

Pension Fund Forum 2008

Bank Julius Bär

Inflationsrisiken bei Pensionskassen

Auswirkungen und Massnahmen

Dr. Alfred Bühler, Partner

PPCmetrics AG

Financial Consulting, Controlling & Research

Lenzburg, 16. September 2008

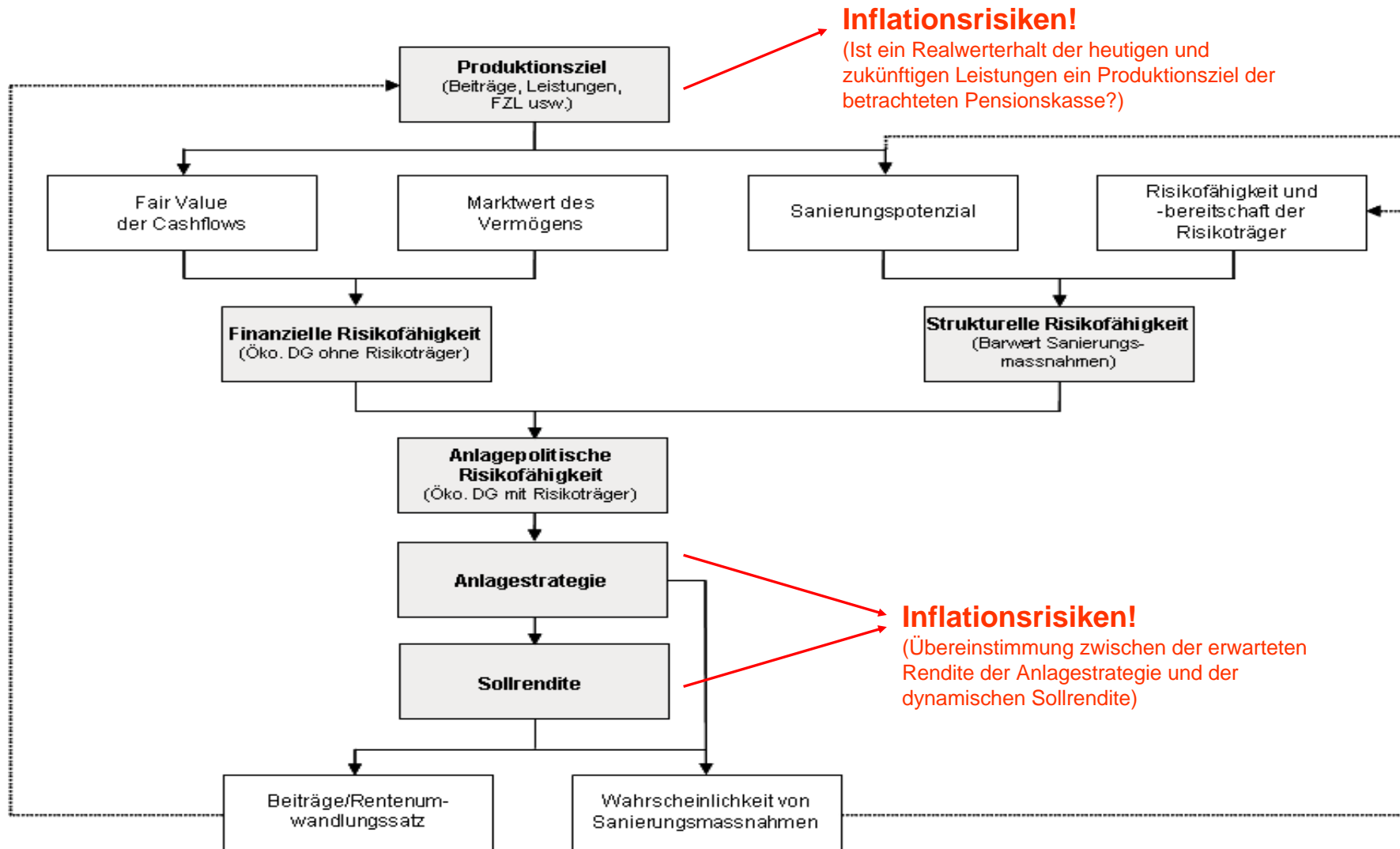
	Seite(n)
• Ausgangslage	3
• Inflationsrisiken im ALM-Prozess	4
• Produktionsziel und Inflation	5 - 8
• Inflationsrisiken und Anlagestrategie	9
• Beispiele zum Liability Proxy	10
• Massnahmen Vermögensanlagen	11 - 13
• CHF Straight Bonds mit kürzerer Duration	14
• Inflation Linked Bonds in Fremdwährung mit Währungsabsicherung	15 - 16
• Investition in Realwerte	17 - 18
• Schlussfolgerungen	19

1. Ausgangslage

- Fragestellungen

- Wie wirkt sich eine Inflation / Deflation oder Stagflation auf die finanzielle Lage einer Pensionskasse aus?
- Wer trägt das Inflationsrisiko (Pensionskasse / Arbeitgeber / Arbeitnehmer / Rentner)?
- Welche reglementarischen Anpassungen sind möglich, um die Allokation der Inflationsrisiken zu verändern?
- Welche Möglichkeiten gibt es auf der Anlagenseite zur Reduktion dieser Risiken?

2. Inflationsrisiken im ALM Prozess



3. Produktionsziel und Inflation (1)

- Rentenverpflichtungen
 - Eine Pensionskasse muss laufende Renten nur indexieren, falls es die finanzielle Lage zulässt (Ausnahme: Obligatorische Risikorenten).
 - Bei einer anhaltend hohen Inflation kann jedoch eine faktische Verpflichtung der Rentenindexierung entstehen.
 - Es ist nicht garantiert, dass bei einer hohen Inflation die finanzielle Lage einen Teuerungsausgleich ermöglicht.
 - **Massnahme: Transparente Information der heutigen und zukünftigen Rentner.**

3. Produktionsziel und Inflation (2)

- Aktive Versicherte im Beitragsprimat
 - Wie wird der zukünftige Sparzinssatz an die Inflation angepasst? Wird ein möglichst konstantes reales Wachstum des Sparkapitals angestrebt?
 - Werden die zukünftigen Rentenumwandlungssätze an das Inflationsniveau (oder Zinsniveau) angepasst?
 - Ist der Realwerterhalt zukünftiger Renten ein explizites Produktionsziel?
 - **Massnahme: Festlegung des Produktionsziels (Sparzinsen / Rentenumwandlungssätze) in Abhängigkeit der Inflation resp. des Zinsniveaus**
 - (Herausforderung: Regulatorische Mindestvorgaben)

3. Produktionsziel und Inflation (3)

- Aktive Versicherte im Leistungsprimat
 - Die Altersrente in Abhängigkeit vom versicherten Lohn stellt einen Inflationsschutz bis zur Pensionierung dar.
 - Für eine Pensionskasse im Leistungsprimat ist es entscheidend, ob die Kosten der individuellen Lohnerhöhungen durch die Pensionskasse oder durch Beiträge finanziert werden.
 - Die Pensionskasse trägt immer dann ein Inflationsrisiko, wenn keine oder fixe Beiträge für die Kosten der Lohnerhöhungen einbezahlt werden.
 - **Massnahme: In der Regel ist die Finanzierung der Lohnerhöhungen reglementarisch vorgegeben.**

3. Produktionsziel und Inflation (4)

- In der Praxis wird in der Regel von folgenden Produktionszielen ausgegangen:

Art der Verpflichtung	Produktionsziel	Inflationsrisiko für Pensionskasse
Laufende Rentenverpflichtungen	Nominal fixe Renten	Tief
Aktive Beitragsprimat	Inflationsabhängige Sparzinssätze	Hoch
	Fixe (zinsunabhängige) Rentenumwandlungssätze	Tief
Aktive Leistungsprimat	Variable Zusatzbeiträge zur Finanzierung der Lohnerhöhungen	Tief

- Leistungsprimatskassen mit variablen Zusatzbeiträgen für Lohnerhöhungen weisen die tiefsten Inflationsrisiken auf.
- Beitragsprimatskassen mit tiefem Rentneranteil weisen das höchste Inflationsrisiko auf.

4. Inflationsrisiken und Anlagestrategie

- Auf der Basis des Produktionsziels der Pensionskasse kann das Inflations- und Zinsänderungsrisiko der Verpflichtungen bestimmt werden (Liability Proxy).
- Die Zusammenhänge zwischen der Inflations- und der Zinsentwicklung müssen beachtet werden.
- Das Inflations- und Zinsänderungsrisiko der Anlagestrategie sollte auf dasjenige der Verpflichtungen abgestimmt werden.
- **Der Fair Value (marktnahe Bewertung) der Vermögensanlagen und der Verpflichtungen sollte möglichst gleich auf Veränderungen der Inflation reagieren!**

5. Beispiele zum Liability Proxy

- Geschlossene Rentnerkasse ohne Rentenindexierung
 - Bondportfolio mit vom Durchschnittsalter der Rentner abhängiger Laufzeitenstruktur
- Aktive Beitragsprimat mit Kapitalbezug
 - Geldmarktanlage oder Constant Maturity Bond
- Aktive Leistungsprimat mit indexierter Rente und fixen Lohnerhöhungsbeiträgen
 - Inflation Linked Bonds
- Aktive Leistungsprimat mit Rentenbezug und variablen Lohnerhöhungsbeiträgen
 - Bondportfolio mit sehr langer Restlaufzeit

6. Massnahmen Vermögensanlagen (1)

- Exkurs: Inflation Linked Bonds
 - Bei einem Inflation Linked Bond (ILB) wird der Nominalwert des Bonds laufend der Entwicklung der Inflation angepasst.
 - Damit steigen sowohl der Coupon wie auch die Rückzahlung bei Verfall mit steigender Inflation.
 - Der Coupon des ILB ist im Vergleich zu einem Bond mit fixem Coupon (Straight Bond) tief, da der Coupon nur den Realzins abdeckt.
 - Typischerweise ist die erwartete nominale Rendite eines ILB tiefer als diejenige eines Straight Bond, da der Straight Bond eine Prämie für Inflationsrisiken bezahlt.

6. Massnahmen Vermögensanlagen (2)

- Risiken der Anlagen den Verpflichtungen angleichen
 - Leider gibt es auf dem CHF Kapitalmarkt keine Inflation Linked Bonds.
 - Der Markt für CHF Inflationsrisiken existiert nicht. Es gibt also auch keine Inflationswaps oder andere Finanzinstrumente mit denen Inflationsrisiken gehandelt werden könnten.
 - Eine 1:1 Absicherung der Inflationsrisiken ist deshalb nicht möglich, selbst wenn die notwendigen finanziellen Mittel vorhanden wären. (Ein Inflationsausgleich als Produktionsziel ist für die meisten Pensionskassen aus dem bestehenden Vermögen nicht finanzierbar.)

6. Massnahmen Vermögensanlagen (3)

- Alternativen zu Inflation Linked Bonds
 - 1. CHF Straight Bonds mit kürzerer Duration
 - 2. ILB's in Fremdwährung mit Währungsabsicherung
 - 3. Realwerte wie CH Immobilien, Rohstoffe oder Aktien

7. CHF Straight Bonds mit kürzerer Duration

- Ein Anstieg der Inflation führt in der Regel zu einem Anstieg des Zinsniveaus, da eine wichtige Komponente der Nominalzinsen die erwartete Inflation ist.
- In einer überhitzten Konjunktur mit steigender Inflation wird die Notenbank eine restriktive Zinspolitik mit hohen kurzfristigen Zinsen verfolgen (inverse Zinsstruktur wie Anfang 90er Jahre).
- Je kürzer die Duration (durchschnittliche Restlaufzeit) der Bonds, desto schneller können die Coupons an das gestiegene Nominalzinsniveau angepasst werden.
- Historische Simulationen zeigen, dass in einer Zeitperiode mit hoher Inflation und restriktiver Geldpolitik mit kurzfristigen Bonds ein guter Inflationsschutz gewährleistet werden kann.

8. Inflation Linked Bonds in Fremdwährung mit Währungsabsicherung (1)

- In USD, GBP und EUR existieren Inflation Linked Bonds.
- Diese ILB's orientieren sich an der Inflation in den jeweiligen Währungsgebieten.
- Mit einer Währungsabsicherung können die Fremdwährungsrisiken dieser ILB's gegenüber dem CHF eliminiert werden.
- Es stellt sich die Frage, wie gut mit einer solchen „Replikation“ eines CHF Inflation Linked Bonds die zukünftige CH Inflation nachgebildet werden kann.
- Der Inflationsschutz ist dann gewährleistet, wenn bei einer hohen CH Inflation das Replikationsportfolio eine höhere Rendite aufweist als bei einer tiefen CH Inflation.

8. Inflation Linked Bonds in Fremdwährung mit Währungsabsicherung (2)

- Der Inflationsschutz hängt von folgenden Faktoren ab:
 - Langfristiger Zusammenhang zwischen der Inflation in der Schweiz und der Inflation in den USA, UK oder dem Euroland.
 - Eine gleichgerichtete Entwicklung der Inflation (Globales Inflationsrisiko) ist eine Voraussetzung für den Inflationsschutz.
 - Ausmass unerwarteter Inflationsschocks und der Veränderung der Realzinsen in den jeweiligen Währungen.
 - Die Performance der ILB's hängt massgeblich davon ab, inwieweit die tatsächliche Inflation der erwarteten Inflation entspricht und wie sich die Realzinsen entwickeln.
 - Geldpolitik in den jeweiligen Währungsräumen als Reaktion auf einen Inflationsschock und deren Auswirkung auf die kurzfristigen Zinsen.
 - Die Kosten der Währungsabsicherung (Differenz der kurzfristigen Zinssätze) hängt stark von der Geldpolitik im jeweiligen Währungsraum ab.

9. Investition in Realwerte (1)

- Langfristiger Inflationsschutz mit Sachwerten
 - Der reale Wert von Land, Immobilien, Maschinen, Produktionsprozessen, Rohstoffen usw. sollte langfristig nicht von der Geldentwertung beeinflusst werden.
 - „Halbiert sich der Wert des Geldes, dann verdoppelt sich der Preis der Sachwerte.“
 - Dieser Zusammenhang zwischen der Geldentwertung (Inflation) und der Preisentwicklung von Sachwerten kann vor allem in Phasen hoher Inflation (z.B. in Entwicklungsländern) nachgewiesen werden.
 - In den Industrieländern mit tiefer Inflation kann dieser Zusammenhang jedoch nicht empirisch nachgewiesen werden. Dies hängt jedoch primär damit zusammen, dass die Preisentwicklung der Sachwerte von vielen anderen bedeutenden Risikofaktoren überlagert wird.

9. Investition in Realwerte (2)

- Langfristiger Inflationsschutz mit Sachwerten
 - Kurz- und mittelfristig kann sogar ein inverser Zusammenhang zwischen Inflationsentwicklung und Preisentwicklung der Sachwerte beobachtet werden.
 - Eine höhere Inflation führt zu höheren Zinsen und diese reduzieren kurzfristig die Barwerte zukünftiger Erträge und damit die Preise von Aktien und Immobilien.
 - Die letzten Jahre haben gezeigt, dass kein Zusammenhang zwischen Rohstoffpreisen und Inflation besteht (ausser dass die Rohstoffpreise einen Teil der Inflation ausmachen).
 - Der Zusammenhang zwischen den Aktienpreisen und der Inflation war in den letzten zehn Jahren eher negativ (wobei dies aufgrund der tiefen und relativ konstanten Inflation schwierig empirisch nachzuweisen ist).

10. Schlussfolgerungen

- Die Festlegung des Produktionsziels bildet die Grundlage zur Bestimmung des Inflations- und Zinsänderungsrisikos der Verpflichtungen einer Pensionskasse.
- Cash Flow Matching bedeutet nicht einfach „Investieren in langfristige Bundesobligationen“, sondern das Abstimmen der Zins- und Inflationsrisiken der Vermögensanlagen auf diejenigen Verpflichtungen.
- Inflationsrisiken können anlageseitig primär mit einer Reduktion der Duration der Nominalwerte gesteuert werden.
- „Synthetische“ CHF Inflation Linked Bonds müssen sich erst bewähren.
- Realwerte bieten nur einen sehr langfristigen Realwertschutz.