croissance de la population devrait rester modeste, mais les plus de 65 ans devraient progresser de 65% (pour représenter 33% de la population), et la part des plus de 80 ans devrait doubler sur la période, pour passer à 10% en Suisse; ils devraient représenter 16% au Japon et 14% en Allemagne et en Italie.

Le vieillissement a longtemps été associé à la maladie et à la dépendance, mais aujourd'hui, l'allongement de la durée de vie est plutôt favorable, avec notamment des retraités plus dynamiques, qui deviennent consommateurs de nouveaux produits et services. Certes, ce n'est pas avec ses 8 à 10 millions d'habitants (7,9 mio en 2012) que la Suisse pourra dominer le monde, mais ses produits et son savoir-faire ont de beaux jours devant eux, en particulier s'agissant du secteur médical, notamment de la technologie et des équipements médicaux, de la recherche et du tourisme médical et de bien-être, sans oublier les nouvelles formes d'alimentation. Les pays développés, qui ont vieilli plus tôt, auront ainsi une longueur d'avance sur les marchés émergents concernant les changements de consommation et l'apparition de nouveaux besoins.

L'ère des mégapoles

La population mondiale connaîtra une plus forte concentration, avec des villes qui deviendront gigantesques. Cette urbanisation sera plus marquée dans les pays émergents, où des grandes villes se transformeront en mégapoles. Plus de 60% de la population mondiale vivra en ville : de 1995 à 2025, le nombre de villes de plus de 10 mio d'habitants devrait être multiplié par deux. En 2025, les 600 premières villes représenteront 65% de la création de richesse mondiale. Les besoins associés seront astronomiques et la structure de consommation des citoyens évoluera considérablement.

Avec une faible densité d'habitants, la Suisse paraît peu concernée par ces phénomènes. L'habitat est cependant appelé à se concentrer, et les infrastructures, comme les modes de transport, devront évoluer alors que la population et l'activité sont déjà concentrées dans les trois grands bassins - Zurich, Bâle et l'arc lémanique. Cette «métropolisation» peut se traduire par de puissants moteurs de croissance pour les sociétés suisses, sur le plan notamment des infrastructures, du transport, de la communication, de l'approvisionnement en eau et en énergie, du recyclage et de l'environnement, mais également avec la demande en faveur d'une nouvelle architecture urbaine adaptée à l'environnement.

Le monde change, la finance opère une mutation

Le développement rapide des économies émergentes entraîne dans son sillage la banque et la finance. En 2030, ces pays devraient abriter la moitié du stock de capital mondial, contre 30% aujourd'hui. Compte tenu des besoins considérables en infrastructures, du développement des services, ainsi que du financement des retraites et de la santé, le secteur financier devrait connaître de profondes mutations, avec par ailleurs une adaptation des règles sur les flux de capitaux. Les services financiers devraient se développer et être plus sophistiqués, tandis que la taille des marchés financiers devrait augmenter en raison notamment des émissions obligataires publiques appelées à financer ce développement. La gestion de l'épargne devrait aussi afficher une nette avancée, notamment en

Asie. Après le boom économique, les services et la finance devraient connaître une forte expansion, préfigurant l'émergence de grands acteurs dans ces secteurs mais, en corollaire, une possible augmentation des risques systémiques.

Cette évolution constituera un challenge important pour les deux grandes banques suisses. Néanmoins, un rapport récent du FMI fait encore état de la persistance des risques dans ces institutions, et insiste sur la nécessité de renforcer leur base en capital et de réduire les leviers financiers. Étant donné le contexte futur, la réussite de la réforme bancaire (axée sur le concept «too big to fail») est primordiale pour la Suisse.

Dans cet environnement, les banques privées suisses doivent faire face à de nouveaux défis de taille puisqu'elles doivent notamment affronter la compétition de Hong Kong et de Singapour. Toutefois, le métier n'est pas mort car la nécessité de se protéger contre les tensions géopolitiques, l'inflation ou le risque de «confiscation» trouve des échos dans les pays émergents après avoir été un moteur d'expansion en Europe.

Au total, la Suisse devra affronter un monde multipolaire, dominé par quelques grandes puissances. Son intégration sera facilitée par son implication dans le commerce mondial et sa capacité à maintenir les critères de compétitivité à un haut niveau. La course à l'innovation et l'excellente formation de la main-d'œuvre seront primordiaux pour éviter au pays d'être marginalisé. La Suisse parie sur une société du savoir lui permettant d'entretenir sa prospérité.

Quelle place faut-il accorder aux actifs suisses ?

Les finances publiques ont été restaurées avant la crise de 2008 grâce à l'adoption de règles d'équilibre. En comparaison des pays européens, la dette publique est donc demeurée faible (45% du PIB en 2012). Cette rigueur devrait rester en place et permettre à la Suisse de se distinguer encore des trois économies leaders, car celles-ci n'ont pas fait preuve d'une gestion publique exemplaire. Les actifs de dette suisse seront donc rares et une prime en leur faveur semble justifiée.



L'arche 2 - André Raboud

Par ailleurs, les finances suisses devraient faire face à un nouveau défi à moyen terme avec la montée des dépenses d'infrastructure, de développement des transports, de création d'un nouvel habitat et celles liées à l'environnement. Ces dépenses pourraient excéder les capacités de financement de l'État et ouvrir la porte à des partenariats avec des acteurs privés.

Les actions suisses sont mondiales ! Les mutations en cours conduisent à privilégier les sociétés qui reflètent cette création de richesse, la valorisation des idées ou de la recherche, et la capacité de leurs dirigeants à mondialiser leur activité. C'est ainsi que naissent des champions, que ce soit sur des niches sectorielles, ou encore dans la consommation ou la haute technologie, voire dans des secteurs plus défensifs. Ces sociétés bénéficient d'une large exposition et ont rapproché leur production de leurs clients finaux, ce qui leur permet de mieux résister en cas de situations difficiles. Elles sont très rentables, avec des marges élevées et jouissent d'un fort «pricing power», qui limite l'impact des variations du franc suisse. De plus, elles disposent d'un bilan solide et

affichent un faible endettement. Il est donc intéressant de sélectionner ces leaders mondiaux, gérés «à la Suisse».

Le franc suisse deviendra-t-il une « relique barbare » ? Pour limiter son appréciation et éviter la déflation, la BNS avait instauré un cours plancher de 1,20 entre le franc et l'euro en septembre 2011. Elle se déclarait prête à taxer les dépôts ou à contrôler les flux de capitaux pour contrer toute hausse. En intervenant sur les changes, la banque centrale a accumulé des réserves importantes, surtout en euro (48% de ses réserves totales). La sortie de crise au sein de la zone euro devrait se traduire par une baisse du franc suisse et donc une diminution des réserves et du bilan de la BNS ; ce dernier facteur sera délicat car il risque de contraindre la liquidité.

L'avenir du franc suisse est différent de celui du dollar canadien et du dollar australien, qui sont des devises associées aux matières premières. Les convictions qui ont conduit à ne pas diluer le franc dans l'euro sont toujours valables et favorisent son indépendance. La Suisse étant reconnue pour

la bonne gestion de ses finances publiques et pour son environnement politique favorable, le franc a acquis un statut de devise stable, et il pourrait à nouveau jouer le rôle de valeur refuge.

Les actifs suisses auront toujours leur place dans les portefeuilles. La Suisse constitue une fenêtre sur un monde en constante évolution, c'est là son ADN. Elle a la capacité de s'adapter aux changements et devrait conserver un rôle majeur. Mais des risques existent liés à l'approvisionnement en matières premières, en nourriture et en eau, ainsi qu'à l'environnement. Les autorités devront également être vigilantes afin de veiller à la pérennité de la cohésion sociale et du mélange linguistique et culturel. ■

La gestion active comme moyen de diversification



par
Julien Godat,
CFA
Responsable Clientèle
institutionnelle
Suisse romande



Boris Hutter,
lic. ec. HSG
Conseiller Clientèle
institutionnelle
Suisse

Notenstein Banque Privée

Lors de la mise en place du portefeuille d'une institution de prévoyance, le Conseil de Fondation doit valider les lignes directrices de la gestion, lesquelles auront un impact plus ou moins grand sur la performance future. La détermination de l'allocation stratégique fait typiquement partie des décisions importantes. Toutefois, la chaîne de création de performance ne dépend pas uniquement du choix de la stratégie, mais aussi des indices de référence utilisés et du type de gestion (active ou indicielle) sélectionné.

Pas une science exacte

L'allocation stratégique est définie de manière à ce que le rendement global attendu du portefeuille de la caisse soit supérieur ou

égal aux coûts des engagements. Or il est important de relever que l'estimation des rendements attendus et des engagements futurs repose sur des modèles d'analyse dont la marge d'erreur n'est pas nulle. De ce fait, le risque d'opter pour une stratégie de placement inappropriée est réel et peut déboucher sur des écarts de performance et de volatilité indésirables et importants.

Même constat concernant le choix des indices de référence. En pratique, les investisseurs institutionnels utilisent le plus souvent des indices pondérant les sous-jacents selon la capitalisation boursière, tels que le MSCI World Index pour les actions internationales. Toutefois, comme le montre le graphique annexé, il existe d'autres indices de référence officiels, à l'instar du MSCI World Risk Weighted qui applique une pondération en fonction du risque. A titre de comparaison, un investissement de CHF 100.-

effectué le 31.12.1999 selon le MSCI World Index vaudrait CHF 79.07 au 30.09.2013, alors que le même montant investi selon le MSCI World Risk Weighted aurait une valorisation de CHF 162.80, soit une plus-value de CHF 83.73. Par ailleurs, le classement entre les différents indices varie fortement selon les périodes observées. Ainsi, tout comme la détermination de l'allocation stratégique, le choix des indices de référence n'est hélas pas une science exacte.

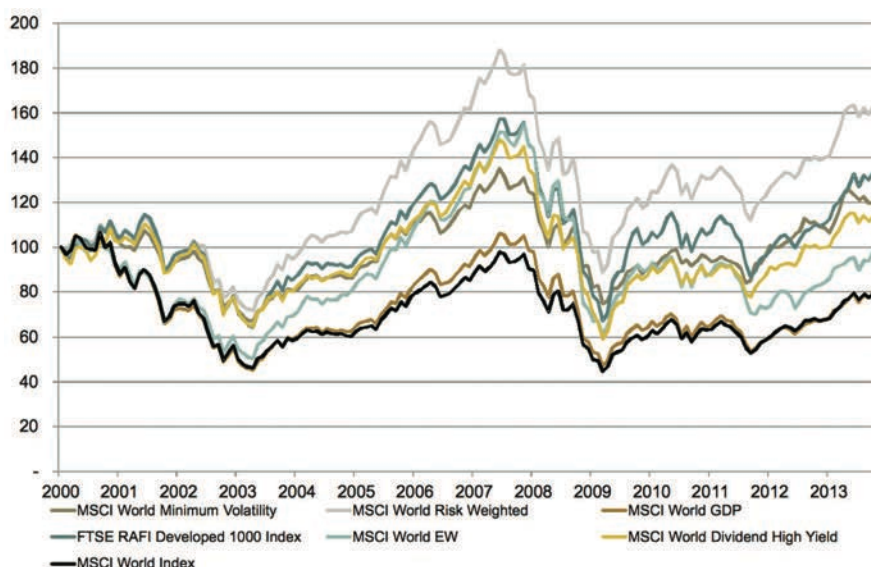
Gestion active = surperformance + diversification

Une fois l'allocation stratégique et les indices déterminés, l'investisseur peut opter pour une gestion indicielle ou active. L'approche indicielle a pour objectif de répliquer à moindre coût la stratégie de placement validée par le Conseil de Fondation. Si une telle approche a l'avantage de minimiser les frais de gestion, elle se base sur l'idée peu réaliste qu'il n'existe aucun risque d'erreur quant au choix de l'allocation stratégique et des indices. A contrario, la gestion active présente des frais plus élevés mais permet de diversifier les choix effectués en amont de la chaîne de création de performance. En effet, une telle gestion peut se positionner de différentes façons, que ce soit au niveau de l'allocation stratégique ou au niveau des indices par classe d'actifs. Ainsi, la gestion active ne vise pas seulement la surperformance, mais également la diversification.

Conclusions

En résumé, l'impact du choix de la stratégie de placement sur la performance finale varie en fonction du type de gestion. Dans la gestion active, l'allocation stratégique et les indices de référence remplissent simplement un rôle de mesure de comparaison, alors que dans la gestion indicielle, leur choix est primordial dans la mesure où ils représentent le critère de gestion. A ce titre, la gestion active présente l'avantage de diversifier les risques liés aux « mauvais » choix. ■

Performance de différents indices de référence en actions internationales



La finance, cause ou conséquence de la croissance ?



par
Michel Girardin
Professeur à l'Université de Lausanne

La monnaie, son corollaire le crédit et, plus généralement, la finance, sont-ils à l'origine de la croissance économique ou ne font-ils que découler de celle-ci ? Aujourd'hui encore, la question taraude les économistes depuis que Joseph Schumpeter a tranché, en 1911. Chez les classiques, la monnaie n'était qu'un simple voile, un liquide dont le débit restait sans effet sur la croissance pour n'affecter que les prix. Avec Schumpeter, le liquide se mue en huile pour les rouages des cycles conjoncturels. De l'huile au grain de sable, il n'y a qu'un pas qui sera franchi avec la crise financière de 2008. La monnaie et le crédit peuvent mettre l'économie en péril. À ce titre, ils se doivent d'être encadrés.

La monnaie, simple voile...

Les économistes classiques et néo-classiques comme John Stuart Mill ou Léon

Walras ne voyaient dans la monnaie, et par extension, le crédit, qu'un simple voile, posé nonchalamment sur les échanges commerciaux. En augmenter la quantité en circulation n'était certainement pas pour doper la demande des ménages ou la production des entreprises. Seul le niveau des prix s'en ferait l'écho. Pas de croissance avec la politique monétaire, rien que de l'inflation ? On comprend pourquoi l'éminent professeur d'économie à Lausanne qu'était Léon Walras reléguait la monnaie aux oubliettes dans ses cours, entre 1870 et 1892. Sa belle réussite sera d'établir la théorie de l'équilibre général des marchés en attribuant un rôle de figurants à la monnaie et au crédit. L'économiste français fera pourtant de « L'École de Lausanne » la référence mondiale en économie de la fin du 19ème siècle, ce qui lui vaudra de devenir « le plus grand de tous les économistes » aux yeux d'un autre grand seigneur de l'économie politique : l'autrichien Joseph Schumpeter.

Trois vagues - André Raboud



L'homme n'est pas connu pour sa modestie. Il se fixe trois objectifs dans sa vie : être le meilleur amant du monde, le meilleur cavalier du monde et, bien entendu, le meilleur économiste du monde. À ce jour, on ignore quel était l'ordre de ses priorités. Et à l'heure du bilan, le mystère s'épaissit, puisqu'il avoue n'avoir connu la consécration que pour seulement 2 des 3 objectifs, sans préciser lesquels...

Mais comme il semblerait que les bons économistes sont aussi de bons amants, il n'y a en réalité que 2 objectifs et le 100% de la note peut sans doute être reconnu à l'ambitieux, à titre posthume...

... Huile dans les rouages de la « destruction créatrice » ?

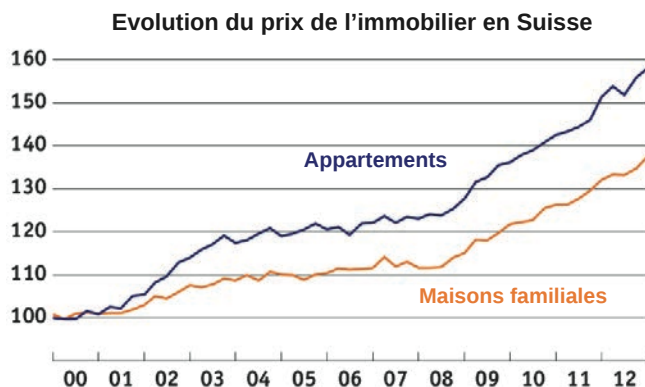
Avec Schumpeter, la monnaie et le crédit acquièrent enfin leur lettre de noblesse. Ils perdent leur neutralité et deviennent moteurs incontournables de la croissance. C'est l'innovation, ou plus exactement des « grappes d'innovations », qui en activent le réacteur. L'autrichien en est convaincu : une innovation majeure ne vient jamais seule. Elle porte en elle une multitude de germes d'innovations dérivées, propres à instaurer un véritable changement de paradigme.

La destruction créatrice : l'expression qui consacre l'économiste autrichien - et lui aurait sans doute valu le prix Nobel s'il avait existé à l'époque - fait référence à ce foisonnement d'innovations en grappe qui viennent se substituer aux innovations du moment et bousculent les habitudes de consommation et d'investissement des ménages et entreprises.

La dynamique de la destruction créatrice est l'essence même du capitalisme. Les innovations créent un mouvement perpétuel de créations, de destructions et de restructurations des activités économiques. Mais ces innovations ne sortiraient jamais de la boîte à idées si le recours au crédit n'était pas possible : la monnaie et le crédit jouent ainsi un rôle central dans le cycle des affaires tel que décrit par l'homme aux multiples objectifs.

Comprendre que la monnaie et le crédit sont au cœur de la croissance économique ne signifie pas pour autant connaître les

Y a-t-il une bulle dans l'immobilier en Suisse ?



arcanes de la gestion de fortune. Devenu brièvement Ministre des Finances après la Première Guerre mondiale, Joseph Schumpeter dirige pendant quatre ans une banque privée, la banque Biedermann de Vienne. C'est un bide : la banque fait faillite en 1924.

Le meilleur économiste du monde n'en fait pas un drame. Et pour cause : sa conviction profonde est que l'innovation - et donc la monnaie qui la finance - est à la fois source de croissance et facteur de crise. Ces dernières sont donc inéluctables et inhérentes au capitalisme. Schumpeter rejoint ici partiellement Karl Marx, qui pensait lui aussi que les crises sont inhérentes au capitalisme. Mais alors que Marx y voit la fin d'un processus, qu'il résume avec sa fameuse allégorie du capitalisme qui « creuse sa propre tombe », Joseph Schumpeter voit lui la crise comme nécessaire et salutaire dans un processus d'évolution dynamique. Elle participe finalement à la croissance économique au même titre que la destruction créatrice provoquée par les grappes d'innovations.

Les économistes classiques ne décelaient aucune corrélation entre la monnaie et la croissance. Schumpeter, lui, témoigne non seulement de l'existence de la dite corrélation, mais également du sens de la causalité. L'économiste autrichien ne dispose pourtant pas des outils économétriques propres à déterminer si c'est la monnaie, et, par extension, le crédit et la finance, qui influencent la croissance ou si c'est cette dernière qui permet au secteur financier de définir son périmètre. Ce n'est qu'avec les outils économétriques développés par Granger dans les années 70 que la preuve sera établie que le sens de la causalité part bien de la monnaie pour aller vers la croissance. L'intuition du galant cavalier était la bonne.

... Ou grain de sable ?

Il est bon de relire les écrits de Schumpeter, ne serait-ce que pour une raison : comprendre que les crises sont inéluctables, voir nécessaires pour le redéploiement du cycle conjoncturel vers de nouveaux paradigmes de croissance.

Mais de quelle crise parle-t-on ? S'il s'agit d'un excès de spéculation sur les marchés financiers, qui n'est pas alimenté par le crédit, alors effectivement, la crise qui résulte de l'éclatement de la bulle spéculative est salutaire et relativement bénigne. La bulle des valeurs technologiques de la fin des années 90 en constitue un bon exemple : la crise qui a fait suite à son éclatement en 2000 a été certes douloureuse, mais n'a pas provoqué de grave récession économique.

Si par contre, l'engouement excessif pour des actifs financiers s'accompagne d'une bulle du crédit, l'excès d'endettement se doit d'être corrigé dans un processus de désendettement autrement plus douloureux. La crise est ici nécessaire mais pas salutaire. Les destructions d'emploi ne sont pas toujours créatrices de nouveaux postes.

La monnaie et le crédit peuvent donc devenir des grains de sables qui dérèglent durablement, voir irrémédiablement les rouages de la croissance. En témoigne l'exemple de la crise financière de 2008.

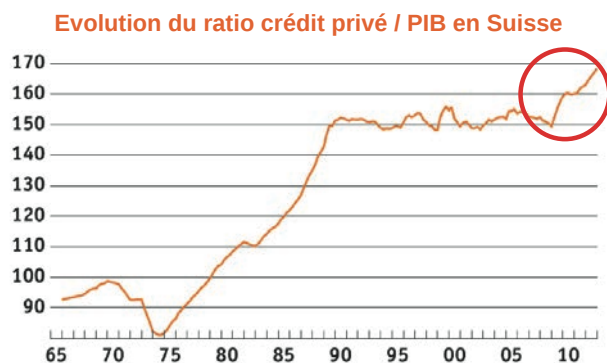
L'immobilier en Suisse : la prochaine crise ?

En avril dernier, Jean-Pierre Danthine, vice-président de la Banque Nationale Suisse, lance un cri d'alarme à propos de l'évolution du crédit en Suisse : « La limite, c'est le ciel ? » se demande, non sans ironie, l'ancien professeur de l'Université de Lausanne.

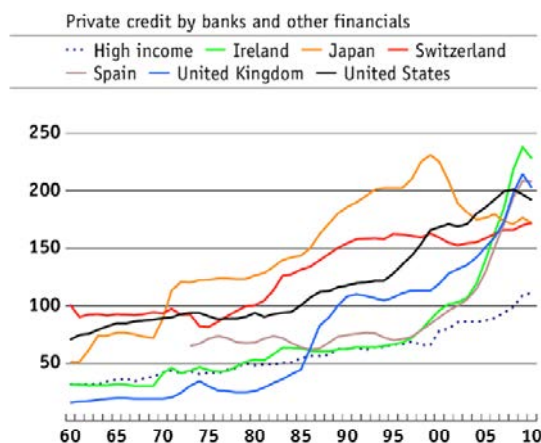
Que les arbres du crédit ne poussent pas jusqu'au ciel est une évidence qu'il est bon de rappeler : si le crédit pouvait croître indéfiniment, le produit intérieur brut d'un pays finirait par être entièrement consommé par le service de la dette, ce qui est matériellement impossible.

L'argument de M. Danthine se résume facilement : la forte augmentation des prix de l'immobilier en Suisse (de 50% supérieure à l'indice général des prix sur les 12 dernières années) conjuguée à la progression tout aussi spectaculaire du crédit (qui atteint aujourd'hui la proportion inégalée de 170% du produit intérieur brut de la Suisse) sont deux facteurs d'instabilité financière potentielle. Tous les pays qui ont des rapports entre le

La réponse est oui !



Plus de 170% crédit / PIB ? Problématique...



crédit et le PIB égaux ou supérieurs à la Suisse ont connus de graves problèmes lorsque la bulle du crédit a éclaté. En témoignent les exemples des États-Unis, du Royaume-Uni, mais aussi de l'Espagne et de l'Irlande.

Le « volant de capital anticyclique » qui oblige les banques à augmenter leurs fonds propres pour couvrir leurs activités de crédit hypothécaire sert précisément cette cause, surtout lorsqu'il est appuyé par des

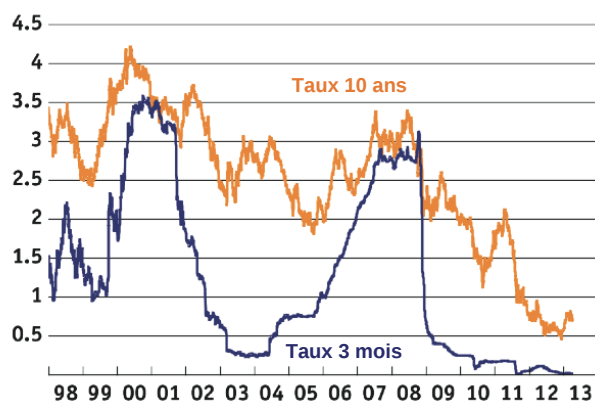
Conclusion : la monnaie en cause

La monnaie, et par extension, le crédit et la finance, ne sont pas neutres pour ce qui relève de la croissance économique d'un pays. Ils en déterminent les contours et peuvent donner lieu à des surchauffes liées à des bulles spéculatives, qui, lorsqu'elles éclatent, peuvent provoquer de graves récessions.

Jusqu'à tout récemment, les banques centrales ont rechigné à vouloir contrer d'éventuels excès sur les marchés financiers, arguant qu'une bulle spéculative n'est décelable que lorsqu'elle éclate.

Aujourd'hui, les banques centrales ont appris qu'il est beaucoup plus facile de prévenir la crise en contrant toute surchauffe du crédit, plutôt que d'en guérir en faisant marcher la planche à billet pour sortir de la récession. Dans cette perspective, il s'agit pour la banque centrale d'élargir son mandat et ne pas se focaliser uniquement sur la lutte contre l'inflation, mais également de veiller à la stabilité des marchés financiers. ■

Taux d'intérêt en Suisse : trop faibles, trop longtemps



L'engouement jugé excessif des Suisses pour le crédit trouve une origine évidente dans la faiblesse marquée des taux d'intérêt, à court et à long terme. Les raisons, ou plus exactement, LA raison qui explique la dite faiblesse est connue : la cherté du franc oblige la BNS à rester très accommodante dans sa politique monétaire.

Sous peine de provoquer un renforcement dangereux du franc, la BNS ne peut relever les taux d'intérêt pour tenter de dégonfler cette bulle du crédit qu'elle a identifiée. Elle doit trouver d'autres outils pour ce faire, respectant ainsi la règle dite de « Tinbergen », qui veut qu'il y ait autant d'instruments de politique économique qu'il n'y a d'objectifs.

déclarations des responsables de la BNS qui tirent la sonnette d'alarme.

La partie n'en est pas gagnée pour autant. À la banque centrale américaine, le débat fait rage pour savoir si les mesures macro-prudentielles – telle que le volant de capital anticyclique – peuvent refroidir toute surchauffe manifeste sur le marché du crédit. Certains gouverneurs de la Fed, comme Jeremy Stein, sont persuadés que seule une hausse des taux d'intérêt directs peut y parvenir.

La BNS est peut-être alors dans un dilemme. Entre éviter un nouveau renforcement d'un franc déjà surévalué et dégonfler autant que faire se peut la bulle du crédit, il va falloir choisir. L'action préventive de la BNS n'en reste pas moins louable.

« L'impact investing » comme moteur de performance à long terme



par
Guillaume Taylor
Investisseur professionnel - Développement durable

Souvent, « l'impact investing » est considéré comme un acte moral où existe un compromis entre le rendement financier et la performance sociale.

Mais en réalité, « l'impact investing » est bien plus qu'une question de déontologie ou d'éthique et en aucun cas s'agit-il de concurrencer le rendement financier avec celui de la création de valeur dite positive ; bien au contraire.

Les objectifs principaux de l'investissement traditionnel consistent à cibler les entreprises qui, par le développement de leurs affaires, créeront la meilleure valeur ajoutée actionnariale. L'impact investing a un objectif tout à fait similaire, cependant les prévisions, les objectifs de développement, les entreprises ciblées et leur mode de financement diffèrent largement.

L'investisseur, dit d'impact, finance les entreprises dont le modèle d'affaires est orienté vers l'apport de solutions concrètes aux défis sociaux et/ou environnementaux de

demain. Ces entreprises, contrairement à la majorité, ne se contentent pas de simplement satisfaire des codes de conduite érigés par différentes initiatives publiques et privées (donc perçues comme un coût nécessaire) mais considèrent les enjeux de demain comme une vraie opportunité de croissance. Le rendement actionnarial sera donc, en toute logique, fortement compétitif voir plus important. L'investisseur dit d'impact, répond donc au changement de paradigme majeur guidé par les enjeux sociétaux et environnementaux globaux.

Même si l'exercice est difficile, la véritable mesure d'impact consiste à aller bien au-delà de la simple quantification de nombre d'emplois créés ou de bénéficiaires d'un produit ou d'un service particulier. Il s'agit de donner une valeur quantifiable aux externalités sociales et environnementales et à leur allouer une pondération d'analyse égale et indissociable à celle financière et économique. Il est également important de ne pas se concentrer uniquement sur l'entreprise

en elle-même et sur sa valeur ajoutée directe mais d'analyser l'ensemble des chaînes de valeurs de l'entreprise et surtout la capacité du secteur industriel dans lequel elle se trouve à croître et prospérer durablement.

Valorisation

Le succès d'un investissement n'est pas seulement dépendant de la croissance sous-jacente de l'entreprise dans laquelle l'investisseur a placé son argent. Un facteur non négligeable est la valorisation que l'on donne à l'entreprise au moment de l'investissement (le prix par action que l'on est prêt à payer). Un bon investisseur dit d'impact intégrera donc dans l'ensemble du processus d'analyse d'une entreprise ou d'un secteur les éléments sociaux et environnementaux qui, comme mentionné précédemment, influenceront le développement économique de demain. Ce processus offre une réponse à la croyance généralisée qu'il faut faire un choix entre le rendement financier et le bienfait, un débat qui ne devrait plus avoir lieu.

Conclusion

« L'impact investing » n'est rien d'autre qu'un positionnement sur les enjeux globaux à long terme. Les investisseurs institutionnels, telles que les caisses de pensions, peuvent, grâce à leur capacité d'investir à long terme, bénéficier largement de la performance multidimensionnelle qu'offre « l'impact investing ». ■

Dans la vague 4 - André Raboud



Suche nach Renditen bei vorgegebenem Risikobudget



Christophe
Belhomme

Head of Investment Office
Aberdeen Solutions

Aberdeen Asset Management

Sandra
Craignou

Head of
Investments
(France)



Das extreme Niedrigzinsumfeld stellt Anleger bei ihrer Suche nach Rendite vor grosse Probleme. Für einen Pensionsfonds, der bei der Erzielung von Renditen ein klar definiertes Risikobudget zu beachten hat, bietet sich u.a. die Diversifikation des Portfolios an. Die gezielte Suche nach Investments oder Strategien, die wenig mit den herkömmlichen, mit Aktien oder Obligationen verbundenen Risiken korrelieren, ermöglicht die Steigerung der erwarteten Rendite bei einem definierten Risikoniveau.

Historisch niedrige Zinsen

Seit der Finanzkrise des Jahres 2008 haben die Zentralbanken rund um den Globus ihre Geldpolitik gelockert, nicht nur in den USA, sondern auch in Grossbritannien und zuletzt in Japan. Lediglich die EZB konnte sich bislang nicht zu ähnlichen Aktionen durchringen, aber ihr Präsident Mario Draghi plant durchaus unorthodoxe Massnahmen und teilte auf der Sitzung vom April 2013 mit, dass er nach wie vor die Implementierung neuer unorthodoxer Instrumente anstrebe. Aber die Palette dieser Instrumente, die vor allem ihre Effizienz unter Beweis stellen müssen, darf nicht den Rahmen des Mandats der Frankfurter Institution sprengen. Seit kurzem verfolgt Mario Draghi das Konzept der Forward Guidance, d.h. er verspricht für einen längeren Zeitraum niedrige Zinsen, vielleicht sogar weitere Zinssenkungen. Die von den Zentralbanken vorgenommenen Liquiditätseinschüsse scheinen ebenfalls auf Dauer ausgelegt, insbesondere in Ländern, in denen die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt ist oder Deflation herrscht. Und dies trotz der jüngsten Verlautbarungen von Ben Bernanke, die eine allmähliche Reduzierung

sowie die anschliessende Einstellung der quantitativen Lockerungsmassnahmen in den Vereinigten Staaten bis Mitte 2014 signalisierten.

Diese stets reichlich sprudelnde Liquidität hat bewirkt, dass die Zinsen auf historisch niedrige Niveaus gesunken sind. Die Tatsache, dass die Realzinsen in bestimmten Ländern wie z.B. in Deutschland negativ sind, macht die Sache nicht besser. Diese veränderte Konfiguration, die sich seit dem Sommer 2011 manifestiert, konfrontiert Investoren auf der Suche nach Renditen im Rahmen einer Strategie der Diversifikation bei vorgegebenem Risikobudget mit grossen Schwierigkeiten.

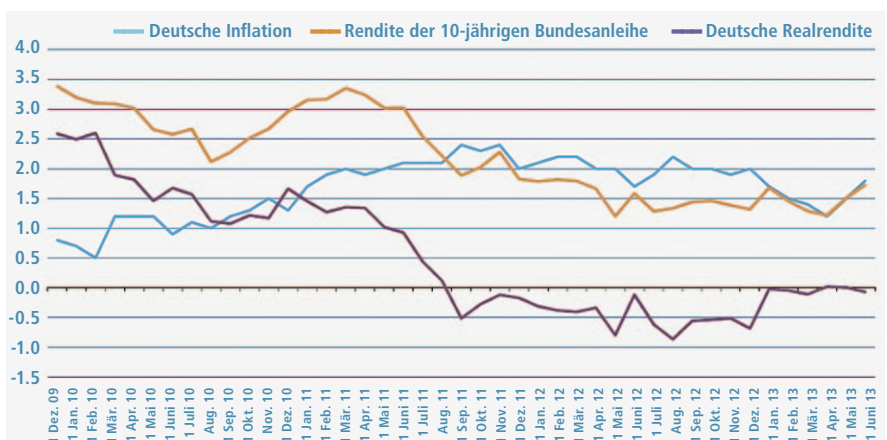
Rendite-Risiko-Profil: Welche Renditen kann man derzeit bei welchem Risiko erwarten?

Für Portfolios, die überwiegend aus Obligationen und Aktien bestehen, ist aufgrund der extrem niedrigen Zinsen und der weniger attraktiven Bewertungen von Aktien und Kreditpapieren die Erzielung

von Renditen stark erschwert. Aus den bei europäischen Pensionsfonds über ihre Asset-Allokation durchgeführten Umfragen geht hervor, dass auf Aktien und Zinsprodukte noch immer über 80% ihres Vermögens entfallen. Im Durchschnitt sind 35% des Fondsvermögens in Aktien und 45% in Obligationen investiert (wobei Staatsobligationen 60% und Kreditpapiere 40% dieser Komponente bestreiten), während jeweils 10% auf Immobilien und sonstige Investments (alternative Anlagen, Rohstoffe etc.) entfallen. Diese Allokation variiert etwas von einem europäischen Land zum anderen, ist aber in den grossen Ländern, in denen Pensionsfonds für die Altersversorgung einen hohen Stellenwert besitzen (Grossbritannien, Niederlande, Schweiz) durchaus vergleichbar.

Unter Zugrundelegung realistischer Annahmen über die künftige Entwicklung dieser Vermögenswerte stellt man fest, dass die durchschnittlichen Renditen von Pensionsfonds aller Voraussicht nach stark sinken werden, wenn keine neuen Renditequellen identifiziert werden. Ausgehend von den aktuellen und voraussichtlichen finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben wir die durchschnittlichen Renditen errechnet, die Pensionsfonds in den kommenden fünf Jahren erwarten können. Im mittleren Szenario könnten die Aktienmärkte der Industrieländer annualisierte Zuwächse von 7% verbuchen, die sich aus einem Wachstum der Unternehmensgewinne von 4,5% und einer Dividende von 2,5% ableiten (zwischen 1970 und 2007 betrug das Gewinnwachstum im Durchschnitt 7,9%). Diesen Annahmen liegen die ak-

Realrenditen in Deutschland



Quelle: Bloomberg-Aberdeen

Korrelation zwischen verschiedenen Vermögenswerten in den vergangenen zehn Jahren

Tabelle 1	EM Corp	EIM IG Corp	US IG Corp	EM HY Corp	US HY Corp	EM HG Sov	EM LC Sov	US Treasury	S&P
EM Corp	1.00	-	-	-	-	-	-	-	-
EM IG Corp	0.99	1.00	-	-	-	-	-	-	-
US IG Corp	0.76	0.79	1.00	-	-	-	-	-	-
EM HY Corp	0.96	0.91	0.65	1.00	-	-	-	-	-
US HY Corp	0.76	0.70	0.51	0.83	1.00	-	-	-	-
EM HC Sov	0.91	0.91	0.75	0.86	0.74	1.00	-	-	-
EM LC Sov	0.71	0.66	0.52	0.74	0.63	0.78	1.00	-	-
US Treasury	0.22	0.32	0.58	0.01	-0.23	0.29	0.08	1.00	-
S&P	0.57	0.50	0.27	0.67	0.72	0.59	0.69	-0.25	1.00

Quelle: Bloomberg-Aberdeen

Diversifikation auf langfristige alternative Anlagen

Eine weitere Determinante bei der Auswahl von Anlageinstrumenten (Unternehmensobligationen im weiteren Sinne, Immobilien, Private Equity, Infrastruktur etc.) kann die Liquiditätsprämie sein. Sieht man einmal vom zentralen Beweggrund der Suche nach Rendite ab, kann eine erhöhte Exposure in Anlageklassen mit eher niedriger Liquidität bestimmten Anlagezielen Rechnung tragen, z.B. Duration, Streben nach der Verringerung der Volatilität oder auch Dekorrelation.

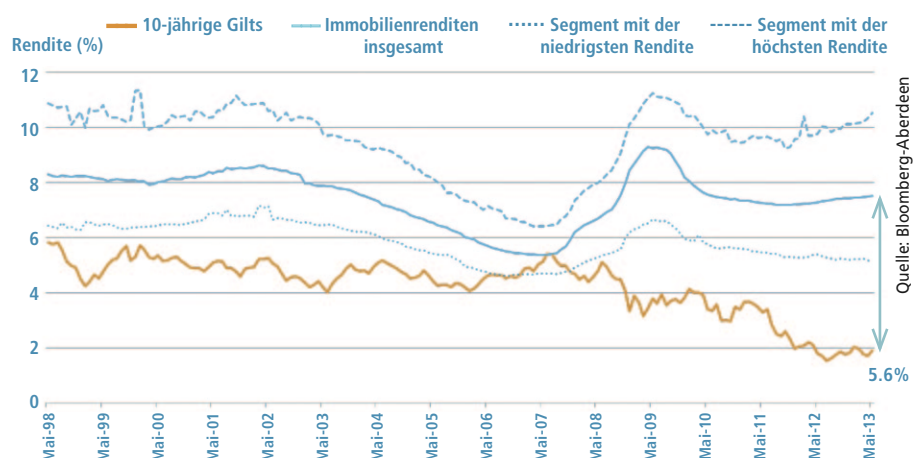
tuellen hohen Margen der Unternehmen und gleich bleibende Bewertungsniveaus zugrunde. Bei den Zinsen haben wir mit einem Anstieg um 50 Basispunkte jährlich auf 4,5% in fünf Jahren eine sehr allmähliche Normalisierung angenommen. In einem solchem Szenario läge die annualisierte Wertentwicklung eines Portfolios aus Staatsobligationen bei nahezu 0%. Bei einem Portfolio aus Kreditpapieren mit einem durchschnittlichen Spread von 150 Basispunkten zu Staatsobligationen würde die annualisierte Performance rund 2,5% betragen. Bei Immobilien und sonstigen alternativen Anlagen legen wir eine annualisierte Rendite von 6% zugrunde. Rechnet man diese Annahmen für die kommenden fünf Jahre hoch, so würde die durchschnittliche Rendite des Musterportfolios 4% betragen. Selbst diese eher verhaltene Wertentwicklung der Vermögenswerte setzt voraus, dass die wirtschaftlichen Fundamentaldaten ausreichend solide bleiben, damit sich ein Anstieg der Zinsen nicht negativ auf riskante Anlagen auswirkt.

der Obligationenkomponente an. Höhere Kupons würden den Negativeffekt, der aus einem Anstieg der Zinsen resultiert, kompensieren. Die Kehrseite der Medaille ist das höhere Risiko, jedoch mit dem Positiveffekt einer breiteren Diversifikation der Portfoliorisiken. Trotz der Verengung der Spreads, die in den vergangenen Jahren bei Kreditpapieren und Schwellenländerobligationen zu konstatieren war, kann man noch attraktive Renditen bei akzeptablem Kreditrisiko finden. Die Ausfallquoten sind dank der insgesamt soliden Bilanzen noch immer extrem niedrig, wobei die gebotenen Renditen für die eingegangenen Risiken entschädigen. In dieser Hinsicht gewährleisten High Yield-Bonds und Schwellenländerobligationen eine echte Diversifikation gegenüber Staatsobligationen (siehe Tabelle 1). Hingegen korrelieren sie relativ eng mit Aktien, eine Tatsache, der beim Aufbau des Portfolios und der Steuerung seines Gesamtrisikos Rechnung zu tragen ist.

Attraktive Möglichkeiten angesichts des hohen Finanzierungsbedarfs bieten beispielsweise Schuldtitel aus dem Infrastruktursektor. Die Zurückhaltung der Banken bei Projektfinanzierungen aufgrund des damit verbundenen erhöhten Kapitalbedarfs birgt attraktive Anlagechancen für institutionelle Investoren. Allerdings empfehlen sich solche Investments in erster Linie für Anleger mit langfristigen Verbindlichkeiten. Auf jeden Fall gewährleisten sie hohe Renditen und eine Dekorrelation gegenüber klassischen Investments.

Trotz ihrer attraktiven Renditen bilden derartige Angebote eher die Ausnahme, denn sie erfordern häufig ein komplexes Financial Engineering sowie eine staatliche Beteiligung, um eine Mindestrentabilität dieser zumeist sehr langfristigen Produkte zu gewährleisten und um für privates Kapital interessant zu sein. Bei Laufzeiten von 20 bis 30 Jahren boten Infrastrukturinvestitionen in der Vergangenheit Spreads von 100 bis 150 Basispunkten. Angesichts der

Renditen am Immobilienmarkt



Blieben die Zinsen in den kommenden fünf Jahren stabil, so wäre die Wertentwicklung mit einer durchschnittlichen Rendite von 4,8% nicht wesentlich besser. Somit ist die Identifizierung von verschiedenen Möglichkeiten zur Steigerung der erwarteten Renditen der Portfolios oberstes Gebot.

Diversifikation innerhalb des Obligationenportfolios

Zunächst bietet sich die Suche nach Papieren mit höheren Renditen innerhalb

verschärften Kapitalvorschriften für Banken liegen die Spreads mittlerweile eher noch höher. Eine weitere Möglichkeit zur Anlage in Infrastrukturprojekte ist eine Direktinvestition an der Seite von Staaten oder sonstiger privater Partner. Der Vorteil solcher Investitionen ist, dass sie bei öffentlich-rechtlichen Projekten inflationsindexierte Renditen bieten und nur schwach mit der wirtschaftlichen Aktivität korrelieren. Generell bieten langfristige Schuldtitel infolge des Aufkommens neuer Finanzierungskreisläufe und des Teilrückzugs der Banken aus diesem Sektor völlig neue Anlagechancen.

Eine weitere Anlageklasse, die im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld interessante Merkmale aufweist, sind Immobilien. Selbst wenn wir die Bewertungen von Immobilien derzeit nicht sehr attraktiv finden, bietet die Ertragskomponente gegenüber Staatsobligationen durchaus Anreize. Ferner besitzen diese Erträge den Vorteil einer relativen zeitlichen Konstanz sowie auf mittlere Sicht einer Teilkorrelation mit der Inflation. Somit sind solche Anlagen für langfristig orientierte Investoren durchaus von Interesse, denn neben der kurz- bis mittelfristigen Ertragskomponente bieten sie auf lange Sicht ein Wertsteigerungspotential. Renditen am Immobilienmarkt

Risikomanagement als zentrales Element des Portfolios

Risikomanagement ist und bleibt ein wesentliches Element der Portfolioverwaltung und nicht weniger wichtig als die Erzielung von Renditen. Dabei gilt es, mehrere Möglichkeiten gleichzeitig zu sondieren, denn eine effiziente Kontrolle des Portfoliorisikos erfordert einen mehrdimensionalen Ansatz. Die Diversifikation der Vermögenswerte des Portfolios stellt die erste Dimension des Risikomanagements dar, beruht aber allzu häufig auf der Illusion, einen wirkungsvollen Schutz bei Preiseinbrüchen am Markt darzustellen, während in der Praxis die Vermögenswerte in Phasen hoher Volatilität stark miteinander korrelieren. Eine weitere Dimension eines effizienten Risikomanagements kann in einer flexibleren Allokation mit dem Ziel der Begrenzung von Verlusten

bei Marktturbulenzen bestehen. Last but not least kann eine systematische Kontrolle anhand eines Risikobudgets, entweder in Form des Value At Risk (VaR) oder höchstzulässiger Verluste, zur effizienten Steuerung des Risikoprofils eines Portfolios beitragen.

Diversifikation des Portfolios: eine Illusion?

In Phasen der Unsicherheit liegen die Vorteile der Diversifikation auf der Hand: es gilt, das Portfolio gegen Risiken und unvorhergesehene Ereignisse abzusichern, indem man in möglichst viele Instrumente anlegt, die konträre Marktrisiken und unterschiedliche Rendite-Risiko-Profile aufweisen. Somit wird im Verlauf der Zeit der Drawdown reduziert, Schocks können absorbiert werden, und unter dem Strich steht eine bessere risikoadjustierte Rendite. Obwohl sich die Diversifikation in den meisten Marktszenarien recht gut bewährt, sorgt sie in Zeiten schwerer Turbulenzen häufig für Enttäuschung, da riskante Anlagen in solchen Phasen allesamt stark miteinander korrelieren. Auch wenn ein Portfolio eine hohe Anzahl von Positionen umfasst, kann die Diversifikation eine Illusion sein, wenn diese Vermögenswerte für die gleichen Marktrisiken anfällig sind.

Aus diesem Grund ist der Portfolioaufbau ein wesentliches Element bei der Analyse und der Identifizierung der mit dem Portfolio verbundenen Risiken sowie bei der optimalen Diversifikation dieser Risikofaktoren. Zur Veranschaulichung: ein Zinspapier kann mit drei Arten von Risiken verbunden sein: dem Zinsrisiko, dem Kreditrisiko des Emittenten und dem Währungsrisiko. Bei Marktturbulenzen dient das Zinsrisiko als Stossdämpfer, während das Kreditrisiko umso schwerer wiegt, wenn der Emittent ein hohes spezifisches Risiko aufweist, und der Wechselkurseffekt völlig unterschiedlich zu Buche schlagen kann. All diese Risikofaktoren sind präzise zu bewerten und auf der Ebene des Portfolios zu addieren, um sein Verhalten in schwierigen Marktphasen besser steuern zu können. Diversifikation besteht somit nicht im Aufbau einer möglichst grossen Anzahl von Positionen, die letztendlich nicht unbedingt einen wirksamen Schutz des Portfolios gewährleisten,

sondern vielmehr in der Suche nach möglichst wenig miteinander korrelierenden Risikofaktoren.

Dieser Ansatz der Risikoallokation anhand von Risikofaktoren anstatt von Anlageklassen wurde aufgrund der Vielzahl der implementierten Strategien sowie ihrer relativen Komplexität bzw. gelegentlichen Undurchsichtigkeit ursprünglich von Hedgefonds praktiziert. Eine Implementierung alternativer Anlagestrategien ermöglicht auch eine Exposure in Marktrisiken, die mit den herkömmlichen Anlageklassen nicht verbunden sind, und erhöht somit den Diversifikationsgrad. Diese Risikofaktoren können teilweise dem Zins- oder dem Aktienrisiko zugeordnet werden, aber auch spezifische Risiken darstellen, die herkömmliche Anlageklassen nicht aufweisen. Strategien zur Nutzung der Marktvolatilität oder der M&A-Aktivität am Markt können die Palette der mit dem Portfolio verbundenen Risiken erweitern. Ein asymmetrisches Risikoprofil, das sehr erstrebenswert ist, kann auch durch Strategien zur Nutzung der Konvexität erreicht werden. Ein Hauptvorteil alternativer Anlagen im weiteren Sinne ist die Möglichkeit, dank der Vielzahl der verfügbaren Strategien ein massgeschneidertes Risiko-Rendite-Profil aufzubauen.

Flexibles Management: den richtigen Portfoliomanager finden

Im Gegensatz zur Diversifikation des Portfolios, die zunächst im Aufbau einer Exposure in Märkten/Strategien (Marktbeta) besteht, strebt das flexible Management die dynamische Nutzung verschiedener Arten von Exposure an, um Aufwärtstrends an den Märkten in Rendite umzumünzen und um das Portfolio bei Einbrüchen an den Märkten gleichzeitig vor Verlusten zu schützen. Der Erfolg dieser Art von Strategie hängt somit vor allem von der Fähigkeit des Portfoliomanagers zur Analyse der Marktsignale und zur Beurteilung der Marktrisiken sowie der Veränderungen des Marktszenarios ab. Diese Strategien eignen sich besonders in Phasen niedriger Zinsen und hoher Schwankungsanfälligkeit. Die Suche nach Renditen darf keineswegs auf passive Strategien beschränkt bleiben, auch wenn sich diese auf Sicht auszahlen. Vielmehr gilt es, das

Portfolio mittels des flexiblen Managements kontinuierlich anzupassen, um das Risiko zu minimieren und um die besten Anlagechancen zu implementieren.

Zwei Hauptvorteile dieses Managements sind die Begrenzung des Drawdowns und die hohe Reaktivität. Diese Art von Management wird mittlerweile in verschiedenen Anlagestilen umgesetzt, die allesamt zum Ziel haben, absolute Renditen zu generieren anstatt sich lediglich an Marktindizes zu orientieren. Mittlerweile werden auch Fonds angeboten, die anhand des so genannten „Long Only“-Managements derartige Anlageziele verfolgen. Der Anteil der Positionen, die sie aktiv anpassen können, beträgt mindestens 0% und höchstens 100%. Alternative Anlagen setzen den Hebeleffekt sowie Shortpositionen ein, um die Effekte der Risikodiversifikation zu maximieren. Ob das flexible Management in ein Portfolio aufgenommen wird und absolute Renditen angestrebt werden, hängt letztendlich von der Fähigkeit des Anlegers zur Beurteilung des vom Portfoliomanager generierten Alpha ab.

Portfoliomanagement bei vorgegebenem Risikobudget

Eine andere Risikomanagementmethode ist die systematische Steuerung des Risikos anhand von Indikatoren in Form von Limits, die nicht über- bzw. unterschritten werden dürfen, wobei jede Über- bzw. Unterschreitung einen Umbau des Portfolios auslöst, um die erneute Einhaltung der Limits sicherzustellen. Diese Limits können in maximaler Volatilität, in maximalen Verlusten mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit bzw. über einen bestimmten Anlagehorizont (Value At Risk) oder in höchstzulässigen Verlusten (maximaler Drawdown) ausgedrückt sein. In allen Fällen erfolgt ein systematischer Umbau des Portfolios je nach den Risikovorgaben, aus denen das Budget für das Portfolio besteht. Anders als beim Portfoliomanagement mit Kapitalgarantie oder Kapitalschutz auf einem bestimmten Niveau umfasst die oben erläuterte Managementmethode anhand eines Risikobudgets keine derartigen Schutzmechanismen, bietet jedoch den Vorteil einer weitaus höheren Flexibilität, wobei nicht alle riskanten Positionen bei Erreichung der Risikoschwellen

le reduziert werden. Dennoch kann sie Marktschocks wirkungsvoll abfedern und bei einer Erholung des Marktes wieder die ursprüngliche Allokation aufbauen.

Im Falle von Pensionsfonds betrifft das Risikomanagement sowohl die Vermögenswerte als auch die Verbindlichkeiten. Bei Pensionsfonds bzw. Versicherungen resultiert die Asset-Allokation häufig aus der Notwendigkeit der Fristenkongruenz (ALM) bzw. der Erzielung eines Nettoergebnisses, so dass der aktivste Teil des Managements Beschränkungen unterliegt. Häufig stellt das Zinsrisiko die wichtigste Determinante des Portfolios dar, dem die Verbindlichkeiten gegenüberstehen, so dass die Umschlagshäufigkeit niedrig und der Spielraum für taktische Anpassungen dieser Komponente begrenzt sind. Der Anlageschwerpunkt, den Pensionsfonds auf Zinspapiere legen, entspricht diesem Streben nach der Minimierung jeglicher ungünstigen Entwicklung der Verbindlichkeiten. Angesichts dessen erlangt die Allokation der Diversifikationskomponente ihre volle Bedeutung, vor allem in Zeiten niedriger Zinsen.

Jedoch stellt sich bei einer asymmetrischen Konfiguration in einem extremen Niedrigzinsumfeld, in dem der Effekt einer Zinserhöhung aufgrund des eingeschränkten Spielraums nach unten wesentlich grösser als der Effekt einer Zinssenkung wäre, die Frage nach dem Nutzen eines hohen Anteils von Staatsobligationen zur Deckung der Verbindlichkeiten. Die Senkung des Anteils niedrig rentierlicher Vermögenswerte, die mit hohen Kosten für den Pensionsfonds einhergehen, empfiehlt sich im Rahmen einer breiten Diversifikation der Vermögenswerte und der entsprechenden Risikofaktoren durch die Definition von ex-ante-Limits zur Steuerung sowohl der Aktiva als auch der Passiva.

Ausschliesslich professionellen Investoren vorbehalten – Für Privatanleger nicht geeignet.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind allgemeiner Art und dienen ausschliesslich der Informationsfindung. Sie beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig erachten, und alle hierin geäusserten Meinungen erfolgen nach bestem Wissen und Gewissen und sind nur zum Zeitpunkt der Veröffentlichung gültig. Sofern die Informa-

tionen in diesem Dokument Projektionen oder sonstige zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, entsprechen diese lediglich Prognosen, die erheblich von den tatsächlichen Ereignissen oder erzielten Ergebnissen abweichen können. Aberdeen Asset Managers Switzerland AG („AAMS“)/Aberdeen Asset Managers Limited („AAML“) übernimmt weder eine Gewähr für die Richtigkeit oder Zuverlässigkeit dieser Informationen noch irgendeine Haftung gegenüber Personen, die sie als Entscheidungsgrundlage verwenden. Sämtliche Quellen stammen von der Aberdeen Asset Management Unternehmensgruppe.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder persönliche Finanzberatung für bestimmte Finanzprodukte dar und dürfen nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der hierin genannten Anlagen betrachtet werden. Bei der Erstellung dieses Dokuments wurden die besonderen Anlageziele, die Finanzlage oder der spezifische Bedarf der Anleger nicht berücksichtigt, so dass sich Investoren vor einer Anlage ein eigenes Urteil über die Eignung der betreffenden Anlage für ihre eigenen Gegebenheiten, ihre Anlageziele und ihre Finanzlage bilden und sich bei ihrem Finanz- bzw. Steuerberater erkundigen sollten. AAMS/AAML haftet ausser in den gesetzlich vorgesehenen Fällen nicht für Verluste oder Schäden, die beliebigen Personen aufgrund dieser Informationen entstehen. Dieses Informationsmaterial darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch AAMS/AAML nicht kopiert, geändert, verkauft, verteilt, angepasst, veröffentlicht, übernommen, vervielfältigt oder anderweitig verwendet werden.

Herausgegeben von Aberdeen Asset Managers Switzerland AG. Eingetragen in der Schweiz unter der Nr. CH-020.3.033.962-7. Eingetragener Gesellschaftssitz: Schweizergasse 14, 8001 Zürich.

Die Aberdeen Asset Managers Switzerland AG hat eine Vertriebssträgerlizenz der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA).

Erstellt von Aberdeen Asset Managers Switzerland AG. Eingetragen in der Schweiz unter der Nr. CH-020.3.033.962-7.

Eingetragener Unternehmenssitz: Schweizergasse 14, 8001 Zürich. Zugelassen durch die Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Verteiler von kollektiven Kapitalanlagen.

Wie beeinflussen die Ratingagenturen und ihre Ratings die Anlageentscheide?



von
Dr. Agim Xhaja
Investment Manager Zinsinstrumente

BCV Asset Management

Was ist unter einem Rating zu verstehen?

Die von den Ratingagenturen veröffentlichten Ratings sind Bonitätsnoten. Sie geben darüber Auskunft, wie eine Agentur die Fähigkeit eines Emittenten beurteilt, allen seinen finanziellen Verpflichtungen im vorgesehenen Zeitrahmen nachzukommen. Entsprechend werden Anleihen (Unternehmens- und Staatsanleihen sowie forderungsbesicherte Wertpapiere) mit einem Rating ausgestattet. Dieses informiert die Anleger über die Kreditwürdigkeit des Emittenten bzw. die Wahrscheinlichkeit eines künftigen Zahlungsausfalls.

Welches sind die wichtigsten Ratingagenturen?

Die drei wichtigsten Ratingagenturen sind die US-Firmen Standard & Poor's (S&P), Moody's und Fitch Ratings. Sie verwenden eine einfache Notenskala. So fassen sie komplexe Finanzdaten in einer Note zusammen, die Vergleiche zwischen verschiedenen Branchen zulässt. Für die langfristigen Anleihen wird eine Notenskala von A bis D angewendet, wobei die Buchstaben bisweilen durch Ziffern bzw. Plus- und Minuszeichen ergänzt werden. S&P sowie Fitch verwenden die folgenden langfristigen Ratings: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, mit C und D erfolgt die Benotung analog. Das Ratingsystem von Moody's funktioniert ähnlich. Anstelle der Plus- und Minuszeichen werden hier ganz einfach Zahlen verwendet, also Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3 usw. Anleihen mit einem Rating von mindestens BBB- bzw. Baa3 werden als Investment-Grade-Anleihen bezeichnet. Obligationen mit einem Rating unterhalb von BBB- oder Baa3 gelten als spekulativ und werden

gemeinhin Junk Bonds oder Ramschanleihen genannt.

Jede Agentur wendet zur Beurteilung der Bonität ihre eigenen Methoden und Kriterien an. Ziel ist es, Through-the-Cycle-Ratings zu vergeben, welche eine Einschätzung der langfristigen Bonität darstellen (im Gegensatz zu Point-in-Time-Ratings, die nur punktuelle Gültigkeit haben).

Nachstehend sind die Kriterien aufgeführt, nach denen S&P seine Bonitätsnoten erteilt:

- AAA** Höchste Bonitätsnote, die eine hervorragende Kreditwürdigkeit signalisiert.
- AA** Sehr hohe Kreditwürdigkeit.
- A** Hohe Kreditwürdigkeit des Emittenten, der allerdings ungünstigen Auswirkungen in Zusammenhang mit Veränderungen der Wirtschaftslage ausgesetzt ist.
- BBB** Ausreichend gute Kreditwürdigkeit; bei einer Verschlechterung der Wirtschaftslage ist allerdings mit Problemen zu rechnen.
- BBB-** Tiefste Bonitätsnote der Investment-Grade-Kategorie.
- BB+** Beste Bonitätsnote in der Kategorie der spekulativen Anlagen.
- BB** Kurzfristig nicht allzu anfällig, aber fragil bei Verschlechterung der Wirtschafts- und Finanzlage.
- B** Erhöhte Anfälligkeit für allfällige Verschlechterung der Finanz- und Wirtschaftslage, kann aber seine finanziellen Verpflichtungen erfüllen.
- CCC** Anfällig. Kann seine finanziellen Verpflichtungen nur unter günstigen

Wirtschafts- und Finanzbedingungen erfüllen.

- CC** Hohe Anfälligkeit.
- C** Sehr hohe Anfälligkeit und Gefahr eines Zahlungsausfalls.
- D** Zahlungsausfall bereits eingetreten oder imminert. Kann seine finanziellen Verpflichtungen nicht mehr erfüllen.

Die Ratingagenturen verwenden auch den Begriff „Ausblick“ (Outlook), um auf eine wahrscheinliche Ratingänderung hinzuweisen. Der Ausblick kann sein:

- Positiv:** Das Rating könnte demnächst angehoben werden.
- Negativ:** Das Rating könnte demnächst gesenkt werden.
- Stabil:** Eine Ratingänderung scheint in naher Zukunft unwahrscheinlich.

Die Ratingagenturen veröffentlichen Watchlists mit den Emittenten und Anleihen, deren Rating demnächst geändert werden könnte. Bei S&P heisst diese Liste „CreditWatch“ und bei Moody's „Review“. Wird ein Rating in die CreditWatch von S&P aufgenommen, besteht eine Wahrscheinlichkeit von mindestens 50%, dass es kurzfristig, d.h. in der Regel innerhalb von drei Monaten, angehoben oder herabgesetzt wird.

Wie werden die Ratings festgelegt?

Die Ratingagenturen verwenden verschiedene Ansätze zur Beurteilung des Kreditrisikos. Im Allgemeinen berücksichtigen sie qualitative und quantitative Faktoren. S&P stützt sich zur Beurteilung der Zahlungsfähigkeit eines Emittenten auf die Fundamentalanalyse. Seine Analysten prüfen die Performance und die Finanzpolitik des Emittenten sowie dessen branchenspezifisches und allgemeines Wirtschaftsumfeld. Neben der Analyse der Finanzkennzahlen berücksichtigen die Analysten normalerweise auch qualitative Informationen wie langfristige Unternehmensstrategien. Darauf gestützt beurteilen sie die Fähigkeit des Emittenten, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen und insbesondere eine bestimmte Anleihe rechtzeitig zurückzubezahlen. Bei staatsnahen Emittenten berücksichtigen die Agenturen sowohl die Qualität des Emittenten als auch die Bonität des entsprechenden Staates.



Forme Snob V - André Tommasini

So weisen etwa die europäischen Versorger ein hohes Länderisiko in Bezug auf ihren jeweiligen Staat auf: Die Regierungen können fiskalpolitische und regulatorische Massnahmen ergreifen, die sich massgeblich auf das Kreditprofil der Versorger des betreffenden Landes auswirken. In den vergangenen zwei Jahren führten denn auch die Herabstufungen der Ratings von Spanien und Italien systematisch zu einer Herabstufung der Ratings der spanischen und italienischen Versorger. Derzeit können die Ratings der spanischen und italienischen Versorger, ungeachtet der Standalone-Note der einzelnen Unternehmen, allerhöchstens zwei Stufen über demjenigen ihrer jeweiligen Länder liegen.

Dagegen werden die teilweise staatseigenen Versorger der EU-Kernstaaten oft mit einem etwas höheren Rating bewertet, das dem Umstand Rechnung trägt, dass diese Unternehmen bei Zahlungsausfall auf staatliche Unterstützung zählen dürfen. So hoben S&P und Moody's die Note des französischen Stromkonzerns EDF (Aa3/A+) aufgrund der Mehrheitsbeteiligung des französischen Staats um eine bzw. zwei Stufen an. Sollte die staatliche Beteiligung unter die Marke von 50% fallen, dürfte das Rating von EDF gesenkt werden.

In der Regel wird ein Ratingverfahren auf Antrag des Emittenten eingeleitet; in gewissen Fällen nehmen die Ratingagenturen aber auch nichtbeantragte Ratings vor.

Weshalb werden Ratings geändert?

Es gibt zahlreiche Gründe für Ratinganpassungen. Sie können einerseits durch eine allgemeine Veränderung des makroökonomischen Umfelds bedingt sein oder von Ereignissen abhängen, die sich auf eine bestimmte Branche, einen bestimmten Emittenten oder eine bestimmte Anleihe auswirken.

Bisweilen kann eine Veränderung des Geschäftsklimas das Kreditrisiko einer ganzen Reihe von Emittenten und Anleihen beeinflussen. Die Gewinnaussichten eines Unternehmens, die im ursprünglichen Rating berücksichtigt wurden, können sich beispielsweise aufgrund neuer Konkurrenz oder der Einführung einer neuen Technologie verschlechtern, was mittelfristig zu einer oder mehreren Ratingherabstufungen führen kann. Auch eine Erhöhung oder Verminderung der Verschuldungsquote, starke Cashflow-Schwankungen oder regulatorische Änderungen können Auswirkungen auf das Rating haben. Die Einführung neuer Ratingmethoden kann ebenfalls zu Ratinganpassungen führen. Dies trifft insbesondere auf die Eigenkapitalanrechnung (Equity Credit) bei hybriden Wertpapieren zu. Wird die Eigenkapitalanrechnung vermindert, kann das Rating von vorrangigen Anleihen unter Druck kommen. Zwei bekannte Beispiele sind die vorrangigen Anleihen von Santos Ltd und Dong Energy, die von S&P auf die CreditWacht gesetzt

wurden, nachdem S&P seine Ratingmethode für hybride Wertpapiere dahingehend geändert hatte, dass die Eigenkapitalanrechnung bei dieser Art von Wertschriften von bisher 100% auf null gesenkt wurde.

Welches sind die Grenzen von Ratings?

• Das Rating kann mit einer zeitlichen Verzögerung erfolgen.

Die Bonitätsnote stützt sich auf die Analyse vergangener und aktueller Informationen zu einem Emittenten. Sie macht keine Aussagen über künftige Ereignisse oder Entwicklungen. Das Rating sollte daher nicht als Frühindikator für die künftige Kreditwürdigkeit des Emittenten dienen. Oft wird den Ratingagenturen vorgeworfen, sie würden ihre Bonitätsnoten zu langsam an die veränderte Situation des Emittenten anpassen. Manchmal sind die Spreads von Anleihen und von Credit Default Swaps (CDS) ein besserer Indikator für Veränderungen der Kreditwürdigkeit eines Emittenten.

• Interessenkonflikte

Die Ratingagenturen kamen wegen ihrer Rolle in der Finanzkrise von 2008 arg unter Beschuss. Im Vorfeld der Krise übersahen sie Warnsignale und heizten die Nachfrage nach riskanten strukturierten Produkten an. Insbesondere vergaben sie verbrieften Wohnhypotheken (Residential Mortgage-Backed Securities; RMBS) und forderungsbesicherten Obligationen (Collateralized Debt Obligations; CDO) hohe Ratings. Viele Fachleute führten das Versagen der Ratingagenturen auf Interessenkonflikte zurück, insbesondere darauf, dass die Agenturen für die Erstellung der Ratings von den jeweiligen Emittenten bezahlt werden. Dies birgt die Gefahr, dass sich die Agenturen dazu verleiten lassen, zu grosszügige Bonitätsnoten zu vergeben, die Bewertungsstandards zu senken oder den Emittenten sonst wie einen Gefallen zu erweisen.

• Subjektivität bei der Ratingerteilung

Nicht nur Trader oder Anleger können dem Herdentrieb verfallen, auch Finanzanalysten sind dagegen nicht gefeit. Daher zögern sie manchmal, Modelle und Prognosen zu aktualisieren, um Trendwenden Rechnung zu tragen. Ratings sollten daher mit einer Dosis Skepsis genossen werden. Sie sollten eher

zum Vergleich verschiedener Anlageinstrumente herangezogen werden als zur Beurteilung des absoluten Risikos.

● Keine Ratings für bestimmte Emittenten

Es kommt auch vor, dass Unternehmen wegen eines niedrigen Ratings oder aufgrund von Meinungsverschiedenheiten mit der Ratingagentur ihr Rating nicht veröffentlichen bzw. gar kein Rating beantragen, wenn sie Geld am Kapitalmarkt aufnehmen.

● Ratingunterschiede

Ein- und derselbe Titel kann von zwei verschiedenen Ratingagenturen unterschiedlich beurteilt werden, wenn die jeweiligen Ratinganalysten die qualitativen Aspekte des Unternehmens und der Branche unterschiedlich einschätzen. Die Ratingdifferenzen sind vor allem bei komplexen Anlageinstrumenten augenfällig, was für die Anleger verwirrend sein kann.

Rolle der Ratingagenturen bzw. der Ratings bei Anlageentscheiden

Die Ratings können zwar bei Anlageentscheiden herangezogen werden, machen aber keine Aussage über die Performanceaussichten eines Instruments. Weder sind sie ein Garant für die Stabilität noch ein Mass für den Wert eines Anlageinstruments, und sie beurteilen auch nicht dessen Eignung als Anlage. Sie sagen nur über einen Aspekt des

Anlageentscheids etwas aus: die Kreditwürdigkeit. Allenfalls können die Noten ein Anhaltspunkt dafür sein, wie viel die Anleger nach Meinung der Ratingagenturen bei Zahlungsausfall zurückerhalten könnten. Sich bei der Beurteilung allein auf Ratings zu stützen, ist nicht empfehlenswert, denn diese stellen kein absolutes Mass für das Risiko dar, sondern sind eher eine Momentaufnahme, die den Vergleich verschiedener Anlageinstrumente zulässt. Die Investoren sollten neben der Kreditwürdigkeit insbesondere auch folgende Faktoren berücksichtigen: die aktuelle Struktur ihres Portfolios, ihre Anlagestrategie, ihren Anlagehorizont, ihre Risikotoleranz und eine Schätzung des relativen Werts eines Wertpapiers im Vergleich zu anderen Titeln, die sie wählen könnten.

Ratingagenturen kommt im Finanzmarkt eine wichtige Rolle zu. Sie helfen das Informationsgefälle zwischen Emittenten und Anlegern abzubauen und tragen damit zum reibungslosen Funktionieren des Marktes bei. Für viele Marktteilnehmer, die nicht über die Ressourcen oder die Kompetenzen verfügen, um eine unabhängige Analyse durchzuführen, ist eine fundierte Beurteilung des Kreditrisikos unverzichtbar. In bestimmten Fällen widerspiegeln die Ratings das Risiko in angemessener Weise, in anderen hingegen hinken sie der Entwicklung hinterher. Die Informationen, die uns Ratings liefern, sind allerdings mit der nötigen Vorsicht zu geniessen, denn es handelt sich dabei um auf Modellen, Daten und Annahmen beruhende Einschät-

zungen. Es ist daher erforderlich, die Annahmen und Modelle von einer externen oder unabhängigen Stelle überprüfen zu lassen.

Die Ratingagenturen sollten einerseits zutreffende, andererseits stabile Ratings erteilen - zwei Aspekte, die sich nicht immer leicht miteinander vereinbaren lassen. Oft wird den Agenturen vorgeworfen, sie würden ihre Ratings bei Veränderungen der Kreditwürdigkeit eines Emittenten zu spät anpassen. Gleichzeitig ist den Marktteilnehmern an Ratingstabilität gelegen, da häufige Ratinganpassungen zu Umschichtungen führen, welche wiederum Transaktionskosten verursachen. Sie möchten nicht, dass die Ratings bei nur leichten Veränderungen der Finanzsituation der Emittenten angepasst werden. Die Agenturen begründen ihre mangelnde Reaktivität mit der auf die Beurteilung der langfristigen Bonität ausgerichteten Through-the-Cycle-Methode.

Trotz ihrer Mängel haben Ratings einen grossen Einfluss auf den Obligationenhandel. Viele Anleger müssen sich an ratingbasierte Anlagekriterien halten. Anlagefonds und Vermögensverwaltungsmandate sehen oft ratingbasierte Anlagebeschränkungen vor. Wird das Rating einer Anleihe angehoben oder herabgesetzt, gerät sie somit automatisch unter Kauf- oder Verkaufsdruck. Befindet sich eine Anleihe auf der untersten Investment-Grade-Stufe, wirkt sich eine Herabstufung besonders stark auf den Kreditspread der Anleihe aus. Der Übergang von Investment Grade zu Junk führt oft zu einem starken Verkaufsdruck.

Schlussfolgerungen

Ratings sind nicht immer zuverlässig, haben aber nicht zu unterschätzende wirtschaftliche Auswirkungen. Ein hohes Rating ist für den Emittenten sehr wertvoll, während eine Herabstufung auf Ramschniveau verheerende finanzielle Folgen für den Emittenten haben kann. Zwar sind die Ratingagenturen nach den jüngst begangenen Fehlern ins Kreuzfeuer der Kritik geraten, doch üben sie nach wie vor grossen Einfluss auf die Kapitalkosten und den Zugang zu Kapital überhaupt aus. Die Anleger sollten die Vorteile und Grenzen der Ratings kennen und sie in angemessener Weise nutzen. ■



André Tommasini

Die aktive Verwaltung als Diversifikationsinstrument



von
Julien Godat,
CFA
Leiter Institutionelle
Kunden
Westschweiz

Boris Hutter,
lic. ec. HSG
Institutionelle
Kunden
Schweiz



Notenstein Privatbank

Es gehört zu den Aufgaben des Stiftungsrats einer Vorsorgeeinrichtung die grundlegenden Eckwerte der Vermögensverwaltung festzulegen. Diese beeinflussen die künftige Performance. Zu den wichtigen Entscheidungen gehört typischerweise die Festlegung der strategischen Asset Allokation («SAA»). Entscheidend für die Performancegenerierung ist nicht nur die Wahl der Strategie, sondern auch die Wahl der Referenzindizes und des Verwaltungstyps (aktiv oder indexiert).

Keine exakte Wissenschaft

Ziel der strategischen Asset Allokation ist, dass die erwartete Gesamrendite des Portfolios die Kosten aus den Verpflichtungen der Vorsorgeeinrichtung übersteigt

oder zumindest deckt. Man muss sich bewusst sein, dass die Schätzungen der künftigen Renditen und Verpflichtungen auf Analysemodellen beruhen, die nicht perfekt sind. Die Gefahr besteht, dass eine ungeeignete Anlagestrategie gewählt wird, was bedeutende Auswirkungen auf die Performance und Volatilität haben kann. Dies gilt auch für die Wahl der Referenzindizes. Institutionelle Anleger benutzen zur Investition in die globalen Aktienmärkte meistens Indizes wie den MSCI World Index, welche die Basiswerte anhand der Börsenkapitalisierung gewichten. Die Grafik zeigt, dass es andere Referenzindizes gibt. Beispielsweise erfolgt beim MSCI World Risk Weighted die Gewichtung in Abhängigkeit vom Risiko. Eine am 31. Dezember 1999 gemäss dem MSCI World Index getätigte Anlage von CHF 100.- hätte am 30. September 2013 noch einen Wert von CHF 79.07 gehabt. Eine analoge Investition gemäss dem MSCI

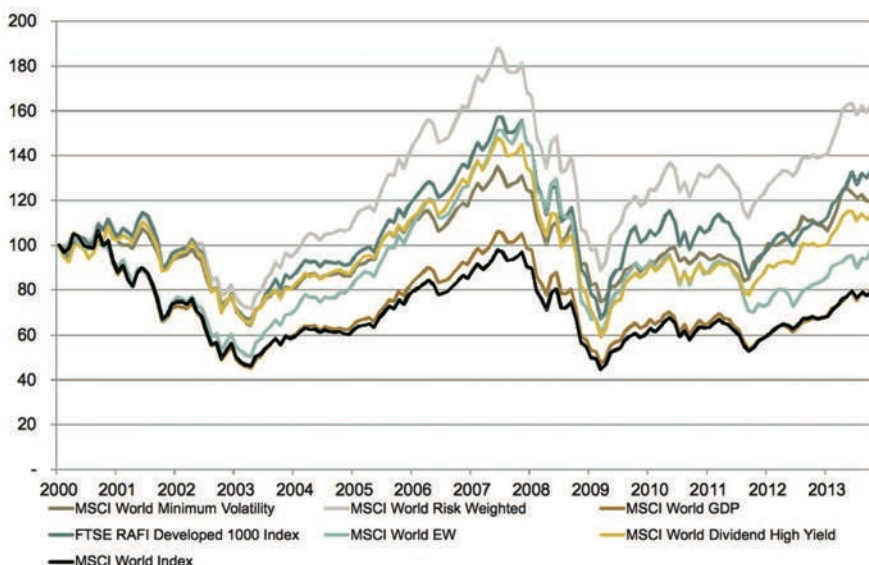
World Risk Weighted hätte hingegen CHF 162.80 ergeben, d.h. CHF 83.73 mehr als mit dem MSCI World Index. Je nach Beobachtungszeitraum können die erzielten Renditen variieren. Die Wahl der Referenzindizes ist also leider genauso wenig eine exakte Wissenschaft wie die Festlegung der strategischen Asset Allokation.

Aktive Verwaltung = Outperformance + Diversifikation

Nach Festlegung der strategischen Allokation und der Referenzindizes muss zwischen indexierter oder aktiver Verwaltung entschieden werden. Der indexierte Ansatz bezweckt, die vom Stiftungsrat gutgeheissene Anlagestrategie möglichst kostengünstig zu replizieren. Dieser Ansatz ermöglicht zwar eine Minimierung der Verwaltungskosten, basiert aber auf der wenig realistischen Annahme, dass bei der Wahl der strategischen Allokation und der Indizes keine Fehler gemacht werden. Die aktive Verwaltung ist kostenintensiver, dafür findet aber bereits auf einer der Performancekette vorgelegerten Entscheidungsebene ein zusätzlicher Diversifikationseffekt statt.

Bei der aktiven Verwaltung können vom Vermögensverwalter Positionierungen in den einzelnen Anlageklassen gewählt werden, die von der strategischen Allokation und den Referenzindizes abweichen. Die aktive Verwaltung bezweckt also nicht nur eine Outperformance, sondern bewirkt auch eine bessere Diversifikation.

Performance verschiedener Referenzindizes für Aktien Welt



Schlussbemerkung

Die Wahl der Anlagestrategie wirkt sich je nach Verwaltungstyp unterschiedlich auf die resultierende Performance aus. Bei der aktiven Verwaltung dienen die strategische Allokation und die Referenzindizes vorwiegend als Vergleichsinstrumente. Bei der indexierten Verwaltung hingegen dienen sie als das bestimmende Verwaltungskriterium, weshalb ihrer Wahl grösste Bedeutung zukommt. Ein Vorteil der aktiven Verwaltung besteht unter anderem darin, dass sie das Risiko von Fehlentscheiden hinsichtlich strategischer Allokation und Referenzindizes diversifiziert. ■

Die Grenzen des Wirtschaftswachstums



von

Olivier Ferrari

Gründer und Generaldirektor

CONINCO Explorers in finance SA

Welche Investitionspolitik ist für Vorsorgeeinrichtungen geeignet?

Die industrielle Revolution des 19. Jahrhunderts führte sowohl in Europa als auch in den Vereinigten Staaten zu einer grundlegenden Änderung der Möglichkeiten der wirtschaftlichen Entwicklung. Faktoren wie die industrielle Fertigung und der Transport hatten einen tiefgreifenden Einfluss auf den Handel zur Deckung der Grundbedürfnisse. Arbeitskräfte, Grundbesitz und Kapital konnten gekauft werden. Die Bedingungen, die für die schnelle Einführung eines Handels und eines Freihandels erforderlich waren, führten zur ersten Globalisierung der Wirtschaft in der damaligen Zeit. Im Jahr 1800 lebten auf der Welt 1 Milliarde Menschen; heute sind es 7,07 Milliarden (2013).

Die digitale Revolution am Ende des 20. Jahrhunderts katapultierte die Menschheit in ein Universum, in dem Entfernungen hinfällig und die Zeit bedeutungslos geworden ist. Die Tyranie des Unmittelbaren

und des schnellen Ertrags führte zu einer finanzwirtschaftlichen Entwicklung, bei der das finanzielle Kapital Grundlage für die Schaffung von Wohlstand auf Kosten einer nachhaltigen wirtschaftlichen Entwicklung, bei der der Mensch im Mittelpunkt der Entwicklung steht, wurde. Im ersten Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts kam es zu einer umfassenden Globalisierung des Planeten. Die wirtschaftliche Entwicklung hat die Grenzen des «ökologisch Akzeptablen» erreicht und die Wirtschaft muss nun ein neues Paradigma erfinden. Dies muss auch die Rekonstruktion einer generationsübergreifenden Verantwortung umfassen. Es muss die Entwicklung einer Demokratie gefördert werden, die nicht auf finanzieller Leistung, sondern auf dem Wohlstand des Individuums, Respekt vor der Umwelt und dem Erhalt des Erbes zukünftiger Generationen beruht. Wir müssen uns von einer Wirtschaft des «quantitativen Wachstums» durch eine Anhäufung von Gütern abkehren und uns einer Wirtschaft des Wachstums mittels eines Austauschs von Gütern und deren gemeinsamen Nutzung zuwenden. Auch

wenn das Wachstum der Weltbevölkerung neue Chancen und Möglichkeiten zu bieten scheint, so verringert der ökologische Fußabdruck, den wir alle hinterlassen, diese wieder.

Aktuell werden weltweit jeden Tag 230.000 Menschen geboren und 170.000 Menschen sterben. 28% der Weltbevölkerung ist jünger als 15 Jahre und 8% älter als 65 Jahre. 5 Milliarden Menschen, also 72,7% aller Bewohner, nutzen Mobiltelefone (9. Juli 2010) und 2 Milliarden Menschen haben Zugang zum Internet¹.

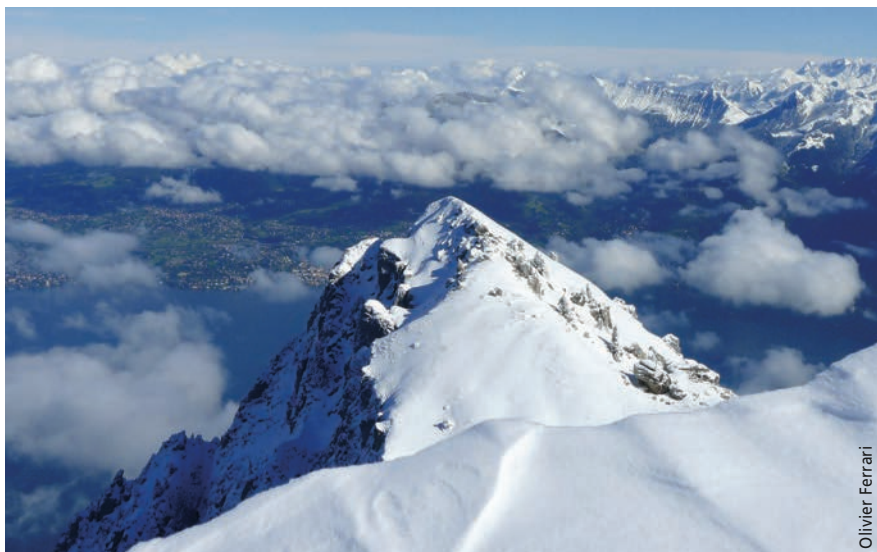
Die Geschichte

Die industrielle Revolution erlitt ihren ersten Rückschlag während der Ölkrise von 1973. Damals kam es zu einem radikalen Wandel im Ölangebot und zu einem starken Preisanstieg: Der Preis für ein Barrel verdreifachte sich und stieg auf 10 Dollar an. Die jährliche Inflationsrate erreichte 12%.

Im nächsten Jahrzehnt wurden verschiedene Maßnahmen zur Förderung eines liberaleren Kapitalismus und zur Eindämmung der Inflation umgesetzt. Das Konzept des «Personalmanagements» entwickelte sich weiter und «Personalabteilungen» wurden zu «Human Resources». Das Individuum verschwand zugunsten aller Finanziellen.

Die Verbreitung des Internets zu Beginn der Neunzigerjahre ist das Ergebnis einer Miniatursierung der Elektronikbauteile und einer explosionsartigen Erhöhung der Rechen- und Speicherkapazitäten der Computer. Es folgte eine wahrhafte technologische, industrielle und finanzielle Revolution, bei der neue Technologien und Innovationen zur treibenden Kraft hinter der Produktion und dem Wirtschaftswachstum bzw. der Überproduktion, dem Überfluss und der damit verbundenen massiven Zunahme von Abfällen waren. Die rapide ansteigende Leistung hat die Wirklichkeit der Schaffung von Wohlstand und des tatsächlichen Wirtschaftswachstums überschritten. Durch die Verknüpfung aller Länder der Welt wurden die Rahmenbedingungen für das Ende der quantitativen Entwicklung des Planeten geschaffen.

Das Platzen der Internetblase zu Beginn der 2000er Jahre, durch das die übermäßigen



Olivier Ferrari

Spekulationen des vorangegangenen Jahrzehnts beendet wurden, fand zeitgleich zur Veränderung der politischen Beziehungen zwischen den Staaten nach dem 11. September 2001 statt. Während dieser Zeit entwickelten sich Schwellenländer wie China, Indien, Russland und Brasilien mit einer Geschwindigkeit, die die Entwicklung der USA und Europa innerhalb eines Zeitraums von mehr als 150 Jahren überstieg. Diese Länder benötigten noch nicht einmal 15 Jahre dafür, den Anschluss zu finden, wohingegen Japan 40 Jahre brauchte, um von einem relativ «mittelalterlichen» Stand zu einer voll entwickelten Wirtschaft zu werden. Während dieser Zeit führte die explosionsartige Zunahme der Rechenkapazitäten der Computer und die Unmittelbarkeit des Erhalts von Informationen dazu, dass ein Finanzwesen der Vermittlung, bei dem das Ersparte für eine wirtschaftliche Entwicklung zur Verfügung gestellt wurde, zu einem geldproduzierenden Finanzwesen wurde. Dabei kam es zu zwei großen Ereignissen: Die Subprime-Krise von 2007 einerseits und die Madoff-Affäre vom 12. Dezember 2008 andererseits. Durch diese beiden Vorfälle wurde eine kurzfristige virtuelle, geldproduzierende Wirtschaft geschaffen, mit der Folge, dass die finanziellen Mittel, die die Wirtschaft mittel- und langfristig benötigt, nicht mehr verfügbar sind. Die Investoren wenden sich von der realen Wirtschaft ab. Sowohl die Finanzwelt als auch die Medien drängen in diese Richtung.

Neue strukturelle Zwänge

Diese Entwicklung führte zu einem Verlust der Vorstellung von gesellschaftlicher Verantwortlichkeit; die aktuelle Wirtschaft ist von einer Vorherrschaft der Eile geprägt². Das Finanzwesen erfüllt nicht mehr seine frühere Rolle, da sich ihr «spekulativer» Teil von der Wirtschaft getrennt hat. Die Umwelt wurde stark beeinträchtigt, wobei man die Auswirkungen auf das Ökosystem und die verschiedenen Gleichgewichte, die sich im Laufe von **4,5 Milliarden Jahren Erdschichte** gebildet haben, nicht messen kann. Dies zeigt sich vor allem in den Teppichen aus Plastikabfällen in den Ozeanen und durch das Verschwinden der Wälder (jede Minute verschwindet eine Fläche mit einer Größe von einem Fußballfeld; wenn das so weiter geht, wird es in 30 Jahren keine Primärwälder mehr geben). Der CO₂-Gehalt

in der Atmosphäre steigt exponentiell an, was weitreichende Auswirkungen auf das Klima und alle Bewohner der Erde hat. Auch der Säuregehalt der Ozeane steigt immer weiter an. All diese strukturellen Zwänge bieten zahlreiche Chancen für die Umsetzung einer positiven Ökonomik.

Wir müssen uns die Konsequenzen unserer Handlungen eingestehen und aktuellen und zukünftigen Generationen die Chance auf ein «menschlicheres» Leben in einer gesunden Umwelt geben. Die Reflexionsgruppe für eine positive Ökonomik hat 45 Vorschläge gemacht²: Überdenken von Unternehmenszielen, Definieren nicht-finanzieller Referenzindikatoren, Betreiben eines ethischen Investments für ein Wachstum der positiven Ökonomik, Verwenden von Ersparnissen und Investitionen für positive Tätigkeiten, Stärkung der Langzeitaktionäre, Förderung erneuerbarer Energien und der Energieeffizienz, Wandeln der Schulen in einen Ort des Austauschs zwischen den Generationen, Erstellen einer Weltcharta über universelle Verantwortlichkeiten, Kampf gegen jegliche Form von Diskriminierung, Förderung einer Wirtschaft des Teilens, etc.²

Diese Beispiele verdeutlichen das Potenzial der Einführung einer verantwortungsbewussten und umweltfreundlichen Politik, bei der sowohl Menschen als auch Unternehmen berücksichtigt werden und die eine positive Ökonomik und die Schaffung von Rahmenbedingungen für die Einführung eines neuen Wirtschaftsparadigmas sowie eine wirtschaftliche Umstrukturierung zugunsten neuer Arbeitsplätze fördert.

Die Vorstellung vom «Aufbau eines gedulden Kapitalismus»² steht in enger Verbindung zu einer verantwortungsbewussten, langfristig ausgelegten Politik, die die Chance auf eine dauerhafte wirtschaftliche Entwicklung bietet.

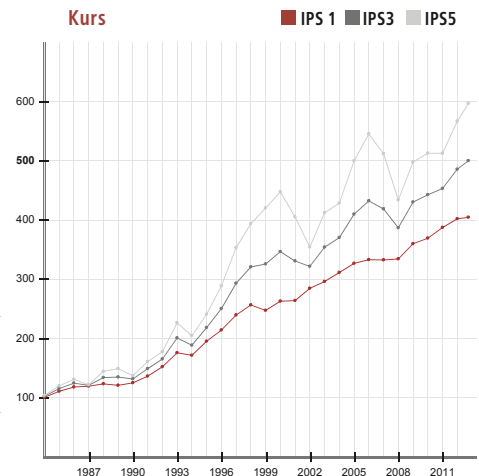
Renditeerwartungen

Die Leistungen aus der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Wenn diese Weisheit Bestandteil jeder Dokumentation wäre, in der Leistungen oder Finanzprodukte dargestellt werden, wäre es schwierig, sich nach diesen Ereignissen mit der Vergangenheit zu beschäftigen und sich zu sagen, dass das effektive

Ergebnis besser gewesen wäre, wenn... Ein Vermögensverwalter bzw. Anlageberater ist ständig mit kurzfristigen Schwankungen der Märkte, Entscheidungen über die Positionierung eines Portfolios und den anschließenden Vergleich seiner Ergebnisse konfrontiert.

Welche Rolle sollten Aktien bei einer strategischen Allokation spielen?

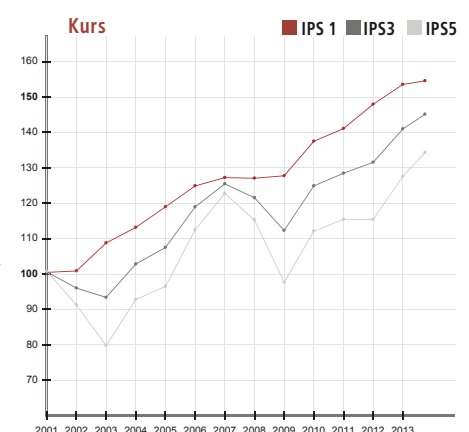
Grafik 1 – Zeitraum vom 1. Januar 1985 bis zum 30. September 2013



In Grafik 1, sind drei Bestandteile strategischer Allokationen aufgeführt. Die wichtigste Variable stellt die Gewichtung der Aktien dar, die bei 10% für IPS 1, 30% für IPS 3 und 50% für IPS 5 liegt³.

Das Ergebnis ist ein Investor, der bei einer Diversifikation mit 10% Aktien im Referenzzeitraum eine kumulierte Performance von 304,71% gegenüber 400,06% für IPS 3 und 496,76% für IPS 5 gehabt hätte. Es ist unleugbar so, dass ein unzureichender Anteil an Aktien zu einer deutlichen Gewinneinbuße führt.

Grafik 2 – Zeitraum vom 1. Januar 2001 bis zum 30. September 2013



In *Grafik 2* (S. 13), stellen wir die gleichen Referenzen für einen aktuelleren Zeitraum dar. Die Ergebnisse sind vollkommen gegensätzlich, da IPS 1 eine kumulierte Performance von 57,62% gegenüber 46,47% für IPS 3 und 34,16% für IPS 5 aufweist.

Der Vergleich der Ergebnisse zwischen den beiden Ansätzen hat also zu völlig unterschiedlichen Schlussfolgerungen geführt.

Welche Gewichtung sollten Auslandsanlagen bei einer Allokation haben?

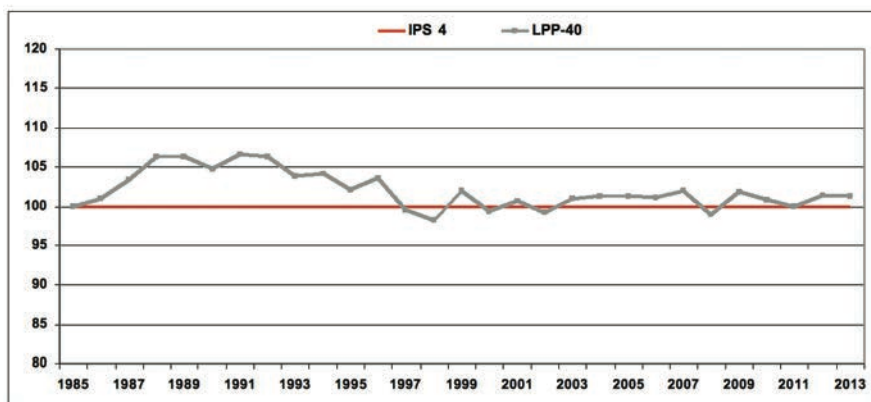
Diese Frage tritt häufig auf und der Anleger neigt in Zeiten des Eintritts von Ereignissen bzw. durchgeführten Performances dazu, seine Wahrnehmung für die Entscheidungsfindung zu verändern.

Um eine objektive Antwort geben zu können, werden zwei Referenzindexe des institutionellen Marktes der Schweiz betrachtet. Hierbei handelt es sich um den Index IPS 4, der 1996 eingeführt und seit 1985 berechnet wird, sowie der Index LPP 40, der seit dem Jahr 2000 besteht, aus den LPP-Indexten der gleichnamigen Bank hervorging und ebenfalls für die Zeit ab 1986 neu berechnet wurde. *Tabelle 1* verdeutlicht die grundsätzlichen Unterschiede zwischen den beiden Indexten.

Wir vergleichen in *Grafik 3* die Entwicklung der Performance der zwei Allokationen.

Die Gesamtpformance innerhalb des Referenzzeitraums liegt bei 462,18% für IPS 4 und 465,55% für LPP 40. Das ergibt bei LPP 40 einen Gewinn von CHF 337.000.- innerhalb von 28 Jahren oder fast CHF 12.000.- pro Jahr bei einer Anfangsinvestition von CHF 10 Millionen. Eine detaillierte Analyse der Daten zeigt auf, dass eine Diversifikation in ausländische Wertpapiere

Grafik 3 – Vergleich der Performance von IPS 4 und LPP 40



seit 1988 mit Ausnahme einiger Jahre keinen Mehrwert gebracht hat. Dennoch empfiehlt es sich nicht, daraus zu schlussfolgern, dass jede Diversifikation einem Portfolio schaden kann. Wie gesagt sind die Leistungen aus der Vergangenheit keine Garantie für die Zukunft. Daraus folgt, dass der eine oder andere Ansatz seit 1996 tendenziell zu den gleichen Ergebnissen geführt hat. Dies zeigt eine langfristige Übereinstimmung der Leistungen, für die die Börse lediglich als Barometer für die wirtschaftliche Entwicklung fungiert. Je nach dem Winkel, aus dem analysiert wird, können sicherlich auch Verzögerungen oder Vorsprünge vorkommen.

Welche Investitionsrenditen ergeben sich je nach angewandter Strategie?

In diesem Punkt soll die Auswirkung eines Referenzzeitraums auf eine Rendite, die mithilfe einer Anlagepolitik auf Kosten einer anderen erzielt wurde, eingeschätzt werden. Dazu wurde eine Berechnung über Zeiträume von zehn Jahren durchgeführt, bei denen mindestens das Vorsorgekapital des LLP-Minimums eingezahlt werden soll.

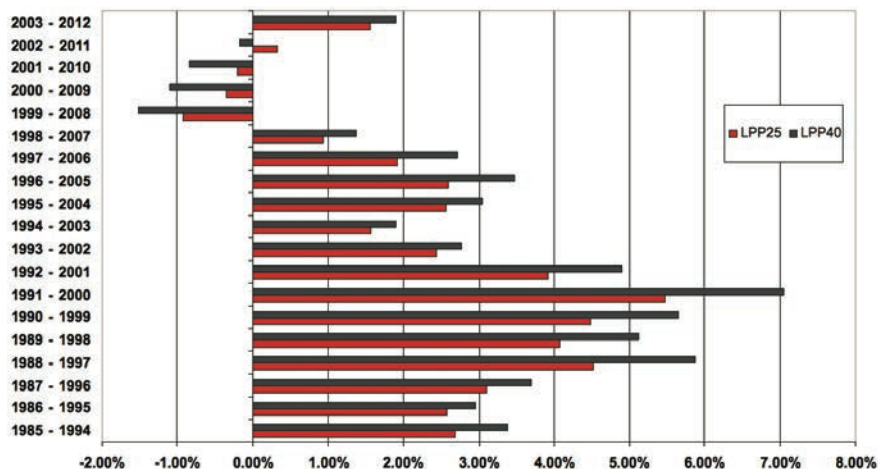
In *Grafik 4* wird eine Strategie mit 25% Aktienanteil (Index LPP 25) mit einer Strategie mit 40% Aktienanteil (LPP 40) verglichen. Nach dem Sparzins haben wir den Überschuss in Form einer Rendite, die durch die eine oder die andere Strategie erzielt wurde, berechnet.

Wir erkennen hier mehrere sehr unterschiedliche Zeiträume, wie der von 1985 bis 2001, wo effektive Renditen erzielt wurden. Zwischen 1993 und 2007 lag das Niveau deutlich unter dem Ausgangswert. Von 1999 bis 2011 gab es größere negative Einflüsse, weshalb die Mindestrendite nicht gedeckt werden konnte. Das Jahrzehnt zwischen 2003 und 2012 verhält sich untypisch: so wurden in den ersten Jahren positive Performances verzeichnet, dann kam es zu einem deutlichen Rückgang und zu einer Marktwende, die zu einem wirtschaftlichen Wiederaufbau geführt haben müsste.

Wenn so das Entwicklungspotenzial aussieht, verdeutlichen die Daten ganz klar, dass es ein Vorher mit deutlichen Überschüssen und ein Nachher gibt. Auch wenn das Nachher noch hohe Renditen aufweist, ist nicht zu leugnen, dass der obligatorische Sparzins nicht mehr dem ursprünglichen Zins entspricht. Wenn man sich den Ausnahmezeitraum von 1991 bis 2000 ansieht, wird deutlich, dass die übermäßig hohen Zinssätze der zweiten Säule negative Auswirkungen auf das nachfolgende Jahrzehnt hatten. Daher müssen die Pensionsfonds ausreichende Reserven bilden und in Extremfällen muss entweder die Risikobereitschaft ihrer Investitionsstrategie verändert werden, damit Überschüsse erwirtschaftet werden können, oder es müssen angemess-

Tabelle 1 - Zusammensetzung der Indexte IPS 4 und LPP 40

	IPS 4	LPP 40	Unterschiede
Liquidität	5%	0%	./. 5%
Schweizerische Obligationen	45%	45%	n. a.
Internationale Obligationen	10%	5%	./. 5%
Obligationen in Euro	0%	10%	+ 10%
Schweizerische Aktien	25%	15%	./. 10%
Internationale Aktien	15%	25%	+ 10%
Aktien gesamt	40%	40%	n. a.

Grafik 4 - Abweichungen zwischen den LPP-Mindestraten und den Märkten


sene Reserven zu den Outperformances geschaffen werden, damit sie noch effektiv sind.

einen oder der anderen Möglichkeit muss berücksichtigt werden, dass die Leistungen jederzeit erbracht werden müssen und die

Fähigkeit vorhanden sein muss, kurz-, mittel- und langfristig am Markt zu bestehen, um das Deckungskapital der versprochenen Leistungen sicherstellen zu können.

Ein Vergleich ist keine Begründung!

Beim Benchmarking werden die Besonderheiten verschiedener Vorsorgeeinrichtungen miteinander verglichen. In Tabelle 3 werden drei Arten der Vermögensverwaltung für drei besondere Aspekte mit einem Vergleich der Leistungen in Abhängigkeit von den Kapitalströmen aufgezeigt.

Daraus geht hervor, dass bei einem reinen Marktvergleich (TWR) jede Verwaltung die gleiche Performance aufweist. Im Vergleich

Welche Anlagemöglichkeiten kommen in Frage?

Die gesetzlichen Bestimmungen definieren die zu befolgenden Prinzipien klar:

Art. 50 OPP 2

- Sicherheit und Risikoverteilung

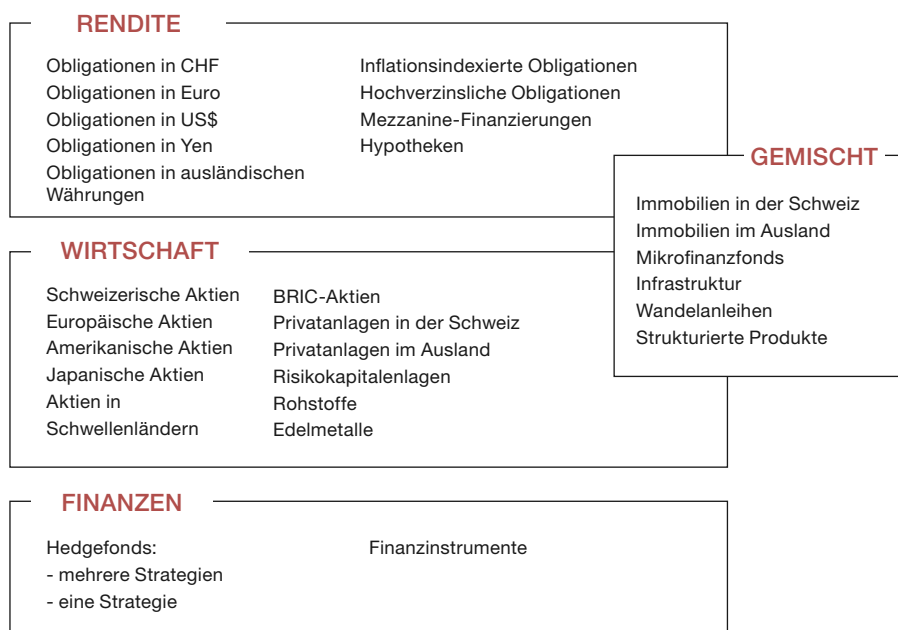
2 Bei der Anlage des Vermögens muss auf eine Sicherstellung der Vorsorgeziele geachtet werden. Die Sicherheit muss insbesondere unter Berücksichtigung aller Aktiva und Passiva sowie der Struktur und der voraussichtlichen zukünftigen Entwicklung der Anzahl der Versicherten bewertet werden.

3 Bei der Anlage des Vermögens müssen die Prinzipien einer geeigneten Risikoverteilung eingehalten werden. Insbesondere müssen die Gelder in verschiedenen Anlagekategorien und in mehreren Wirtschaftsbereichen und -sektoren angelegt werden.

Absatz 2 macht deutlich, dass nur die Struktur der Vorsorgeeinrichtung bei der Bestimmung einer Anlagepolitik ausschlaggebend ist. Jeder Vergleich mit anderen Werten wäre gesetzwidrig.

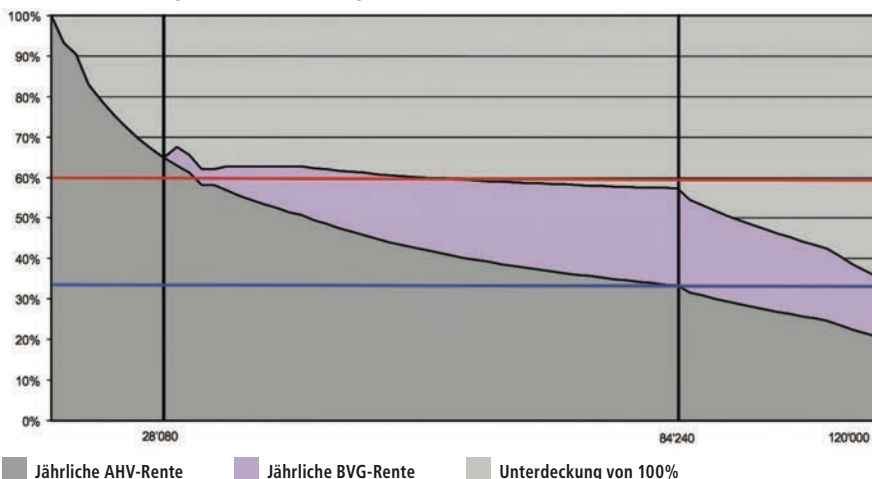
Absatz 3 besagt, dass eine Diversifikation in jedem Fall erforderlich ist. Der Paragraph verbietet es, nur in einen einzigen Markt oder in eine einzige Anlageklasse zu investieren.

In Tabelle 2 werden Rendite-, Wirtschafts- und Finanzanlagen sowie gemischte Anlagen getrennt betrachtet. Bei der Wahl der

Tabelle 2 – Finanzielle Beziehung der Anlagen

Tabelle 3

Kapitalströme und Marktleistungen	VERWALTER		
	A	B	C
Anfangseinlage	100.00	100.00	100.00
Veränderung des Kapitals aufgrund der Verwaltung = -9,0%	-9.00	-9.00	-9.00
Stand nach Veränderung des Kapitals	91.00	91.00	91.00
Kapitalbewegungen	50.00	00.00	-20.00
Stand nach Kapitaleinlage	141.00	91.00	71.00
Veränderung des Kapitals aufgrund der Verwaltung = -12,0%	16.92	10.92	8.52
Stand nach Veränderung des Kapitals	157.92	11.92	79.52
Summe der Bewegungen	150.00	100.00	80.00
Gewinn	7.92	1.92	-0.48
Durchschnittlich investiertes Kapital	125.00	100.00	90.00
Jährlich berechnete MWR	3.12%	0.96%	-0.27%
Jährlich berechnete TWR	0.96%	0.96%	0.96%

Grafik 5 – Deckung der Rentenleistungen



zur Anlagerendite jedes Falls (MWR) können deutliche Unterschiede abgeleitet werden, die sich negativ auf das Kapital auswirken könnten. Genau dieses Risiko soll mit Paragraph 50 OPP 2 vermieden werden. Er besagt, dass es unmöglich ist, die Leistungen der Vorsorgeeinrichtungen miteinander zu vergleichen, sondern nur das, was jede mit ihrem eigenen Potenzial umgesetzt hat. Dazu muss in jeder Anlagestrategie das Verhältnis zwischen Rendite und Risiko mit der zu erwartenden Rendite verglichen werden. Das muss für jede Anlageklasse und für eine globale Investitionspolitik erfolgen.

Welche Sozialversicherung ist für die Vorsorge geeignet?

Ein Sozialversicherungssystem muss einerseits Mittellosigkeit verhindern und andererseits das Verantwortungsbewusstsein der Betroffenen wecken. Bei Vorsorgesystemen sind sowohl der Staat als auch die Unternehmen und die einzelnen Menschen betroffen. Diese müssen ein Vorsorgesystem auf mehreren Ebenen schaffen und wirtschaftliche Risiken diversifizieren. Zu diesem Zwecke basiert das schweizerische Vorsorgesystem mit seinen drei Säulen auf einer gerechten Allokation, sowohl in Hinblick auf die Kapitalquellen als auch auf die versprochenen Leistungen.

In Grafik 5 wird das Niveau der versprochenen Leistungen für eine Person aufgezeigt, die im Laufe ihrer beruflichen Laufbahn normal in ihre Rentenversicherung eingezahlt hat.

Das Staatssystem, die AHV oder die erste Säule müssen die Deckung der Grundbedürfnisse ermöglichen. Es herrscht hier

größtmögliche Solidarität, da keine Lohnhöchstgrenze für die Beitragszahlungen festgesetzt wurde, obwohl die Leistungen beschränkt sind. Das System basiert auf Verteilung, das heißt die Beitragszahlungen müssen die Leistungen, von denen die Versicherten profitieren, decken. Das System verfügt nur über ein Leistungsjahr Reserve. Die demografische Entwicklung, eine Erhöhung der Lebenserwartung und/oder eine starke Inflation können das Gleichgewicht zwischen Finanzierung und Leistungen stören.

Bei der beruflichen Vorsorge oder der zweiten Säule wird die Verantwortung zwischen einem Unternehmen und seinen Mitarbeitern aufgeteilt. Das System der paritätischen Verwaltung ermöglicht eine Gewährleistung der Zuverlässigkeit der Strukturen sowie der versprochenen Leistungen und der vorgesehenen Finanzierung. Im Gegensatz zur ersten Säule ist das Gewicht der Einlage des «dritten Beitragszahlers» vernachlässigbar, da die wirtschaftliche Entwicklung einen großen Teil der Leistungen finanziert. Dieses System kann langfristig durch eine deutliche Erhöhung der Lebenserwartung und/oder eine starke Inflation und kurzfristig durch eine größere Korrektur der Finanzmärkte geschwächt werden.

Finanzierung der zweiten Säule

ARBEITNEHMERBEITRÄGE (1)

ARBEITGEBERBEITRÄGE (2)

VERMÖGENSRENDITE (3)

FINANZIERUNG EINER
VORSORGEINRICHTUNG

GEBOTENE
LEISTUNGEN
(6)

Die große Stärke dieses Systems liegt darin, dass die versprochenen Leistungen vollständig mit einem tatsächlichen Vermögen gedeckt werden.

Auch wenn das System der zweiten Säule aus konzeptueller Sicht zuverlässig ist, sollte eine größere Veränderung erfolgen. Das Niveau der versprochenen Leistungen für Niedriglöhne umfasst bei einer ununterbrochenen Beitragszahlung über 40 Jahre eine Verfügbarkeit der Mittel der ersten Säule von 60%. Die schweizerische Gesetzgebung sieht zwar Mindestleistungen vor, ein bedeutender Anteil der aktuellen Aktiva stammt jedoch von zukünftig bedürftigen Pensionären.

Das System besteht erst seit 28 Jahren. Folglich bleiben noch 12 Jahre zur Einstellung eines Gleichgewichts der zweiten Säule und zur Verhinderung einer Belastung zukünftiger Generationen. Drei konkrete Maßnahmen sind dafür geeignet. Die erste besteht in einer Abschaffung des Koordinationsabzugs bei der Berechnung der Beitragszahlungen. Dies würde die globale Deckung aller Arbeitnehmer sicher stellen. Diese Maßnahme könnte sofort ergriffen werden und die wirtschaftlichen Kosten wären überschaubar. Die zweite Maßnahme besteht in einer Beitragspflicht ab einem Alter von 20 Jahren. Das bringt 5 weitere Jahre für die Finanzierung und ein höheres Einkaufspotenzial der Leistungen in den Pensionsfonds. Die dritte Maßnahme beinhaltet einen einheitlichen Beitragsatz von 12,50% für alle, sodass die Trennung zwischen Jung (7% des koordinierten Lohns) und Alt (18% des koordinierten Lohns) abgeschafft wird.

Die dritte Säule ist ein wesentlicher Bestandteil, der nur von Personen mit einem ausreichenden Einkommen effektiv genutzt werden kann. Die bietet jedem je nach Finanzkraft und Bedürfnissen die Möglichkeit einer individuellen Anpassung des Sparplans, sodass die gewünschte Lebens-

Tabelle 4 – Renditeerwartungen

Anlageklassen	Strategische Allokation	Renditeziel 1985	Renditeziel 1990	Renditeziel 2000	Renditeziel 2010	Renditeziel 2013
Schweizerische Obligationen	30.00%	4.75%	6.50%	3.75%	2.00%	1.10%
Ausländische Obligationen	15.00%	6.00%	7.50%	4.75%	2.75%	1.60%
Aktien	30.00%	8.50%	8.00%	6.50%	6.00%	6.00%
Immobilien	25.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
	100.00%	6.13%	6.73%	5.04%	3.94%	3.37%
RZ* Aktien = 0%		2.55%	2.40%	1.95%	1.80%	1.80%
RZ* korrigiert dito		3.58%	4.33%	3.09%	2.14%	1.57%

* RZ -> Renditeziel

qualität auch im Alter erreicht werden kann. Ein Risiko besteht in spekulativen Anlagen, die das Sparkapital verzehren können. Je kürzer die Frist bis zum Kapitalbezug ist, desto weniger riskant sollten die Anlagen sein. Umgekehrt sollte man sich, wenn man finanziell dazu in der Lage ist, bereits ab den ersten Lohnbezügen ein Kapital mithilfe der dritten Säule aufbauen. Jeder, der dieses Ziel erreichen möchte, sollte von Anfang an 10% von seinem Effektivlohn abziehen. Ein solcher Betrag ermöglicht eine effektive Kapitalbildung.

Schlussfolgerungen

Die wirtschaftliche Entwicklung hat ihre erste Grenze erreicht, da alle Länder der Welt miteinander verbunden sind. Aufgrund der runden Form der Erde sind die Möglichkeiten auf ein bereits erobertes und bekanntes Gebiet begrenzt. Das demografische Wachstum der letzten 160 Jahre hat das Problem nicht verringert, es wurde lediglich gewandelt. Es hat sich ein «allesverzehren-

der» Kapitalismus entwickelt, für den die Gemeinschaft nichts bedeutet. Dies ist nicht zu vernachlässigen.

Wir sollten zu einer nachhaltigen wirtschaftlichen Entwicklung zurückfinden und langfristige Ziele in den Mittelpunkt stellen, um uns vom Finanzkapitalismus zu lösen. Es ist äusserst wichtig, erste Maßnahmen zu ergreifen, um die Finanzierung der Altersvorsorgesysteme unter Berücksichtigung der steigenden Lebenserwartung und den aktuellen wirtschaftlichen Veränderungen sicherzustellen. Dazu wird in Tabelle 6 die Entwicklung der Renditeerwartungen seit 1985 aufgeführt. Dies erklärt die Verringerung der Rentenzahlungen in Folge eines niedrigen Inflationsniveaus.

Es gibt wirtschaftliche Entwicklungsmöglichkeiten in allen Aspekten, die den Alltag der zukünftigen Konsumenten betreffen, deren Zahl in den nächsten fünfzig Jahren um einige weitere hundert Millionen Menschen ansteigen wird. Die Umwelt hat seit der

Nachkriegszeit den größten Tribut für die wirtschaftliche Entwicklung zahlen müssen. Dieser Aspekt sollte Vorrang bei der Schaffung und Förderung neuer Wirtschaftssektoren haben. Diese schaffen neue Arbeitsplätze für die aktuelle junge Generation, während die zukünftig Älteren gleichzeitig dazu beitragen, die wachsende Arbeitslosigkeit zu verringern.

Die wirtschaftliche Entwicklung befindet sich nun in einer Übergangsphase. Unser mangelnder Willen, vergangene Theorien zu überdenken, bildet das einzige Hindernis, neue Herausforderungen anzunehmen. Dieser Unwille wird durch die Verschuldung der Staaten verstärkt. Wenn sie es nicht einsehen, einen Teil dieser Schulden zu tilgen, verzögern sie die erforderlichen Veränderungen in Richtung eines neuen Paradigmas.

Die institutionellen Investoren müssen langfristige Ziele wiederentdecken, um eine Umstrukturierung des partizipativen Kapitals zu ermöglichen. Diese Investoren haben die Fähigkeit, den aktuell vorherrschenden Trend des Finanzkapitalismus zu umgehen und die Marktpartner in Richtung einer besseren Finanzpolitik zu treiben. Auch wenn dieser Trend noch immer vorherrscht, ist es wichtig, dass so viele Akteure wie möglich sich dem Konzept eines «geduligen Kapitalismus» zuwenden². ■

¹ www.populationmondiale.com

² Veröffentlichung von Jacques Attali "Pour une économie positive", Fayard 2013

³ IPS – Indice de Performance Stratégique [Index für die strategische Performance] / www.coninco.ch



Es geht nicht nur um Volatilität...



von
Eric Bissonnier
Partner,
Chief Strategist

E.I.M. S.A.

Die 2009 veröffentlichte ISO-Norm 31000 definiert Risiko als „Auswirkungen von Unsicherheit in Bezug auf die Ziele“. Der Unterschied dieser Definition gegenüber der früher verwendeten, deutlich technischeren ISO-Terminologie, ist eklatant: „Risiko ist die Kombination der Wahrscheinlichkeit eines Ereignisses und seiner Folgen.“ Dieser Unterschied zeigt mit aller Deutlichkeit, wie sich die Herausforderungen verändert haben, die sich einem Manager heute stellen, wenn er die Risiken seiner Investitionen bewerten und verwalten muss.

Die klassische Asset Allocation ist weitgehend in der Wahrscheinlichkeit eines Risikos verwurzelt. Eine Aktien-Risikoprämie beispielsweise setzt voraus, dass die langfristig erzielte Zusatzrendite von Aktien im Vergleich zu Obligationen die höhere Unvorhersehbarkeit der Aktien angemessen kompensiert. Da das Ziel der Asset Allocation ist, die für die Erfüllung zukünftiger Verpflichtungen erforderlichen Renditen zu erzielen - wobei auch die Wahrscheinlichkeit einer Nicht-Erzielung begrenzt werden muss - gilt es, die Unsicherheiten immer genauer zu quantifizieren, meist in Form einer Volatilitäts-Kennzahl. Die Verteilungsparameter werden immer genauer, man prognostiziert ihre Höchststände und misst ihre Korrelationen. Und dann wird optimiert! Aber natürlich liegt diesem Ansatz die Annahme zugrunde, dass die Zukunft alles in allem der Vergangenheit gleicht. Die Bewertung der verwendeten Parameter beruht ja weitgehend auf historischen Daten.

Heute stösst dieser das Risiko beschreibende Ansatz jedoch eindeutig an seine Grenzen. Es bedarf heute nunmehr eines prospektiveren Ansatzes. Die Zinsen

sind auf einem seit Jahrzehnten nicht dagewesenen Tief, die Märkte schwanken zwischen dem Optimismus infolge eines sich abzeichnenden Aufschwungs und Ängsten vor dem in Kürze drohenden Auslaufen der grosszügigen Liquiditätsspritzen, die sie seit der Krise von 2008 aufputschen. Selbst die Staatsanleihen als sicherste aller Fluchtwerte werden in Frage gestellt. In diesem Umfeld muss eine Asset Allocation, die auf historischen Daten beruht, im Hinblick auf tatsächlich eingegangene Risiken auf alle Fälle hinterfragt werden.

Seit mehr als zehn Jahren hat sich auch das Verhalten der Märkte grundlegend verändert. Extreme Kursausschläge haben stark zugenommen. Die in den meisten klassischen quantitativen Ansätzen vorausgesetzte Normalität führt also zu einer Unterbewertung der realen Risiken. Reine Mittelwert-Varianz-Modelle sind heute nicht mehr realitätskonform. Die nachfolgende Grafik illustriert intuitiv die Gefahren, die von der These ausgehen, dass die Zukunft so sein wird wie die Vergangenheit. Ein Anleger der zwischen 1990 und 1999 in den Markt investiert hat, konnte eine ausgezeichnete Chance auf eine positive 12-Monats-Rendite erwarten. Aber in der nachfolgenden Dekade, zwischen 2000 und 2009, ist diese scheinbare Berechenbarkeit verschwunden.

Historische Performance Normalverteilung

Ein Portfoliomanager weiss intuitiv, dass seine Obligationen - die bislang als sichere Portfoliokomponenten galten - heute ein erhebliches Risiko bergen. Wie soll er sich aber positionieren? Womit kann er beispielsweise die Risikokennzahlen aufgrund historischer Daten mit einer fundierten Einschätzung der Folgen eines Inflationsschubs und steigenden Zinsen

ersetzen? Ein solches Szenario ist seit den 70er-Jahren nicht mehr eingetreten. Damals waren sowohl die Wirtschaft als auch die Märkte ganz anders strukturiert als heute. Wie können wir heute sichere Prognosen über die möglichen Folgen stellen?

Navigation in trüben Gewässern

Wie der Katzen-Philosoph im belgischen Comic „Le Chat“ sagt: „Es gibt nur eine Vergangenheit und nur eine Gegenwart. Möglichkeiten für die Zukunft gibt es jedoch viele. Aber nur eine davon wird sich bewahrheiten.“ In einem ungewissen Umfeld muss ein effizientes Risikomanagement über „die Wahrscheinlichkeit eines Ereignisses und seiner Folgen“ hinausgehen. Es muss dem Portfoliomanager die Informationen liefern, mit denen er in einem sich ändernden Umfeld und während der Präzisierung eines gegebenen Szenarios schnell die richtigen taktischen Entscheidungen treffen kann. Vor allem seit der Krise von 2008 kommt es öfter und deutlich kurzfristiger zu Trendwenden als zuvor. Das übliche strategische und von den Pensionskassen regelmässig angepasste Verfahren erlaubt eine Verfeinerung der langfristigen Ziele anhand langsamer Entwicklungen (wie des demografischen Profils der Kasse) und die Überprüfung des Asset-Liability-Managements. Die Kasse vor kürzerfristigen Marktentwicklungen zu schützen, gehört jedoch nicht zu den Vorgaben. Aufgabe eines gut strukturierten Risikomanagements ist, das Ergreifen effizienter taktischer Massnahmen zu ermöglichen.

Die Herausforderung der Konsolidierung

Ein unerlässlicher erster Schritt sind natürlich genaue Kenntnisse über die Eigenschaften des Portfolios. Wie es auf ein Ereignis oder einen Trend reagieren wird, hängt erstens von seiner Zusammensetzung, zweitens von der Empfindlichkeit seiner Komponenten auf die verschiedenen Marktfaktoren und drittens von der tatsächlichen Entwicklung dieser Faktoren ab. Als erstes ist der Manager oft einfach mit der ausreichend detaillierten Konsolidierung seiner Positionen gefordert. Sie soll ihm erlauben, die Exposures und die tatsächliche Empfindlichkeit der einzelnen - und schliesslich der Gesamtheit der Instrumente zu bestimmen. Im Portfolio einer Pensionskasse befinden sich oft

nicht nur Direktinvestitionen sondern auch traditionelle oder alternative Fonds beziehungsweise Dachfonds.

Ferner wird die Verwaltung für wesentliche Teile des Portfolios oft mit Vermögensverwaltungsmandaten an Dritte übertragen. Diese können sich auf Spezialbereiche beziehen, zum Beispiel schweizerische Small und Mid Caps oder grössere Kapitalisierungen wie BVG-40. Auch wenn die Pensionskasse eine Depotbank hat, die einen konsolidierten Auszug vorlegen kann, lassen sich die tatsächlichen Exposures in der Regel nicht genau analysieren. Ohne eine ergänzende und komplexe manuelle Kalkulation ist es beispielsweise unmöglich, die globale Duration des Portfolios zu ermitteln, den Grund für ein unerwartet hohes Beta zu verstehen oder den Einfluss der Verwendung von Derivaten auf das Risikoprofil abzuschätzen.

Grenzen historischer Daten

Wie bereits erwähnt, gehen die klassischen quantitativen Verfahren davon aus, dass das Verhalten eines Instruments in der Vergangenheit mit einer gewissen Zuverlässigkeit auf sein Verhalten in der Zukunft schliessen lässt. Das Beispiel der Obligationen macht die Unzulänglichkeit dieses Ansatzes deutlich, eine bessere Lösung zu benötigen. Im Verlauf der letzten Jahrzehnte sanken die Zinssätze global fast ununterbrochen. Die auf dem historischen Rendite/Risikoprofil beruhende Obligationen-Allokation überschätzt erstens deshalb die zukünftigen Renditen, da diese sich auf sinkende Zinssätze, die nicht weiter sinken können, abstützen und zweitens unterschätzt die Risiken, da die Perioden steigender Zinssätze in den historischen Referenzperioden untervertreten sind. Dieser Sachverhalt beunruhigt derzeit die Portfoliomanager. Sie suchen solide Grundlagen für die Strukturierung und die Verwaltung ihrer Portfolios.

Erstes Element einer Lösung muss die Schaffung einer grundsätzlich neuen Infrastruktur für das Risikomanagement sein. Sie muss direkt auf der Analyse jeder einzelnen gehaltenen Position beruhen. Damit lassen sich die Exposures und die

Empfindlichkeit gegenüber den zahlreichen Risikofaktoren am Markt kontinuierlich verfolgen. Neben den üblichen Risiken an Aktien- und Zinsmärkten gehören dazu auch das Volatilitäts-, Kredit-, Devisen- und Rohstoffrisiko.

Dieser Ansatz umfasst vier entscheidende Etappen: Erstens Erfassung und Konsolidierung sämtlicher Instrumente des Portfolios sowie die Modellisierung des Risikoprofils jedes Instruments, wobei Fundamentaldaten und nicht historische Daten als Grundlage dienen; zweitens Überprüfung des globalen Risikoprofils des Portfolios mithilfe einer Monte-Carlo-Simulation einer grossen Zahl möglicher Szenarien für alle erfassten Risikofaktoren sowie einer Serie von historischen Stress-Szenarien; drittens Untersuchung der taktischen Positionierung des Portfolios anhand eines Vergleichs mit einer Reihe prospektiver Szenarien; viertens Synthese der Ergebnisse für das Gesamtportfolio und Erstellung klarer Berichte im Hinblick auf schnelle Diagnosen und effiziente Massnahmen.

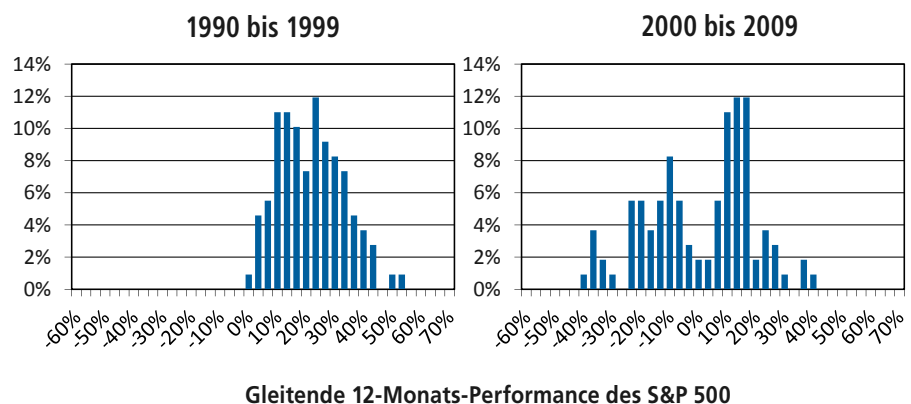
Risikomodelle

Es ist entscheidend, das Risikoprofil der verschiedenen Instrumente im Portfolio zu modellieren. Die Zuverlässigkeit der Ergebnisse hängt weitgehend von der Genauigkeit dieser Etappe ab. Wichtig ist ein Prozess, mit dem sich ein grosses Universum von Instrumenten - von den einfachsten bis zu den komplexesten - kohärent modellieren lässt. Werden die Empfindlichkeiten nicht für alle Instrumente einheitlich gemessen, wird ihre Konsolidierung und Auswertung extrem schwierig. Glücklicherweise steht heute ein wachsendes Angebot an Programmen

und spezialisierten externen Dienstleistern für die Erstellung von Risiko-Modellen zur Verfügung.

Mithilfe eines effizienten Datenaustauschs kann ein Portfoliomanager oder seine Depotbanken die zu analysierenden Positionen übermitteln, um dann für jede einzelne eine äusserst detaillierte Beschreibung der entsprechenden Risiken zu erhalten. Die Produkt-Risikoprofile widerspiegeln die den Instrumenten inhärenten Merkmale genau. Für eine Obligation beispielsweise wird die Zinsempfindlichkeit nicht mithilfe einer Regression der Anleihenrendite im Verhältnis zur historischen Zinsentwicklung berechnet, sondern mit einem Bewertungsmodell, dass den Parametern, welche ihr Verhalten direkter bestimmen, besser Rechnung trägt: Die Laufzeit und der Coupon aber auch eventuelle Rückkaufoptionen oder andere an die Anleihe geknüpfte Besonderheiten.

Allerdings kann gelegentlich die Modellisierung für gewisse Instrumente oder die bis zum allerletzten Detail genaue Modellisierung aller gehaltenen Instrumente gewisser Fonds deutlich überhöhte Kosten verursachen, die nicht in Relation zur gewonnenen Genauigkeit stehen. Bei solchen Risikoberechnungen sollte man das Instrument mit einem „Proxy“ ersetzen, das heisst mit einem anderen Instrument oder einer Kombination von Instrumenten mit ähnlichem Risikoprofil. Ein klassischer Aktienfonds beispielsweise ist in der Regel nicht für sämtliche gehaltenen Aktien transparent. Handelt es sich aber um einen Indexfonds, ist der Referenzindex des Fonds ein guter „Proxy“; denn der „Tracking Error“



aufgrund eines eventuellen positiven oder negativen Alpha gegenüber dem Index kann in Bezug auf das Risikoprofil vernachlässigt werden.

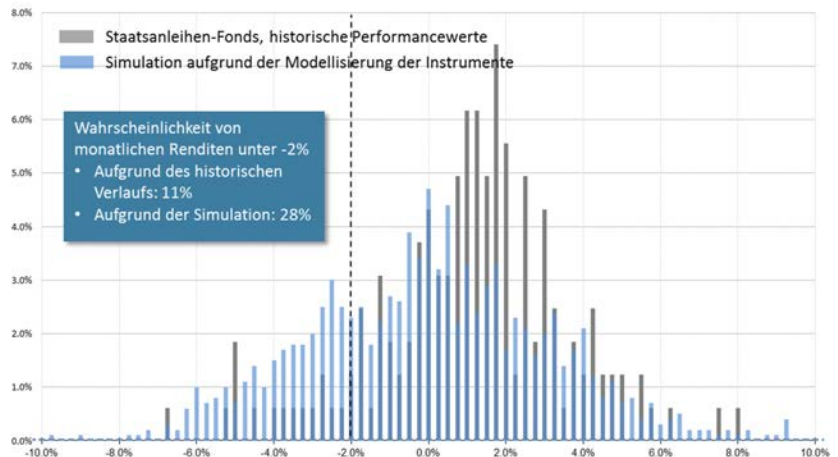
Monte-Carlo-Simulationen

Sobald die korrekten Risikomodelle für alle Portfolioinstrumente vorliegen, lässt sich das bewährte Verfahren der Monte-Carlo-Simulation einsetzen. Diese berechnet die Portfolio-Performance anhand von Tausenden von Zufallsszenarien und ergibt eine Verteilung, welche das Gesamtrisiko des Portfolios und die Wahrscheinlichkeiten gewisser extremer Performancewerte abbildet. Allerdings wird hier anders als in den klassischen Monte-Carlo-Ansätzen ein umgekehrtes Verfahren verwendet: Man wählt nicht für jedes Instrument aufgrund der historischen Renditeverteilung zufällig Performancewerte aus. Vielmehr werden Zufallswerte der Risikofaktoren der Märkte selbst ausgewählt, um dann für jedes Instrument aufgrund der Modellisierung das Ergebnis zu berechnen.

Ein solches Vorgehen hat zahlreiche Vorteile. Am wichtigsten ist die Tatsache, dass sich die untersuchten Szenarien nicht auf historische Beobachtungen beschränken. Diese Methode korrigiert auch die eventuelle Verzerrung aufgrund einer zu kurzen historischen Beobachtung für ein Instrument. Es trägt auch Aspekten Rechnung, die bei klassischen Modellen oft zu kurz kommen, beispielsweise nicht lineare Entwicklungen (Konvexität), die bei vielen Finanzinstrumenten in der Realität auftreten. Bei den Obligationen beispielsweise lassen sich die Auswirkungen von Bonität und Zinsen klar abgrenzen.

Die nachstehende Grafik verdeutlicht den Unterschied zwischen den Ergebnissen der beiden Methoden. Die realen Performancewerte eines Fonds mit Staatsanleihen aus Schwellenländern werden mit Performancewerten verglichen, die aufgrund der Modellisierung der Eigenschaften der Portfoliotitel ermittelt wurden. Anschliessend wird eine Monte-Carlo-Simulation durchgeführt. Die historischen Ergebnisse führen zu einer klaren Unterbewertung der Risiken, da die Wahrscheinlichkeit eines Verlust von mehr als 2% über zweieinhalb mal grösser ist, als die historischen Daten ahnen lassen.

Risikostatistiken: Historische Entwicklung vs. Monte-Carlo-Simulationen



Szenarien und Massnahmenpläne

Nach der zuverlässigen Ermittlung der realen Empfindlichkeiten des Portfolios anhand der Eigenschaften seiner Komponenten können vertrauensvoll Schlüsse über das wahrscheinliche Verhalten des Portfolios beim Eintreten eines oder mehrerer Szenarien gezogen werden. Ein effizienteres Risikomanagement wird damit möglich. Es gilt, das Portfolio historischen Szenarien zu unterziehen, beispielsweise dem Platzen der Technologieblase im Jahr 2000 oder dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Jahr 2008, und es denselben Marktfaktoren-Schwankungen auszusetzen, die damals beobachtet wurden.

Schliesslich lassen sich anhand einer sorgfältig zusammengestellten Auswahl prospektiver Szenarien reale taktische Optionen ermitteln. Die Szenarien werden aufgrund der Marktentwicklungen regelmässig aktualisiert. Sie widerspiegeln die Synthese der wahrscheinlichen Aktien-, Zins-, Kredit-, Volatilitäts-, Devisen- und Rohstoff-Risikofaktoren jedes einzelnen Szenarios. Mit dieser entscheidenden Übung lassen sich die Szenarien ermitteln, für die das Portfolio im Hinblick auf die Risiken richtig positioniert ist, und auch jene, gegen die es sich schützen müsste. Ausgehend von der Schaffung spezifischer Schutzmechanismen bis hin zur taktischen oder gar strategischen Anpassung der Allokation kommen dann verschiedene Lösungen infrage.

Fazit

Um die Erreichung der Vorsorgeziele nicht zu gefährden, muss jede Pensionskasse über ein effizientes Risikomanagement verfügen. Die klassischen Ansätze zur Risikoquantifizierung aufgrund historischer Renditen liefern ein verzerrtes Bild des tatsächlichen Risikos und führen zu einem unklar definierten Risk-Exposure. Das Risikomanagement muss sich auf einen systematischen Ansatz der Konsolidierung der Positionen und auf eine rigorose Modellisierung der Empfindlichkeiten gegenüber den Risikofaktoren jedes Portfolioinstruments stützen und sich über die weitgehend auf historischen Daten beruhenden Methoden hinwegsetzen. Dieses Vorgehen schafft Klarheit über die reale Empfindlichkeit des Portfolios gegenüber möglichen Marktentwicklungen. Damit wird es möglich, adäquate taktische Massnahmen zu planen und sie je nach den sich abzeichnenden, deutlicher werdenden beziehungsweise eintretenden Marktszenarien umzusetzen. ■

Steuerbefreite Immobilien

Fragen an

Procimmo SA, Verwalterin der Fonds Procimmo Swiss Commercial Fund (PSCF), Immo56 und Streetbox

F: Wie können Sie von steuerbefreiten Immobilien sprechen?

A: Das Schweizer Recht kennt die Besonderheit, dass Inhaber von Immobilienfondsanteilen, die ihre Immobilien direkt halten, weder auf dem Vermögen noch auf der bezogenen Dividende Steuern bezahlen, da bereits der Fonds eine – wenn auch reduzierte – Kapital- und Ertragssteuer entrichtet. Mit anderen Worten: Wenn eine Privatperson eine Million in einen Fonds wie PSCF oder Streetbox investiert, bezahlt sie auf dieser investierten Million keine Vermögenssteuern und auf einer Dividende von beispielsweise 4 % oder CHF 40'000 auch keine Verrechnungs- und Einkommenssteuern.

F: Bedeutet das, dass 80 % Ihrer Anleger Privatpersonen sind?

A: In Wirklichkeit sind 80 % unserer Investoren institutionelle Anleger. Dies bietet dem Fonds eine höhere Stabilität, was wir sehr schätzen. Wir sind jedoch davon überzeugt, dass auch bei den Privatpersonen das Interesse für Anlagen in steuerbefreite Immobilien erwachen wird.

F: Warum vertrauen Ihnen institutionelle und private Anleger?

A: Procimmo SA hat für Immobilienanlagen einen unternehmerischen Ansatz ent-

wickelt. Drei der ursprünglich vier Partner des Unternehmens kommen aus der Immobilienbranche. Wir sind deshalb sehr praxisnah geblieben. Ein weiteres Merkmal ist, dass wir unsere Vorhaben immer angekündigt und uns an das Gesagte gehalten haben. Durch diese Transparenz haben wir ein grosses Vertrauenskapital schaffen können. Schliesslich haben wir uns kurz-, mittel- und langfristig adäquate Ziele gesetzt und auch erreicht, was dieses Vertrauen der Investoren weiter stärkt.

F: Procimmo war vor allem für ihre Kompetenzen bei Industrie- und Gewerbeimmobilien bekannt. Wie steht es heute?

A: Der erste vom Unternehmen aufgelegte Fonds war und ist auch heute noch auf Industrie- und Gewerbeimmobilien mit tiefen Mietzinsen an der Peripherie spezialisiert. Die wesentlichen Grundsätze, die bei diesem ersten Fonds angewendet wurden, haben wir anschliessend im Rahmen des Immobilienfonds Immo56 auf die Wohnimmobilien übertragen. Schliesslich haben wir diese Grundsätze vor allem im Baubereich beim Fonds Streetbox weiter verfeinert. Jeder dieser drei Fonds, die wir gegenwärtig verwalten, hat ein ganz besonderes Profil, jedoch mit sehr ähnlichen Ansätzen und Grundwerten.

F: Interessieren Sie sich auch für den internationalen Markt?

A: Procimmo SA will sich weiterhin auf den schweizerischen Immobilienmarkt konzentrieren. Gegenwärtig planen wir keine Auslandsinvestitionen. Ein effizientes Immobiliengeschäft ist auf Nähe und lokale Netze angewiesen. Heute kaufen wir 90 % unserer Gebäude von Privaten und vermieten die leer stehenden Flächen mehrheitlich über lokale Kontakte. Unsere ganze Philosophie beruht auf der Kenntnis der Verhältnisse vor Ort und auf einem äusserst pragmatischen Ansatz bei der Bewältigung der Herausforderungen. Bei einer internationalen Expansion wären wir eindeutig weniger effizient.

F: Wie sehen Sie die weitere Entwicklung?

A: Procimmo SA beabsichtigt, sich in der Schweiz als führender Verwalter von Immobilienfonds zu profilieren. Das Unternehmen will sowohl schweizerisches als auch ausländisches Kapital anziehen und in Nischenmärkte oder thematische Märkte mit überdurchschnittlicher Rendite und geringer Steuerbelastung investieren. Wir haben viele Ideen, es wird an verschiedenen Projekten gearbeitet und das Unternehmen blickt sehr zuversichtlich in die Zukunft. Heute beschäftigt es an seinem Hauptsitz in Mont-sur-Lausanne und in der Zweigniederlassung Zürich mehr als 25 Personen. In den kommenden fünf Jahren dürfte sich das Fondsvermögen verdreifachen und das Personal des Unternehmens verdoppeln.

F: Wie beurteilen Sie in Bezug auf diese Herausforderungen die Entwicklung der Zinssätze und die wachsenden Immobilienpreise?

A: Für uns ist jede Änderung der Rahmenbedingungen und jede Marktentwicklung mit Chancen verbunden. In Bezug auf die Entwicklung der Zinssätze machen wir dieselben Feststellungen wie unsere Analysten und sehen natürlich, dass die Preise in gewissen Immobiliensektoren weiterhin regelmässig steigen. Wir fokussieren uns jedoch auf andere Bereiche der Immobilienbranche und investieren zurückhaltend. Lieber verzichten wir auf einen zu teuren Kauf, als dass wir die Gesamtrendite des Portfolios reduzieren würden. ■



Anlagen in Grenzmärkten



von
Daniel Perroud
Senior Institutional Sales Manager

Franklin Templeton Switzerland Ltd

Zusammenfassung

„Grenzmärkte“ ist eine gängige Bezeichnung für eine Untergruppe der Schwellenmärkte, zu denen Länder in einem frühen wirtschaftlichen Entwicklungsstadium gehören, die im Vergleich zu weiter entwickelten Schwellenländern eine geringere Marktkapitalisierung und/oder Liquidität aufweisen. Sie gelten als die „nächste Generation“ der Schwellenmärkte und zeichnen sich durch hohes langfristiges Ertragspotenzial aus. Die Meinungen darüber, welche Länder genau zu den ‚Grenzmärkten‘ zählen, gehen allerdings auseinander.

Grenzmärkte können langfristig orientierten Aktien- und Obligationenanlegern attraktive Anlagechancen bieten. Es können dabei aber auch verschiedene Herausforderungen auftreten wie unzureichender Informationsfluss, mangelnde Liquidität, sowie rechtliche und politische Unsicherheit.

Enttäuscht von den niedrigen Renditen in den meisten entwickelten Märkten streben viele Investoren nach höheren Renditen und besserer Portfoliodiversifizierung und zeigen vermehrt Interesse an Grenzmärkten (sowohl im Aktien- als auch im Obligationensegment). Zahlreiche aufstrebende Märkte verzeichneten in den letzten zehn Jahren eindrucksvolle Wachstumsraten und dynamische Aktienmärkte. Dieses Wachstum erregte die Aufmerksamkeit von Anlegern, die unerschlossene Wachstumschancen entdecken möchten.

Einführung

Insgesamt tragen die Grenzmärkte knapp 8% zum geschätzten globalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) bei.¹ In den Portfolios der meisten internationalen Investoren sind sie dennoch nach wie vor stark untergewichtet.

Die Kapitalisierung des MSCI Frontier Markets (FM) Index machte Ende 2012 lediglich 0,39% des MSCI All Country (AC) World Index aus.² Die MSCI Frontier Markets-Indizes sind für Anleger eine opportune Benchmark. Institutionelle Investoren haben jedoch ihre Gründe, sich nicht allzu strikt daran zu orientieren.

Benchmarks für Grenzmärkte sind in der Regel stark auf bestimmte Unternehmensgrössen, Regionen und Sektoren konzentriert. So wird beispielsweise der S&P Frontier Market Bond Index massgeblich von Nigeria und Kuwait beeinflusst (mit 44% der Indexgewichtung). Aus diesem Grund repräsentieren die betreffenden Indizes nicht das gesamte Spektrum realisierbarer Portfolios, das institutionellen Investoren zur Verfügung steht. Bei der Kapitalanlage in Grenzmärkten ist entscheidend, genau auf die Treiber und die Dynamik des Wirtschaftswachstums zu achten, statt mechanisch Benchmarkgewichtungen nachzubilden.

Chancen auf Grenzmärkten

1) Kräftiges Wachstum und niedrige Verschuldung

Das überzeugendste Argument für verstärktes Interesse an den Grenzmärkten liefern womöglich ihre hohen BIP-Wachstumsraten. In den letzten Jahren fiel das Wachstum in vielen Grenzmärkten deutlich höher aus als in Industrieländern. Selbst im Vergleich zu anderen Schwellenmärkten legten Grenzmärkte tendenziell stärker zu. Dieses hohe

Wachstum soll sich nach Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) fortsetzen, der beispielsweise für Vietnam und Nigeria für 2012 bis 2017 jährliche BIP-Wachstumsraten von 7,06% und 5,34% ansetzt. Dem stehen für denselben Zeitraum für die USA, Deutschland und Japan geschätzte Wachstumsraten von jeweils 3,03%, 1,29% bzw. 1,2% gegenüber.³

Ausserdem ist die private und öffentliche Verschuldung in deutlichem Kontrast zu vielen Industrieländern auf Grenzmärkten in der Regel gering. IWF-Daten zufolge wird per Ende 2013 eine Bruttostaatsverschuldung von rund 40% des BIP für die Schwellenländer erwartet. In den grossen hoch entwickelten Volkswirtschaften soll sie im Vergleich bei 124% liegen.

2) Vielfältige Chancen

Ein wichtiger Grund für die jüngste Popularität der Grenzmärkte ist die Vielzahl der dort gebotenen Investmentchancen. Angesichts der hohen globalen Nachfrage nach natürlichen Ressourcen wirken Länder wie Nigeria und verschiedene Golfstaaten im Nahen Osten gut aufgestellt, um von ihren enormen Öl- und Gasvorkommen zu profitieren. Gleichermassen sind Staaten wie Angola, Panama und Namibia reich an Metallen wie Kupfer und Gold. Andere Grenzmärkte wie die Ukraine verfügen über wertvolle Ressourcen wie Ackerland und Agrarrohstoffe.⁴

3) Günstige demografische Voraussetzungen

Generell können viele Grenzmärkte mit einem Aktivposten aufwarten, der in vielen Industrieländern Mangelware ist: eine wachsende, junge und dynamische Bevölkerung, deren wirtschaftlicher Wert durch Aus- und Weiterbildung und Investitionen noch gesteigert wird. Der für 2013 erwartete Altersmedian der Bevölkerung Afrikas liegt unter 20 Jahren, während der entsprechende Wert für Deutschland und Japan fast 41 Jahre beträgt.⁵ Des Weiteren kommt die Bevölkerungs-

¹ Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Database, April 2013. © 2013 Internationaler Währungsfonds. Alle Rechte vorbehalten.

² Quellen: FactSet, MSCI, 28. Juni 2013

³ Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Database, April 2013. © 2013 By International Monetary Fund. Alle Rechte vorbehalten.

⁴ Quelle: CIA World Factbook.

⁵ Quelle: Vereinte Nationen, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2011). World Population Prospects: The 2012 Revision. New York

struktur vieler Grenzmärkte dem Wirtschaftswachstum sehr entgegen: Eine grosse Anzahl junger Menschen erreicht das erwerbsfähige Alter und nur eine relativ kleine Gruppe scheidet aus dem Arbeitsmarkt aus.

4) Die Aufwärtsspirale aus wachsender Konsumorientierung und Wirtschaftsentwicklung

Der anhaltende Anstieg des BIP-Wachstums in Grenzmärkten stimuliert einen weiteren effektiven Wachstumstreiber - das Konsumverhalten. Die Menschen aus Grenzmärkten sind traditionell Geringverdiener, die wenig konsumieren, sparen und produzieren. Doch rasches Wirtschaftswachstum hat in Verbindung mit langsamer Bevölkerungszunahme allgemein zu höheren Pro-Kopf-Einkommen und einer expandierenden Mittelschicht geführt, was wiederum die Nachfrage nach Konsumgütern und Dienstleistungen anheizt. Einer der Bereiche, der erwartungsgemäss davon profitieren dürfte, ist die Finanzdienstleistungsindustrie, was das Wachstum eines immer komplexeren Bankensektors begünstigt.

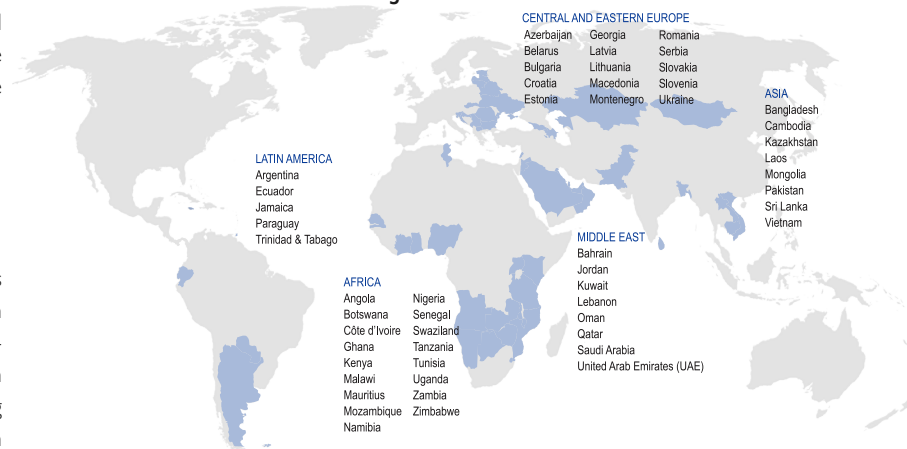
5) Unterschiedliche Wege zum Wachstum

Wenn sich die Regierungen von Grenzmärkten verstärkt für die Vorzüge marktorientierter Entwicklungen einsetzen, vervielfachen sich die Anlagechancen üblicherweise. Erste Gelegenheiten ergeben sich häufig im Zuge der Veräusserung von Staatsvermögen durch Privatisierung oder Börsengänge. Je besser sich solche Märkte etablieren, desto wohler fühlen sich heimische Unternehmer bei dem Gedanken, die Entwicklung ihrer Firmen über die Kapitalmärkte zu finanzieren. Dieser Prozess steigert mit der Zeit die Liquidität, Breite und Tiefe der Märkte.

6) Klein anfangen mit der Option, gross herauszukommen

Die Grenzmärkte mögen heute noch klein sein, bergen aber erhebliches Potenzial. 2012 lag die Marktkapitalisierung von Grenzmärkten wie Serbien und Botswana unter 10 Mrd. US-Dollar. Für grössere Grenzmärkte wie Nigeria betrug sie rund 56 Mrd. US-Dollar.⁶ Verglichen mit der Marktkapitalisierung des US-Technologieriesen Apple von rund 500 Mrd. US-Dollar per 31. Dezember 2012 wirken selbst grössere Grenzmärkte eher unbedeutend.⁷ Interessant ist aber, dass die Grenzmärkte als Gruppe, wie sie vom MSCI Frontier Markets Index abgebildet

Abbildung 1 : Grenzmärkte weltweit



Ausschliesslich zu illustrativen Zwecken.

werden, in den zehn Jahren bis Februar 2013 ihren Wert in US-Dollar versechsfacht haben. Dies verdeutlicht, welch enormes Marktpotenzial Grenzmärkte aufweisen können.⁸

Risiken

Bei der Anlage in Grenzmärkten sind ein paar massgebliche Risiken zu berücksichtigen, insbesondere:

- Im Allgemeinen geringe Liquidität
- Potenziell ungenügende Corporate Governance
- Möglicherweise unzulängliche und veränderliche Regulierung des Marktes
- Niedrige Marktkapitalisierung (begrenzte Zahl börsennotierter Unternehmen von häufig geringer Grösse)
- Handels- und Abwicklungsrisiken (nicht State of the Art Systeme)

Weitere Herausforderungen stellen unter anderem politische und wirtschaftliche Instabilität dar. Die Grenzmärkte reagieren gewöhnlich empfindlich auf politische Entwicklungen - im positiven wie im negativen Sinn.

Aus diesem Grund müssen institutionelle Investoren besonders darauf achten, welchen Ansatz zum Risikomanagement Manager von Grenzmarktprodukten verfolgen. Bewährte Verfahren beinhalten die folgenden Aspekte:

- Ein spezialisiertes Risikomanagement-Team muss sicherstellen, dass keine

übermässigen Risiken eingegangen werden, ob im Hinblick auf Liquiditäts-, Markt- oder aufsichtsrechtlicher Risiken.

- Erstrebenswert ist ein auf vor Ort Research beruhender Ansatz, der auf die Anlage in fundamental starke und gut geführte Unternehmen abzielt.
- Viele Grenzmärkte kranken nach wie vor an unzulänglicher Regulierung. Asset Manager investieren auf Grenzmärkten teilweise in Unternehmen, die zwar auf diesen Märkten tätig sind, aber an Börsen in Industrieländern notieren. So können Anleger die von Grenzmärkten gebotenen Wachstumschancen wahrnehmen und gleichzeitig ihr Engagement an suboptimal regulierten Börsen tiefer halten.

Letztlich ist kurzfristige Marktvolatilität heutzutage auf Aktien- und Obligationenmärkten weltweit eine unglückliche Tatsache. Die Grenzmärkte bilden da keine Ausnahme, sodass Anlegern womöglich am besten mit einem langfristigen Horizont gedient ist.

Afrikanische Grenzmärkte

Afrika hat in den letzten zehn Jahren erhebliches reales Wachstum verzeichnet. Für 2013 wird die BIP-Wachstumsrate für Afrika nach 5,5% im Jahr 2012 auf über 6% geschätzt und damit deutlich höher angesetzt als für die Industrieländer, denen für 2013 ein Wachstum von 1,2% prognostiziert werden. Zunahme der Inflation geführt.⁹

⁶ Quelle: Weltbank, World Development Indicators, Market Capitalization of Listed Companies, 2013.

⁷ Quellen: Die Marktkapitalisierung von Apple basiert auf dem Aktienkurs von 532,17 US-Dollar (laut MSCI) vom 31. Dezember 2012 und am 29. September 2012 ausgegebenen 934.816 Aktien (aus dem Jahresbericht 2012 in 10-K-Format).

⁸ Quellen: FactSet, MSCI, 28. Februar 2013

⁹ Quelle: Oxford Economics, Ernst & Young Growing Beyond BordersTM.

Afrikanische Volkswirtschaften gelten oft auch als gut aufgestellt für künftiges Wachstum, nicht nur wegen ihres Reichtums an Rohstoffen und Nahrungsmitteln, die weltweit stark gefragt sind, sondern auch wegen der rasanten Entwicklung von Sektoren wie Landwirtschaft, Produktion, Bau, etc.

Ein weiterer Aspekt, den es zu berücksichtigen gilt, ist die rasche Entwicklung einer Mittelschicht. In zehn Jahren soll die Zahl afrikanischer Haushalte mit einem Einkommen über 5.000 US-Dollar von 85 auf beachtliche 128 Millionen steigen¹⁰. Diese schnelle Einkommenssteigerung ist ein Indikator für das künftige Wachstum in der Region mit steigender Nachfrage nach Gütern, Dienstleistungen und Produkten, was wiederum die wirtschaftliche Entwicklung ankurbelt.¹¹

Aktien

Bewertungen

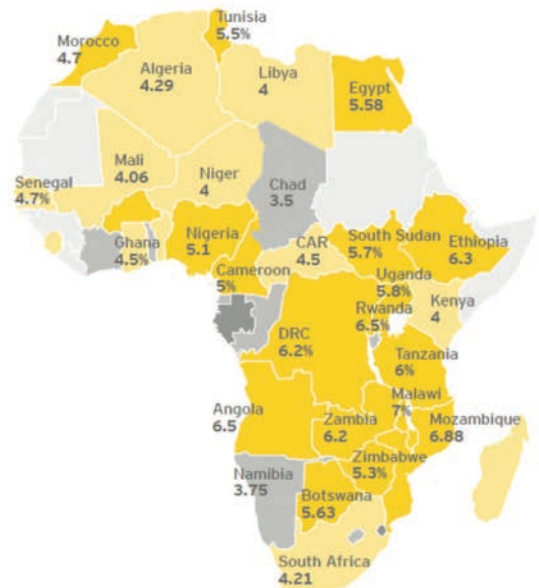
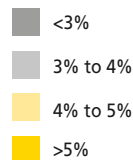
Das potenziell kräftige Wirtschaftswachstum in Grenzmärkten könnte letztlich zu starker Unternehmensrentabilität und hohen Aktienbewertungen beitragen.

Aktien aus Grenzmärkten werden gegenwärtig mit erheblichem Abschlag auf Titel aus Industrieländern gehandelt. Ende Juni 2013 lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI Frontier Markets Index bei 12,3, gegenüber 16,3 für den MSCI World Index.¹² Der MSCI Frontier Markets Index notierte folglich 25% unter dem MSCI World Index.

Gleiches galt für das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV). Das KBV für den MSCI Frontier Markets Index lag mit 1,64 14% unter dem der Industrieländer.¹³ Die historische Dividendenrendite des MSCI Frontier Market Index betrug 3,96%, was einem kräftigen Aufschlag auf die vom MSCI World Index ausgewiesenen 2,6%.¹⁴

Dass die Grenzmärkte günstiger bewertet sind, kann zum Teil daran liegen, dass die Investoren eine Entschädigung für das Eingehen zusätzlicher politischer, informationswährungs und liquiditätsbezogener Risiken im Vergleich zu Industrie- oder Schwellenländern verlangen. Dass der Abschlag so hoch ausfällt, ist durch diese Faktoren aber nicht erschöpfend erklärbar. Ausserdem spiegelt sich in dem Bewertungsgefälle mögli-

Abbildung 2:
Projizierte BIP-Wachstumsrate
(prozentuale Veränderung
im Jahresvergleich –
2012-2017)



Quelle: Oxford Economics, Ernst & Young Growing Beyond Borders™.

cherweise nicht angemessen wider, was in vielen Schwellen- und Grenzmärkten bei der Optimierung der Corporate Governance schon erreicht wurde.

Korrelationen

Die Grenzmärkte haben in der Vergangenheit nur schwach mit Industrie- und Schwellenländern korreliert. Auch die Korrelationen der Grenzmärkte untereinander waren gering. Das liegt unter anderem an der Vielfalt der zugrunde liegenden Branchen und Wachstumstreiber der einzelnen Länder. Die Beimischung von Grenzmarkt-Positionen zu einem Portfolio kann zur Verringerung der Gesamtvolatilität beitragen und eine Diversifizierungsmöglichkeit darstellen.

Volatilität

Seit seiner Auflegung 2008 zeigte der MSCI Frontier Markets Index bislang eine tiefere Volatilität als der MSCI Emerging Markets Index oder der MSCI World Index.

Anleihen

Eine weitere Möglichkeit zum Engagement in Grenzmärkten bieten Anleihen. Gewöhnlich entwickeln sich Obligationenmärkte vor Aktienmärkten. Staatsanleihen und auch Unternehmensanleihen aus Grenzmärkten eröffnen potenziell interessante Anlagechancen.

Insbesondere im aktuellen Nullzinsumfeld könnte sich ein Blick auf die Grenzmärkte lohnen, die vergleichsweise hohe Renditen

Abbildung 3: Schwache Korrelation auf Grenzmärkten

Stand 30. Juni 2013
Korrelation

	Argentinien	Kuwait	Nigeria	Romanien	Vietnam
Argentinien	1	0.47	0.21	0.49	0.34
Kuwait	0.47	1	0.4	0.59	0.43
Nigeria	0.21	0.4	1	0.45	0.21
Romanien	0.49	0.59	0.45	1	0.48
Vietnam	0.34	0.43	0.21	0.48	1

Quellen: Morningstar, MSCI, Stand 30.06.2013. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.

¹⁰ Quelle: McKinsey & Company, Asia should buy into Africa's growth, vom 12. August 2010. Die Daten beziehen sich auf Projektionen von McKinsey & Company. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich eine solche Projektion oder Wachstumsprognose bewahrheitet. Neueste verfügbare Daten.

¹¹ Quelle: McKinsey & Company, Asia should buy into Africa's growth, vom 12. August 2010. Die Daten beziehen sich auf Projektionen von McKinsey & Company. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich eine solche Projektion oder Wachstumsprognose bewahrheitet. Neueste verfügbare Daten.

¹² Quellen: FactSet, MSCI, 30. Juni 2013

¹³ Quellen: FactSet, MSCI, 30. Juni 2013

¹⁴ Quellen: FactSet, MSCI, 30. Juni 2013

bieten. Allerdings muss dazu auch die makro-ökonomische und währungspolitische Situation genau analysiert werden.

Wie angesprochen sind die Grenzmärkte fundamental solide (mit hohen Wachstumsraten, günstigen demografischen Voraussetzungen, steigenden Pro-Kopf-Einkommen, wachsender Mittelschicht und geringer staatlicher und privater Verschuldung) - dies sogar bei steigender Tendenz, denn viele setzen derzeit Reformen zur weiteren Öffnung ihrer Wirtschaft um. Infolgedessen steigt die Bonität, die Ausfallquoten der Anleihen gehen zurück und es wird mit steigendem Angebot an Anleihen gerechnet.

Schon heute sind Grenzmarkt-Emissionen mit Ratings zwischen AA (bzw. Aa2) und CCC+ (bzw. Caa1) bewertet. Kuwaits Bonitätsnote liegt beispielsweise bei AA (bzw. Aa2), Nigerias bei BB- (bzw. Ba3) und Vietnams bei BB- (bzw. B2).

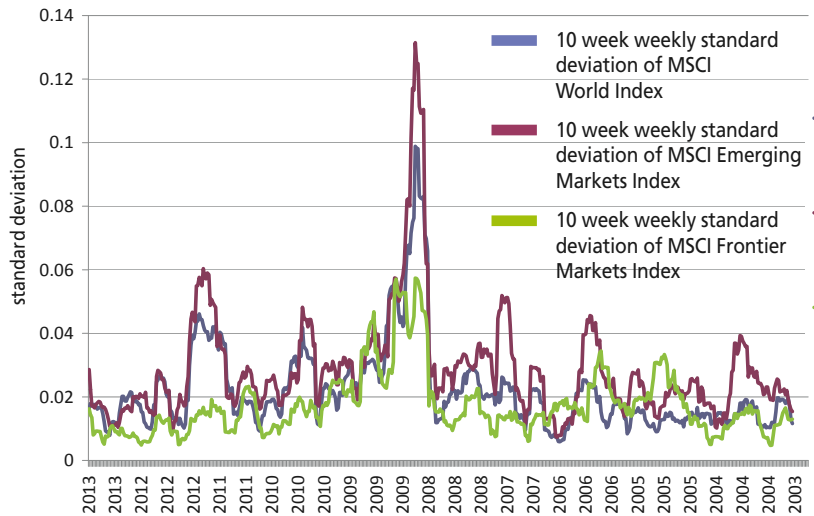
Der Zugang zu den globalen Kapitalmärkten ermöglicht es vielen Grenzmärkten, sich langfristig zu attraktiven Zinsen zu finanzieren. Dies verhilft manchen Grenzmärkten auch, unabhängiger von Entwicklungshilfe zu werden. Investoren erschliesst sich dadurch ein rasch wachsendes Universum von Emittenten, Diversifizierungsoptionen und höheren Durchschnittsrenditen.

Grenzmarkt-Anleihen lauten gewöhnlich auf US-Dollar. Mit der Weiterentwicklung der Obligationenmärkte von Grenzmärkten und dem Wachstum der Pensions- und Versicherungsbranche werden auch die Bilanzsummen lokaler Unternehmen steigen. Da heimische Investoren dadurch den Anteil langfristiger Investitionen in auf lokale Währung lautende Anlagen erhöhen müssen, um diese besser auf langfristige Verbindlichkeiten abzustimmen, ist mit steigender Nachfrage nach langfristigen Anlageprodukten in Lokalwährungen zu rechnen. Dieser Trend wird die Entwicklung von Lokalwährungsmärkten fördern.

Auf Lokalwährungen lautende Anleihen können sogar noch höhere Renditen, sowie das Potenzial auf längerfristige Wechselkursgewinne gegenüber dem US-Dollar bieten. Die Anleger dürfen darüber nur nicht vergessen, dass die Währungen der Grenzmärkte auf kurze Sicht ausgesprochen volatil sein können.

Abbildung 4: Volatilität der Grenz-, Schwellen- und entwickelten Märkte
30. Juni 2003–30. Juni 2013

Volatilität über 10 Wochen für Grenz-, Schwellen- und entwickelte Märkte



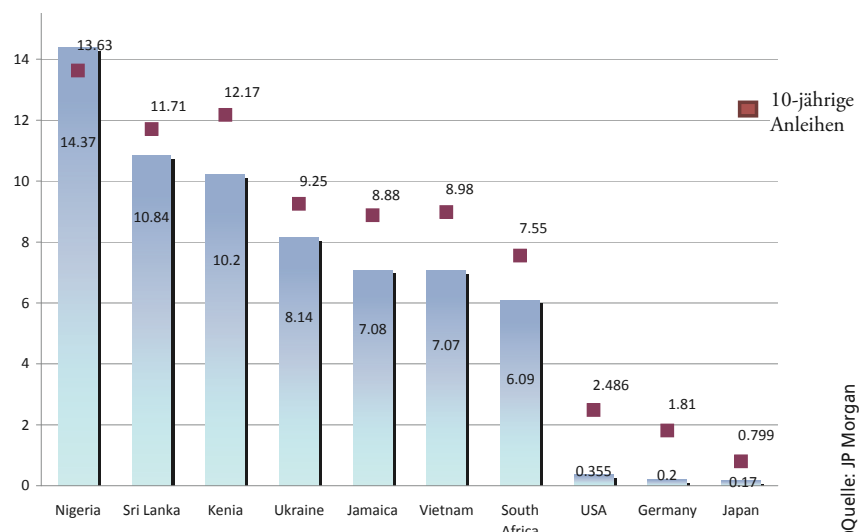
Quelle: FactSet, MSCI, Stand 30.06.2013

Fazit

Die Vermögensklassen der Grenzmarkt-Aktien und -Anleihen bieten interessante Anlagechancen mit hohem Potenzial für Gesamtrendite und laufende Erträge. Ein Grund dafür ist das langsame Wachstum der Industrieländer; ein anderer die in Grenzmärkten beobachteten Fortschritte. Die entscheidenden volkswirtschaftlichen Fundamentalwerte der Grenzmärkte verbessern sich rasch und fördern ein nachhaltiges Wachstum. Eine niedrigere Ausgangsbasis bietet bessere Wachstumsvoraussetzungen. Sofern sich deren Finanzmärkte positiv ent-

wickeln, erleichtert sich der Zugang und die Auswahl an Wertpapieren wird grösser. Grenzmärkte könnten volatil reagieren, doch mit einem hoch entwickelten Risikomanagement-System sollten Asset Manager in der Lage sein, bei der Anlage in diese Länder Risiken zu steuern und zu kontrollieren. ■

Abbildung 5: Rendite zweijähriger Staatsanleihen
(Stand 30.06.2013)
MI USD



Quelle: JP Morgan

Sozial verantwortliche Investition



von

Hervé Guez

Leiter ESG Research & Engagement

Natixis Global Asset Management / Mirova

In den letzten zehn Jahren wurden als ethisch-nachhaltige Anlagen („Socially Responsible Investments“, SRI) gemeinhin Investments bezeichnet, die neben finanziellen Überlegungen zusätzlich Umwelt-, Sozial- sowie Unternehmensführungskriterien für Anlageentscheidungen berücksichtigen. Kristallisationspunkt dieses Trends war die Finanzinitiative der UN, Principles for Responsible Investment (PRI), die sich seit ihrer Lancierung im Jahr 2006 eindrucksvoll entwickelt hat und heute rund 1.200 institutionelle Investoren zu ihren Unterzeichnern zählt. Letztere verwalten ein Anlagevolumen von USD 34 Billionen, was 15% des Umfangs der weltweiten Kapitalmärkte entspricht.

Angesichts einer derartigen Schlagkraft der Finanzakteure, die ESG-Kriterien (Environment, Social and Government) integrieren, muss man sich fragen, weshalb wir nicht in einer auf nachhaltige und harmonische Entwicklung ausgerichteten Wirtschaft leben? Einer Wirtschaft, die den vermehrten Respekt der Menschenrechte, Steigerung des Wohlstands, Maßnahmen zur Reduktion der Klimarisiken und eine besonnene Verwendung natürlicher Ressourcen miteinander verbindet.

34 Billionen US-Dollar an SRI-Kapital?

Die Unterzeichner der PRI verpflichten sich zur Einhaltung von sechs Prinzipien. Das erste und wichtigste dieser Prinzipien lautet wie folgt: „Wir werden ESG-Aspekte in unsere Analyse- und Entscheidungsprozesse integrieren.“ Wenn sich die Unterzeichner der PRI tatsächlich entsprechend der allgemein gültigen Definition der SRI engagieren würden, hätten wir einen enormen SRI-Markt in Höhe von USD 34 Billionen. Jeder einigermaßen ehrliche SRI-Akteur oder -Beobachter weiß indes ganz genau, dass diese Zahlen trotz der sicherlich vorhande-

nen Dynamik des SRI-Markts völlig aus der Luft gegriffen sind. Weshalb?

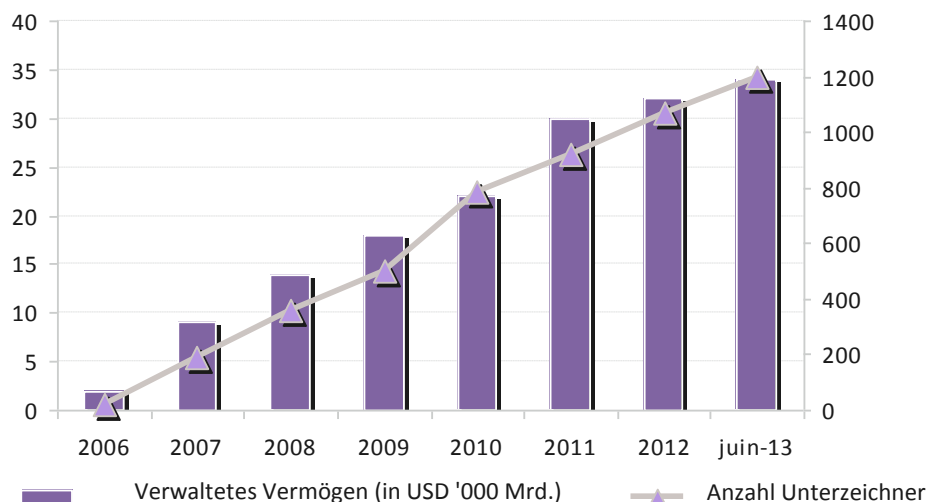
Zwei einfache, aber widersprüchliche Erklärungen hierfür dürfen unseres Erachtens ausgeschlossen werden. Die erste - äußerst wohlwollende - wäre, dass diese Engagements noch keinen Niederschlag gefunden haben, weil sie erst vor Kurzem eingegangen wurden und die Unterzeichner schlicht und einfach mehr Zeit benötigen, um sie umzusetzen. Die zweite - deutlich boshafte - wäre, dass sich die Unterzeichner lediglich aus Imagegründen zur Einhaltung der PRI verpflichtet haben und keinerlei Absicht hegen, diese über ein kosmetisches Ausmaß hinaus auch wirklich umzusetzen.

Aus der kurzfristigen Logik ausbrechen

Wir glauben vielmehr, dass die Unterzeichner bei der Umsetzung der PRI vor dem schwierigen Problem stehen, die finanziellen Performance-Anforderungen mit möglichen Anlagerestriktionen aufgrund nicht erfüllter ESG-Kriterien unter einen Hut zu bringen.

Diese Schwierigkeit ergibt sich grundsätzlich aus dem Widerspruch zwischen kurzfristigen Anforderungen und langfristigen Erwartungen. Die Finanzmarktakteure, von privaten über institutionelle Anleger bis hin zu Händlern, scheinen immer noch in einem seit Jahrzehnten gepflegten Diskurs der Effizienz der Märkte festgefahren. Sie handeln dementsprechend unvernünftig und weigern sich weiterhin hartnäckig, einen gewissen Aufschub in der Gewinnerwartung (d.h. einen kurzfristig geringeren Gewinn) zugunsten einer späteren Rendite hinzunehmen.

Indes drängt sich die Einhaltung der ESG-Kriterien geradezu auf. Der Klimawandel ist bereits bedrohlich weit fortgeschritten. Die Ausbeutung der natürlichen Ressourcen und der Verlust an Artenvielfalt werden unser Wirtschaftssystem gefährden. Die Nichteinhaltung der Menschenrechte entlang der gesamten Lieferkette der verkauften Produkte stellt das Fundament unserer Demokratien in Frage. Eine Unternehmensführung, die einzig und allein auf die Maximierung der Aktionärsinteressen ausgerichtet ist, wirkt sich langfristig verheerend auf den Gesellschaftsvertrag aus, gemäß welchem das Gemeinwohl höher einzustufen ist als die Interessen des Einzelnen. Diese enormen Kosten, die wir zwangsläufig begleichen müssen, werden indessen wohl erst in 50 Jahren fällig. Was bedeuten 50 Jahre? Aus der Warte unserer Zivilisationsgeschichte ist das schon morgen. Doch mit Blick auf die Finanzwelt gehen 50 Jahre deutlich über den langfristigen Horizont hinaus, den wir bei acht Jahren ansetzen ...



Das erste Prinzip, das in den PRI fehlt, ist demnach, dass die so genannten langfristigen Anleger, die über langfristige Verbindlichkeiten verfügen, sich - noch bevor sie ESG-Aspekte in ihre Anlageentscheidungen einfließen lassen - auch wirklich als langfristige Anleger betragen! Es geht nicht darum, die gegenwärtige Religion der Kurzfristigkeit durch eine Diktatur der Langfristigkeit zu ersetzen, die die Erfordernisse des kommenden Tages in Abrede stellen würde. Es geht vielmehr um einen Ausgleich der wirkenden Kräfte, der gewährleistet, dass jene, die auf lange Sicht eine Rechnung zu begleichen haben, ihre Entscheidungen auch mit einem dementsprechend langen Anlagehorizont treffen. Doch die häufigsten Entscheidungen, welche diese so genannten langfristigen Anleger treffen (oder delegieren) sind folgende:

- Fehlende Entscheidungen: Folgen wir stattdessen einfach den Marktindizes und bilden wir - um diese Überlegung ad absurdum zu führen - diese Indizes umgehend nach.

- Passen wir unsere Allokationen entsprechend den Erwartungen hinsichtlich der Marktentwicklung in den nächsten drei Monaten, manchmal auch nur in den nächsten Tagen (aber nur selten in mehr als einem Jahr) an.

Eine derartige Integration der ESG-Kriterien in den Anlageprozess zeugt mehr von einem Glaubensbekenntnis in Fragen der nachhaltigen Entwicklung als von einem klugen, gut informierten Handeln im eigenen Interesse.

Welche Maßnahmen sind folglich zu treffen?

1. Definition langfristiger Vermögensverwaltungsindikatoren: Wir wissen, wie man Betas, Alphas, Tracking Errors, Sharpe Ratios, Values at Risk, modifizierte Durationen und Ausfallwahrscheinlichkeiten strukturierter Produkte berechnet. (Hoppla! Streichen wir Letztere, denn diese Berechnungen erwiesen sich als falsch.) Wir sollten also auch in der Lage sein, Indikatoren zu konzipieren, welche die langfristigen und fundamentalen Aspekte von Anlageentscheidungen erfassen.

2. Explizite Festschreibung der gewünschten langfristigen und fundamentalen Ausrichtung der Anlageentscheidung in Verwaltungsmandanten langfristiger Anleger.

3. Keine Beurteilung der Performance von Anlageentscheidungen auf (sehr) kurze Sicht.

4. Einführung steuerlichen Erleichterungen für Ersparnisse, die langfristig angelegt (und damit neu definiert) werden und ESG-Aspekte - wirklich! - integrieren.

Progressiven ESG-Integration vs. die Suche nach ökologischem und sozialem Mehrwert

Die Zunahme des verwalteten Vermögens seitens der PRI-Unterzeichner scheint nicht mit einer verstärkten Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfragen einherzugehen. Zahlreiche Akteure verlieren den Zweck von SRI aus den Augen. Das Ziel von SRI besteht nicht in der Integration von ESG-Kriterien, sondern in der Wertschöpfung auf Basis von Aspekten der nachhaltigen Entwicklung. Um dieses Ziel erreichen zu können, muss sich die SRI-Branche in mehrerer Hinsicht weiterentwickeln.

1. Die allgemein gültige Definition von SRI muss überprüft werden. In diesem Kontext verweisen wir auf die Arbeit des SRI-Ausschusses der Association Française de Gestion (AFG) und des Forum pour l'investissement responsable (FIR) in Frankreich. Diese beiden Instanzen haben SRI in Hinblick auf das anvisierte Ziel (d.h. einen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung) statt anhand der umzusetzenden Mittel (d.h. Integration der ESG-Kriterien) definiert und sollten die Akteure damit zu Umsetzung guter Praktiken anregen. Bleibt zu hoffen, dass die übrigen nationalen und internationalen Akteure ihre Definition ebenfalls neu ausrichten.

2. Die Methoden der Ratingagenturen in Bezug auf nicht finanzielle Aspekte müssen überarbeitet werden. Diese Methoden, die bisher auf der qualitativen Beurteilung von Prozessen basierten, müssen sich weiterentwickeln und künftig auch die ökologische und soziale Performance messen und berücksichtigen. Heute räumen sie dem Engagement des Managements zu hohe Bedeutung ein und vergessen darüber die erzielten und erwarteten Leistungen. Die Ratingagenturen haben Mittel und Zweck verwechselt, und dadurch zu großen Missverständnissen beigetragen. Oft werden beispielsweise große multinationale

Konzerne, deren Tun sich stark negativ auf die Umwelt auswirkt, die aber regelmäßig Berichte zur nachhaltigen Entwicklung publizieren, besser eingestuft als Kleinunternehmen, die ökologisch wertvolle Produkte vertreiben, aber ihre Kohlenstoffbilanz noch nicht erstellt haben ...

3. Die qualitative Beurteilung der Unternehmensführung aus SRI-Perspektive muss klarer definiert werden. Die Unternehmensführung ist historisch aus einer Bewegung hin zur Aktionärsdemokratie hervorgegangen, die auf den Schutz von Minderheitsaktionären abzielte. Sie muss heute jedoch nicht den Aktionär ins Zentrum ihrer Analyse stellen, sondern das Unternehmen selbst und seine Stakeholder. Es darf nicht mehr darum gehen, die Interessen des Managements alleine mit jenen der (Minderheits- oder Mehrheits-) Aktionäre abzustimmen. Vielmehr muss eine Abstimmung der Interessen sämtlicher Stakeholder (Aktionäre, Management, Arbeitnehmer) in Richtung des sozialen Ziels des Unternehmens erfolgen, das sich nicht von den Erfordernissen des Allgemeinwohls trennen lässt.

4. Die unerlässliche qualitative Analyse der ökologischen und sozialen Performance muss auf messbaren Indikatoren beruhen, ohne dass diese von einer Analyse befreit würden - gerade so, wie sich Analyse der Kreditqualität nicht in Solvenz- und Liquiditätsindikatoren erschöpft. Für eine Etablierung solcher Indikatoren ist vor allem eine bessere Kommunikation seitens der Unternehmen erforderlich, und die Anleger müssen ein Interesse daran zeigen, Initiativen wie jene des „Integrated Reporting“ zu unterstützen. Anleger sollten erste Versuche zur Beurteilung ihrer Portfolios aufgrund quantitativer Indikatoren vornehmen.

5. Finanzinnovationen können ebenfalls ein starker Treiber auf dem Weg zum anvisierten Ziel sein. Während die Beurteilung der ökologischen und sozialen Performance eines Großunternehmens äußerst komplex ist, kann die entsprechende Beurteilung einer einzelnen Anlage einfach sein. Die Förderung der Entwicklung nachhaltiger Anleihen (die es dem Anleger ermöglichen, sich zu vergewissern, dass sein Kapital in ein

Projekt mit sozialem oder ökologischem Nutzen investiert wird) ist beispielsweise ein möglicher Weg, den SRI-Fonds prüfen sollten.

Ohne das Interesse an einer diffusen und progressiven Integration der ESG-Kriterien in die diversen Etappen der Anlageentscheidungsfindung zu hinterfragen, stellen wir zusammenfassend dennoch fest, dass sich sozial verantwortliche Anlagen künftig vermehrt durch ihren sozialen und ökologischen Mehrwert profilieren müssen.

Ethisch-nachhaltige Investments als Teil verantwortungsvollen Bankings favorisieren

SRI sind Ausdruck eines wirtschaftlichen Denkens, das sich vereinfacht wie folgt beschreiben lässt:

1. Das Ziel einer Wirtschaft ist nicht die Anhäufung materiellen Reichtums, sondern die Suche nach Wohlstand und Entfaltung des Individuums, wie dies beispielsweise Amartya Sen, ein indischer Ökonom und Wirtschaftsnobelpreisträger des Jahres 1998, anhand seines Fähigkeitskonzepts (d.h. der Freiheit eines Einzelnen, sein Leben nach eigenem Wunsch zu gestalten) erläutert hat. Allerdings stellen wir fest, dass finanzieller Wohlstand und Wohlbefinden bis zu einer gewissen Schwelle - aber selten darüber hinaus - oft miteinander korrelieren. Zudem wird der wahrgenommene Wohlstand stärker durch die Abweichung vom Durchschnitt als durch das absolute Niveau beeinflusst.

2. Diese Suche nach Wohlbefinden muss die ökologischen Problemfaktoren integrieren, denn die Befriedigung unserer Bedürfnisse beruht auf unserer Fähigkeit, natürliche Ressourcen (vornehmlich in Energie, aber auch in Materialien) umzuwandeln, die beschränkt zur Verfügung stehen und die für eine Bevölkerung von bald neun Milliarden Menschen ausreichen müssen. In dieser Hinsicht könnte die Architektur, die Michael E. Porter für die Definition seines Social Progress Index konzipiert hat, Geschichte machen.

3. Die Entscheidungen des homo economicus (zumindest theoretisch ein rationales Individuum, das seine Interessen maximiert) erlauben es nicht, diese sozialen und ökologischen Ziele auf natürliche Art und Weise

zu erreichen. Ganz im Gegenteil: Es braucht Vorschriften, die ein altruistisches Verhalten des tatsächlichen, nicht immer rationalen homo sapiens fördern, damit das Allgemeinwohl - und damit auch die Voraussetzung für die Umsetzung von Einzelinteressen - auf lange Sicht gewährleistet werden kann. Wer kann heute beispielsweise noch die Arbeiten von Daniel Kahnemann, des Wirtschaftsnobelpreisträgers des Jahres 2002, zum Thema Börsenanomalien und ihre kognitiven und emotionalen Ursachen ignorieren?

4. Vor diesem Hintergrund ist das Konzept der sozialen Verantwortlichkeit legitim, und sein Inhalt muss sich mit den Fragen der nachhaltigen Entwicklung befassen. Die nationalen und internationalen Regulierungsvorschriften mit entsprechender Stoßrichtung nehmen laufend zu.

5. Letztlich müssen die Bürger als Konsumenten, aber auch als Anleger Kauf- und Anlageentscheidungen treffen können, die mit den anvisierten sozialen und ökologischen Zielen in Einklang stehen.

Logischerweise stellen SRI demnach ein Angebot an die Sparer im Schoße der Vermögensgesellschaften dar. Sie können sich aber nur schwungvoll entwickeln, wenn die Voraussetzungen für ihre Existenz von den Managern dieser Gesellschaften und ihren Aktionären mitgetragen werden. Es kann nicht darum gehen, einen radikalen, plötzlichen Übergang zu einem zu 100% aus SRI bestehenden Angebot anzustreben, zumal ein solcher den Erwartungen der Kunden und den wirtschaftlichen Bedürfnissen nicht gerecht würde. SRI müssen aber dennoch zumindest Teil eines globalen verantwortlichen Anlageansatzes werden. Dieser Ansatz muss wiederum integraler Bestandteil einer sozialverantwortlichen Unternehmenspolitik sein. Anlageprozesse sowie der Einsatz von Finanzinstrumenten in ihrer Gesamtheit müssen hinterfragt werden. Welchen Platz nimmt dabei Wertpapierleihe („Securities Lending and Borrowing“) ein? Wie wirken sich Derivate auf die Preise von Agrarerzeugnissen aus? Muss die Vermarktung von Versicherungsprodukten, wie z.B. Kreditausfallversicherungen („Credit Default Swaps“, CDS) eingeschränkt werden? Dies sind nur einige Beispiele in einer langen Liste von Fragen. Wer sie beantworten will, muss

bewusst aus seit Jahrzehnten gehegten Denkmustern ausbrechen, welche die Verbesserung der Marktliquidität zum Selbstzweck erhoben haben. Der Welt der gutgläubigen Utopisten, die den zu unseren Entscheidungen führenden Egoismus eliminieren möchten, steht die Welt der naiven Menschen gegenüber, die an die unsichtbare Hand des Markts glauben, die allein die Welt in den Wohlstand führen wird.

Die Entwicklung einer neuen Wirtschaft erfordert indessen wirksame Instrumente, welche die Finanzbranche beisteuern kann. Hierzu muss man aber zuerst von dieser gegensätzlichen Sichtweise ablassen, wonach die Finanzmärkte einerseits nur egoistischen, nach kurzfristiger Performance hungernden Akteuren und andererseits nur der Sammlung von Wohltätigkeitsersparnissen dienen. Zwischen diesen beiden Extremen hat es Platz für ein innovatives Finanzwesen, das die Komplexität der Realwirtschaft akzeptiert und bestrebt ist, an die frühere Nützlichkeit der Finanzmärkte anzuknüpfen - nämlich an eine gute Kapitalallokation, welche die Erreichung der langfristigen Ziele, die wir uns kollektiv geben müssen, unterstützt. ■

*Die Analysen und Meinungen des Autors sind vom 15. August 2013 und können sich ändern.
Bereitgestellt von NGAM Switzerland Sàrl.*

„Schweizer Aktien“ - Investiert man damit immer noch in schweizerische Aktien?



von
Stefan Frischknecht
Verantwortlicher der Investitionen

Schroder Investment Management (Switzerland) SA

Kauft man mit Schweizer kotierten Aktien immer noch die Schweiz?

Diese Frage ist berechtigt, denn die in den gängigen Schweizer Aktienindizes enthaltenen Firmen sind typischerweise sehr international ausgerichtet. Dies gilt besonders für die 20 Titel im Swiss Market Index SMI, aber auch für unsere Nebenwerte.

Misst man anhand des Umsatzes, wie viel prozentual auf Kunden fällt, welche in der Schweiz ansässig sind, dann ist das Fazit eindeutig: im Durchschnitt setzen die 20 Firmen des Swiss Market Index (SMI) weniger als 20% Ihrer Unternehmensleistung in der Schweiz ab. Der arithmetische Mittelwert liegt bei 15%, das nach der Marktkapitalisierung der Firma gewichtete Mittel beträgt 8%.

Dies trifft in ähnlichem Ausmass auf die dem SMI folgenden, nächstgrösseren 30 Aktien des SMI Mid Cap Index (SMIM) zu. Sie generieren durchschnittlich 21% des Umsatzes innerhalb der Schweiz, nach Marktkapitalisierung gewichtet sind es 24%. Unter Ausklammerung der im SMIM prominent vertretenen Immobilienaktien, welche für die Asset Allocation ein Hybrid zwischen Aktien und Immobilien darstellen, sinken die Schweizer Umsatzanteile auf 15% (ungewichtet) bzw. 18% (marktkapitalisierungsgewichtet). Man kauft mit einer Investition in die 50 grössten Schweizer Aktien - sprich jene des SMI ergänzt um jene des SMIM, welche zusammen 94% der Marktkapitalisierung des Gesamtmarktindex SPI abbilden - viel eher einen Anteil an der Weltwirtschaft als die Schweizer Binnenwirtschaft.¹

Müsste deshalb eine Schweizer Pensionskasse oder ein anderer langfristig denkender Investor die Allokation bezüglich Schweizer Aktien revidieren? Gemäss Pensionskassenstatistik betrug der Anteil inländischer Aktien am Total 9.3% und jener der ausländischen 16.4%, was einem Verhältnis 36:64 entspricht.²

Dieser Frage wollen wir im vorliegenden Artikel nachgehen. Wir betrachten einzeln die Aspekte, welche den Anteil des inländischen Aktienmarktes im Rahmen der Asset Allocation beeinflussen. Grundsätzlich investiert ein Anleger aus zwei Gründen in eine Anlageklasse: entweder, um die Rendite zu optimieren oder, um das Risiko zu mindern. Wir wollen uns zuerst der Risikoabsicherung zuwenden. Dabei interpretieren wir das Risiko nicht bloss als statistische Masszahl (Volatilität), sondern analysieren aus praktischer Sicht die Hauptmotive eines langfristigen Anlegers hinter einer Investition in den Heimmarkt: Inflationsabsicherung und Währungskongruenz. Danach wenden wir uns dem Renditeargument zu, welches rückblickend auf die vergangenen 20 Jahre deutlich für die Schweiz spricht.

Dabei analysieren wir neben den historischen Daten auch die Faktoren, welche hinter der Outperformance gestanden haben mögen, bei gleichzeitigem Blick vorwärts, ob diese auch in Zukunft noch gelten werden.

Inflationsabsicherung

Der erste Grund für eine hohe Allokation im Heimmarkt liegt in der langfristigen Absicherung gegen Inflationsrisiken in demsel-

ben. Eine solche Absicherung ist zwar stets nur unvollständig, denn nicht alle Güter, welche für die Lebenshaltungskosten massgebend sind, werden von kotierten Firmen angeboten. Man kann sich beispielsweise nicht mit einer Investition in börsennotierte Aktien gegen steigende Arztkosten absichern, gegen Medikamentenpreise hingegen schon. Doch letztere machen bekanntlich einen geringeren Teil der Gesundheitskosten aus. Trotz solcher Abweichungen könnte man mit einem Aktienportfolio, welches zumindest ungefähr den Korb an lebensnotwendigen Gütern und Dienstleistungen abbildet, eine hinreichende Absicherung gegenüber der massgebenden Inflation erreichen. Jedoch reflektieren Schweizer Aktien weder die inländische Inflation noch dienen sie ihr gegenüber als effektive Absicherung, da sie aufgrund des hohen ausländischen Umsatzanteils stark internationalen Preismechanismen ausgesetzt sind, welche von der inländischen Preisentwicklung deutlich abweichen können.

An dieser Stelle sei in Erinnerung gerufen, dass die massgebende Inflation in der Schweiz ohnehin nicht allein von Gütern bestimmt wird, welche die Binnenwirtschaft hervorbringt. Zu stark ist die Abhängigkeit unserer Wirtschaft von Importen, welche heute 40% des Bruttoinlandsprodukts erreichen.³

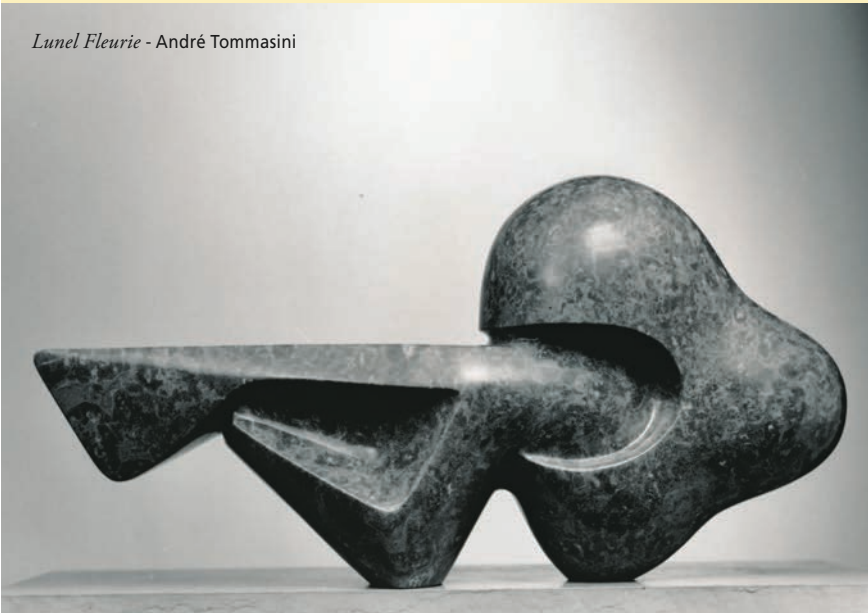
Die Schweiz ist zwar ein prominentes Beispiel für die hohe Verflechtung der Wirtschaft mit dem Ausland, aber auch in anderen Volkswirtschaften nimmt der Aussenhandel eine wichtige und steigende Rolle ein. Es ist die logische Folge der immer stärkeren Globalisierung, dass längst nicht mehr alle notwendigen Güter von der Binnenwirtschaft bereitgestellt werden.

Insbesondere für die Schweiz und längerfristig für alle Volkswirtschaften stehen die kotierten Firmen nicht mehr stellvertretend für die vom inländischen Konsumenten nachgefragten Produkte. Die chinesische Volkswirtschaft benötigt Agrargüter aus

¹ Diverse Quellen: Jahresberichte 2012 der Firmen, Bloomberg, Aggregation und Berechnung durch Schroders

² Die berufliche Vorsorge in der Schweiz. Pensionskassenstatistik 2011, Bundesamt für Statistik, Neuchâtel 2013, S. 19

³ Bundesamt für Statistik: BIP

Lunel Fleurie - André Tommasini

Lateinamerika und Erdöl-produkte aus dem mittleren Osten. Um-gekehrt produzieren Firmen in China Elektronikprodukte für Unternehmen, die in den USA kotiert sind. Steigen nun beispielsweise die Produktionskosten in China, so sinkt „ceteris paribus“ der Gewinn der amerikanischen Unter-nehmung und deren Börsenkurs. Der Preis des in China gefertigten Produkts steigt hingegen. Wenn sich zum Beispiel ein amerikanischer Konsument gegen steigende Preise eines iPhone absichern will, genügt eine Investition in Apple Aktien nicht.

Aus dieser Warte müsste der auf Absicherung bedachte Konsument – oder stellvertretend für ihn eine Pensionskasse – einen stets kleiner werdenden Anteil der Aktieninvestitionen in den heimischen Aktienmarkt investieren. Der Umsatzanteil ist jedoch nicht die exakt richtige Masszahl für die Exponierung von Schweizer Firmen gegenüber dem In- und Ausland. Man müsste eine umfassende dynamische Kostenanalyse erstellen, und die Wettbewerbssituation innerhalb eines Produktmarktes analysieren, um festzustellen, von welchen Preisindizes der Gewinn einer Firma beeinflusst wird.

Beispielsweise wäre es trügerisch anzunehmen, dass die Firma Metall Zug, welche Ihre Haushaltgeräte unter der Marke V-Zug vor allem in der Schweiz produziert und absetzt, nur von der Kostenentwicklung im Inland betroffen wäre. Die Wettbewerber produzieren hauptsächlich im Euroraum. Aufgrund der Schwäche des Euro gegenüber dem Schweizer Franken erlangten die Konkurrenten einen Kostenvorteil, der sich im Ergebnis von Metall

Zug in den vergangenen zwei Jahren und als Folge im Börsenkurs deutlich niederschlug. Die Analyse von Swatch, welche ausschliesslich in der Schweiz produziert, zeigt ein gegenteiliges Bild. Der Konzern Swatch besitzt durch eine Tochtergesellschaft ein Quasimonopol bei der Fertigung von Uhrwerken und kann deshalb seine Preise durchsetzen. Diese Anschauungsbeispiele zeigen, dass nicht nur Umsatzanteile von in- und ausländischen Kunden eine Rolle spielen, sondern es auch darauf ankommt, in welchen Ländern die Wettbewerber produzieren und wie dynamisch sie auf relative Preisveränderungen reagieren.

Währungskongruenz

Auch wenn nur grob 20% des Umsatzes im Heimmarkt erzielt werden, so sieht sich eine Schweizer Firma doch mit der Notwendigkeit konfrontiert, langfristig eine solide und steigende Dividende in Schweizerfranken bezahlen zu können. Die Firma wird gezwungen, einen höheren Anteil der Liquidität in Schweizer Franken zu halten und sich gegenüber Exporteinnahmen abzusichern. Nun trifft es zwar zu, dass die Pharmariesen Roche und Novartis bloss 1-2% des Umsatzes mit Kunden in der Schweiz erzielen. Sie erzielen aber einen wesentlich höheren Anteil des Gewinns durch ihre in der Schweiz niedergelassenen Tochtergesellschaften. Die Betrachtung des Umsatzanteils überzeichnet somit den prozentualen Anteil der Wertschöpfung im Ausland. Nun veröffentlichen wenige Firmen den Gewinn, welcher in der Schweiz erzielt wird, um

nicht in den Fokus der ausländischen Steuerbehörden zu gelangen. Es ist aber eine eindeutige Tatsache, dass vom Standort Schweiz aus Güter exportiert werden. Dieser Export wird in der Regel gegen Währungsschwankungen abgesichert. Zudem verfügen internationale Firmen über ein ausgeklügeltes System an sogenannten „Transfer Prices“, welches potentielle Gewinne von Hochsteuermätern in Jurisdiktionen verlagern, die vergleichsweise tiefere Steuern erheben. Die Schweiz steht im Steuervergleich relativ gut da, und man darf davon ausgehen, dass ein wesentlicher Anteil des Konzerngewinns durch die Schweizer Gruppengesellschaft erzielt wird. Man müsste also betrachten, welcher Anteil der produktiven Anlagen in der Schweiz liegt und dies möglicherweise mit einem Faktor multiplizieren, der die relative Profitabilität der schweizerischen Betriebe im Vergleich zum Konzernmittel reflektiert.

Betrachtet man die Konzernbilanz von Schweizer Firmen des SMI, so befinden sich im Mittel 32% des Anlagevermögens in der Schweiz (adjustiert um die Marktkapitalisierung sind es 25%).

Diese Betrachtung vernachlässigt wiederum Aspekte des Wettbewerbs, wie das obige Beispiel der Metall Zug zeigt.

Ziehen wir Zwischenbilanz: unter dem Aspekt der Inflationsabsicherung und der Währungskongruenz ist es nicht exakt möglich, den Aktienanteil zu ermitteln, welchen ein auf Absicherung bedachter Investor im eigenen Land investieren sollte. Es kann aber mit Sicherheit gesagt werden, dass die heutige durchschnittliche Allokation einer Pensionskasse sowieso zu wenige auf Realwerterhaltung ausgerichtete Anlagen enthält. Es müssten sich nebst einem höheren Aktienanteil für den langfristigen Schutz gegen Inflation auch unter anderem mehr sogenannte Inflation linked bonds finden.

Renditeoptimierung

Die optimale Allokation in Schweizer Aktien sollte aber nicht nur aufgrund von Absicherungsgründen, sondern hoffentlich auch aufgrund von Renditeüberlegungen erfolgen.

Betrachtet man die langfristige Performance von Schweizer Aktien, so stellt man eine beachtliche Outperformance gegenüber internationalen Aktien fest.

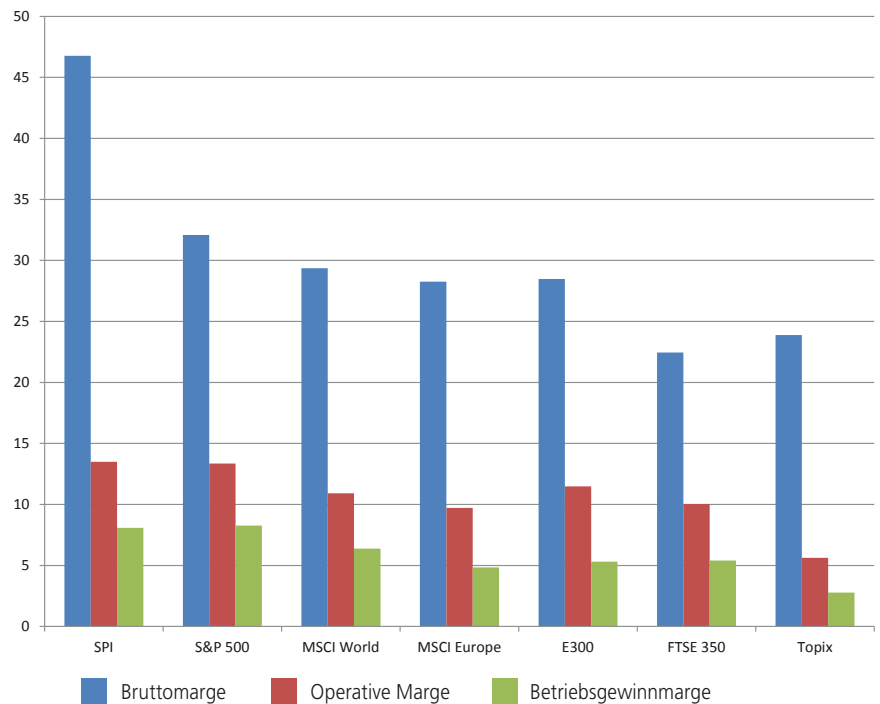
Ist dies Zufall oder gibt es Gründe, weshalb Schweizer Aktien eine langfristig bessere Performance erzielen können als ausländische? Wiederum kann nicht quantitativ statistisch argumentiert werden, sondern bloss qualitativ logisch.

Den meisten Schweizer Aktien gemeinsam ist ein hoher Exportanteil. Dieser ist nicht zufällig entstanden, sondern Schweizer Firmen mussten sich früh nach Wachstumsmöglichkeiten im Ausland umsehen, da der kleine Heimmarkt rasch erschlossen war. Die Not wurde zur Tugend, und viele Schweizer Firmen konnten sich bereits als Weltmarktführer etablieren, als die heutigen globalen Wettbewerber noch fast vollständig auf ihren grösseren Heimmarkt fokussiert waren. Rund 60% der 50 grössten kotierten Aktien nehmen in ihrem globalen Absatzmarkt Platz 1 oder 2 ein.⁵

Die Ressourcenarmut der Schweiz zwang unsere Wirtschaft früh in die Veredelung. Zuerst wurde in Heimarbeit gefertigt. Um die Effizienz zu steigern wurden vermehrt Maschinen eingesetzt. Anfangs kopierte man ausländische Hersteller. Mehr und mehr begann man selbst zu „tüfteln“ und brachte Innovationen hervor. Heute nimmt die Schweiz bezüglich Patentanmeldungen je Einwohner im internationalen Vergleich eine Spitzenposition ein.⁶

Die starke Währung wird oft als Hemmschuh für die Wirtschaft dargestellt.

Kurzfristig betrachtet scheint das zuzutreffen. Langfristig gesehen dient es der Aufrechterhaltung der Wettbewerbsfähigkeit, wenn sich Schweizer Firmen



Gedanken zur Produktivitätssteigerung machen müssen, weil sie sich nicht auf einem durch den sinkenden Aussenwert der Währung vermeintlichen Wettbewerbsvorteil ausruhen können.

Ein effizienter und flexibler Arbeitsmarkt bringt ebenfalls eindeutige Vorteile der Schweiz gegenüber dem Ausland. Im Vergleich zu Westeuropa ist der Arbeitsfriede deutlich höher und existieren kaum Hemmnisse, welche Personalentscheidungen beeinträchtigen. Gegenüber den Schwellenländern sticht das hohe Qualifikationsniveau heraus. Tiefe Zinsen und Steuern sowie weitere Standortvorteile führten für die Städte Zürich und Genf zu Spitzenplätzen in der Mercer Studie bezüglich Lebensqualität von internationalen Metropolen.⁶

Einzel genommen erklären all diese Vorteile das bessere Abschneiden von Schweizer Aktien noch nicht. In der Summe hingegen führen sie jedoch zu einem Vorsprung, welcher die überragende historische Performance erklärt. Die

nachfolgende Tabelle zeigt, dass Schweizer Aktien über eine höhere Marge verfügen als Aktien anderer Regionen bzw. Länder. Die Unterschiede lassen sich teils durch die Branchengewichtung beeinflussen, aber der Vorsprung ist so deutlich, dass man ihn nicht mit einem einzelnen Aspekt erklären sollte, vielmehr widerspiegeln sich darin unseres Erachtens die oben dargestellten Vorteile.

Als Fazit sollten Schweizer Investoren nicht allzu sehr zweifeln ob der hohen Gewichtung unseres Marktes innerhalb der Anlageklasse Aktien. Allein aus Gründen der Absicherung gegen inländische Inflation ist sie nicht angebracht, nimmt man aber mögliche Erklärungen für die längerfristige Outperformance genauer unter der Lupe, dann finden sich starke Argumente für bessere Renditechancen. Somit ist eine „Übergewichtung“ von Schweizer Aktien im internationalen Kontext durchaus sinnvoll. Die optimale Allokation kann mathematisch nicht ermittelt werden. Sie hängt wohl auch von der Überzeugung ab, wie stark der Investor an die von uns dargestellten Vorteile glaubt und wie aktiv er seine Überzeugung abbilden möchte. ■

jährliche ⁴ Performance in CHF	letzte 25 Jahre	20 dernières 20 Jahre	15 dernières 15 Jahre	10 dernières 10 Jahre	5 dernières 5 Jahre
Swiss Performance Index	8,9%	8,2%	2,5%	7,4%	4,4%
MSCI Index All Country World Free	2,8%	2,3%	1,7%	4,4%	2,0%
Différence	6,1%	5,9%	0,8%	3,0%	2,4%

⁴ Daten per 31.7.2013 gemäss Bloomberg, MSCI, SIX

⁵ Diese Beurteilung erfolgt aufgrund der Einschätzung von Schroders anhand von Firmeninformation

⁶ Gemäss Innovation Union Scoreboard 2011 (EU)

⁷ In der Studie von Mercer über die lebenswertesten Städte der Welt des Jahres 2012 belegte Zürich den Rang 2 hinter Wien und Genf den 8. Platz.

Strategien gegen die Inflation



von
Emmanuel Ferry
CIO

Banque Paribas Bertrand Sturdza SA

Während die Jahre zwischen 1990 und 2000 von einer bemerkenswerten disinflationären Tendenz geprägt waren (monetäre und budgetäre Disziplin, Globalisierung, Liberalisierung, Friedensdividende), könnte es in den kommenden Jahren zu einer steigenden Inflation kommen: stärkeres Intervenieren des Staates (Ankurbeln der Wirtschaft durch entsprechende Geld- und Fiskalpolitik, Protektionismus), zeitlich verzögerte Auswirkungen einer Fehlallokation der volkswirtschaftlichen Gesamtersparnis, strukturelle Verknappung der Ressourcen und Alterung der Bevölkerung. Mit der Umsetzung einer ultra-expansiven Geldpolitik in grossem Massstab, der Explosion der staatlichen Schulden und dem Währungskrieg wird die Finanzkrise mittel- oder langfristig unweigerlich inflationäre Folgen haben.

Abgesehen von diesen Überlegungen zum Inflationsrisiko steht auch das Kräfteverhältnis Schuldner/Gläubiger im Begriff, sich zu ändern. Die berühmte Aussage des französi-

schen Schriftstellers André Maurois bringt es auf den Punkt: „Die Inflation ist das Werk des Teufels, weil sie den Schein wahr und die Wirklichkeit zerstört“.

Im ersten Teil dieser Ausführungen wird die Rolle der Inflation als massgebender Faktor für die Asset-Klassen und deren Zuteilung behandelt. Im zweiten Teil werden die Bedingungen für ein Wiederaufflammen der Inflation erörtert. Im dritten Teil wird der Versuch unternommen, den Pensionskassen einen Massnahmenkatalog für den Fall einer erneuten Zunahme der Inflation aufzuzeigen.

I. Die Inflation, ein massgebender Faktor für die Anlagestrategie

Inflation und Wirtschaftswachstum sind die beiden makroökonomischen Faktoren, welche die Performance der wichtigsten Asset-Klassen und ihre Gewichtung in einem Portfolio beeinflussen. Ideal wäre ein Wirtschaftswachstum ohne inflationären Druck. Wenn die Inflation infolge einer über-

mässigen Nachfrage im Verhältnis zum Wachstumspotential auftritt, nimmt die Unsicherheit zu, verschlechtert sich das Verhältnis von Wachstum und Inflation und die Unternehmensergebnisse gehen qualitativ zurück. Es sei daran erinnert, dass die Inflation nicht einfach nur eine Erhöhung des Verbraucherpreisindex ist. Sie ist vor allem ein sich selbst antreibendes Phänomen der steigenden Preise, Löhne und Produktionskosten - eine Spirale, die mit einer wachsenden Geldmenge einhergeht und die zu einer Entwertung des Geldes führt.

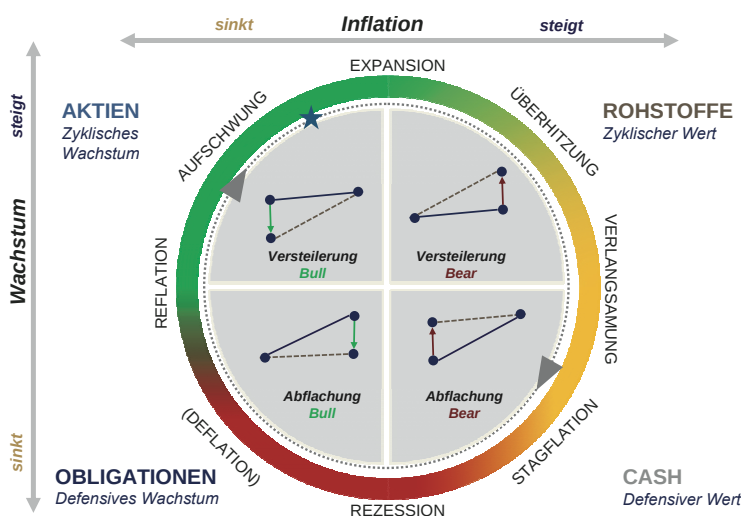
Für die Anlageklasse der Obligationen stellt die Inflation das Hauptrisiko dar: Die Schuldverschreibungen performen bei fallender Inflation, sie underperformen bei steigender Inflation und überperformen in der Deflation. Obligationen sind festverzinsliche Wertpapiere, weshalb sie auf die Inflation sehr anfällig reagieren. Die Inflation schwächt die Gläubiger und bereichert die Schuldner: Bei einer Inflation von 6 % büsst eine Obligation nach 15 Jahren fast 60 % ihres realen Wertes ein. Eine wachsende Inflationserwartung erhöht die im Preis der Obligationen enthaltene Prämie für das Inflationsrisiko, was den Kurs der Wertpapiere fallen lässt.

Diese Inflationsrisikoprämie beinhaltet zwei Aspekte: Einerseits die Unsicherheit in Bezug auf die Inflation (Höhe, Geschwindigkeit) und andererseits die Kovarianz (z.B. wie sich die Inflation zur Wirtschaft verhält, oder welche Korrelation zwischen Obligationen und Aktien besteht).

Im ersten Jahrzehnt des neuen Jahrtausends war die Inflationsrisikoprämie sehr niedrig, da der anti-inflationäre Ansatz stark in den Köpfen verankert war (ein Vermächtnis der 90er Jahre). Die Korrelation Aktien/Obligationen war negativ (wenn die Aktienkurse sanken, stiegen die Kurse der Obligationen).

Die Asset-Klasse der Aktien wird von der Inflation zweifach beeinflusst. Die Bewertung hängt direkt mit der Inflation zusammen (die steigende Inflation führt zu einer Abnahme der Multiples). Das ist die kurzfristige Wirkung. Durch die der Inflation inhärente Zunahme der Zinssätze steigen die Kapitalkosten (Erhöhung des discount factors des cash flows). Andererseits hat die Inflation

Abbildung 1: Zyklus der Asset-Klassen und Wirtschaftsphasen



Quelle: Banque Paribas Bertrand Sturdza SA

einen positiven Einfluss auf das Wachstum der Unternehmensergebnisse. Dieser Einfluss ist nominal und wirkt sich mittelfristig aus.

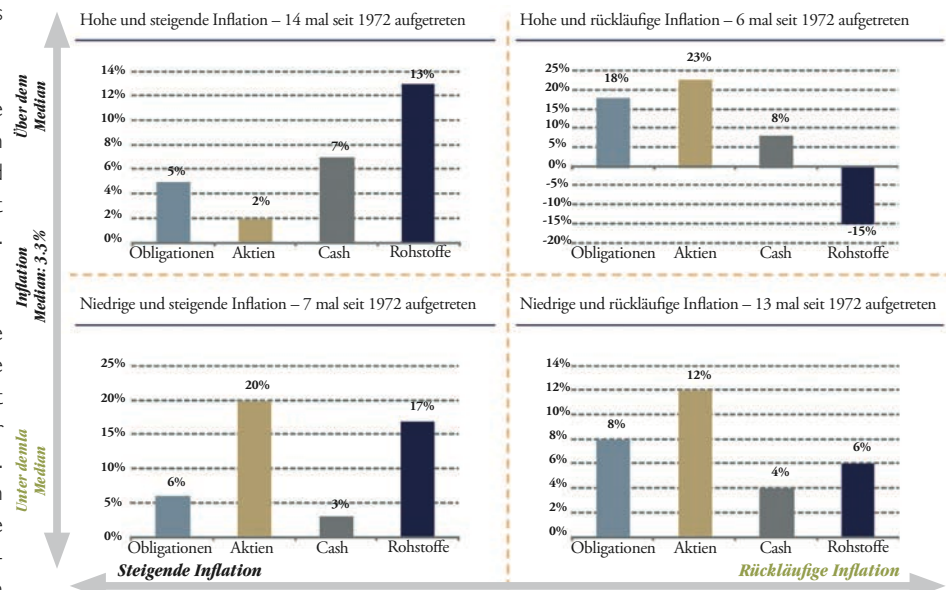
Die Rohstoffe zeigen eine positive Korrelation zur Inflation, denn sie stellen ein reales Asset dar, und Inflationsschocks sind häufig auf ein Missverhältnis von Angebot oder Nachfrage bei den Rohstoffen (z.B. Erdölschock) zurückzuführen.

In Anbetracht ihrer Position im Zyklus ist die strategische Ausrichtung für die Anlageklasse „Aktien“ (in den Industrieländern) derzeit günstig: Aufschwung (Auswirkungen der Reflationspolitik) ohne inflationären Druck. Erwähnt werden muss die Diskrepanz zu den Schwellenländern, die eine ungünstige Kombination aufweisen: wirtschaftliche Verlangsamung und Zunahme des inflationären Drucks. Anhand der Vergangenheit kann man die Rotationslogik der Asset-Klassen bestätigen, indem man verschiedene Inflationsphasen, je nach Höhe und Tendenz, identifiziert. Bei einer schwachen, steigenden Inflation legen die Aktien im Durchschnitt jährlich um 20 % zu. Die entgegengesetzte Konfiguration ist ebenfalls sehr vorteilhaft: eine hohe, aber rückläufige Inflation (Disinflation). Im Fall einer hohen und steigenden Inflation weisen die Rohstoffe eine starke Performance auf und die liquiden Mittel generieren höhere Erträge als die Obligationen.

2. Bedingungen für ein Wiederaufflammen der Inflation

Das globale Vorgehen vor dem Hintergrund der Finanzkrise beinhaltet drei potentiell inflationäre Phänomene: erstens die rasche Zunahme der staatlichen Verschuldung (in den Industriestaaten ist die Verschuldung von 72 % des BIP im Jahr 2007 auf 110 % im Jahr 2012 gestiegen; es sei daran erinnert, dass sich die derzeitige weltweite private und öffentliche Verschuldung auf 220 Trillionen USD, d.h. 307 % des Welt-BIP beläuft), zweitens haben die Zentralbanken massiv Liquiditäten bereitgestellt (seit 2007 10 Trillionen USD, so dass die Liquidität weltweit von 15 % auf 30 % des Welt-BIP gestiegen ist). Und drittens öffnen die Aussichten auf einen Währungskrieg Tür und Tor für wettbewerbsbedingte Abwertungen.

Abbildung 2: Performance der Asset-Klassen je nach Inflationsphase



Die Befürchtungen konzentrieren sich auf das Inflationsrisiko infolge der übermässigen Erhöhung der Geldmenge. Milton Friedman äusserte schon 1970: „Die Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen, weil sie durch eine schnellere Zunahme der Geldmenge als die des Produktionsvolumens entsteht bzw. entstehen kann“. Die expansive Geldpolitik in den Industrienationen (USA, Europa, Japan) beschränkt sich auf die Zentralbankgeldmenge (M0). Die Geldmenge der Wirtschaftssubjekte (M2) nimmt nicht zu. Das Kreditvolumen steigt nicht. Eine Zunahme von M0 ohne Zunahme von M2 bewirkt noch keine Inflation. Die Banken haben bedeutende Liquiditätsreserven, aber die Haushalte und Betriebe verfügen nicht über ausreichend liquide Mittel, um die Nachfrage zu stimulieren und somit die Preise zu erhöhen. Anders gesagt: Erst wenn ein Transfer von der Geldbasis zur Geldmenge vollzogen wird, werden potentielle inflationäre Spannungen wieder aufflammen.

Es gibt ein Zwischenstadium, in dem eine übermässig expansive Geldpolitik zu einem Verlust der Glaubwürdigkeit der Zentralbanken und somit zu einer Zunahme der Inflationserwartung führen kann. Es gibt mehrere Möglichkeiten, diese erwartete Inflation zu messen: die langfristigen Zinssätze (insbesondere die Steilheit der Zinssatzkurve), Umfragen (Umfragen der FED, der Universität Michigan, Consensus ForecastsTM), die Entwicklung der Löhne und Gehälter und der Break-Even der Inflation, der von den indexierten Obligationen angegeben wird.

Die erwartete Inflation geht der eigentlichen Inflation voraus. Bei Unterbeschäftigung (Massenarbeitslosigkeit, geringe Auslastung der Produktionskapazitäten, geringes oder kein pricing power der Arbeitnehmenden) ist die Erhöhung der Inflationserwartung durch eine ultra-expansive Geldpolitik jedoch nur vorübergehend und reicht nicht aus, um konkrete Formen anzunehmen. Um aus der Phase der Deflation auszubrechen (Phänomen der Liquiditätsfalle), müssen deshalb die Reflationsbemühungen einer Zentralbank durch kurzfristige, flankierende Haushaltsmassnahmen und mittelfristige Struktur-reformen ergänzt werden.

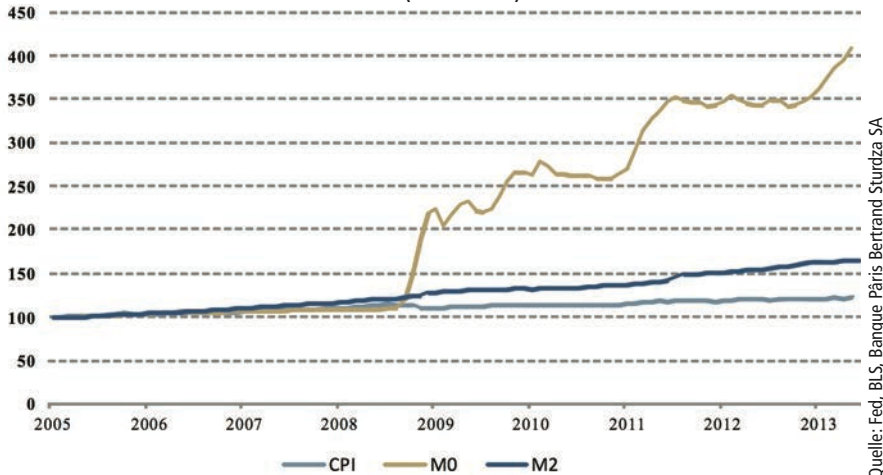
Es muss also ein Nachfrageüberhang im Vergleich zum Angebot bestehen, damit die in Umlauf gebrachte Geldmenge zu einer Inflation führt. Dies kann sich auf folgende Arten zeigen: 1. Spannungen (quantitativ oder qualitativ) auf dem Arbeitsmarkt; 2. ein Angebotsrückgang (Zerstörung von Produktionskapazitäten; steigende Rohstoffpreise; nachlassende Produktivitätssteigerung; weniger Wettbewerb; Unvermögen, den

¹ Laut der Fisher-Gleichung resultiert die Schwankung des heutigen Nominalzinses entweder aus der Veränderung des erwarteten Realzinses (r^*) oder aus der Veränderung der erwarteten Inflationsrate (π^e): $i = r^* + \pi^e$.

² Die Quantitätstheorie des Geldes stellt einen kausalen Zusammenhang zwischen der Geldmenge M , dem Preisniveau P , dem Handelsvolumen von realen Gütern YR und der Geldumlaufgeschwindigkeit V her. Daraus folgt:

$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$. Ist das Verhältnis zwischen Geschwindigkeit und Handelsvolumen relativ stabil, so erfordert eine Zunahme der Preise auch eine Erhöhung der Geldmenge.

Abbildung 3: USA: Geldbasis (M0), Geldmenge (M2) und Verbraucherpreisindex
CPI (100 = 2002)



Import im Fall der Zunahme der Binnennachfrage zu ersetzen); 3. eine steigende Nachfrage (Kreditzunahme; Erhöhung der realen Löhne und Gehälter; fallender Wechselkurs; Aufteilen des Mehrwerts zugunsten der Löhne und nicht der Gewinne).

Vor diesem Hintergrund ist das Inflationsrisiko in den Schwellenländern deutlich höher als in den Industrieländern. Die Engpässe auf dem Arbeitsmarkt (verfügbare Arbeitskraft, Qualifizierung, Mobilität), die zu höheren Löhnen und Gehältern führen können, sind in den Schwellenländern erheblich und in den Industrieländern schwächer (Massenarbeitslosigkeit in Europa und in den USA). Die gleiche Unterscheidung findet man bei der Zunahme der Kredite und der realen Löhne und Gehälter wieder. In gewissen Ländern sind inflationäre Spannungen festzustellen, und zwar in Spanien, Italien und im Vereinigten Königreich. Diese Spannungen resultieren aus einem abnehmenden Wachstumspotential, schwächeren Produktivitätssteigerungen und einer Abnahme des nicht konkurrenzten Angebots.

In den Schwellenländern ist die kurzfristige Gefahr imminenter, vor allem in Südamerika, Indien und Russland. In China ist das Risiko weniger präsent. Kurzfristig besteht dort ein Deflationsrisiko.

In den Vereinigten Staaten stellt die erfolgreiche Umsetzung der Geldpolitik mittels der Preise der Vermögenswerte (Zunahme des Vermögens der Haushalte um 3 Trillionen USD im I. Quartal 2013 auf insgesamt 70 Trillionen und somit über dem Höchststand

im Jahre 2007) das Land dennoch vor ein Risiko, weit vor dem Euroraum, der ein Gebiet der Deflation bleibt. Japan hingegen will seine Geldbasis bis Ende 2014 verdoppeln, um die Inflation zu stimulieren und somit aus der deflationären Spirale heraus zu kommen - ein Ziel, das das Risiko birgt, mit den öffentlichen Finanzen in Konflikt zu geraten (die öffentliche Verschuldung liegt bei mehr als 240 % des BIP).

In dieser Hinsicht schafft die Tatsache, dass die Zentralbanken sich in einer fiscal dominance befinden (die Geldpolitik hängt von der Haushaltspolitik ab und gewährleistet die Zahlungsfähigkeit durch das Absenken der realen Zinssätze), einen unvermeidlichen Konflikt zu der Zielsetzung der Preisstabilität. In diesem Zusammenhang sei an die 70er Jahre erinnert, die von einer stark expansiven Geldmarktpolitik gekennzeichnet waren, um die staatlichen Schulden mittels niedrigerer realer Zinssätze zu stabilisieren. Dies hatte Anfang der 80er Jahre zu einer starken Zunahme der Inflation geführt.

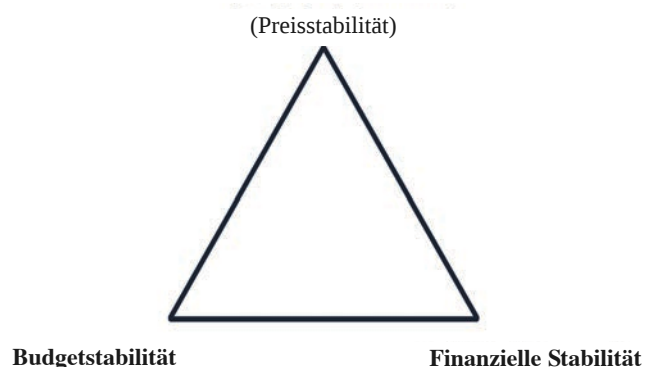
3. Der anti-inflationäre Massnahmenkatalog für Pensionskassen

3.1. Cash: Starke Übergewichtung

Die Vergütung der Liquiditäten bildet die Schwankungen der Inflation tendenziell sehr genau ab. Es handelt sich um eine monetäre, inflationsindexierte Asset-Klasse ohne feste Laufzeit, denn die Zentralbanken passen ihre Leitzinsen an, um das Ziel der Preisstabilität (inflation targeting) zu garantieren. Das Risiko der Abweichung zwischen Zinssätzen für kurze Laufzeiten und Inflation (vorübergehender Verzicht auf die Zielsetzung der Preisstabilität zugunsten der Zahlungsfähigkeit bzw. Budgetpolitik) ist in der Schweiz aufgrund der hohen Ausgewogenheit des Staatshaushalts und der starken Unabhängigkeit der SNB sehr schwach. Je stärker die Inflation ist, umso höher ist die Differenz zwischen dem 3-Monats-Zinssatz und der beobachteten Inflation. Die Vergütung des Cash hängt von der Inflation ab (realer Vermögenswert) und seine reale Vergütung steigt tendenziell in Abhängigkeit von der Inflation und ihrer Volatilität. Zwischen 1990 und 1995 lag die reale Rendite des 3-Monats-Libor im Durchschnitt bei 3,5 %.

Zudem muss die Anlagepolitik die Liquiditäten als eine wirkliche Asset-Klasse betrachten und einen maximalen Spielraum hinsichtlich der Bandbreiten aufweisen. Bei Auftreten einer Stagflation (Zusammenspiel von Stagnation und Inflation) verzeichnen in der Tat nur die liquiden Mittel eine positive (reale und nominale) Rendite. Die Strategien, die Cash nicht als eine Asset-Klasse berücksichtigen (wie im Fall der risk parity), geraten in eine Sackgasse.

Abbildung 4: Die drei Ziele der Zentralbanken seit 2008



Performance des S&P500 und Inflation (1928-2012)

Inflationsspanne	Mediane Rendite des S&P500	Wahrscheinlichkeit negativer Renditen
< 1%	5.3%	46%
1-2%	13.7%	23%
2-3%	9.8%	19%
3-5%	8.0%	26%
>5%	-1.5%	52%

Quelle: Banque P&S Bertrand Sturdza SA

3.2. Obligationen: Starke Untergewichtung

Das wesentliche Risiko für ein langfristiges Obligationsportfolio ist die Inflation. Seit 1900 haben die Obligationen im Höchstfall nur 15 % eingebüsst, im Vergleich zu einer durchschnittlichen Jahresrendite von 4,9 % und einer Volatilität von 4,7 %. Nominal gesehen weisen die Obligationen somit ein sehr gutes Rendite/Risiko-Verhältnis auf. Nimmt man jedoch die inflationsbereinigte Rendite, so liegt der maximale Verlust bei 57%. Der derzeitige Kontext niedriger Zinsen ist besonders besorgniserregend. Die Obligationen sind nach 20 Jahren massiver Aufwertung die teuerste Anlageklasse. Die realen Negativrenditen der Obligationen verringern ihre Pufferwirkung. Die realen Renditen der Obligationen sind 45 Jahre lang negativ geblieben, wobei die Höhe ihrer jeweiligen Bewertung mit dem Niveau von heute vergleichbar ist.

Die Staatsanleihen müssen deshalb stark untergewichtet werden, genau wie Unternehmensanleihen mit gutem Rating und, in geringerem Masse, Anleihen mit hohem Zins (High Yield: höhere Kupons, die Inflation verbessert die Zahlungsfähigkeit des Emittenten). Den leveraged loans ist aufgrund ihrer variablen Zinsen der Vorzug zu geben. Die auf Zinsstrukturkurven setzenden Strategien begünstigen die Konfiguration des bear steepening (ein sich vergrößernder Abstand von kurz- und langfristigen Zinssätzen). Eine Allokation, die die verschiedenen Regionen berücksichtigt, ist unverzichtbar.

Die inflationsindexierten Anleihen („Linkers“, „TIPS“ in den Vereinigten Staaten) bilden ein sehr verbreitetes Instrument zur Deckung von Inflationsrisiken. Jedoch können sie ihre Schutzfunktion in einem Portfolio nur bei einer hohen Inflation (über 4 %) effizient erfüllen. Bei fehlender Inflation sind die inflation-linked bonds stark pro-zyklische Assets und können sich im Fall eines Wegbrechens der Märkte sogar völlig abkoppeln (August-September 2008, Mai 2013).

3.3. Aktien: Neutral bis Übergewichtung

Die Asset-Klasse Aktien performt in Zeiten der Inflation besser als Obligationen. Die Abhängigkeit der Gewinne vom nominalen BIP (mengenmässiges Wachstum und BIP-Deflator) erklärt die langfristig positive Korrelation zwischen Aktien und Inflation. Allerdings ist das Verhältnis zwischen der Bewertung der Aktien (P/E-Ratio) und der Inflation nicht linear: Wenn die Inflation 4 % übersteigt, so sinken die Multiplikatoren: die Korrelation zur Inflation ist negativ. Die Asset-Klasse Aktien weist eine negative Performance auf, wenn die Multiples stärker zurückgehen als das Gewinnwachstum. Es kann daher sinnvoll sein, ausnahmslos in die inflationsindexierte Komponente der Aktie zu investieren, d.h. in die Dividenden, in die direkt investiert werden kann. In Zeiten starker Inflation gehen folgende Sektoren als Gewinner hervor: Energie, Utilities, nicht-zyklische Konsumgüter und Gesundheit. Die pricing power (Fähigkeit, die Erhöhung der Preise der inputs auf den Verkaufspreis umzulegen; Bedeutung der Marktschranken) wird zu einem wesentlichen Kriterium für die Auswahl der Wertpapiere. Eine Allokation, die die verschiedenen Regionen berücksich-

tigt, ist unverzichtbar. Steigt die wirtschaftliche Unsicherheit, so steigt auch die Volatilität.

3.4. Devisen: Diversifizierung

Währungen mit hohen Renditen sind als Diversifizierungsquelle zu bevorzugen. Drei Währungskategorien zeichnen sich ab: der Schweizer Franken zum Schutz der Kaufkraft (Europa), der CAD wegen seiner Sensibilität gegenüber den Energierohstoffen (Nordamerika) und der AUD wegen seiner Sensibilität angesichts der landwirtschaftlichen Rohstoffe und Bodenschätze (Asien).

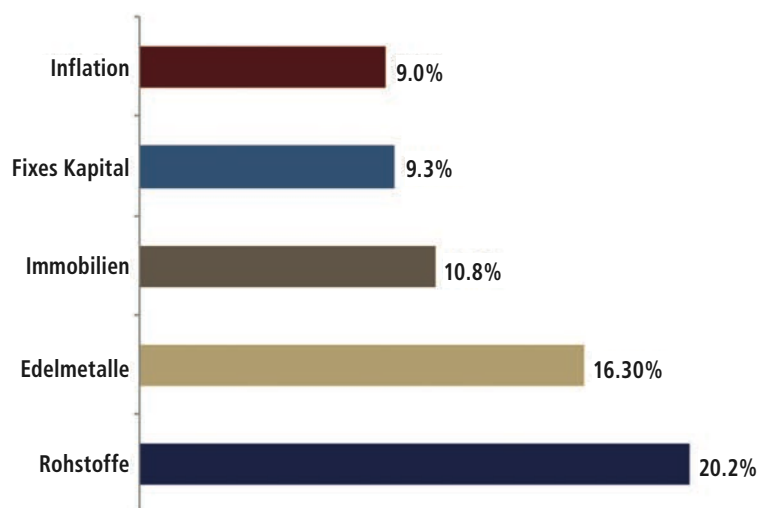
3.5. Hedge Funds: Diversifizierung

In Zeiten starker Inflation ist es angebracht, die Risiken direktonaler Ansätze zu verringern und eher auf Relative-Value-Strategien (Arbitrage usw.) innerhalb der Asset-Klassen zu setzen. Es ist zu beachten, dass der Cash die Benchmark der Hedge Funds ist (die Assets werden hauptsächlich in Liquiditäten investiert, die Finanzinstrument-Exposure benötigt nur wenig bzw. kein Kapital), welcher stark mit der Inflation korreliert. Die Kombination „Cash + Alpha“ scheint in Zeiten der Inflation, genau wie CTA-Strategien, angemessen zu sein (Inflation führt zu Volatilität).

3.6. Reale Vermögenswerte:**Starke Übergewichtung**

Da die Rohstoffe Assets ohne Rendite sind, unterliegt ihre Bewertung weitestgehend den Schwankungen der realen Kapitalkosten. Deshalb steigt ihr Wert deutlich, wenn die realen Zinssätze sinken und negativ werden. Ausserdem besteht ein doppelt kausaler

Abbildung 4: Durchschnittliche jährliche Renditen für Real Assets bei einer Inflation von > 5 % (Zeitraum 1929-2012)



Quelle: Banque P&S Bertrand Sturdza SA

Zusammenhang zwischen der Inflation und den Rohstoffpreisen: Die inflationären Schocks werden erstens oftmals durch einen Schock der Rohstoffpreise hervorgerufen (Hauptwirkung). Zweitens richtet sich die Asset-Zuteilung in der Phase der schweren Inflation vermehrt auf Rohstoffe aus (flow-effect). Somit stellen letztere eine perfekte Absicherung gegen die Inflation dar. Der Begriff „reale Vermögenswerte“ kann selbstverständlich auf andere Assets wie Immobilien, landwirtschaftlich genutzte Grundstücke oder fixes Kapital (materielle

Vermögenswerte von Unternehmen) ausgedehnt werden. So zum Beispiel performt ein Composite aus realen Vermögenswerten mit Edelmetallen, Rohstoffen, Immobilien (Wohnimmobilien, landwirtschaftliche Böden) und fixem Kapital sehr deutlich über der Inflation, wenn diese hoch ist. Der Schutz nimmt mit dem Rhythmus der Inflation zu: Die durchschnittliche Jahresrendite des Indexes beträgt 7,6 %, wenn die Inflation zwischen 5 und 10 % liegt, sie steigt auf 21 %, wenn die Inflation bei über 10 % liegt.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Risiko besteht, dass die Inflation zum Hauptvermögnis der Finanzkrise wird, womit die Gläubiger die aus der Krise resultierenden Kosten tragen müssen. Dies bedeutet, dass Anlagestrategien sich schon jetzt auf eine Rückkehr der Inflation einstellen müssen. Mithilfe von Flexibilität und Diversifizierung sollte es möglich sein, diese Hürde zu nehmen. ■



Forme Snob V - André Tommasini

Der Infrastruktursektor, eine neue Anlageklasse



von

Emmanuel Lejay

Infrastructure Team, Executive Director

Swiss Life Asset Managers

Der Infrastruktursektor hat sich in den letzten zehn Jahren stark weiterentwickelt und Investitionen in Infrastruktur sind mittlerweile Bestandteil der Asset Allocation einer zunehmenden Anzahl institutioneller Anleger. Das wirtschaftliche Umfeld und die Situation im Bankensektor haben dazu vor dem Hintergrund niedriger Zinsen seit 2008 zu einem starken Anstieg der privaten Finanzierungen beigetragen. Institutionelle Anleger dürften auch zukünftig eine wichtige Rolle spielen.

Definition des Infrastruktursektors

Hauptziel von Infrastrukturanlagen ist das Bereitstellen eines essenziellen Dienstes oder Gutes für die Allgemeinheit, beispielsweise in Form von Autobahnen, Brücken, Flughäfen, Elektrizitätswerken, im Bereich der Wasserversorgung, Abfallbehandlungsanlagen oder auch Krankenhäusern und Gefängnissen. Im Allgemeinen ist der Infrastruktursektor in zwei Untereinheiten aufgeteilt: Die Wirtschaftsinfrastruktur und die Infrastruktur im sozialen Bereich. Die erste Gruppe

umfasst den Transport (Flughäfen, Häfen und Autobahnen usw.), die Energieversorgung (insbesondere erneuerbare Energien und Übertragungsleitungen), die öffentlichen Dienste (Wasserversorgung und -aufbereitung, Gasversorgung, Strom und Abfälle) sowie die elektronische Kommunikation (Funkmasten, Glasfasernetzung usw.). Die zweite Gruppe entwickelt sich grösstenteils in Form von öffentlich-privaten Partnerschaften und umfasst hauptsächlich Krankenhäuser, Schulhäuser, Universitäten und Gefängnisse.

Neben ihrer Rolle im Dienst der Allgemeinheit weisen die Infrastrukturen im Allgemeinen die folgenden Merkmale auf:

- Monopolstellungen oder Quasi-Monopolstellung mit starken Markteintrittsbarrieren und geringer Nachfrageelastizität
- Erprobter und geprüfter Regulierungsrahmen
- Stabile Erträge und Cashflows mit begrenzten Preis/Volumen Schwankungen

- Hohe operative Margen
- Langfristige Verträge
- Geringe Konjunktursensitivität

Die beiden Bereiche im Infrastruktursektor, die ein unterschiedliches Risikoprofil aufweisen, werden als „Greenfield“ und „Brownfield“ bezeichnet (siehe Abbildung 1). Ein Greenfield-Investment geschieht vor der Fertigstellung des Infrastrukturprojekts und kann die Entwicklungs- und/oder die Bauphase des Projekts beinhalten. Die wesentlichen Akteure sind Bauunternehmen, Ingenieurbüros und einige Spezialfonds. Institutionelle Anleger teilen ihrerseits eher die operativen Vermögenswerte an, die als „Brownfield“ bezeichnet werden.

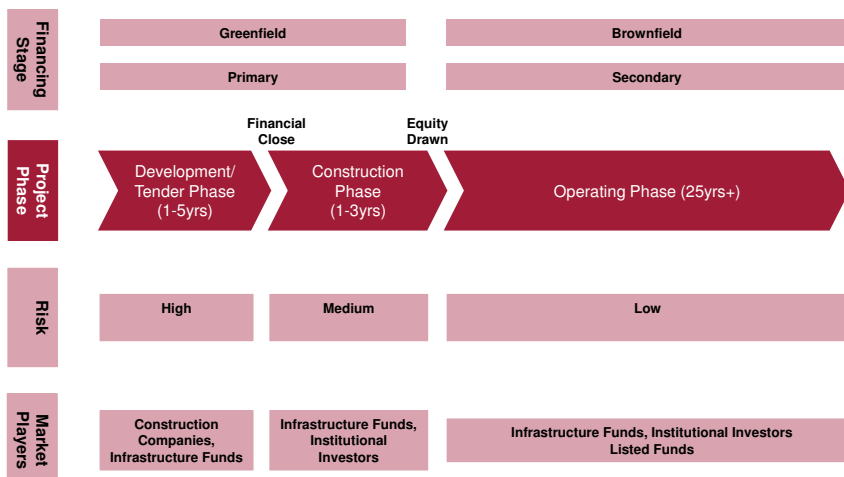
Anlagen im Infrastruktursektor sind mit gewissen Risiken verbunden. Als wichtigste sind (je nach Projekt unterschiedlich ausgeprägt) zu nennen:

- Entwicklungs- und Baurisiken (Kosten, Fristen)
- Operationelle Risiken (hauptsächlich Überschreitungen von Investitions- und Wartungsbudgets)
- Technologische Risiken (Risiko der Produktobsoleszenz durch Innovationen)
- Regulatorische Risiken
- Finanzierungs-/Refinanzierungsrisiken
- Steuer- und politische Risiken
- Wechselkursrisiken

Infrastrukturanlagen sind immer mit einem Risiko verbunden. Die Erfahrung hat gezeigt, dass sich in Krisenzeiten selbst Risiken mit einer relativ geringen Eintrittswahrscheinlichkeit konkretisieren können (z. B. das sinkende Verkehrsaufkommen für die Autobahngesellschaften Spaniens oder in den Vereinigten Staaten). Jedoch können Risiken vermieden (z. B. das Entwicklungsrisiko, indem nur in operative Projekte investiert wird) oder kontrolliert (durch die Strukturierung von Transaktionen, Investitionsdisziplin und Diversifizierungsstrategien) werden.

In Bezug auf das Risiko-Rendite-Profil liegt der Infrastruktursektor zwischen den festverzinslichen Anlagen und Private Equity (siehe Abbildung 2). Bestimmte Vermögenswerte weisen aufgrund der Stabilität und Vorher-

Abbildung 1: Segmentierung der Infrastruktur-Projekte



sehbarkeit ihrer laufenden Erträge Ähnlichkeiten zu festverzinslichen Anlagen auf (die sog. „Core Infrastructure“), während andere durch die höhere Volatilität ihrer Cashflows und die besseren Wachstums- und Wertsteigerungsperspektiven eher Private Equity ähneln („Value Add Infrastructure“).

Der Infrastrukturmarkt und seine Akteure

Die Mehrzahl der Sektoren im Infrastrukturbereich werden aufgrund (i) des Bevölkerungswachstums und der Urbanisierung, (ii) des nationalen und internationalen Warenverkehrs und (iii) des erforderlichen Aufbaus einer Infrastruktur in den Entwicklungsländern und der Erneuerung der Infrastruktur in den Industrieländern in den nächsten Jahren zunehmend Kapitalinvestitionen benötigen.

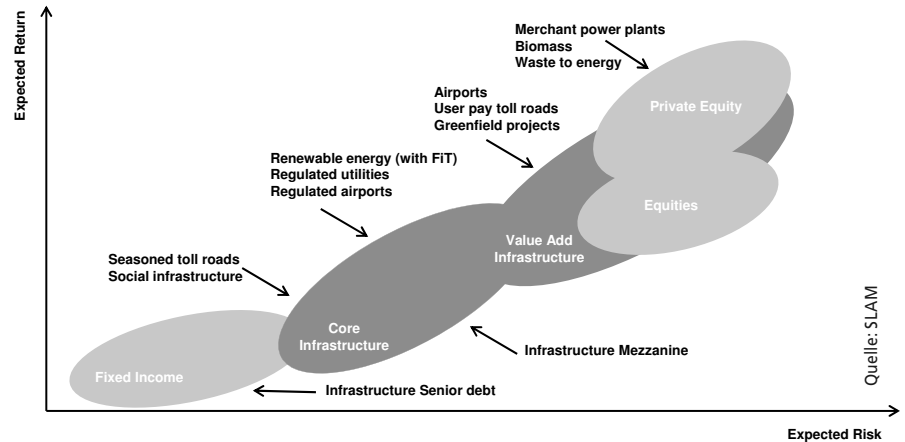
Die OECD schätzt den Gesamtbedarf an neuen jährlichen Investitionen im Infrastrukturbereich bis 2030 auf etwa USD 2 Billionen (siehe Abbildung 3), d. h. insgesamt USD 55-60 Billionen für den Zeitraum von 2013-2030. Europa ist der Markt, der in Zukunft die meisten Gelegenheiten bieten dürfte.

Die jüngsten Entwicklungen in den Industrieländern tragen erheblich zum erhöhten Bedarf an privaten Finanzierungen bei:

- Die Öffnung der Märkte, um den Wettbewerb für die bisherigen Akteure zu erhöhen (insbesondere durch Deregulierung und Unbundling)
- Unternehmen, die weniger wichtige Vermögenswerte verkaufen, um ihre Verschuldung zu reduzieren oder ihr Kapital umzuschichten
- Austerität und beschränkte Neuverschuldungskapazitäten in vielen Industrienationen führt zu Privatisierungen und zunehmend zur Bildung von öffentlich-privaten Partnerschaften
- Förderung erneuerbarer Energien

Historisch gesehen begann die Entwicklung des privaten Infrastrukturmarktes in den 1980er Jahren zunächst in Australien und in Grossbritannien. Gerade in diesen Ländern wurde der Infrastruktursektor rasch als eine

Abbildung 2: Risiko-Rendite-Profil des Infrastruktursektors



eigenständige Vermögensklasse angesehen. Diese beiden Länder waren die ersten, die die öffentlichen Dienstleistungen privatisierten (Versorgungsbetriebe).

Die Hauptakteure im Infrastrukturmarkt lassen sich grundsätzlich in vier Kategorien einteilen:

- Nicht börsennotierte Fonds
- Institutionelle Anleger wie Pensionsfonds oder Versicherungsgesellschaften
- Staatsfonds wie jene aus dem Mittleren Osten oder Südostasien
- Börsennotierte Fonds

Welches sind die Gründe für Investitionen in den Infrastruktursektor?

Aus dem Umfang der Projekte und des privaten Finanzierungsbedarfs, welche die öffentliche Finanzierung ergänzen oder sogar

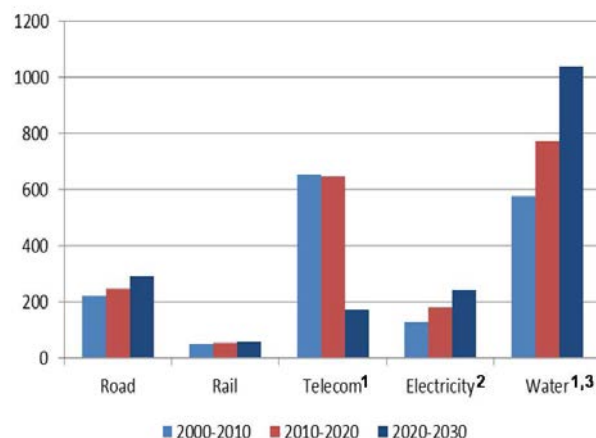
ersetzen sollen, wird ersichtlich, welche grosse Rolle den institutionellen Anlegern zufällt.

Der Infrastrukturbereich weist einige für institutionelle Anleger interessante Merkmale auf:

- Schwache Korrelation zu anderen Anlageklassen
- Geringere Volatilität als Aktien
- Hohe und regelmässige laufende Erträge
- Lange Projektdauer / Cashflows (> 20 Jahre)
- Guter Schutz gegen Abwärtsbewegungen
- Teilweise Schutz vor Inflation
- Sozial verantwortliche Anlagen (erneuerbare Energien usw.)

Die grosse Bandbreite an Untersektoren im Infrastrukturmarkt ermöglicht institutionellen Anlegern im Rahmen ihres Risiko-Rendite-Profiles den Aufbau eines geografischen und

Abbildung 3: Schätzung des Investitionsbedarfs im Infrastruktursektor



1: Schätzungen für die Jahre 2005, 2015 und 2025,

2: nur in den Bereichen Übertragung und Verteilung, 3: nur Mitgliedstaaten der OECD und BRIC-Staaten

Quelle: OECD, Infrastruktur-Investitionen (in Milliarden USD)

hinsichtlich der Vermögenswerte diversifizierten Portfolios. Investoren, die auf der Suche nach Anlagen mit geringem Risiko und einer hohen laufenden Dividendenrendite sind, können in öffentlich-private Partnerschaften investieren und eine jährliche Rendite von 6-9% erzielen (bei einer Fremdverschuldungsquote von ca. 85% und einem Anlagehorizont von 10 Jahren). Investoren, die grössere Risiken eingehen möchten und einen langfristigen Vermögenszuwachs anstreben, können zum Beispiel in nicht regulierte Flughäfen oder in die Energieerzeugung investieren. Die durchschnittlichen jährlichen Renditen werden von Volatilität geprägt sein, aber der interne Ertragsatz kann mit Hebelwirkung bis zu 15% oder 20% erreichen.

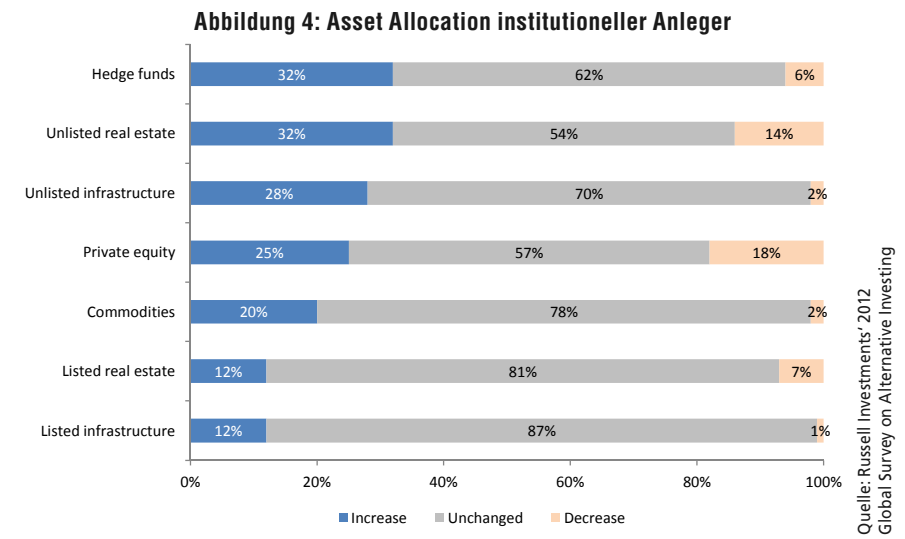
Vor dem Hintergrund der seit 2008 erhöhten Volatilität der börsennotierten Anlageklassen und der niedrigen Zinsen gewinnen Anlagen in nicht börsennotierte Vermögenswerte an Wichtigkeit für institutionelle Anleger. Hierzu gehört der Infrastruktursektor, dessen kurz- und mittelfristigen Prognosen bezüglich der Allokation im Aufwind sind. Auf *Abbildung 4* sind die Veränderungen der Allokation in den letzten ein bis drei Jahren dargestellt.

Anlagemöglichkeiten

Die wichtigsten Anlageformen im Infrastruktursektor sind:

- Direktanlagen
- Anlagen in nicht börsennotierte Fonds,
- Anlagen in börsennotierten Fonds (bestimmte australische und englische Fonds)
- Anlagen in Dachfonds
- Anlagen in börsennotierte Unternehmen

Anlagen in Infrastrukturfonds sind mit einigen Schwierigkeiten verbunden. Erstens besteht angesichts der geringen Erfahrung der meisten Anlageteams (allgemein weniger als 10 Jahre Erfahrung) die Schwierigkeit darin, den geeigneten Vermögensverwalter auszuwählen. Zweitens sind die Verwaltungs- und Performancegebühren relativ hoch was einen negativen Einfluss auf die Renditemöglichkeiten hat. Als letzte Schwierigkeit wäre die Laufzeit der Fonds zu nennen (10 bis 15 Jahre im Allgemeinen), die nicht im Einklang mit der Laufzeit der Vermögens-



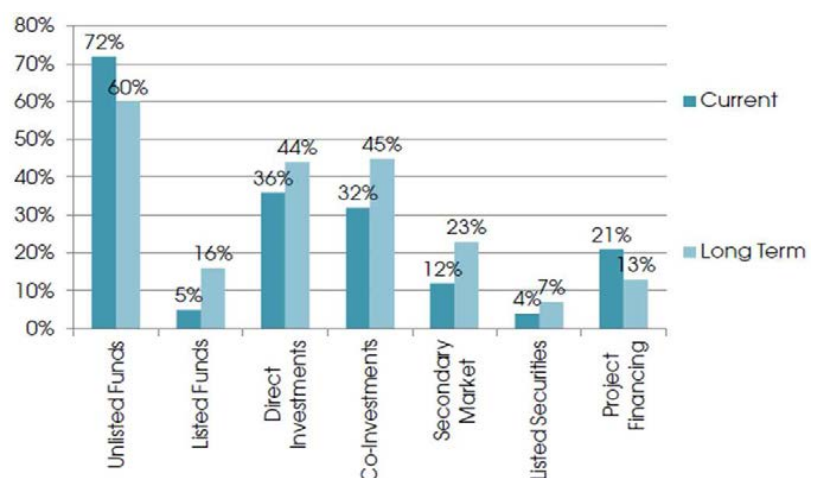
werte (20 bis 25 Jahre für Solaranlagen und Windparks zum Beispiel) und der von den Investoren gewünschten Anlagedauer steht.

Was die börsennotierten Fonds angeht, so sind die Börsen seit 2008 einer hohen Volatilität ausgesetzt und entsprechen nicht den idealen Anlagekriterien der institutionellen Anleger, die auf der Suche nach stabilen und langfristigen Vermögenswerten sind, deren Laufzeit jener ihrer Verbindlichkeiten entspricht. Dazu sind börsennotierte Fonds für wenig liquide Anlageformen wie Infrastrukturanlagen kaum geeignet.

Der Trend bei institutionellen Anlegern geht daher zunehmend in die Richtung von Direct- oder Co-Investments (siehe *Abbildung 5*). Diese Entwicklung wurde von zwei weiteren Faktoren begünstigt: Projekte

von bedeutender Grösse (über EUR 1 Milliarde) erfordern oft ein Konsortium, damit die Investmentfonds und die institutionellen Anleger gemeinsam agieren können. Zudem streben einige institutionelle Anleger bei bestimmten als wenig risikoreich empfundenen Vermögenswerten eine Rendite von unter 10% an, während Investmentfonds aufgrund ihrer Kostenstruktur auf diesem Renditeniveau nicht konkurrenzfähig sind. Solche Direktanlagen bringen zudem nicht nur einen Kostenvorteil, sondern erleichtern dem Anleger auch die Risikosteuerung seines Portfolios. Die Identifizierung, Ausführung und Verwaltung der Anlagen in dieser Anlageklasse erfordern jedoch internes Know-how und setzen einen bestimmten Mindestanlagebetrag sowie eine bestimmte Grösse des Investmentteams voraus.

Abbildung 5: Anlagestrategie der institutionellen Anleger



Fallstudie: Amprion

2011 erstand eine Gruppe aus institutionellen Anlegern 74,9% die von RWE gehaltenen Anteile an Amprion. Amprion ist einer der vier deutschen Betreiber von elektrischen Übertragungsnetzen. Das Unternehmen unterhält und betreibt das wichtigste Höchstspannungsnetz (11 000 km). Das Netz bedeckt etwa 73 100 km² und reicht vom Norden Deutschlands (Niedersachsen) bis an die Grenze zur Schweiz und zu Österreich. Amprion ist ein reguliertes Anlageinstrument, das es Anlegern ermöglicht, einen Ziel-Kapitalertrag zu erreichen.

Diese Transaktion ist ein Beispiel der jüngsten Entwicklungen am Infrastrukturmarkt:

- Unbundling
- Nicht strategische Vermögenswerte, welche von den Akteuren auf der Suche nach Liquidität verkauft wurden
- Direkte Anlagen institutioneller Anleger, die auf der Suche nach langfristigen Anlagen mit laufenden Erträgen sind

Abschliessend lässt sich festhalten, dass der Infrastruktursektor für institutionelle Anleger eine vielversprechende Alternative darstellt.

Es kommt darauf an, die effizienteste Implementierung in dieser attraktiven Anlageklasse zu finden. Aus diesem Grund hat Swiss Life sich dafür entschieden, einen Fonds aufzulegen, der grösstenteils als Direktanleger Anlagen im Bereich der „Core Infrastructure“ anstrebt. Dieser Fonds steht auch Drittanlegern offen, die eine Anlage an der Seite von Swiss Life anstreben. ■

Quellen:
Preqin, 2012 Newsletters
OECD Publications, Infrastructure to 2030

Af2i (Association Française des Investisseurs Institutionnels) und J.P. Morgan Asset Management, "Guide des Investissements en Infrastructures"

Russells Investments, 2012 Global Survey on Alternative Investing



Dialogue IV - André Tommasini

Quo vadis Confoederatio Helvetica?



von
Patrice Gautry
Chef Wirtschaftler

Union Bancaire Privée, UBP SA

Wie sieht die Zukunft eines Landes aus, das weder über Rohstoffe noch einen Meereszugang verfügt, von hohen Bergen umringt ist und wenig Wohnraum besitzt? „Nicht gerade rosig, so ein Land würde entweder in Vergessenheit geraten oder von einem anderen Land verschluckt werden,“ so oder ähnlich würde ein Marsmensch auf Besuch urteilen. Doch die Schweizer würden nur müde lächeln, denn das Alpenland hat einiges zu bieten.

Die Schweiz hat das Geheimnis aus dem Stein der Weisen gelüftet und Stein in Gold, historische und geografische Hindernisse in nachhaltige Vorzüge verwandelt. Diese Begabung und ihre Anpassungsfähigkeit erlaubten es ihr wiederholt, Kriege und Finanzkrisen unbeschadet zu überstehen. Wird sie also auch die Herausforderungen am Horizont 2030-2050 meistern?

Neutralität und politische Unabhängigkeit gestalten Gesellschaft und Wirtschaftsmodell

Um das Bild der Schweiz in den nächsten fünfzig Jahren zu zeichnen, müssen wir gewissermassen ihre DNA entschlüsseln. Die Schweizer Neutralität war eine wichtige Entscheidung, die nicht nur die Weichen ihrer politischen Geschichte stellte, sondern auch ihr Wirtschaftsmodell bestimmte. Sie ging aus den blutigen Kriegen ihrer frühesten Entstehungsgeschichte (1515) hervor und brachte zuerst den Kantonen und dann dem ganzen Land seine Unabhängigkeit. Dadurch erfreute sich die Schweiz längerer Friedenszeiten als ihre streitsüchtigen Nachbarn, weshalb sie sich mit allen Eigenschaften eines modernen Staates hervortat. Die Neutralität ist aber nicht einfach ein nettes Spielzeug, sondern wurde in den Haager Abkommen über Rechte und

Pflichten der Neutralen von 1907 genau definiert. Sie beeinflusste ihre Haltung während der letzten Konflikte in Europa und bestimmt ihre Auslands- und Handelspolitik.

Die Prinzipien der Neutralität und Unabhängigkeit haben den Sonderstatus der Schweiz unter den anderen Nationen begründet. Sie etablierten auch ihr Image und ihren Ruf als politische Vermittlerin, als zentralen Ort des Meinungs- und Ideenaustausches, als Symbol der Solidarität und Weltoffenheit, alles Eigenschaften, die ihre wirtschaftliche Erfolgsgeschichte massgeblich beeinflussen.

Ihr geschichtlicher Hintergrund hat den Charakter der Schweizerinnen und Schweizer geprägt und die Kardinaltugenden hervorgebracht, die dafür sorgen, dass sie einen harmonischeren Umgang mit ihren Wirtschaftspartnern pflegen. Als solche seien an dieser Stelle Präzision, Zuverlässigkeit, Diskretion, Ressourcenschutz, Qualitätsstreben und Traditionsbewusstsein genannt. Auf Staatsebene fliessen sie in eine ausgewogene und massvolle Führung ein, in die Suche nach Konsens und sozialer Kohäsion, Stabilität und Sicherheit. Unserem Marsmenschen auf Besuch würde die Schweiz wie eine kitschige Touristenbrochure vorkommen, doch wäre er ein gewiefter Geschäftsmann würde er die grundlegenden Eigenschaften ihres Humankapitals erkennen, das Fundament des Reichtums jeder Nation.

Ein starker Player in der Weltwirtschaft

Neutralität und Unabhängigkeit bedeuten nicht Abschottung. Die Schweiz praktiziert genau das Gegenteil. Ihre Neutralität motiviert sie zur Zusammenarbeit mit allen Ländern und internationalen Organisationen, obwohl sie einigen vor erst vor kurzem bei-

trat (1963 dem Europarat, 1992 dem IWF und der Weltbank, in 2002 der Uno). Aufgrund ihres kleinen Binnenmarktes mussten sie sehr schnell jenseits ihrer Grenzen nach Konjunkturtrieben suchen, weshalb der Aussenhandel eine wichtige Stellung einnimmt. Ihr Entscheid, sich von Wirtschafts- und Finanzzonen fernzuhalten, zwingt sie zum Abschluss bilateraler Handelsabkommen, um den internationalen Vertrieb von Schweizer Produkten zu gewährleisten. Die jüngsten Freihandelsabkommen mit China und Australien sind sinnbildlich für ihren Willen, auf der Weltbühne mitzumischen.

Die helvetische Effizienz steht regelmässig im Rampenlicht, denn das kleine Land schafft es als Musterschüler regelmässig auf die vorderen Plätzen internationaler Ranglisten. Die Charakteristika der Schweizer DNA werden gut benotet und beruhen auf Kriterien, die ihren Niederschlag in ihrer Geschichte und ihrem Humankapital finden. Laut WEF und Global Benchmark Report ist die Schweiz in Bezug auf Infrastrukturen, wirtschaftliche Rahmenbedingungen, Innovation, Flexibilität des Arbeitsmarktes, Entwicklung und Komplexität von Industrieprozessen weltweit die Nummer 1. Diese Berichte betonen auch die moderate Besteuerung, die niedrige Inflation, ihre stabilen Finanzen und engen Beziehungen zur Weltwirtschaft.

Die Schweiz nutzt ihre Erfolge für ihre künftige Expansion

Angesichts der vorgenannten Talente ist es kein Wunder, dass sich die Schweizer Wirtschaft im Gleichschritt mit der globalen Wirtschaftstätigkeit entwickelt. 2013 und 2014 dürfte sie ein kräftigeres Wachstum ausweisen, was nur Gutes für ihre künftige internationale Rolle verheisst.

In 2012 fiel das Wachstum mit Hilfe des einheimischen Konsums widerstandsfähiger aus, weil dieser dank einer moderaten Arbeitslosenrate und hoher Zuwanderung die rückläufigen Exporte kompensierte. In der Industrie herrscht wieder Optimismus, der in 2014 für einen BIP-Zuwachs von mehr als 1.5% sorgen dürfte. Dies liegt unter den 5% aus der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg, übertrifft aber dennoch den Wert der Jahre 1991-1997 bzw. die für die Eurozone prognostizierte Zahl.

Die Ausfuhren dürften allmählich wieder als Konjunkturmotor fungieren. Die Eurozone findet langsam aus der Rezession heraus. Die Frühindikatoren der globalen Nachfrage nach Schweizer Produkten stehen auf grün, während die Nachteile des gegenüber dem Euro überteuerten Schweizer Franken abklingen. Der erwartete Exportaufschwung dürfte auch aus anderen Sektoren als den krisenfesten Branchen Pharma und Uhrenindustrie entspringen.

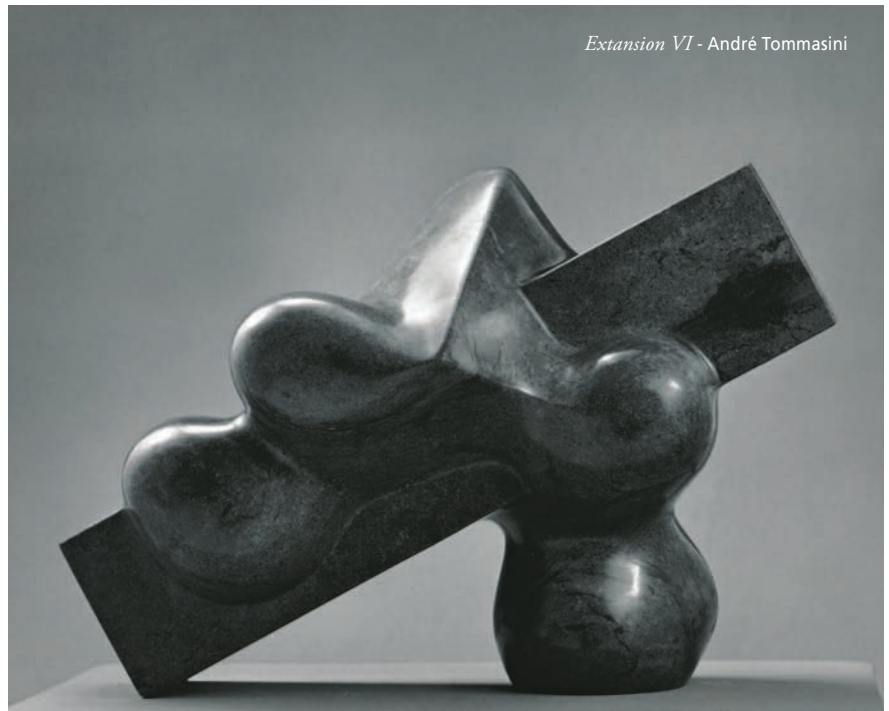
Die von den Schweizer Behörden für die Jahre 2012-2015 implementierte Wirtschaftspolitik widerspiegelt ihr Bestreben, ein unternehmerfreundliches Klima aufrechtzuerhalten. Vorrang hat dabei die Suche nach Produktivitätssteigerungen durch eine verstärkte Öffnung der einheimischen Wirtschaft. Angestrebt werden eine höhere Beschäftigungsquote und, unter Beibehaltung günstiger Steuerbedingungen, Reformen in den Sparten Gesundheit, Energie, Infrastruktur und Transport.

Der wiederholt bekräftigte Wille, für eine ausgeglichene Staatskasse zu sorgen, erfordert eine ausgabenfokussierte Strategie und zusätzliche Reformen. Der Schwerpunkt auf Ausbildung, Forschung und Innovation und der geplante Ausstieg aus der Atomkraft zwingen zu Einsparungen in bestimmten Sektoren sowie zur Umstrukturierung des Rentensystems.

Die Schweiz verfügt über eine starke Identität, die als Reaktion auf die politische und wirtschaftliche Entwicklung in ihren Nachbarländern entstanden ist. Künftig wird sie sich in Wechselwirkung mit der globalen Lage wandeln, aber weiterhin Nutzen aus ihren Vorzügen ziehen.

Schwerpunkt der Weltwirtschaft verlagert sich nach Osten

Seit dem Jahrtausendwechsel versuchen zahlreiche internationale Institutionen durch Studien die Weltwirtschaft der Zukunft vorauszusagen. Ihren Projektionen liegen ähnliche Ansätze zugrunde: der steigende Anteil der aktiven Bevölkerung in jedem Land, der Ausbildungsgrad seiner Arbeitskräfte, die Entwicklung seines Humankapitals, die Kapitalbestände im eigentlichen Sinne und die durch technischen Fortschritt



Extansion VI - André Tommasini

ermöglichten Produktivitätssteigerungen. Diese Kriterien sind dieselben, dank denen sich die Schweiz regelmässig auf den vorderen Plätzen internationaler Ranglisten wiederfindet. Sie sind von grundlegender Bedeutung, um auch in den Jahren 2030-2050 im globalen Wettlauf mitzuhalten.

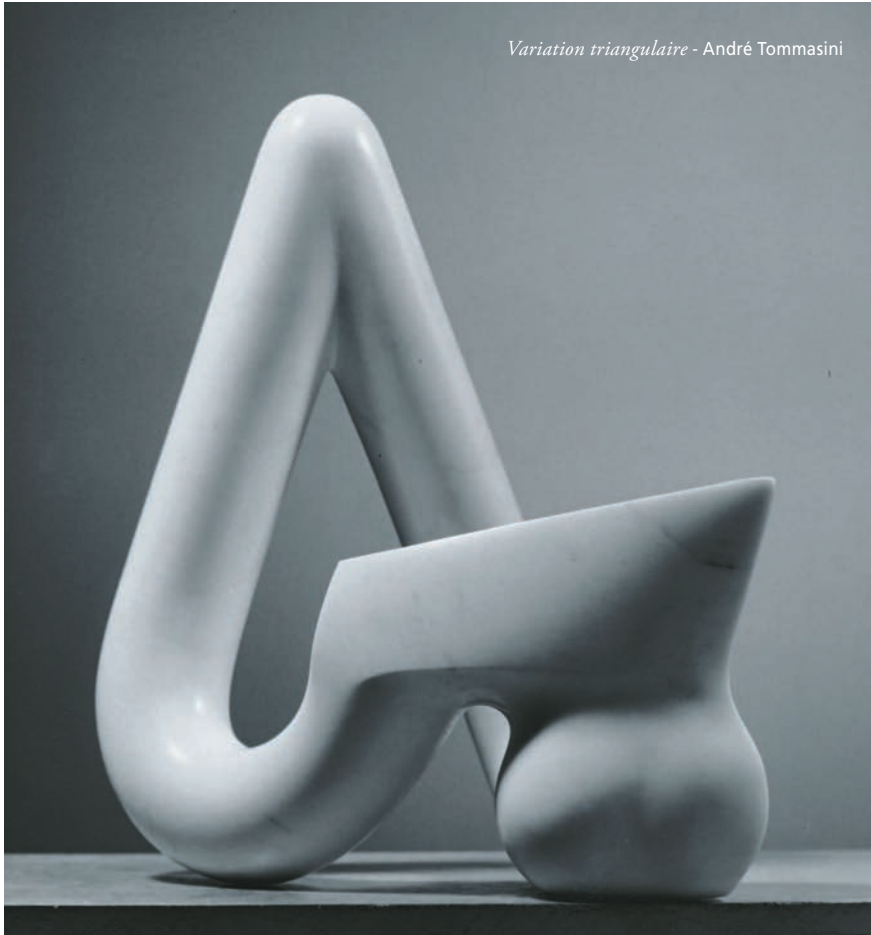
Die Ergebnisse sämtlicher Studien zeigen eine Verlagerung des Schwerpunkts der Weltwirtschaft nach Osten an. In Bezug auf die Grösse der Volkswirtschaften dürften die Schwellenländer in 2050 die Industriestaaten überflügeln. In 2017 dürfte Chinas BIP auf der Grundlage der Kaufkraftparität stärker wachsen als das amerikanische, während China, Indien und Brasilien bis 2050 neben den USA zu globalen Grossmächten aufsteigen dürften. Europas Volkswirtschaften würden dagegen hinter Platz zehn zurückfallen. Länder wie Nigeria, Indonesien und Vietnam, die heute weit hinten liegen, würden kräftig aufholen und es unter die ersten zwanzig schaffen. Diese Rangliste widerspiegelt die unterschiedliche Wachstumsentwicklung zwischen Schwellen- (4% oder mehr pro Jahr) und Industrieländern (2% oder weniger) sowie die erwartete Aufwertung ihrer Währungen.

Diese bereits wahrnehmbaren Entwicklungen dürften zu einem rasant steigenden Massenkonsum führen, den die Entstehung einer breiten Mittelschicht in den führenden

und rapide wachsenden Volkswirtschaften befeuern würde. Daraus ergeben sich neue Absatzmärkte; die Exporte der Industrienationen dürften markant zulegen, möglicherweise sogar stärker als ihr BIP. Die westlichen Gesellschaften beteiligen sich bereits am Wettrennen um neue Marktanteile.

Industrieländer wie die Schweiz sollten folgende Branchen fördern: Vertrieb, grosse Konsummarken, Unternehmens- und Finanzdienstleistungen, Gesundheit, Ausbildung sowie Industriesektoren mit hoher Mehrwertgenerierung. Doch sollten Schweizer Unternehmen ihren einheimischen Markt nicht links liegen lassen. Aus den oben genannten Studien geht auch hervor, dass der BIP-Zuwachs pro Kopf der Industrieländer trotz allem eine Länge voraus sein wird. Dieser wird in 2050 in China oder Brasilien gerade den Wert in den USA aus dem Jahr 2011 erreichen. Deshalb sind Länder wie die Schweiz für Nischenprodukte, die sich an sehr zahlkräftige Kunden richten, interessant. Ohne Zweifel werden sich international ausgerichtete Grosskonzerne aus Schwellenländern künftig mehr und mehr für den helvetischen Markt interessieren und einheimische Unternehmen konkurrenzieren.

Der Schweizer Aussenhandel dürfte tiefgreifende Umwälzungen durchlaufen, weil die Exporte in die Schwellenländer schneller

Variation triangulaire - André Tommasini

wachsen werden als die Ausfuhren in die Industrieländer. Der Exportanteil dürfte daher auf 50% des BIP zulegen, verglichen mit 36% im Jahr 2011. Der Anteil der Schwellenländer am globalen Handelsaustausch dürfte von 21% auf 45% hochschnellen und auf Kosten von Europa erfolgen, dessen Anteil von 55% in 2012 auf 25% sinken dürfte (mit einem erheblichen Rückgang Deutschlands). Auch das Gewicht der USA würde sich von 11% auf 5% zurückbilden. Im Hinblick auf die einzelnen Sektoren dürften Chemie und Pharma (bereits 40% der Exporte in 2012), Präzisionsinstrumente und Uhrenindustrie (22%), Maschinen und Elektronik (16.5%) auf Kosten der Textilbranche und Landwirtschaft anziehen.

Weltbevölkerung: immer mehr, immer ältere Menschen

Laut dem Entwicklungsprogramm der Vereinten Nationen (UNDP) wird die Welt im Jahr 2050 infolge der stark steigenden Weltbevölkerung mit 9.6 Milliarden Personen (gegenüber 7.2 Milliarden in 2012) völlig anders aussehen. Indien würde mit 1.6

Milliarden Einwohnern China schon in 2028 übertreffen. Parallel dazu wird die Weltbevölkerung kontinuierlich altern; so wird das Medianalter von 29 Jahren in 2012 auf 41 Jahre in 2050 steigen. In Nigeria und der Türkei wird der hohe Anteil Jugendlicher die Gewichtung des Landes in der Weltwirtschaft anheben, während Chinas Bevölkerung ab 2020 unweigerlich altern wird. Die Industrieländer werden nach wie vor ein bescheidenes Bevölkerungswachstum verzeichnen, doch die Zahl der über 65-jährigen wird sich um 65% erhöhen (auf 33% der Bevölkerung), während sich der Anteil der über 80-jährigen verdoppeln wird, in der Schweiz auf 10%. In Japan wird diese Altersklasse 16% der Bevölkerung ausmachen, in Deutschland und Italien 14%.

Der Alterungsprozess wurde lange Zeit mit Krankheit und Abhängigkeit gleichgesetzt. Die längere Lebensdauer erhöht die Zahl der aktiven Rentner, die ihrerseits zu Konsumenten neuer Produkte und Dienstleistungen werden. Obwohl die Schweiz mit ihren 8-10 Millionen Einwohnern (7.9 in 2012) kaum ein globales Schwergewicht sein

kann, so ist ihren Produkten und ihrem Know-how eine schöne Zukunft beschieden, ob in Medizin, Technologie, Forschung, im Medizintourismus, der Wellnessbranche oder neuen Lebensmitteln. Im Hinblick auf neue Konsumgewohnheiten und Bedürfnisse werden die Industrieländer den Schwellenländern eine Länge voraus sein, weil ihre Bevölkerungen früher gealtert sind.

Das Zeitalter der Riesenmetropolen

Die Weltbevölkerung wird sich verdichten und in gigantischen Städten leben. Die Schwellenländer werden eine verstärkte Urbanisierung erfahren und ihre Grossstädte zu Riesenmetropolen werden. Über 60% der Weltbevölkerung wird in der Stadt wohnen weshalb sich die Zahl der Städte mit mehr als 10 Millionen Einwohnern im Zeitraum 1995-2025 verdoppeln wird. In 2025 werden die 600 grössten Städte 65% des globalen Reichtums hervorbringen. Damit einhergehen werden astronomische Bedürfnisse und ein radikaler Wandel der Konsumgewohnheiten der Städter.

Die Schweiz dürfte mit ihrer vergleichsweise niedrigeren Bevölkerungsdichte von diesen Phänomenen wenig getroffen werden. Dennoch wird auch hier der Wohnraum knapper ausfallen und sich Infrastrukturen wie öffentlicher Verkehr weiterentwickeln müssen, während Bevölkerung und Wirtschaftstätigkeit bereits auf die drei grossen Einzugsgebiete Zürich, Basel und Genfersee konzentriert sind. Diese Metropolisierung kann für Schweizer Unternehmen starke Impulse schaffen, namentlich im Hinblick auf den Ausbau der Infrastrukturen, des Transports, der Kommunikationsmittel, der Wasser- und Energieversorgung, aber auch in Bezug auf die Nachfrage nach einer neuen, umweltschonenden Architektur.

Die Welt wandelt sich und mit ihr die Finanzwelt

Im Fahrwasser der rapiden Expansion der Schwellenländer mutiert auch die Banken- und Finanzwelt. In 2030 dürften diese Länder 50% der globalen Kapitalbestände horten, heute sind es 30%. In Anbetracht des künftig beachtlichen Bedarfs nach Infrastrukturen, der Entwicklung neuer Dienstleistungen

sowie der Finanzierung der Renten und Gesundheitskosten, wird sich die Finanzwelt von Grund auf verändern und neue Bestimmungen zur Regulierung der Geldströme hervorrufen. Finanzdienstleistungen dürften sich ausdehnen und komplexer werden, während die Finanzmärkte infolge der Emission öffentlicher Schuldtitel zur Finanzierung der oben genannten Entwicklungen wachsen werden. Auch die Verwaltung der privaten Ersparnisse dürfte, z. B. in Asien, kräftige Fortschritte machen. Nach dem wirtschaftlichen Boom dürfte die Dienstleistungs- und Finanzindustrie ebenfalls eine Expansion verzeichnen und mehr Grosskonzerne hervorbringen, aber auch höhere Systemrisiken.

Dieser Wandel wird die beiden Schweizer Grossbanken vor grosse Herausforderungen stellen. Ein Bericht des IVF bescheinigte aber beiden Instituten noch Restrisiken und betonte die Notwendigkeit einer Stärkung ihrer Eigenmittel sowie eines Abbaus ihrer Fremdfinanzierung. Angesichts der oben erläuterten Perspektiven gehört eine Bankenreform nach dem Konzept „too big to fail“ zu den obersten Prioritäten der Schweiz.

In der Finanzarena der Zukunft müssen sich die Schweizer Privatbanken neuen Herausforderungen und u. a. der Konkurrenz aus Hongkong und Singapur stellen. Der Beruf des Privatbankiers ist aber nicht vom Aussterben bedroht, denn die Notwendigkeit, sich gegen geopolitische Spannungen, Inflation oder Konfiskationsrisiken abzusichern wird, nachdem sie die Expansion Europas vorantrieb, ihren Niederschlag in den Schwellenländern finden.

Die Schweiz wird sich einer multipolarisierten Welt gegenüber sehen, die von mehreren Grossmächten beherrscht wird. Dank ihrer Rolle im internationalen Handel und ihrer Befähigung, ein hohes Mass an Wettbewerbsfähigkeit aufrechtzuerhalten, dürfte ihre Integration nicht allzu schwer ausfallen. Das Wettrennen in der Innovation und die herausragende Ausbildung ihrer Arbeitskräfte sind fundamentale Eigenschaften, die verhindern, dass die Schweiz ins Abseits gedrängt wird. Um ihren Wohlstand zu sichern, hat sie sich für die Wissensgesellschaft entschieden.

Welches Gewicht ist schweizerischen Wertschriften einzuräumen?

Dank der Annahme der Schuldenbremse konnten die öffentlichen Finanzen noch vor der Krise von 2008 saniert werden. So blieb die helvetische Staatsschuld im Vergleich zu anderen europäischen Staaten mit 45% des BIP in 2012 niedrig. Diese konsequente Haushaltsführung wird fortgesetzt werden und es der Schweiz ermöglichen, sich von den drei führenden Volkswirtschaften zu unterscheiden, deren Budget nicht gerade beispielhaft gehandhabt wird. Schweizerische Staatsanleihen dürften daher Seltenheitswert erlangen und entsprechend mit einer Prämie belohnt werden. Wachsende Infrastrukturausgaben, der Ausbau der öffentlichen Transportmittel, die Schaffung neuer Wohnräume und die Kosten im Zusammenhang mit dem Umweltschutz dürften auf mittlere Sicht die öffentliche Hand vor neue Herausforderungen stellen. Die damit einhergehenden Kosten könnten die Finanzierungskapazität des Staats übersteigen und Partnerschaften mit Privatakteuren auf den Plan rufen.

Schweizer Aktien sind international! Die gegenwärtigen Umwälzungen veranlassen die Investoren, Unternehmen zu bevorzugen, die Wohlstand schaffen, Ideen- oder Forschungsförderung betreiben und deren Geschäftsleitung eine Globalisierung ihrer Präsenz anstrebt. Solche Unternehmen haben das Zeug zum Leader, ob in Nischenmärkten, im Konsum oder in Hightech-Branchen und, warum nicht, auch in defensiven Sparten. Ihnen gemeinsam ist eine breite Streuung der Geschäftstätigkeit sowie die Annäherung der Produktionsprozesse an den Standort ihrer Endkunden, weshalb sie in schwierigen Zeiten besser fahren. Es handelt sich um rentable Unternehmen mit einer soliden Bilanz und niedriger Verschuldung, hohen Margen und einer starken „Pricing Power“, die allfällige Schwankungen des Schweizer Franken abzufedern erlaubt. Deshalb sind internationale Leader „made in Switzerland“ attraktiv.

Könnte der Schweizer Franken zu einem „barbarischen Relikt“ werden? Im September 2011 führte die Schweizerische Nationalbank (SNB) einen Mindestkurs von 1.20 zum Euro ein, um die Aufwertung des Frankens

und eine Deflation zu verhindern. Sie erklärte sich sogar dazu bereit, Frankendepots zu besteuern oder Kapitalflüsse zu regulieren, um jeglichen Anstieg zu vermeiden. Durch diese Intervention häufte die SNB beachtliche Reserven an, allen voran in Euro (48% des Gesamtbestandes). Sobald die Eurozone aus der Krise herausgefunden hat, wird der Schweizer Franken seinen Rückzug antreten. Im gleichen Zug werden sich die Reserven und die Bilanz der SNB zurückbilden, wobei sich letzteres negativ auf die Geldmenge auswirken könnte.

Die Zukunft des Schweizer Franken unterscheidet sich vom Schicksal des US- oder kanadischen Dollars, da diese rohstoffgekopelte Währungen sind. Die Hypothesen, die dazu führten, dass eine Verwässerung des Frankens im Euro verhindert wurde, gelten immer noch und begünstigen seine Unabhängigkeit. Da die Schweiz für ihre gute Finanzverwaltung und ihr günstiges politisches Umfeld renommier ist, erlangte der Schweizer Franken den Status einer stabilen Währung und könnte wieder als Fluchtwert fungieren.

Schweizer Wertschriften sollten daher in keinem Portfolio fehlen. Die Schweiz ist ein offenes Fenster auf eine sich konstant wandelnde Welt. Ihre Befähigung, sich fortlaufenden Veränderungen anzupassen, wird ihr auch weiterhin eine wichtige Rolle zuteilen. Dennoch bestehen Risiken im Zusammenhang mit der Versorgung mit Rohstoffen, Lebensmitteln und Wasser sowie im Umweltschutz. Auch sollten die Regierungsträger darüber wachen, dass der soziale Zusammenhalt und die sprachliche und kulturelle Vielfalt erhalten bleiben. ■

Die Finanz: Ursache oder Wirkung des Wachstums?



von

Michel Girardin

Professor an der Universität Lausanne

Bilden das Geld, der Kredit als dessen Korrelat und allgemeiner die Finanz den Ausgangspunkt des Wirtschaftswachstums, oder leiten sie sich nur aus diesem ab? Noch heute beschäftigt diese Frage die Wirtschaftswissenschaftler, seit Joseph Schumpeter 1911 dazu Stellung bezog. Die Klassiker der Volkswirtschaftslehre hatten die Auffassung vertreten, dass das Geld nur ein neutraler Schleier sei; Veränderungen der Geldmenge würden sich nicht auf die Realwirtschaft, sondern nur auf die Preise auswirken. Für Schumpeter war das Geld das „Öl im Getriebe der Konjunkturzyklen“. Doch vom Schmiermittel bis zum Sandkorn ist es nur ein kleiner Schritt, wie die Finanzkrise 2008 verdeutlichte. Geld und Kredit können die Wirtschaft gefährden und bedürfen daher eines fest abgesteckten Rahmens.

Geld: ein neutraler Schleier ...

Klassische und neoklassische Ökonomen, wie John Stuart Mill oder Léon Walras, sahen im

Geld, und infolgedessen dem Kredit, nur einen „neutralen Schleier“, der über den Transaktionen liegt. Eine Erhöhung der im Umlauf befindlichen Geldmenge würde mit Sicherheit nicht die Nachfrage der Haushalte stimulieren oder die Produktion ankurbeln. Allein das Preisniveau würde davon beeinflusst. Kein Wachstum durch Geldpolitik - sondern nur Inflation? Da wird verständlich, warum der berühmte Wirtschaftswissenschaftler Léon Walras, der eine Professur in Lausanne innehatte, das Geld in seinen Vorlesungen zwischen 1870 und 1892 erst gar nicht erwähnte. Ihm verdanken wir das Allgemeine Gleichgewichtsmodell, in dem er Geld und Kredit nur eine Statistenrolle einräumte. Trotzdem wird die „Lausanner Schule“ Ende des 19. Jahrhunderts dank des französischen Wirtschaftsexperten zur wichtigsten internationalen Referenz auf dem Gebiet der Wirtschaft. Für den Österreicher Joseph Schumpeter, eine weitere herausragende Persönlichkeit in Politik und Wirtschaft, war Léon Walras „der grösste aller Ökonomen“.

Schumpeter selber war nicht gerade für seine Bescheidenheit bekannt. Drei Ziele hatte er sich gesetzt: der beste Liebhaber, der hervorragendste Reiter und natürlich der bedeutendste Ökonom der Welt zu werden. Allerdings wissen wir nicht, wie er dabei die Prioritäten festlegte. Bis zum Ende seines Lebens blieb das Rätsel ungelöst, denn er gab im Alter zu, nur zwei seiner drei Ziele erreicht zu haben, ohne jedoch genauer anzugeben, welche ...

Aber da hervorragende Wirtschaftsexperten bekanntlich stets auch gute Liebhaber sind, galt es genau genommen, nur zwei Ziele zu erreichen, so dass wir dem ehrgeizigen Mann posthum die volle Punktzahl zugestehen können ...

... Öl im Getriebe der „schöpferischen Zerstörung“?

Mit Schumpeter finden Geld und Kredit endlich die ihnen gebührende Anerkennung. Sie sind nicht mehr neutral, sondern werden zur Triebkraft des Wachstums. Es sind die Innovationen, oder genauer gesagt, das „scharenweise Auftreten von Innovationen“, die den Wandel einleiten. Der Österreicher ist davon überzeugt: Eine wichtige Innovation kommt nie allein. Sie zieht zahlreiche Imitationen und neu kombinierte Produktionsfaktoren nach sich, so dass ein wahrer Fortschritt erzielt wird.

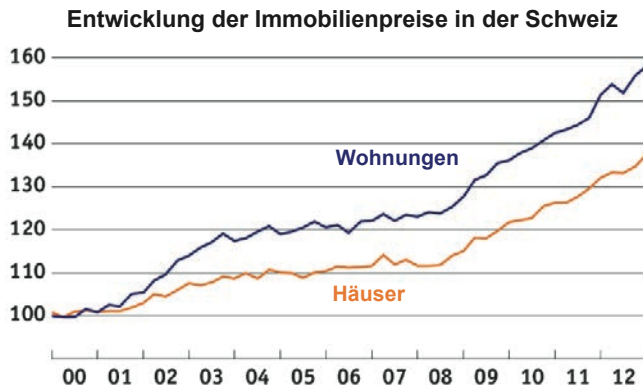
Die „schöpferische Zerstörung“: Dieser von dem österreichischen Ökonomen geprägte Begriff - für den er sicherlich mit dem Nobelpreis ausgezeichnet worden wäre, hätte es diesen damals schon gegeben - bezieht sich auf den Innovationsschub durch neue Kombinationen, die anstelle der bisherigen Innovationen treten und welche die Konsum- und Investitionsgewohnheiten der Haushalte und Unternehmen grundlegend aus der vertrauten Ordnung bringen.

Die Dynamik der schöpferischen Zerstörung ist das für den Kapitalismus wesentliche Faktum. Die Innovationen zerstören unaufhörlich die alte Strukturen und schaffen unablässig neue. Doch ohne Kredit würden diese Innovationen nie in die Praxis umgesetzt: Kapital und Kredit spielen im Wirtschaftszyklus eine zentrale Rolle. Das wurde schon von dem Manne beschrieben, der sich hohe Ziele gesetzt hatte.

Nuage I - André Tommasini



Gibt es eine Immobilienblase in der Schweiz?



Zu verstehen, dass Kapital und Kredit im Mittelpunkt des Wirtschaftswachstums stehen, heisst aber längst noch nicht, dass man die Geheimnisse der Vermögensverwaltung durchdrungen hat. Joseph Schumpeter, nach dem Ersten Weltkrieg kurzzeitig Finanzminister, leitete vier Jahre die Wiener Privatbank Biedermann & Co. Doch er erlebte eine bittere Enttäuschung: 1924 meldete die Bank Konkurs an.

Der beste Ökonom der Welt macht darum nicht viel Aufhebens. Und dies aus gutem Grund: Er ist zutiefst davon überzeugt, dass die Innovation - und somit das zur ihrer Finanzierung nötige Kapital - sowohl Wachstum als auch Krisen nach sich zieht. Letztere sind demzufolge unvermeidbar und fester Bestandteil des Kapitalismus. Schumpeter stimmt hier teilweise mit Karl Marx überein, der ebenfalls die Ansicht vertrat, dass Krisen der kapitalistischen Produktionsweise inhärent sind. Während Marx sie allerdings als das Ende eines

Prozesses betrachtet - und es mit seiner berühmten Allegorie vom „Kapitalismus, der sich sein eigenes Grab schaufelt“ auf den Punkt bringt - ist die Krise für Joseph Schumpeter notwendig und im Prozess der wirtschaftlichen Dynamik heilsam. Sie ist letztendlich Bestandteil des Wirtschaftswachstums, genau wie die durch die neuen Kombinationen hervorgerufene schöpferische Zerstörung.

Die klassischen Ökonomen sahen keinen kausalen Zusammenhang zwischen Geld und Wachstum. Schumpeter zeigt nicht nur das Vorhandensein, sondern auch die Richtung dieser Kausalität auf. Dabei verfügt der österreichische Wirtschaftswissenschaftler noch nicht über die erforderlichen ökonometrischen Mittel, um mit Sicherheit sagen zu können, ob das Geld - und insofern auch der Kredit und die Finanz - das Wachstum beeinflusst, oder ob das Wachstum es dem Finanzsektor ermöglicht, seinen Aktionsradius zu definieren. Erst mit den von Clive

W.J. Granger in den 70er Jahren entwickelten ökonometrischen Methoden wird der Beweis erbracht, dass die Kausalität vom Geld hin zum Wachstum wirkt. Die Intuition des galanten Reiters war also richtig.

... Oder doch ein Sandkorn?

Es lohnt sich, in den Schriften von Schumpeter nachzulesen, und sei es nur aus diesem einen Grund: Zu verstehen, dass Krisen unvermeidlich, ja sogar notwendig sind, damit der Konjunkturzyklus neue Wachstumsmöglichkeiten entfaltet.

Doch um welche Krise geht es? Handelt es sich um exzessive Spekulationen auf den Finanzmärkten, die nicht durch Kredite gespeist werden, dann ist die aus dem Platzen der Spekulationsblase resultierende Krise in der Tat heilsam und relativ harmlos. Die Dotcom-Blase Ende der 90er Jahre und ihr Platzen im Jahr 2000 sind dafür ein gutes Beispiel: Die danach ausgebrochene Krise war sicher schmerzhaft, verursachte jedoch keine gravierende Rezession.

Wenn das übermässige Interesse an finanziellen Vermögenswerten mit einer Kreditblase einhergeht, so muss die Überschuldung mittels eines Entschuldungsverfahrens, das noch schmerzhafter ist, korrigiert werden. In diesem Fall ist die Krise zwar notwendig, aber nicht heilsam. Die Zerstörung von Arbeitsplätzen schafft nicht zwingend neue Arbeitsplätze.

Geld und Kredit können auf diese Weise zu Sandkörnern werden, die das Getriebe des Wachstums auf Dauer stören oder sogar irreversibel zerstören. Davon zeugt die Finanzkrise von 2008.

Die Antwort lautet: Ja!

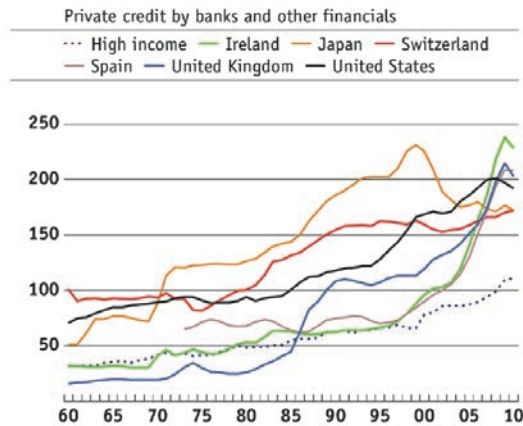
Entwicklung des Verhältnisses von Privatkrediten zum BIP in der Schweiz



Der Schweizer Immobilienmarkt - Die nächste Krise?

Im April hat Jean-Pierre Danthine, Vizepräsident der SNB, in Bezug auf die Kreditentwicklung in der Schweiz eindringlich gewarnt. Der ehemalige Professor der Universität Lausanne fragte, nicht frei von Ironie: „Is the sky the limit?“. Dass die Kreditbäume nicht in den Himmel wachsen, ist eine nicht zu übersehende Tatsache: Würde das Verhältnis von Krediten zum Bruttoinlandsprodukt unendlich wachsen, so

Ein Kredit/BIP-Verhältnis von mehr als 170 %? Problematisch ...



müsste schliesslich das ganze BIP eines Landes für den Schuldendienst eingesetzt werden, was in der Praxis unmöglich ist.

Die Argumentation von Jean-Pierre Danthine lässt sich leicht zusammenfassen: Die starke Zunahme der Immobilienpreise in der Schweiz (50 % höher als der Verbraucherpreisindex in den letzten 12 Jahren) zusammen mit der ebenso spektakulären Zunahme der Kredite (das Kreditvolumen macht inzwischen 170 % des Schweizer BIP aus) sind zwei potentielle Faktoren für eine Instabilität des Finanzsektors. In allen Ländern, in denen das Verhältnis von Kredit und BIP gleich oder höher als in der Schweiz war, hatte das Platzen der Kreditblase schwerwiegende Auswirkungen, wie zum Beispiel in den USA, im Vereinigten Königreich, in Spanien und Irland.

Die übermässige Begeisterung der Schweizer für die Aufnahme von Krediten lässt sich ganz offensichtlich mit ausgeprägt niedrigen kurz- und langfristigen Zinssätzen erklären. Die Gründe, oder genauer gesagt, DER Grund für diese niedrigen Zinsen ist hinlänglich bekannt: Der hohe Aussenwert des Schweizer Franken zwingt die SNB zu einer expansiven Geldpolitik.

Um das Risiko einer weiteren, unheilvollen Aufwertung des Franken zu umgehen, kann die SNB die Zinsen nicht mit dem Ziel anheben, die von ihr erkannte Kreditblase zum Abschwellen bringen zu wollen. Sie muss andere Mittel und Wege finden und so das „Tinbergen-Modell“ beherzigen, das besagt, dass die Zahl der wirtschaftspolitischen Ziele der Zahl der Mittel entsprechen muss.

Der antizyklische Kapitalpuffer, der die Banken verpflichtet, ihre Eigenmittel zwecks Deckung ihres Hypothekengeschäfts aufzustocken, dient genau diesem Zweck, insbesondere, wenn er sich auf Aussagen von Mitgliedern des SNB-Direktoriums stützt, die die Alarmglocke läuten.

Doch das Ziel ist längst nicht erreicht. In der amerikanischen Zentralbank wird eine heftige Debatte darüber geführt, ob makroprudenzielle Massnahmen, wie der antizyklische Kapitalpuffer, jede sich auf dem Kreditmarkt anbahnende Überhitzung eindämmen können. Gewisse Vorstandsmitglieder der US-Notenbank, wie Jeremy Stein, sind davon überzeugt, dass dies allein mit einer Erhöhung der Leitzinsen möglich ist.

Die SNB steckt nun möglicherweise in einem Dilemma. Sie wird sich entscheiden müssen: Will sie entweder eine erneute Aufwertung des schon überbewerteten Franken vermeiden oder aber die Kreditblase so weit wie möglich zum Abschwellen bringen? Die Präventivmassnahme der SNB ist dennoch löblich.

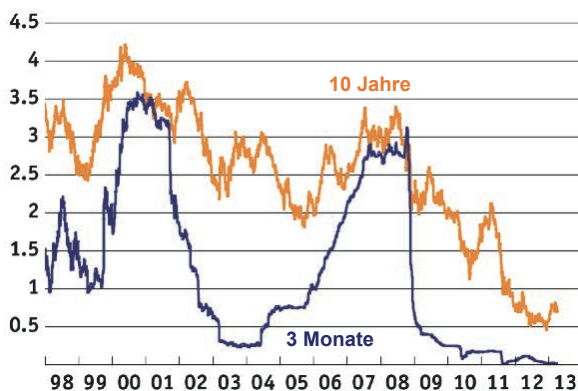
Fazit: Es liegt am lieben Geld

Das Geld, und im weiteren Sinne auch Kredit und Finanz, sind im Hinblick auf das Wirtschaftswachstums eines Landes nicht neutral. Sie bilden den Rahmen und können in Verbindung mit Spekulationsblasen zu Überhitzungen führen, die, sollten sie platzen, schwere Rezessionen bewirken können.

Bis vor Kurzem sträubten sich die Zentralbanken, eventuellen Masslosigkeiten auf den Finanzmärkten entgegen zu treten, und sie argumentierten, dass eine Spekulationsblase erst dann erkennbar sei, wenn sie platzt.

Inzwischen wissen die Zentralbanken, dass auch hier gilt: Vorbeugen ist besser als Heilen. Es ist einfacher, jeglicher Überhitzung des Kredits rechtzeitig Einhalt zu gebieten, anstatt im Nachhinein Geld zu drucken, um die Rezession zu überwinden. Vor diesem Hintergrund obliegt es der Zentralbank, ihr Mandat auszuweiten und sich nicht einzig und allein auf den Kampf gegen die Inflation zu konzentrieren, sondern auch für die Stabilität der Finanzmärkte zu sorgen. ■

Zinssätze in der Schweiz: zu lang, zu niedrig



Impact Investing, ein Motor für eine langzeite Wertschöpfung



von
Guillaume Taylor
Berufsinvestor – nachhaltige Entwicklung

Zusammenfassend wird Impact Investing oft als ein sozialer Akt angesehen, bei dem es sich um einen Kompromiss zwischen dem finanziellen Ertrag und eines soziale Beitrags handelt.

Aber in Wirklichkeit ist Impact Investing viel mehr als nur eine Frage der Deontologie oder Ethik - aber auf keinen Fall handelt es sich darum, den finanziellen Gewinn mit der Schaffung eines positivem sozialen Beitrages in Konkurrenz zu setzten, ganz im Gegenteil.

Wichtigstes Ziel des traditionellen Investors besteht darin, Unternehmen herauszupicken, welche durch die Entwicklung Ihres Geschäftes, den besten Shareholder Value erwirtschaften. Der Impact Investor hat ein ganz ähnliches Ziel, allerdings unterscheiden sich die ausgewählten Unternehmen, die Art der Finanzierung weitgehend.

Der Impact Investor finanziert Unternehmen mit einem Geschäftsmodell, welches Lösungsansätze für konkrete soziale oder ökologische Herausforderungen von mor-

gen vorschlägt. Diese Unternehmen, im Gegenteil zu den meisten anderen, geben sich nicht mit einfachen Verhaltenskodizes von privaten oder öffentlichen Initiativen (die oft als einen zusätzlichen Kostenfaktor angesehen werden) zufrieden, sondern erwägen die Herausforderungen von morgen als eine Möglichkeit für Wachstum. Der Impact Investor antwortet auf einen größeren Paradigmenwechsel, welche die globalen sozialen und ökologischen Aspekte mit sich bringen.

Auch wenn die Praxis schwierig ist, die wahre Messung des Impacts besteht nicht in der einfachen Quantifizierung von geschaffenen Arbeitsplätzen oder der Anzahl der Begünstigten eines Produktes oder einer Dienstleistung. Es geht vielmehr darum, eine ausgewogene Analyse dem zu ermessenden sozialen und ökologischen Beitrages der finanziellen und wirtschaftlichen Analyse untrennbar gleich zu setzten. Es ist auch wichtig, sich nicht nur auf das Unternehmen und seinen positiven Beitrag zu konzentrieren, sondern den Gesamtblick der Wertschöp-

fungskette und der Fähigkeit des Industriesektors zu haben, in der das Unternehmen langfristig wächst und prosperiert.

Bewertung

Der Erfolg eines Investments hängt nicht nur von dem Wachstum des Unternehmens ab, in welches der Investor sein Geld platziert hat. Ein nicht auszuschließender Faktor ist der Wert, dem man einem Unternehmen im Moment der Investition gibt (den Preis einer Aktion, den man bereit ist, zu zahlen). Ein guter Impact Investor integriert also ein ganzes Spektrum in den Analyseprozess ein: zum einen das Unternehmen selbst und zum anderen die sozialen und ökologischen Faktoren, die die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung von morgen bestimmen. Dieser Analyseprozess soll zum Teil Antwort auf die Annahmen geben, dass es sich um einen Ausgleich zwischen finanziellem Ertrag und positivem geschaffenen Beitrag handelt, eine Diskussion die nicht mehr stattfinden sollte.

Zusammenfassung

Das impact investing ist nichts anderes als eine Stellungnahme gegenüber den globalen und langzeitigen Herausforderungen. Gerade Institutionelle Investoren, wie Pensionskassen, könnten dank Ihrer Obligation langfristig zu investieren, von dem langzeitigen Wertschöpfungsgewinn, welches das Impact Investing bietet, profitieren. ■

