PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Investment Consulting

ASIP-Fachtagung

Negativzinsen:
Auswirkungen auf Pensionskassen und Handlungsoptionen

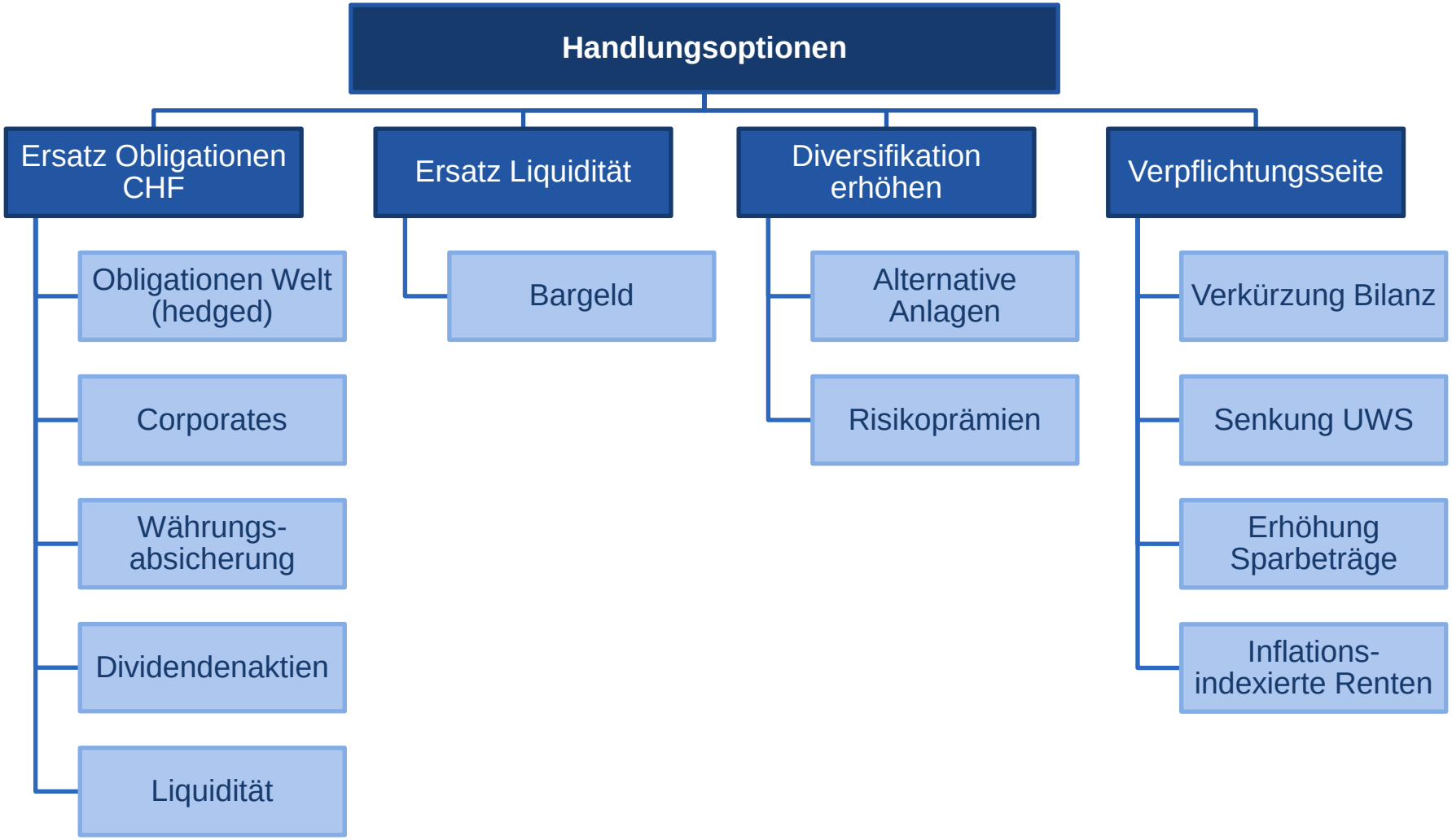
PPCmetrics AG
Dr. Dominique Ammann, Partner

Zürich, 28. Mai 2015

© PPCmetrics AG

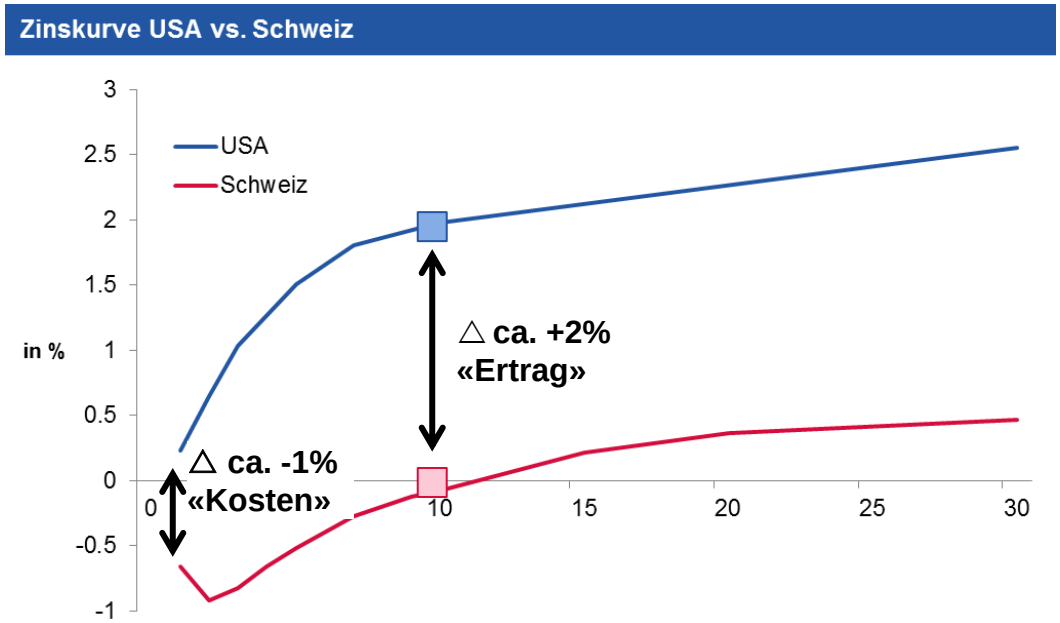
Analyse möglicher Handlungsoptionen aufgrund Schweizer Zinsniveau

Analyse möglicher Handlungsoptionen
Übersicht



© PPCmetrics AG

Alternativen zu Obligationen CHF
Obligationen Welt hedged (1)



- 10-jährige USD-Staatsanleihen haben derzeit eine um rund 2%-Punkte **höhere Rendite** als 10-jährige CHF-Staatsanleihen.
- «Kosten» der Währungsabsicherung: Zinsdifferenz am kurzen Ende der Zinskurve (meistens 1 bis 3 Monate).

Alternativen zu Obligationen CHF
Obligationen Welt hedged (2)

- Aufgrund von **Arbitrageüberlegungen** sollten Zinsunterschiede durch Wechselkursänderungen ausgeglichen werden.
- Auch durch eine Absicherung des Fremdwährungsrisikos können Zinsunterschiede nicht zur systematischen Gewinnerzielung ausgenutzt werden, da die Zinsunterschiede zur Bestimmung des Währungsterminkurses verwendet werden.
- Jedoch beinhaltet die Investition in langfristige Obligationen Welt mit einer Währungsabsicherung mittels kurzfristiger Währungstermingeschäfte **indirekt eine Wette auf die Form der ausländischen Zinskurve**.
  - Entwickeln sich die Zinskurven wie die Forwardkurven, ist eine Rendite analog zu Obligationen CHF zu erwarten.
  - Verändert sich die Zinskurve nur unwesentlich (wesentlich), ist eine höhere (tiefere) Rendite als bei Obligationen CHF zu erwarten.

© PPCmetrics AG

Alternativen zu Obligationen CHF
Corporates

- Eine Erhöhung der Quote für Corporates resp. Unternehmens-anleihen zulasten der Obligationen CHF **erhöht nicht nur die Risiken** der Anlagestrategie, sondern auch die **Überschnei-dungen zu den Aktien**. Dieser Umstand zeigt sich auch eindeutig in den Korrelationen.

Korrelationen der Renditen

Messperiode: 01.01.2007 - 31.03.2015	(1)	(2)	(3)	(4)
(1) SBI AAA-BBB	1.00	0.65	0.72	-0.01
(2) BarCap Global Corporate Bond hedged in CHF	0.65	1.00	0.39	0.30
(3) Citigroup WGBI ex CH hedged in CHF	0.72	0.39	1.00	-0.35
(4) MSCI DM World Net	-0.01	0.30	-0.35	1.00

© PPCmetrics AG

- Dieser Umstand ändert sich auch nicht, wenn eine spezifische Region ausgewählt wird (z.B. Europa).

Währungsabsicherung
Strategische Überlegungen (1)

- Aktuell überlegen gewisse Marktteilnehmer, die **strategische Währungsabsicherung** aufgrund **«hoher Kosten» aufzuheben**.
- Um diesen Punkt zu analysieren, wird zuerst kurz aufgearbeitet, wieso eine strategische Absicherung zweckmässig ist, bevor die aktuellen Kosten analysiert werden.
- Frage beim strategischen Absicherungsentscheid der Währungen: **Wird das Tragen von Währungsrisiken mit einer entsprechenden Prämie abgegolten?**
  - Wenn es eine Prämie für das Währungsrisiko gibt:
    ⇨ Der Renditeaspekt spielt (auch) eine Rolle.
  - Wenn es keine Prämie für das Währungsrisiko gibt:
    ⇨ Nur der Risikoaspekt spielt eine Rolle.

Währungsabsicherung
Strategische Überlegungen (2)

- Die Forschung ist in Bezug auf die **Existenz einer Prämie für Währungsrisiken uneinig**:
  - Die Existenz einer Risikoprämie kann aufgrund verschiedener, z.T. widersprüchlicher Theorien nicht als gesichert angenommen werden.
  - Es besteht eher ein Konsens, dass es **keine Risikoprämie** für Währungen gibt («Free Lunch of Currency Hedging») als umgekehrt.
  - Zudem müssen die Renditeerwartungen symmetrisch sein, d.h., wenn eine positive Renditeerwartung des USD gegenüber dem CHF besteht, ergibt dies eine negative Renditeerwartung des CHF gegenüber dem USD.
- Das Renditeargument kann beim strategischen Absicherungs-entscheid folglich nicht im Vordergrund stehen.

Währungsabsicherung
Strategische Überlegungen (3)

- Aus Risikoüberlegungen könnte eventuell auch nur eine teilweise Absicherung zweckmässig sein, da das Wechselkursrisiko nicht nur eine Risikoquelle, sondern auch eine Möglichkeit zur Diversifikation ist.
- Für einen CHF-Investor mit einem diversifizierten Portfolio deutet die empirische Evidenz aber darauf hin, dass sich das Risiko nach Währungsabsicherung ohne grosse Auswirkungen auf die Rendite stark reduziert.
- Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass der CHF zusammen mit dem USD zu den Reservewährungen gezählt wird. In Krisensituationen gab es historisch jeweils eine Fluchtbewegung in diese Währungen.

▶ **Aus strategischer Sicht ist eine mehrheitliche Absicherung der Fremdwährungen weiterhin zweckmässig.**

Währungsabsicherung
Aktuelle Problematik: Hedgingkosten (1)

- Aktuell könnte aber die aufgezeigte strategische Sichtweise aufgrund «hoher Hedgingkosten» nicht gelten.
  - Als «Hedgingkosten» werden in der Finanzindustrie oftmals nicht die Transaktionskosten wie der Bid-ask-Spread bezeichnet, sondern auch **die Absicherung zu einem tieferen Kurs**.
- Diese Absicherung zu einem tieferen Kurs entsteht bei Währungstermingeschäften **aufgrund der Zinsdifferenz** und ist **nicht als Kostenfaktor zu verstehen**.
- Die Preisbestimmung von Währungstermingeschäften folgt der **Theorie der Zinsparität**, welche zeigt, dass es sich hierbei **nicht um Kosten** handelt.

Währungsabsicherung
Aktuelle Problematik: Hedgingkosten (2)

- Die **Zinsparität** kann folgendermassen zusammengefasst werden:
  - Ein Schweizer Investor, der sein Geld (risikolos) in CHF anlegt, erwirtschaftet die gleiche Rendite …
  - … wie ein Schweizer Investor, der sein Geld in USD wechselt, einen Terminvertag eingeht, um das Währungsrisiko abzusichern. Danach legt er den USD (risikolos) an (und zum Schluss wechselt er mit dem Termingeschäft die USD wieder in CHF).
  - Dies bedeutet im heutigen Umfeld, dass beide Anlagestrategien mit kurz- oder mittelfristigem Anlagehorizont zu gleich hohen negativen Renditen führen, da auch die risikolosen Schweizer Zinssätze negativ sind.

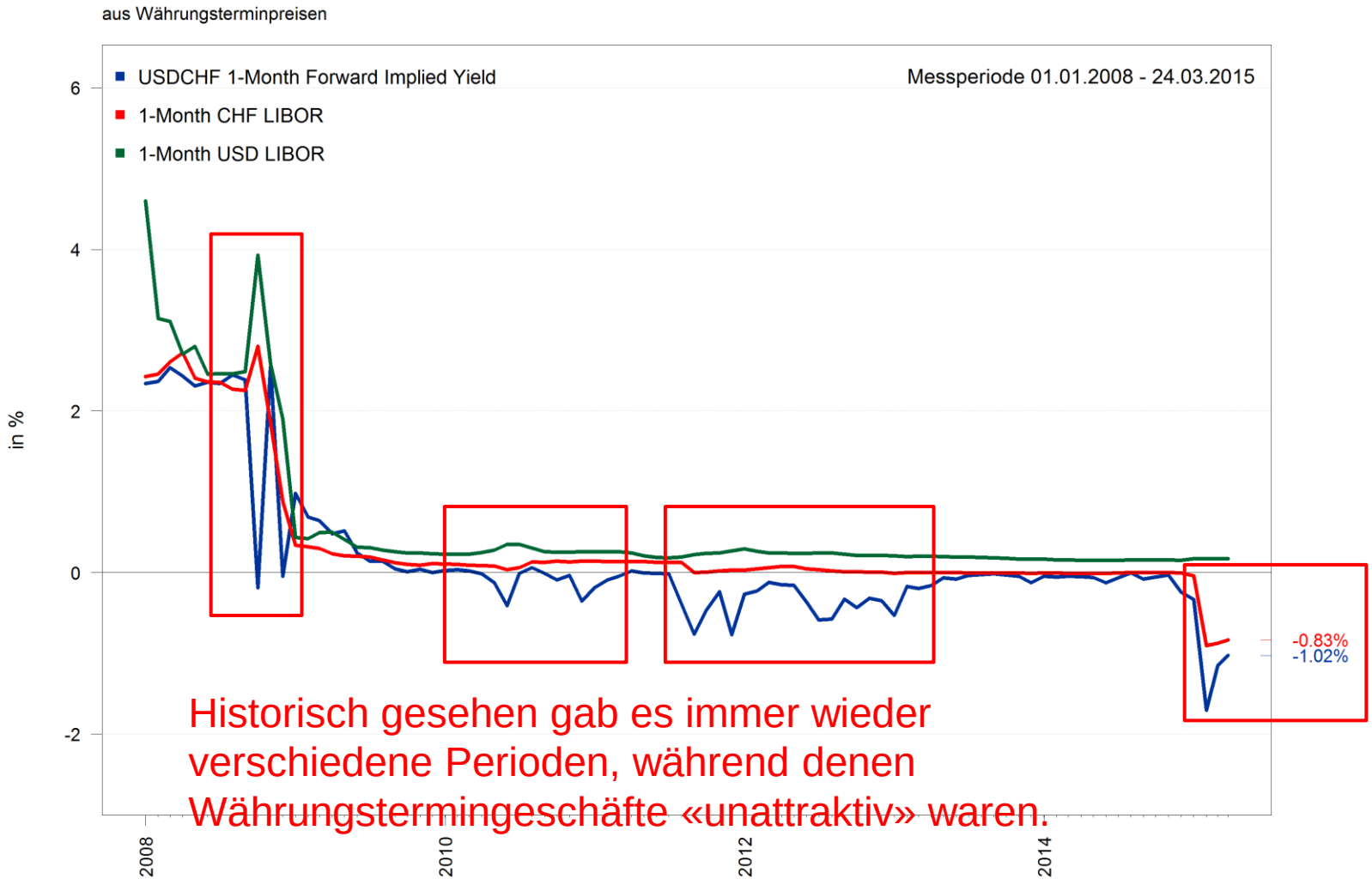
Währungsabsicherung
Aktuelle Problematik: Hedgingkosten (3)

PPCmetrics

- Dieser Umstand gilt per se nicht nur für risikolose Anlagen, sondern auch für andere Anlagekategorien wie Aktien.
- Falls nun der Währungsterminkurs die Rendite dieser zwei vorher beschriebenen Anlagestrategien nicht ausgleicht, würden Arbitragemöglichkeiten bestehen. Da Währungsmärkte sehr viele Teilnehmer haben und generell sehr liquide sind, sollten solche Arbitragemöglichkeiten nur sehr kurzfristig vorkommen.
- Falls der Investor, der sein Geld in USD anlegt, nicht absichert, spekuliert er, dass sich der CHF nicht aufwertet.

- Jedoch waren vor ein paar Wochen die **Währungs-termingeschäfte** zur Absicherung des Schweizer Frankens aufgrund von **fehlender Marktliquidität und potenziellen Markteingriffen der SNB «unattraktiv»**. Die Frage stellt sich nun, ob die Absicherung deswegen aufgehoben werden sollte.

Währungsabsicherung
Aktuelle Problematik: Hedgingkosten (4)



Historisch gesehen gab es immer wieder verschiedene Perioden, während denen Währungstermingeschäfte «unattraktiv» waren.

Währungsabsicherung
Aktuelle Problematik: Hedgingkosten (5)

- Eine «risikofreie» und währungsgesicherte Investition in USD mit einer Laufzeit von einem Monat liefert aktuell eine negative Rendite von -1.02%. Im Vergleich hierzu liefert der 1-Monats CHF LIBOR eine «höhere» Rendite von -0.83%. Zu beachten gilt hier, dass die Sätze unterschiedliche Kreditrisiken beinhalten und deshalb nicht zu 100% vergleichbar sind.
- Solche «Anomalien» waren bereits früher vorhanden (vgl. vorangehende Folie für die verschiedenen Zeiträume). Jedoch wurde dies in diesen Zeiträumen von den Marktteilnehmern nicht diskutiert.
- Aufgrund der Möglichkeit von Arbitragegeschäften sind **solche «Anomalien» nur eine temporäre Erscheinung**.

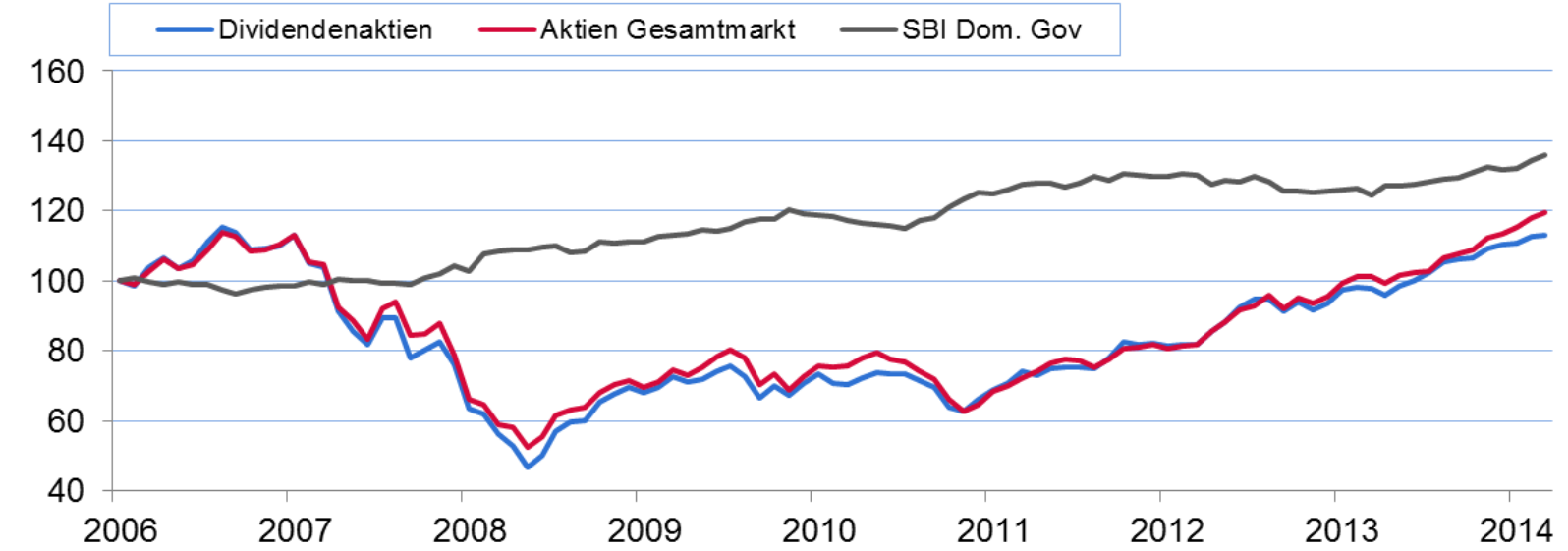
Währungsabsicherung
Aktuelle Problematik: Hedgingkosten (6)

- **Eine kurzfristige Aufhebung der strategischen Währungsabsicherung ist deshalb nicht zu empfehlen.**
- Jedoch könnte eine aktive Bewirtschaftung der Absicherung mittels der Wahl einer Laufzeit bei den Termingeschäften zweckmässig sein, da dadurch die «Hedgingkosten» möglicherweise effektiv reduziert werden können.

Alternativen zu Obligationen CHF
Dividendenaktien

- Insbesondere Dividendenaktien werden oftmals als «Alternative» zu Obligationen angesehen.
- Sie unterscheiden sich langfristig nur geringfügig von anderen Aktienanlagen und eignen sich aufgrund des **höheren Risikos nicht als Ersatz für Obligationen**.

Gesamtrendite in CHF (indexiert)



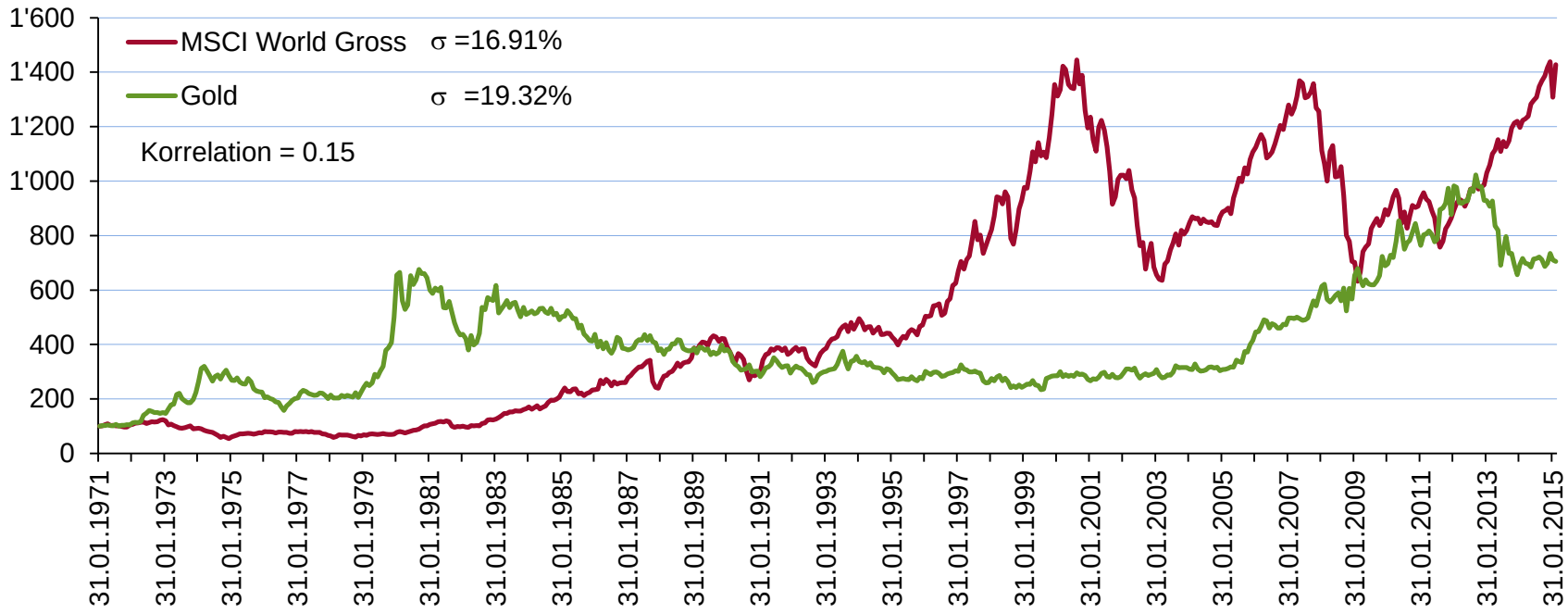
Alternativen zu Obligationen CHF
Gold (1)

- Verschiedene Marktteilnehmer sehen in Gold eine **Versicherung gegen extreme Aktienmarkteinbrüche**.
  ⇨ negative Korrelation zu Aktienmärkten
- Allerdings wird Gold wie andere Edelmetalle auch zur Produktion verwendet. Somit besteht **nur bedingt eine Abkoppelung** von der Realwirtschaft.
- Zudem wäre ein Schutz gegenüber Krisen auch **nicht kostenlos**. Falls Gold wirklich so stark diversifizierend wirkt, wäre gemäss Finanzmarkttheorie auch eine **negative erwartete Rendite denkbar** (=Versicherungsprämie).
- Im Vergleich zu den Obligationen bestehen zusätzlich noch **hohe Schwankungsrisiken**, ähnlich wie bei den Aktien oder anderen Rohstoffen.

Alternativen zu Obligationen CHF
Gold (2)

- Gemäss BVV 2 ist eine **Erweiterungsbegründung** erforderlich, da es sich um eine nicht diversifizierte Anlage innerhalb der Alternativen Anlagen handelt.

Gesamtindex (100 = 31.01.1971)



Alternativen zu Obligationen CHF
Geldmarktfonds

- Die negativen Zinsen führen dazu, dass bei risikoärmeren Geldmarktanlagen negative Renditen zu erwarten sind.
  ⇨ **Positive Rendite nur über Kreditrisiken realisierbar**
- Bei Geldmarktfonds muss aber beachtet werden, dass sie ein hohes Exposure gegenüber **Financials** haben (**Konzentrationsrisiko**).
  - Der starke CHF kann bei international ausgerichteten Banken zu erheblichen Gewinneinbussen führen (Kosten fallen hauptsächlich in CHF an, Erträge hauptsächlich in ausländischen Währungen).
  - Zusätzlich: In welchem Ausmass Bankinstitute Wetten auf ein Fortbestehen des SNB-Mindestkurses gemacht haben, ist zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht vollständig bekannt.

Ersatz zu Liquidität
Bargeld im Schliessfach (1)

- Das neue Regime der **Schweizerischen Nationalbank (SNB)**, für Guthaben von Banken ab einem bestimmten Freibetrag Negativzinsen zu erheben, blieb nicht ohne Folgen.
- Banken haben ihrerseits begonnen, bei ihren Kunden ab einer gewissen Limite **Negativzinsen** («Guthabenkommissionen») zu erheben. Diese Freigrenze bewegt sich je nach Institut zwischen CHF 100'000 und CHF 100 Mio. und ist zudem von kundenspezifischen Faktoren abhängig.
- In einem solchen Umfeld überrascht das Interesse an der Bargeldhaltung in einem **Schliessfach** nicht, da die jährlichen **Mietgebühren** zwischen einigen Hundert und wenigen Tausend Franken liegen.
- Beispielsweise beanspruchen CHF 100 Mio. in Tausendernoten ein Volumen von rund 140 Litern.

© PPCmetrics AG

Ersatz zu Liquidität
Bargeld im Schliessfach (2)

- Da der Vermieter von Schliessfächern nur für Schäden aufgrund einer Verletzung der geschäftsüblichen Sorgfaltspflicht haftet, ist eine separate **Versicherung der Wertgegenstände** empfehlenswert.
- Die **operationellen Risiken** für eine Liquiditätsbewirtschaftung mittels Schliessfach gehen über die Lagerung hinaus und beinhalten auch klare und sichere Abläufe für die Einliefe-rungen, Bezüge und den Transport von grossen Geldbeträgen.
- Falls erste Pensionskassen mit der Bargeldhaltung in Schliess-fächern beginnen, sind zudem **gesetzliche Vorgaben** (BVV 2) zum sicheren Umgang mit Bargeld zu erwarten.
- Zudem ist unklar, wie lange die SNB mit Blick auf die Finanz-marktstabilität diese Praxis der Banknotenhortung dulden wird.

Diversifikation erhöhen
Alternative Anlagen (1)

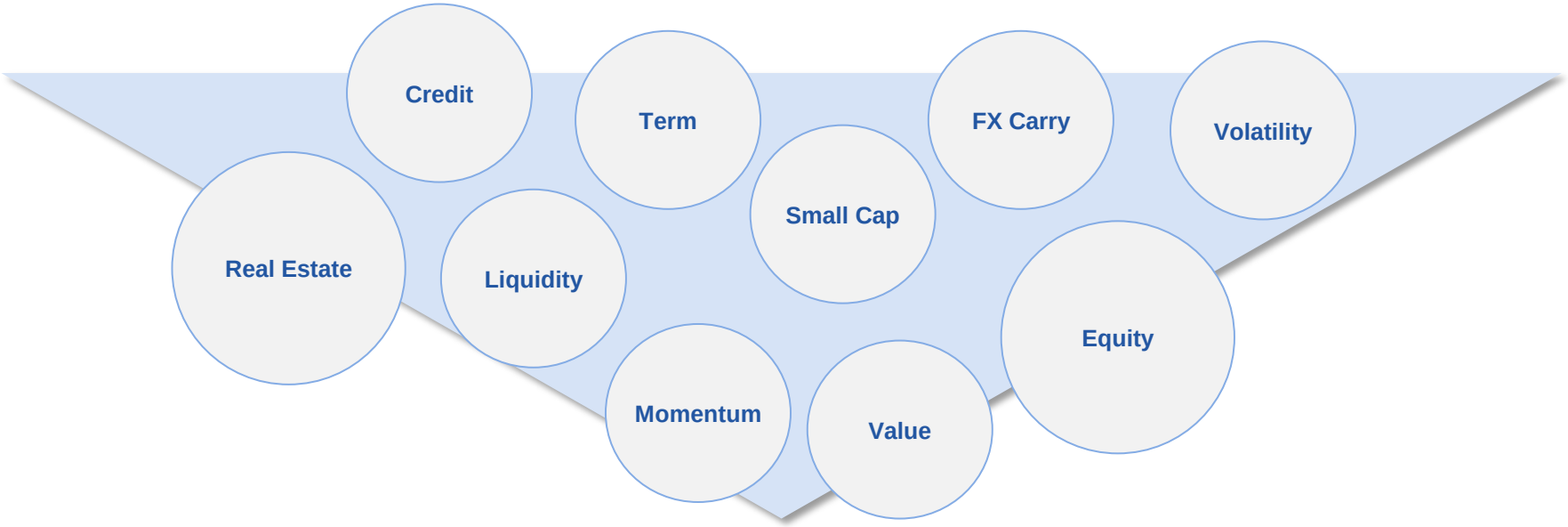
- David F. Swensen, Chief Investment Officer des Yale Endowment Funds, argumentiert, dass eine **breite Diversifikation** über verschiedene Anlagen, v.a. **Alternative Anlagen**, zweckmässig ist.
- Die Diversifikation zu erhöhen ist durchaus sinnvoll, da aus einer **Asset-only-Sicht** potenziell die **Obligationenquote CHF reduziert** werden kann, ohne die Risiken zu erhöhen. Unter Einbezug der Verpflichtungen ist ein solches Vorgehen **auch bei Negativzinsen nicht zwingend sinnvoll**.
- **Obligationen CHF**, insbesondere Schweizer Eidgenossen, sind nämlich die einzige Anlageklasse, die sich zum **«Liability Hedging» eignet**.

© PPCmetrics AG

Diversifikation erhöhen
Alternative Anlagen (2)

- Wenn nun der **Anteil Obligationen CHF reduziert** wird, kann sich **das Risiko aus der Gesamtoptik** einer Pensionskasse trotz Reduktion der Risiken auf der Anlageseite **erhöhen**.
  - Dies gilt insbesondere bei möglichen Zinsreduktionen, welche den Wert der Verpflichtungen erhöhen. Obwohl solche Szenarien im Moment eher unwahrscheinlich sind, können sie trotzdem eintreffen, resp. die Situation kann sich schnell ändern. Etwas abgeschwächt gilt das Argument auch für gleichbleibende Zinsen.
- Zudem beinhalten verschiedene Anlagen ähnliche Risiken, weshalb die Auswahl dieser Alternativen Anlagen mit Bedacht erfolgen soll.
  - z.B. Illiquiditätsrisiken bei Private Equity, Senior Secured Loans, Infrastruktur, Microfinance etc.

Diversifikation erhöhen
Risikoprämien (1)



- Analog zur Diversifikation über Alternative Anlagen kann auch über «**Faktor- und Strategieprämien**» diversifiziert werden, resp. können die Anlageklassen dementsprechend gewählt werden.

Diversifikation erhöhen
Risikoprämien (2)

- Dabei besteht aber gegenüber Alternativen Anlagen der Vorteil, dass **Redundanzen hinsichtlich ähnlicher Risikoexponierungen** vermieden werden können.
  - Falls beispielsweise bereits ein Global Small Cap Aktienmandat besteht, ist der Nutzen von Private Equity Investments weniger eindeutig, da es bereits ein Exposure gegenüber Illiquiditätsprämien und Small Cap Prämien gibt. Allenfalls sind es aber andere Grössenordnungen (d.h. illiquider und noch kleinere Firmen).
  - Analog besteht eine Verwandtschaft hinsichtlich Risikoprämien zwischen High Yield Bonds und Senior Secured Loans.
- Trotzdem ist eine Reduktion der Obligationen CHF **aus ALM-Sicht sorgfältig abzuwägen**.

Verpflichtungsseite
Bilanzkürzung: Beispiel

- Frühzeitiges Begleichen von Forderungen anstelle von Cash halten (= Bilanzkürzung).
- **Renten** könnten **vorschüssig** bezahlt werden, auch für mehrere Monate.
- Problem: Administrativer Aufwand bei der Rückforderung, falls Rentner stirbt.
- Möglicherweise kompensieren aber die negativen Zinsen die Sterblichkeiten und die vorschüssige Zahlung lohnt sich sogar, wenn auf eine Rückforderung verzichtet wird.

Verpflichtungsseite
Weitere, eher generelle Massnahmen

- **Erhöhung der Spargutschriften (inkl. Senkung Umwandlungssatz)**
  - Wirkt vor allem für jüngere Versicherte, die Sparprozess noch weitgehend vor sich haben.
- **Erhöhung Rückstrittsalter (bzw. Möglichkeit Weiteranstellung)**
  - Natürliche Massnahme bei zunehmender Lebenserwartung
  - Arbeitsmarkt / Flexibilität des Arbeitgebers?
  - Wirkt sofort und kann individuell gesteuert werden
- **Real sinkende Rente mit höherem Anfangsniveau**
  - UWS von 5.6% mit jährlicher Rentenabnahme von 1% entspricht gleicher Belastung wie konstante Rente mit UWS 4.95%.

Kontakt

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

Die PPCmetrics AG (www.ppcmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen (Pensionskassen, Versorgungswerke etc.), gemeinnützige Stiftungen und Family Offices / UHNWI bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.

Videos

Publika-tionen

Website

Tagungen

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**