

ASIP Fachtagung

Anlagestrategien der Zukunft: Optimierungspotenzial nach der Finanzkrise? (Inflation/Deflation)

Dr. Alfred Bühler, Partner
PPCmetrics AG
Financial Consulting, Controlling & Research
www.ppcmetrics.ch

Zürich, 23. September 2009

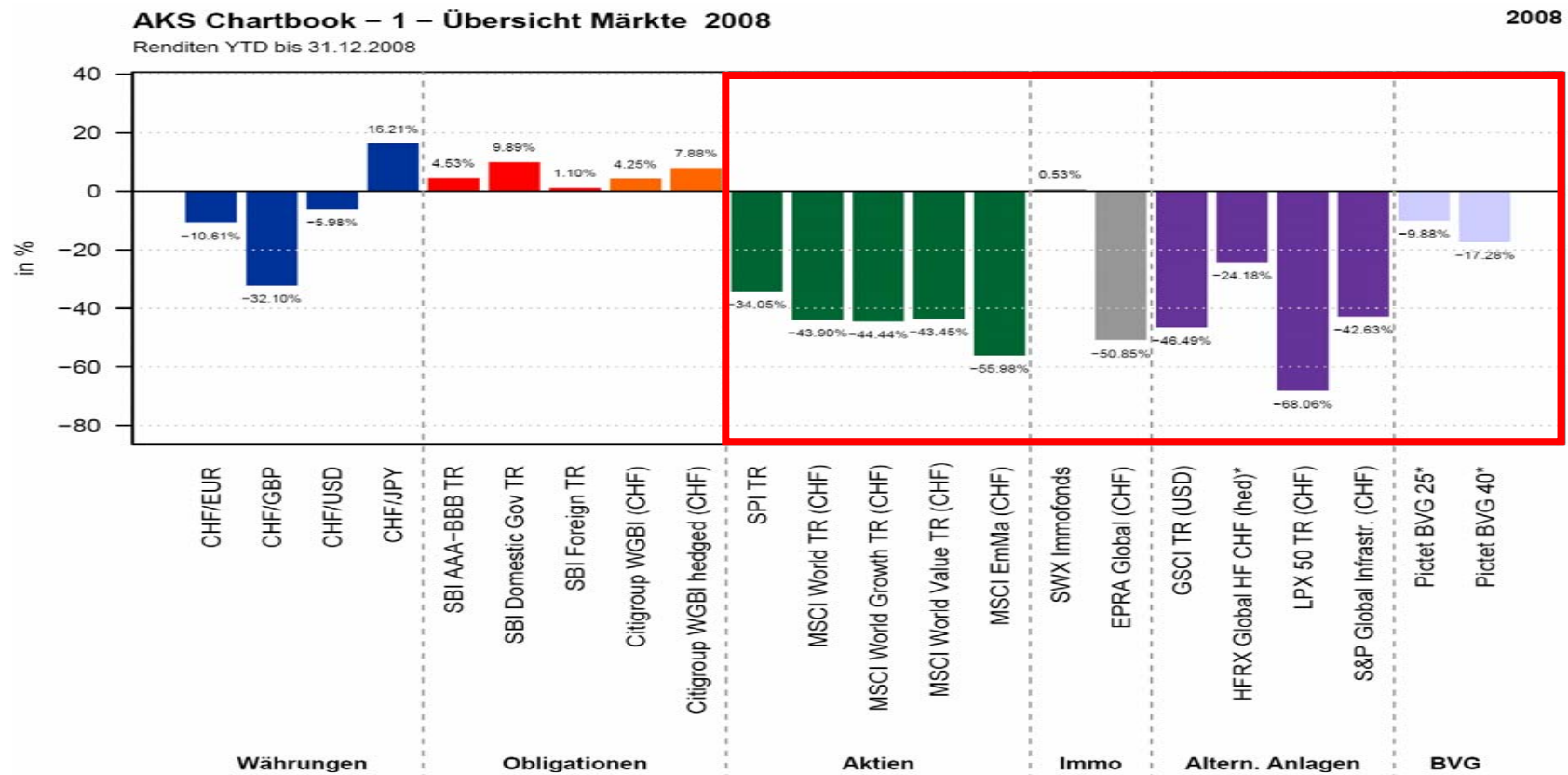
-
- Finanzkrise: Lehren und Herausforderungen 2
 - Funktioniert die Diversifikation noch? 3 - 8
 - Umgang mit Zins- und Inflationsrisiken 9 - 30

Finanzkrise: Lehren und Herausforderungen

- Zentrale Fragestellungen:
 - Funktioniert die Diversifikation noch?
 - Wie soll mit der erhöhten Inflationsunsicherheit umgegangen werden?

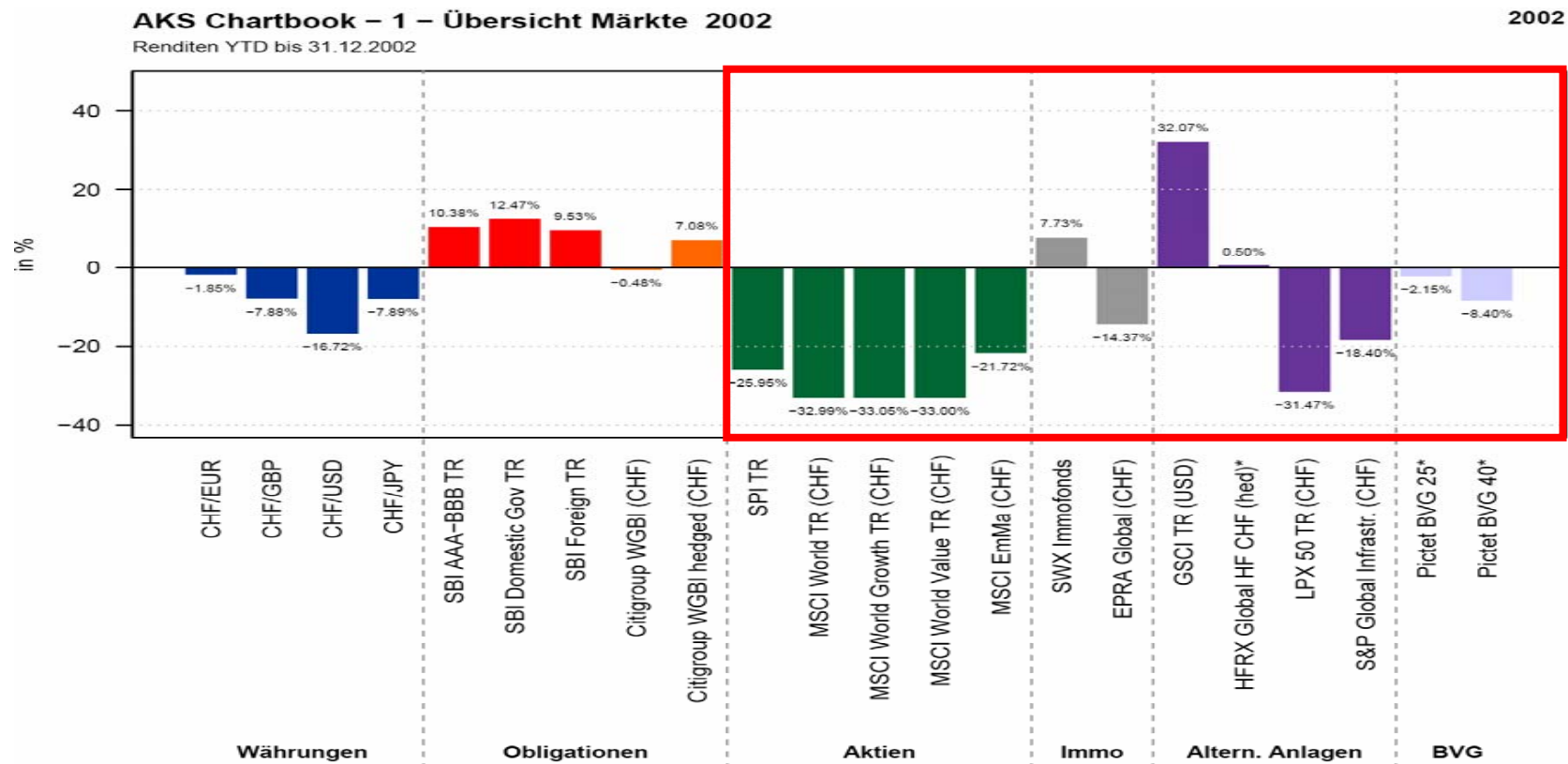
Was unterscheidet das Krisenjahr 2008 vom Krisenjahr 2002? (1)

- Breite Streuung über grosse Anzahl Anlagekategorien hat sich 2008 nicht ausbezahlt!



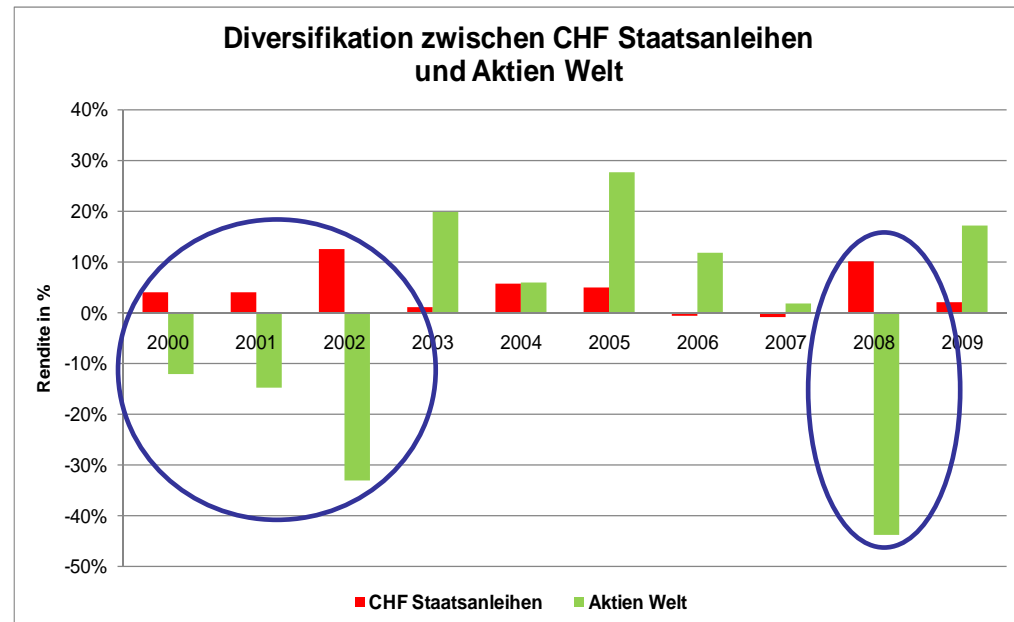
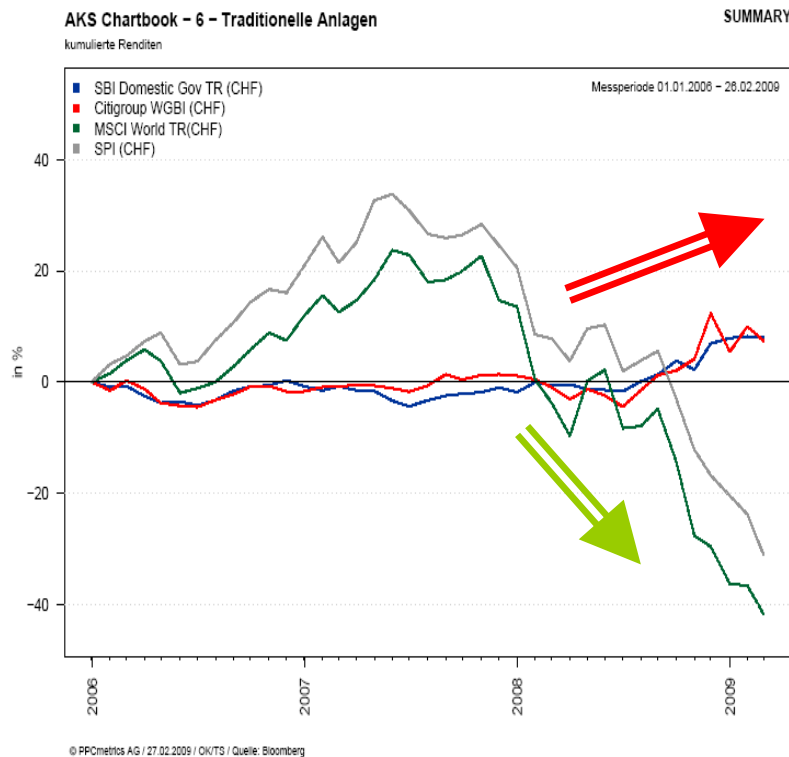
Was unterscheidet das Krisenjahr 2008 vom Krisenjahr 2002? (2)

- Dies im Gegensatz zum Jahr 2002, als insbesondere Commodities und Hedge Funds sich entkoppeln konnten!

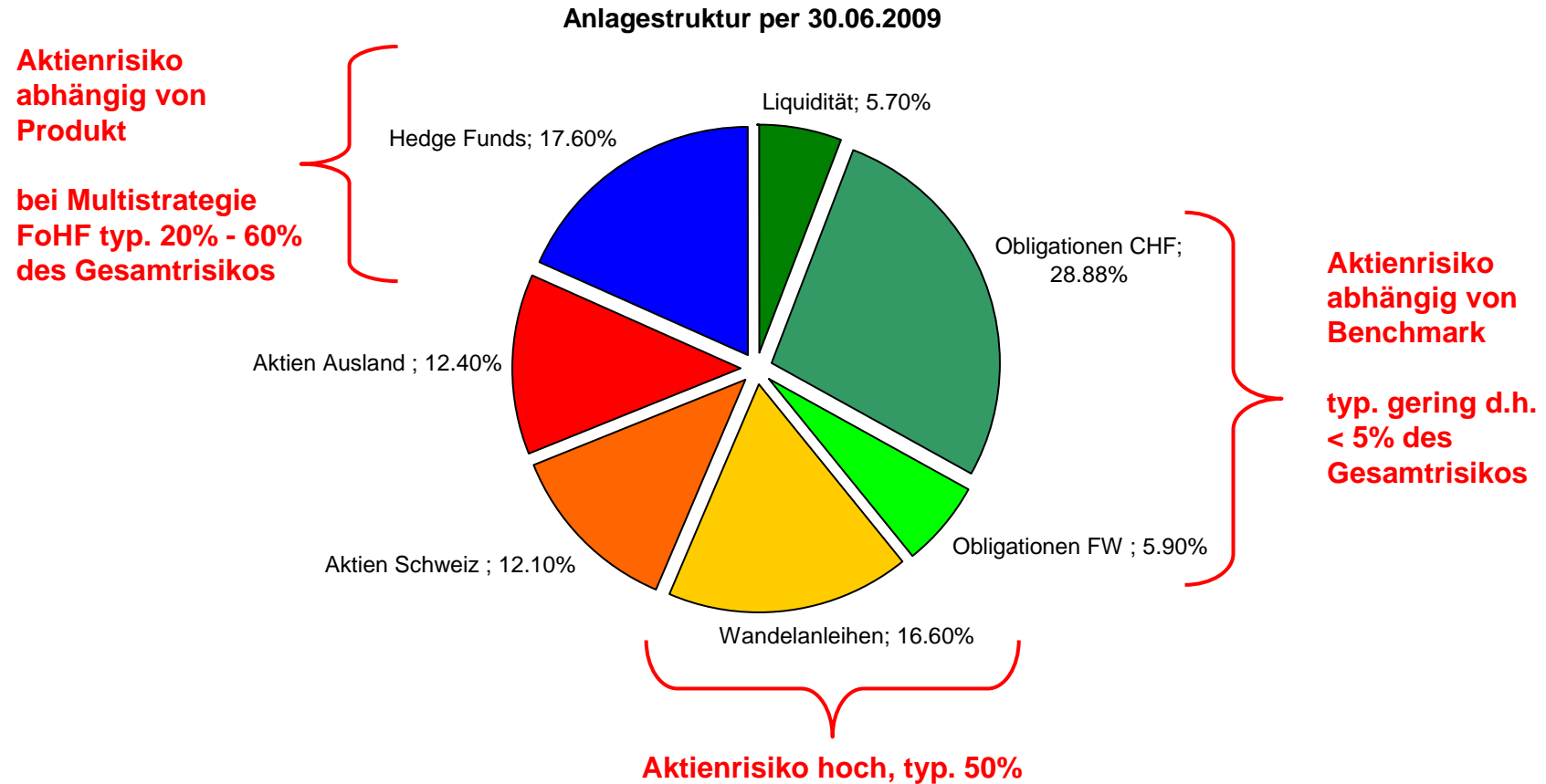


Was unterscheidet das Krisenjahr 2008 vom Krisenjahr 2002? (3)

- Aber:
 Diversifikation zwischen **Zinsrisiken** (Staatsanleihen) und **Aktienmarktrisiken** (Aktien) funktionierte 2002 und 2008!



Wie hoch ist das Aktienrisiko wirklich: Qualitative Überlegungen



- ▶ Effektive Aktienquote: Rund 25%
- ▶ Implizite Aktienquote: **Rund 40%**

- ▶ **Diversifikation** ist auch in Zukunft zentral!
- ▶ Nicht die Anzahl der Anlagekategorien ist entscheidend, sondern dass diese möglichst **unabhängig** sind!
- ▶ Hinterfragen Sie den **Zusatznutzen** sogenannt neuer Anlagekategorien und kennen Sie deren **Zusatzrisiken**!
- ▶ Kennen und überwachen Sie die **primären Risikofaktoren**, welche die Renditen bestimmen!
- ▶ Verlangen Sie **Transparenz und Nachvollziehbarkeit** bei den eingesetzten Produkten!

- Die Finanzkrise und die notwendigen Eingriffe der Regierungen/Notenbanken in den Wirtschaftskreislauf haben eine grosse Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Inflationsentwicklung nach sich gezogen.
- Die aktuellen langfristigen Kapitalmarktzinssätze widerspiegeln die Inflationserwartungen. Inwieweit die tatsächliche Inflationsentwicklung von diesen Erwartungswerten abweichen wird, wird auch von Experten kontrovers diskutiert.
- **Für Pensionskassen stellt sich die Frage, wie mit einem Umfeld hoher Inflation oder tiefer Inflation (Disinflation/Deflation) umzugehen ist.**

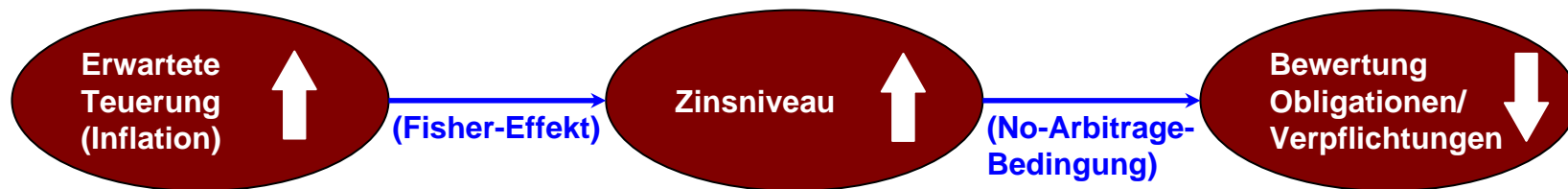
- Eine Inflation wirkt sich auf das **Zinsniveau**¹ und damit direkt auch auf die **Bewertung von nominal fixen Verpflichtungen** aus.
- Dies betrifft folgende Elemente² einer PK-Bilanz:
 - Obligationen (Assets)
 - Verpflichtungen (Liabilities)
- Die Verpflichtungen einer Pensionskasse können als von der **Kasse emittierte Obligationen** betrachtet werden.

¹ Es wird nur eine Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve diskutiert. Komplexere Zinsänderungen (Änderungen der Steigung bzw. Krümmung) werden vernachlässigt.

² Die Wirkungen auf andere Vermögensbestandteile (z.B. Aktien, Immobilien) sind uneinheitlich.

Wirkungskette Inflation (2)

- Die Entwicklung der (erwarteten) Teuerung kann nicht isoliert von Veränderungen des Zinsniveaus betrachtet werden.
- Eine Veränderung der erwarteten Teuerungsrate führt zu einer **Anpassung des Zinsniveaus** und damit **der Bewertung von Obligationen (Assets) und Verpflichtungen (Liabilities)**³.



³ Ökonomische Perspektive. In der technischen Perspektive ist dies nicht unmittelbar der Fall. Die veränderte Situation zeigt sich in diesem Fall erst mit einer zeitlichen Verzögerung von mehreren Jahren.

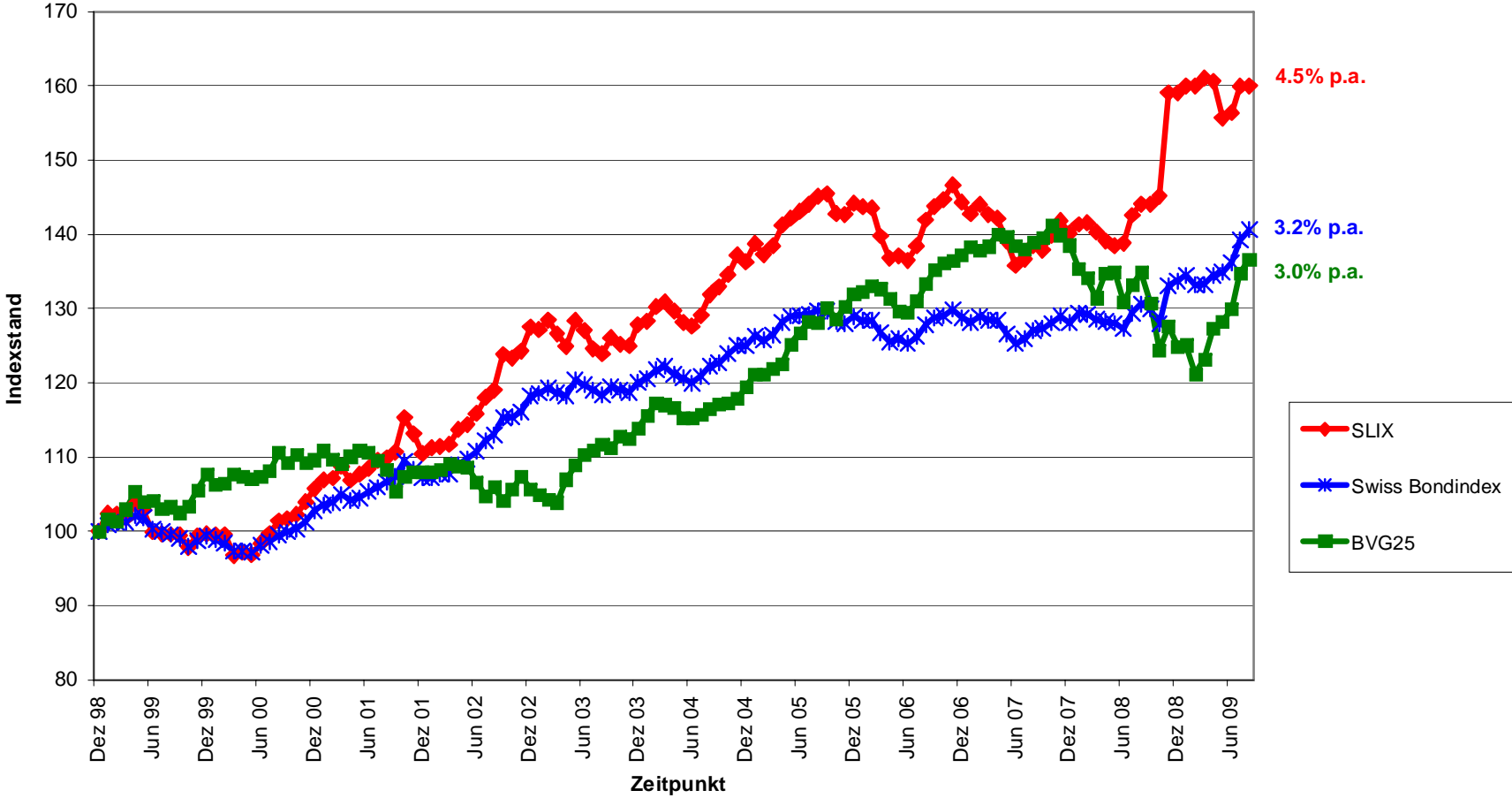
- Warum führt eine höhere erwartete Teuerung zu einem Anstieg des Zinsniveaus (**Fisher-Effekt**)? Beispiel:
 - Die **Investoren** sind bereit, Obligationen zu folgenden Konditionen zu kaufen:
 - Rendite auf Verfall: 2%
 - Erwartete Inflation: 1%
 - Steigt die erwartete Inflation auf 3% an, dann sind die Investoren nicht mehr bereit, die Obligationen zu den gleichen Konditionen zu kaufen (realer Verlust). Um dennoch Kapital beschaffen zu können, müssen die Emittenten der Obligation die **Konditionen anpassen**:
 - Rendite auf Verfall: **4%**
 - Erwartete Inflation: **3%**

- Voraussetzungen für das Management der Zins- und Inflationsrisiken:
 - Klare Vorgabe des Produktionsziels (Leistungsziel und Beiträge)
 - Welche Leistungen sind inflationsabhängig?
 - Sollen resp. können die Renten indexiert werden?
 - Gilt auch im Beitragsprimat eine bestimmte Ersatzquote bei der Pensionierung als Leistungsziel?
 - Wer trägt im Leistungsprimat die Kosten der (inflationsbedingten) Lohnerhöhungen?
 - „Fair Value“ (marktnahe) Bewertung der Vermögensanlagen und der **Verpflichtungen**

- Swiss Liability Index (SLIX):
 - Der SLIX widerspiegelt die Entwicklung des „Fair Value“ (marktnahe Bewertung) des Deckungskapitals eines „synthetischen“ **Rentnerbestandes**. (Rentnerbestand der sich laufend erneuert und damit in seiner Struktur konstant bleibt.)
 - Die Bewertung basiert auf **Swapsätzen**. (Die Finanzkrise hat gezeigt, dass die Verwendung von Swapsätzen problematisch sein kann. Kassazinssätze von Bundesobligationen wären eine Alternative.)
 - Die erwartete Zunahme der Lebenserwartung ist in den bewerteten Cashflows berücksichtigt. (Konzept der Generationentafel)
 - Es werden keine Administrations- oder Vermögensverwaltungskosten berücksichtigt.
 - Produktionsziel: Ausrichten der laufenden und anwartschaftlichen **fixen** Renten (keine Indexierung!)

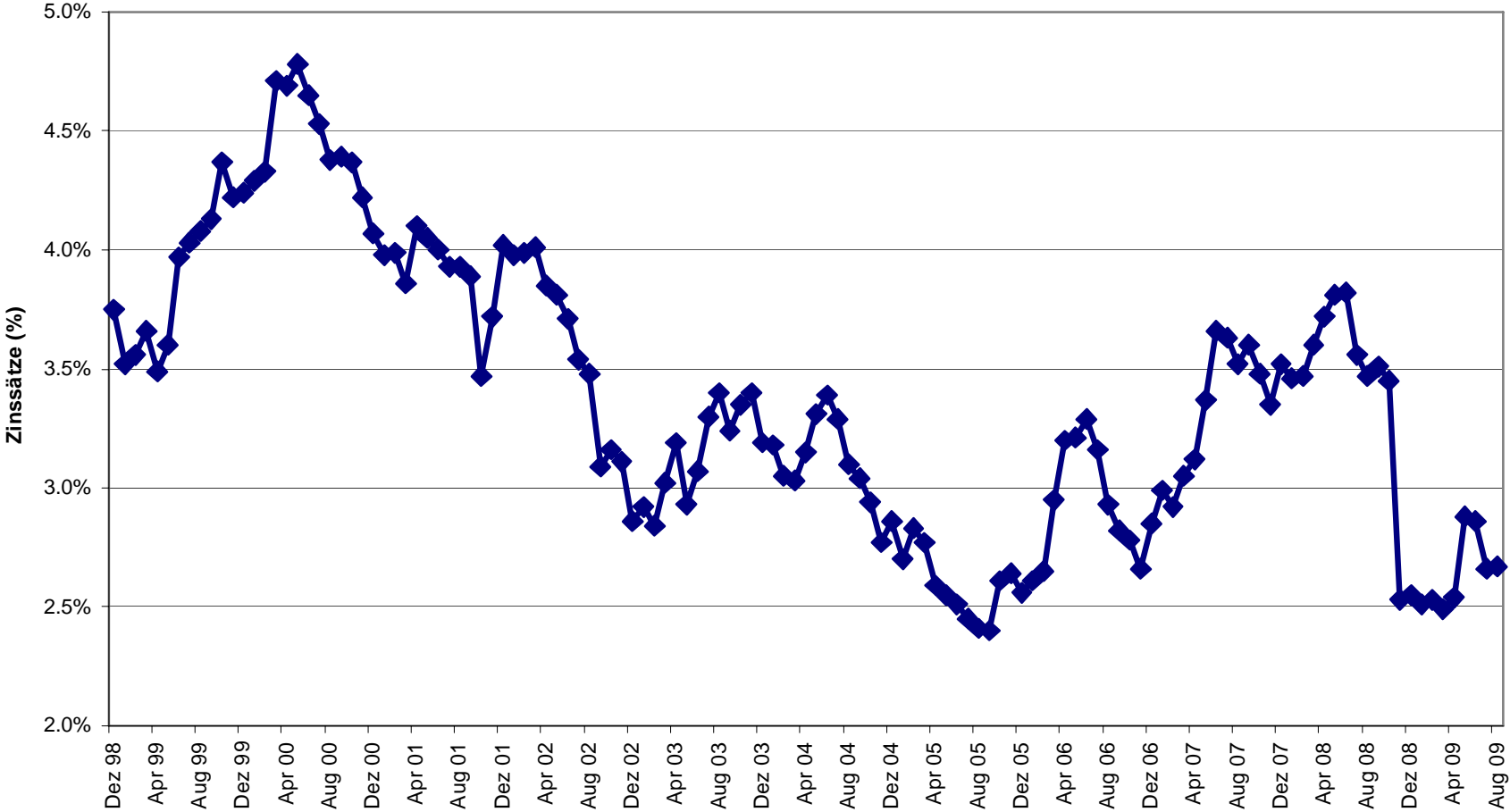
Beispiel Rentnerbestand (2)

SLIX, Swiss Bondindex und BVG25 Index



Beispiel Rentnerbestand (3)

Interner Zinssatz SLIX (Basierend auf Swapsätzen)



- **Ökonomische Deckungsgradentwicklung:**
 - Wie hätte sich der ökonomische Deckungsgrad entwickelt, falls ab dem 31.12.1998 in verschiedene Anlagestrategien investiert worden wäre?
 - Ausgangslage per 31.12.1998:
 - Technischer Deckungsgrad: 100% (TZ = 3.5%)
 - Ökonomischer Deckungsgrad: 98.3%
 - Annahmen:
 - Laufende Erneuerung des Rentnerbestandes (Struktur bleibt konstant!)
 - Neurenten basieren auf einem technischen Zinssatz von 3.5%.
 - Keine Kosten

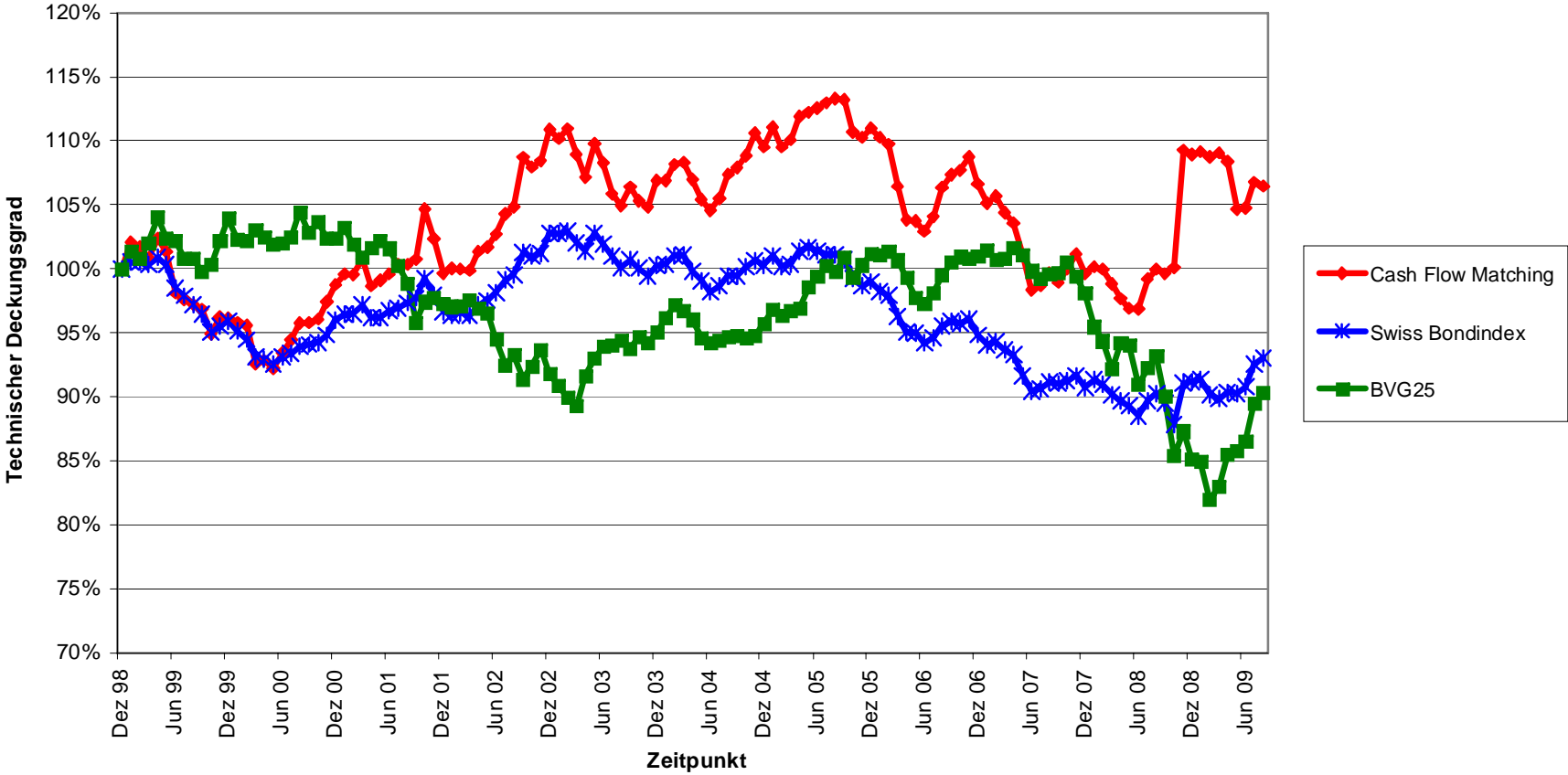
Beispiel Rentnerbestand (5)

Ökonomischer Deckungsgrad



Beispiel Rentnerbestand (6)

Technischer Deckungsgrad



- Erkenntnisse:
 - Wird in ein Cashflow-Matching-Portfolio investiert, dann sinkt der ökonomische Deckungsgrad kontinuierlich. Grund: Ökonomische Verluste bei der Verrentung.
 - Die Schwankungen des ökonomischen Deckungsgrades sind jedoch gering.
 - Aufgrund der unterschiedlichen Bewertung der Assets und der Liabilities führt ein Cashflow-Matching zu **hohen technischen Deckungsgradrisiken**.

- Liability-Proxy (1):
 - Das Liability-Proxy repräsentiert dasselbe Zins- und Inflationsrisiko wie die Verpflichtungen.
 - Bei fixen Rentenverpflichtungen wie dem SLIX handelt es sich beim Liability-Proxy um ein langfristiges Bondportfolio.
 - Bei indexierten Renten und bei den Verpflichtungen gegenüber den aktiven Versicherten weist das Liability-Proxy auch Inflationsrisiken auf.

- Liability-Proxy (2):
 - Inflationsrisiken sind schwierig zu modellieren, da ...
 - ... in der Schweiz keine entsprechenden Anlageinstrumente existieren (z.B. Inflation Linked Bonds).
 - ... die Beziehung zwischen der Inflationsentwicklung und der Zinsentwicklung komplex und nicht stabil ist.
 - Trotzdem existieren grundlegende Zusammenhänge zwischen der Inflation und der Geldpolitik (kurzfristige Zinsen) sowie der erwarteten Inflation und den langfristigen Zinsen. Diese sollten in einer ALM-Studie nicht vernachlässigt werden.

- Bei der Vermögensanlage wird grundsätzlich zwischen einer strategischen und taktischen Ebene unterschieden.
- Entscheidungen auf der **strategischen Ebene**:
 - Festlegung **langfristige Grundsätze** (Anlagestrategie):
Welche Risiken in welchem Ausmass?
 - Z.B. Höhe der Aktienquote oder Ausmass der Zinsänderungsrisiken
- Entscheidungen der **taktischen Ebene**:
 - Basierend auf aktueller **Markteinschätzung** (meist kurzfristig):
Welche Anlagen sind attraktiv?
 - Z.B. Kauf Aktie XY oder sinkende Zinsen (Erhöhung Duration)
- Die taktische Steuerung bringt nur dann einen Mehrwert, wenn das Entscheidungsgremium über **Prognosefähigkeit** verfügt.

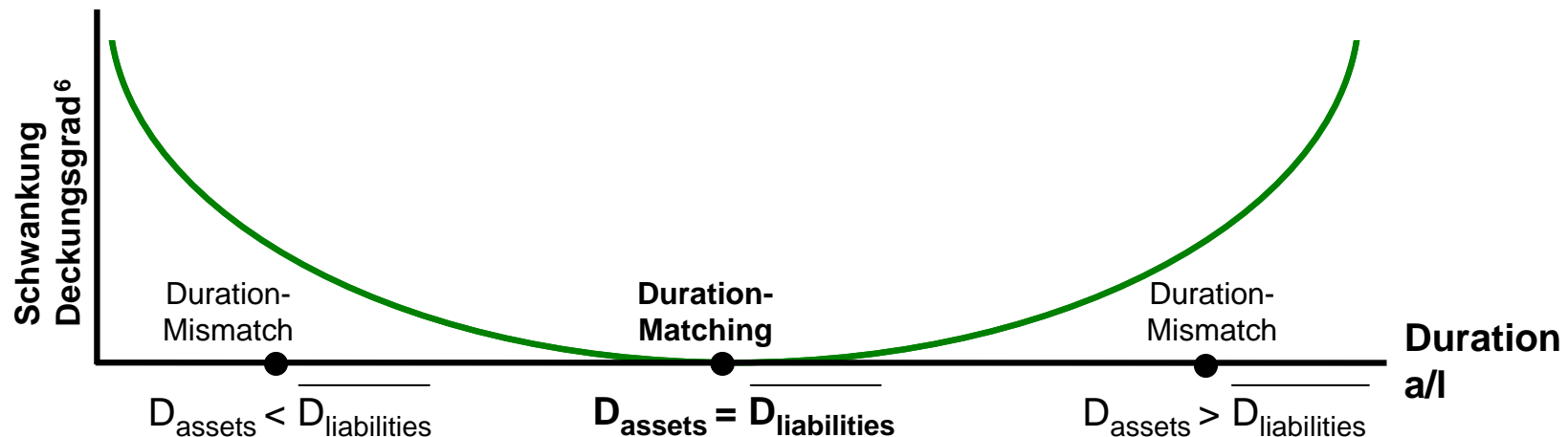
Zins- und Inflationsrisiken – Strategische Ebene (1)

- Eine Inflation oder Deflation beeinflusst das Zinsniveau und führt damit zu einer Bewertungskorrektur der **Vermögensanlagen** und der **Verpflichtungen**.
- Auf der strategischen Ebene muss entschieden werden, in welchem **Ausmass grundsätzlich Zins- und Inflationsrisiken** eingegangen werden sollen.
- Die **Zins- und Inflationsrisiken der Verpflichtungen** sind in der Regel vorgegeben.⁴ Die **Vermögensanlagen** können jedoch so strukturiert werden, dass diese **Risiken minimiert** werden.

⁴ Die Zinssensibilität der Verpflichtungen kann nur durch eine Anpassung des Produktionsziels der Pensionskasse (Reglementsänderung) oder durch den Auskauf von Verpflichtungen verändert werden.

Zins- und Inflationsrisiken – Strategische Ebene (2)

- Mit einem **Duration-Matching** kann das **Zinsänderungsrisiko** weitgehend **eliminiert**⁵ werden. Die Duration der Assets wird auf diejenige der Liabilities abgestimmt.



⁵ Mit einem Duration-Matching kann das Risiko einer Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve weitgehend eliminiert werden. Komplexe Zinsänderungsrisiken können indessen nur mit einem Matching der Zinsrisikoprofile der Assets und Liabilities eliminiert werden.

⁶ Ökonomischer Deckungsgrad. Der technische Deckungsgrad zeigt die veränderte Situation mit einer zeitlichen Verzögerung von mehreren Jahren.

Zins- und Inflationsrisiken – Strategische Ebene (3)

- **Duration-Matching** ist ein **strategischer Entscheid**, der unabhängig von einer kurzfristigen Markteinschätzung erfolgt.
- Die Reduktion von Zinsänderungsrisiken kann zudem meist **ohne Einbusse an Renditepotenzial** erfolgen.
- Mit einer Erhöhung der Duration der Assets (Kauf von Obligationen mit langer Laufzeit) kann die Kasse in der Regel von der **höheren Rendite von langfristigen Anleihen**⁷ profitieren und gleichzeitig die Zinsänderungsrisiken reduzieren.

⁷ Besteht bei einer Pensionskasse ein Duration-Mismatch, dann ist erfahrungsgemäss die Duration der Assets zu kurz. Von einer höheren Rendite auf langfristigen Anleihen kann immer bei einer normalen Zinsstrukturkurve profitiert werden. Aufgrund der Liquiditätspräferenz ist dies in der Regel der Fall.

Zins- und Inflationsrisiken – Taktische Ebene (1)

- Taktische Entscheidungen erfolgen aufgrund einer kurzfristigen **Markteinschätzung**.
- Notwendige Bedingung für ein erfolgreiches taktisches Management ist die **Prognosefähigkeit**.
- Die Entscheidungsträger müssen die erwartete **Marktentwicklung besser einschätzen** können als die übrigen Marktteilnehmer.
- Ist dies nicht der Fall, dann sind die Anlageergebnisse **schlechter** (bestenfalls gleich) als diejenigen des Gesamtmarkts.

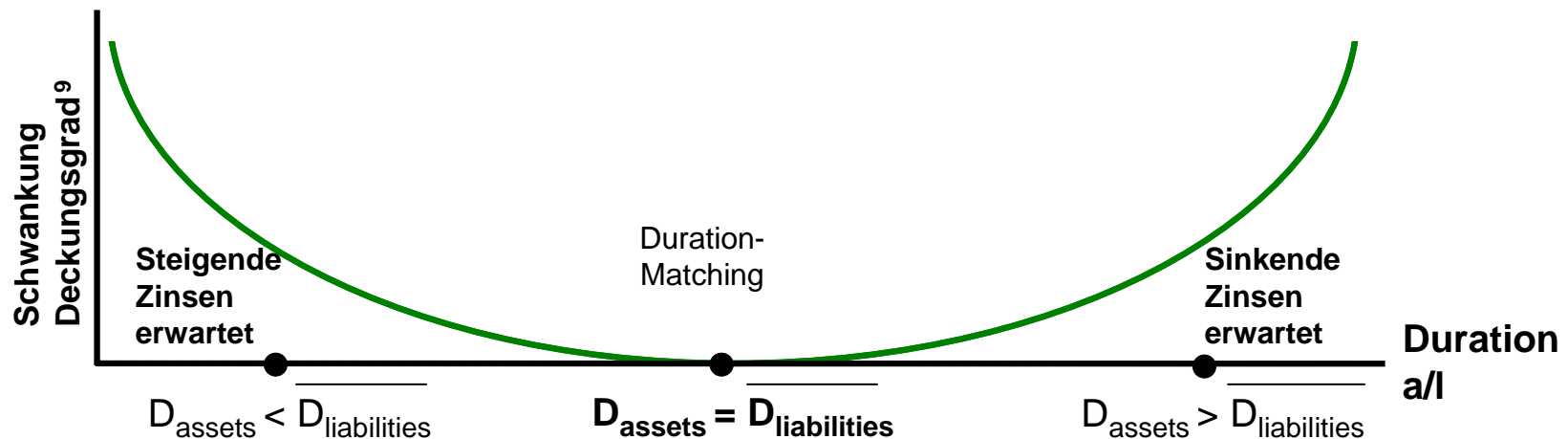
Zins- und Inflationsrisiken – Taktische Ebene (2)

- Falls die Entscheidungsträger Prognosefähigkeit aufweisen, dann bringt eine taktische Steuerung einen Mehrwert.
Beispiele taktischer Steuerung:
 - Aktien werden steigen → Aktien übergewichten
 - Rohwarenpreise werden steigen → Rohstoffe übergewichten
 - Zinsen werden sinken⁸ → Duration verlängern
- Eine taktische Steuerung ist auch bei einem strategischen Duration-Matching möglich. Beispiel:
 - **Strategischer Entscheid:**
Minimale Zinsänderungsrisiken → Duration-Matching
 - **Taktischer Entscheid:**
Steigende Zinsen erwartet → Kürzere Duration als bei Duration-Matching

⁸ Relativ zu den Terminalsätzen

Zins- und Inflationsrisiken – Taktische Ebene (3)

- Mögliche taktische Positionierungen:
 - Steigende Zinsen erwartet → Duration verkürzen
 - Sinkende Zinsen erwartet → Duration verlängern
 - Die Duration der Verpflichtungen bleibt bei unverändertem Produktionsziel grundsätzlich gleich.



⁹ Ökonomischer Deckungsgrad. Der technische Deckungsgrad zeigt die veränderte Situation mit einer zeitlichen Verzögerung von mehreren Jahren.

- ▶ Erkenntnisse für die **Anlagestrategie der Zukunft:**
 - **Zinsänderungen und Inflation/Deflation** können erhebliche Auswirkungen auf die effektive finanzielle Situation haben.
 - Zentral ist die Frage, welche realen und nominalen Leistungen eine Pensionskasse bei gegebener Beitragsstruktur erbringen will (Produktionsziel).
 - Eine **ganzheitliche Betrachtung** der Bilanz mit einer „**Fair Value**“- Bewertung von Aktiven und Passiven ist notwendig.
 - Aus **strategischer Sicht** gilt es die **Zins- und Inflationsrisiken** (relativ zu den Verpflichtungen) zu **minimieren**. Deshalb basiert die Anlagestrategie nicht auf Zins- und Inflationsprognosen.
 - Zins- und Inflationsprognosen können auf der taktischen Ebene erfolgreich umgesetzt werden. Dies jedoch nur bei gegebener Prognosefähigkeit.