

Liability-Driven Investments im Negativzinsumfeld

Olaf John

Head of Distribution, Europe, Insight Investment, London
Mitglied des aba-Fachausschusses Kapitalanlage



Am 14. Juni notierten 10-jährige Bundesanleihen mit $-0,003\%$ erstmals negativ. Notenbankpolitik, langfristig strukturelle Wachstumsschwäche sowie demografischer Wandel bringen viele Pensions-einrichtungen in Schwierigkeiten. Die expansive Geldpolitik hat zu Spekulationsblasen geführt und Renditen geschmälert. Versorgungseinrichtungen fällt es schwer, den notwendigen Rechnungs- bzw. Garantiezins zu erwirtschaften.

In den letzten Jahren mussten deshalb viele Investoren das Risiko ihrer Portfolios erhöhen. Langfristig ergeben sich daraus zwei Kernrisiken: unerwartete Inflation und Zahlungsausfälle. Die Verschiebung von Risiken ist erkennbar, sei es durch den Trend von Leistungszusagen (DB) zu beitragsorientierten Zusagen (DC oder DA) oder durch Leistungskürzungen, wie schon längst in Österreich, den Niederlanden oder der Schweiz möglich. Die jüngst bekannt gewordenen Fälle von Leistungskürzungen in Deutschland beziehen sich allerdings auf Leistungen von zukünftigen Beiträgen. Ob das reichen wird, ist fraglich. Das Einhalten der Pensionsversprechen muss im Vordergrund stehen, nicht die Renditemaximierung.

LDI kann bei dieser Veränderung des Fokus helfen. Dabei ist es wichtig, Bewertungsrisiken von Cashflow-Risiken zu unterscheiden. Bewertungsrisiken der Pensionsverpflichtungen entstehen durch Veränderungen des Rechnungszinses aufgrund von Schwankungen der Zins- und der Credit-Spread-Komponente. Cashflow-Risiken sind auf Langlebigkeit und Inflation zurückzuführen, die zu

Veränderungen der Rentenzahlungen führen. Einzelne Risiken können individuell gemanagt werden, d. h., LDI bedeutet nicht unbedingt eine Verlängerung der Duration in Anleihenportfolios.

Die Fälligkeiten von Pensionsverpflichtungen (Liability-Cashflows) sind unter Annahmen für die Sterblichkeit und Inflation bekannt. Die Cashflows der Kapitalanlage hingegen sind in der Regel nicht bekannt. Die Asset-Allokation der Kapitalanlage wird mittels ALM-Studie optimiert, welche eben nicht den Liability-Cashflow, sondern lediglich dessen Barwert berücksichtigt.

„Das Einhalten der Pensionsversprechen muss im Vordergrund stehen, nicht die Renditemaximierung.“

Der Rechnungszins als Diskontsatz dieser Cashflows steht hier im Fokus. Unterschiedliche Rechnungslegungsvorschriften (z. B. HGB oder IFRS) ergeben so unterschiedliche Zielrenditen. Es gibt damit keine eindeutig optimale Lösung. Die Zielsetzung und Betrachtungsweise ist entscheidend.

Die strategische Anlagenallokation aus dem ALM wird i. d. R. durch Marktindizes implementiert. Die erwarteten Cashflows, die sich aus den entsprechenden Indizes ergeben, haben nichts mit den zu

erbringenden Liability-Cashflows zu tun. Eine effizientere Vorgehensweise ist es, die klassischen Anleihenindizes durch eine sogenannte Liability-Benchmark, welche die Rentenzahlungen abbildet, zu ersetzen. Dies bedeutet i. d. R. eine Verlängerung der strategischen Duration für Fixed-Income-Anlagen. Ist keine Durationsverlängerung gewünscht, weil z. B. steigende Zinsen erwartet werden, reduziert man die Fixed-Income-Allokation entsprechend so, dass kapitalgewichtet die Duration der Gesamtanlagen unverändert bleibt. Das freigewordene Kapital kann in Asset-Klassen mit größerem Renditepotenzial investiert werden. Diese Effizienzsteigerung erfordert keinen Einsatz von Derivaten.

Bei dem Übergang zur Liability-Benchmark können auch illiquide Kreditanleihen zum Einsatz kommen. Ein Portfolio mit illiquiden Kreditanlagen kann so strukturiert werden, dass Kupons und andere Rückzahlungen an die erforderlichen Liability-Cashflows angepasst werden.

Die expansive Geldpolitik hat die Bewertungen der Kapitalanlage verzerrt. Dies erfordert ein Umdenken. Die Asset-Seite allein kann das Finanzierungsdilemma nicht lösen. Weitere Leistungskürzungen werden folgen. Mit der vorgeschlagenen Effizienzerhöhung der Fixed-Income-Assets kann jedoch das Ausmaß dieser Leistungskürzungen sowie Nachschusszahlungen von Arbeitgebern reduziert werden.

Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren

Inhalt 03 2016



kommentare

Liability-Driven Investments im Negativzinsumfeld

OLAF JOHN, Head of Distribution, Europe, Insight Investment

Werden Alternative Investments alternativlos?

VOLKER GILLHAUS, Geschäftsführer Markt, Bundesverband Alternative Investments e.V.,

artikel

Overlay Management – Lösungsansatz im Niedrigzinsumfeld

DR. JOHANNES KRICK und DR. ANDREAS NEUMANN, Commerzbank AG

Solvency II: Optimierung von Bilanzrisiken bei VAG-Investoren

LUTZ MORJAN, NN Investment Partners

Bewertung von Infrastrukturinvestments

– Vorgehensweise, Best Practice und mögliche Fallstricke

DR. BERND KREUTER, Palladio Partners

Secured High Yield als festverzinsliche Alternative im institutionellen Portfolio

HOLGER KROHN, Swisscanto Asset Management

Dynamische Wertsicherungskonzepte – Erfolgspotenzial und Ausgestaltung

THOMAS BOSSERT und MICHAEL STRUCKMANN, Union Investment

Der Einfluss historisch niedriger Zinsen auf die Asset-Allokation deutscher Stiftungen

MATTHIAS KUNZE, Assenagon,

MAXIMILIAN OVERKOTT, FABIAN HÖHNE und TILMAN HARMELING, TU München

Immobilienfonds – neue Entwicklungen in Deutschland und Luxemburg

HELGE DAMMANN, PricewaterhouseCoopers AG

kompakt Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2016

VOLKER WEBER, FNG e.V.

analyse Risk Parity

drei fragen an Prof. Dr. Michael Göring

Vorstandsvorsitzender des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen, Berlin

Ja, ich bin institutioneller Investor* und möchte den Absolutreport 03 2016 als kostenloses Leseexemplar anfordern.

Kein Investor? Gerne senden wir Ihnen Informationen zu unserem Absolutreport Jahresabonnement zu.

Bitte senden oder faxen an:
info@absolut-report.de, 0049 (0)40 303779-15

Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg

Pflichtangaben:

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail

* Als institutionelle Investoren qualifizieren sich nur Unternehmen, die ausschließlich für eigene Zwecke investieren und die keine Produkte im institutionellen Asset Management anbieten.