

# Mögliche Wachstumsszenarien und ihre Auswirkungen auf Matching-Portfolios

## Wie wirkt sich der Zinsanstieg auf Matching-Portfolios aus?

**Steigende Zinsen gehören zu jenen strukturellen Trends, die rasch auf den Ausblick für die Gesamtwirtschaft durchschlagen. Mit Hilfe einer Szenarioanalyse lässt sich leicht ermitteln, wie die Portfolioallokation optimiert werden kann, indem sie derartige kurzfristige Trends einbezieht.**

**Nachdem die Zinsen jahrelang stetig gesunken sind, werden institutionelle Anleger nun damit konfrontiert, dass die Zinsen künftig strukturell höher liegen werden. Wie können sie diese neue Lage am besten in ihrer Anlagestrategie berücksichtigen?**

Die Finanzkrise ab dem Jahr 2007 und die daraus resultierenden wirtschafts- und geldpolitischen Entscheidungen hatten beträchtliche Auswirkungen auf die Fixed Income-Märkte. Gleichzeitig mussten zahlreiche institutionelle Anleger aufgrund der strikteren regulatorischen Anforderungen weitreichende Änderungen an ihren Anlagestrategien vornehmen. Weil die neuen Vorgaben ausdrücklich auf die Marktbewertung von Verbindlichkeiten abstellen, verfolgen Anleger inzwischen unterschiedliche Strategien für ihre Ertrags- bzw. ihre Matching-Portfolios.

Es ist heute üblich, Anleihen, Zins- und Inflationsswaps miteinander zu kombinieren und so „Matching-Portfolios“ zu konstruieren, die dem wirtschaftlichen Wert der Verbindlichkeiten eines Pensionsfonds oder eines Versicherers entsprechen. Je nach regulatorischen Vorgaben, Finanzierungsniveaus und der Risikobereitschaft liegen die Absicherungsquoten zwischen 30% und bis zu 100%. Diese Strategien wurden in einer Phase entwickelt, in der ein stetiger Rückgang der nominalen und realen Zinsen das größte Einzelrisiko darstellte. Angesichts des jüngsten Zinsanstiegs stellt sich den Anlegern nun die Frage, ob diese Anlagestrategien noch sinnvoll sind.

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, die Anlagestrategien effizienter zu gestalten. Da bisher unklar ist, wie die Zinsen im weiteren Verlauf ansteigen werden, lohnt sich unseres Erachtens eine Szenarioanalyse. Mit ihr können Investoren unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklungen berücksichtigen, um ihre Portfolios wetterfester zu machen. Mit Hilfe einer Szenarioanalyse lässt sich gut abschätzen, welchen Beitrag verschiedene Optimierungen zu den Gesamtzielen des Anlegers leisten. Diese Optimierungen reichen von Investitionen in weniger liquide Vermögenswerte wie Private Debt bis hin zur Anwendung dynamischer Absicherungsstrategien. Mit Hilfe weniger liquider Private Debt Anlagen lässt sich in Szenarien, in denen der Druck auf die Matching-Portfolios anhält, eine Zusatzrendite erzielen. Dynamische Strategien spielen dagegen eine Rolle, wenn die Anleger bezüglich der künftigen Entwicklung des Wachstums – auch mit potenziell längeren Phasen einer Seitwärtsbewegung – unsicher sind.

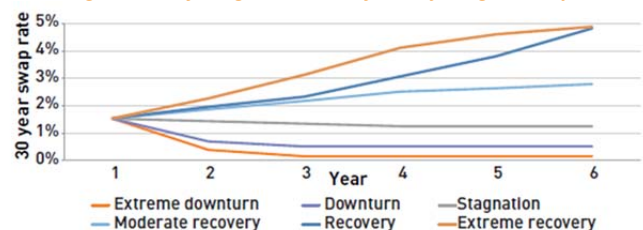
Unserer Meinung nach sollten Investoren sich aufgrund der Erwartung höherer Nominalzinsen und einer höheren

Verbraucherpreisinflation in ihren Matching-Portfolios stärker auf die Inflation konzentrieren.

### Szenarioanalyse

Im günstigsten Fall liegt das globale Wachstum künftig strukturell über dem Korridor, innerhalb dessen es sich in den vergangenen Jahren bewegte. Dies würde zu einer Inflationsbeschleunigung führen, die die Zentralbanken wiederum zu Zinsanhebungen veranlassen würde, um die Inflation unter Kontrolle zu halten. Ein solches Wachstumsszenario erscheint heute zwar wahrscheinlicher als vor einigen Jahren, es ist jedoch keinesfalls sicher, ob es eintritt. Daher sollten Anleger weiterhin auch andere Prognosen berücksichtigen, selbst wenn deren Eintrittswahrscheinlichkeit geringer ist. Häufig lohnt es sich, für die Untersuchung von Anlagestrategien anstelle einer komplexen langfristigen statistischen Analyse eine begrenzte Anzahl mittelfristiger Szenarien zu verwenden. Abbildung 1 gibt einen Überblick über die Szenarien, denen wir derzeit auf Sicht von fünf Jahren die größte Wahrscheinlichkeit beimessen. Dabei halten wir das moderate Erholungsszenario für das wahrscheinlichste. Neben den drei Wachstumsszenarien, in denen sich die Erholung in unterschiedlichem Tempo vollzieht, berücksichtigen wir auch Szenarien, in denen die Zinsen und die Inflation zurückgehen.

Abbildung 1: Mittelfristige Szenarien für 30-jährigen Swapsatz



Quelle: NN IP

Die Anleger können ihre Strategien effizienter gestalten, indem sie die erwartete Rendite in den Szenarien mit der größten Eintrittswahrscheinlichkeit auf Kosten der möglichen Renditen in weniger wahrscheinlichen Szenarien steigern. Insofern ist die Szenarioanalyse auch gut für das Risikomanagement geeignet: Weil verschiedene Szenarien im Blick behalten werden, können die maximalen Verlustlimits auch bei Veränderungen in den Matching-Portfolios eingehalten werden.

### Argumente für Investitionen in Private Debt

In Großbritannien oder den Niederlanden ist die Absicherung von Zinsrisiken inzwischen bei Rentenplänen mit Leistungszusagen (Defined Benefit / DB) üblich. Aber auch in an anderen Märkten findet inzwischen zunehmend eine Absicherung gegen Zinsrisiken statt. Lebensversicherer wenden im Rahmen ihres Managements von Solvenzrisiken ähnliche Absicherungsprogramme an. Dies ist insbesondere seit der Einführung von marktwertorientierten regulatorischen Rahmenvorgaben der Fall.

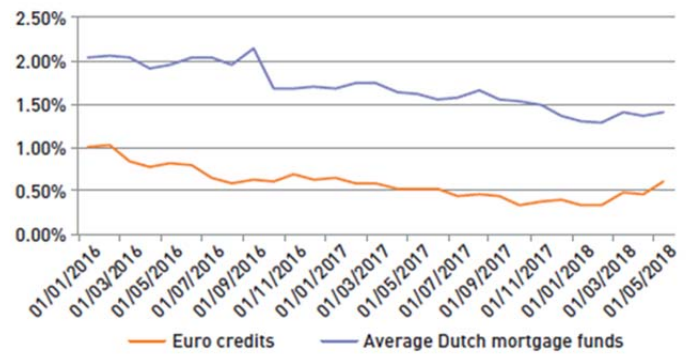
Dabei hängt für Investoren, die das Zinsrisiko ihrer Verbindlichkeiten durch eine Kombination aus Staatsanleihen und Zinsswaps absichern wollen, viel von der jeweiligen Diskontierungsmethode ab. So konstruieren sie Matching-Portfolios, die den wirtschaftlichen Wert der Verbindlichkeiten genau abbilden. Der Tracking Error im Vergleich zum wirtschaftlichen Wert der Verbindlichkeiten bewegt sich dabei innerhalb eines Korridors von 1%. Das Niedrigzinsumfeld hat allerdings eine Suche nach Rendite ausgelöst, weshalb Pensionsfonds, Versicherer und andere Investoren darüber nachdenken, weitere Anlageklassen wie Kredite, Hypotheken und andere Arten von Private Debt in ihre Matching-Portfolios aufzunehmen – oder dies schon getan haben. Dadurch bieten Matching-Portfolios zusätzliche Renditen, gleichzeitig erhöht sich jedoch auch der Tracking Error gegenüber den Verbindlichkeiten.

Auch bei einem anhaltenden Zinsanstieg ist nicht damit zu rechnen, dass die Allokationen in Private Debt wieder zurückgenommen werden. Viele Investoren streben weiterhin strukturell höhere Renditen an, da die Finanzierungsniveaus noch relativ niedrig sind. Gleichzeitig hat der Rückgriff auf traditionelle Swap-Overlays im Zuge der neuen zentralen Clearingvorgaben zu Problemen beim Liquiditätsmanagement geführt.

Die Suche nach Rendite hat sich sicher auf weniger traditionelle Matching-Assets wie Private Debt ausgewirkt. Die Spreads sind jedoch nach wie vor relativ attraktiv, wie Abbildung 2 am Beispiel von Hypotheken aufzeigt. Das Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank hat sich zwar nicht direkt auf Hypotheken ausgewirkt, aber bei einem Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik könnten sich auch die Spreads von Private Debt Anlagen ausweiten. Ungeachtet dieser vorübergehenden Kursauswirkungen bieten die Spreads jedoch weiterhin eine attraktive Zusatzrendite. Alternativen zu einem zusätzlichen Spread-Risiko wie z.B. eine Erhöhung der Hebelung der Bilanz sind aufgrund der strikten Eigenkapitalvorgaben häufig unattraktiv.

Aus strategischerer Sicht sind Private-Debt-Investitionen mit einem geringeren Risiko wie z.B. Infrastrukturkredite, Unternehmenskredite oder Kredite von Exportkreditagenturen ebenfalls eine attraktive Matching-Alternative. Die zusätzliche Rendite macht das höhere Liquiditätsrisiko mehr als wett, das im Rahmen des Liquiditätsmanagements der Gesamtbilanz problemlos absorbiert werden kann. Eine Investition in Private Debt bringt natürlich mit Blick auf die kurzfristige Volatilität gegenüber den Verbindlichkeiten zusätzliche Matching-Risiken mit sich. Längerfristig sprechen jedoch gute Argumente für Private Debt, da sich Vermögenswerte und Verbindlichkeiten auf lange Sicht stärker parallel entwickeln.

Abbildung 2: Spreads niederländischer Hypothekendarlehen ggü. Unternehmensanleihen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Achmea, NN IP

### Vorteile dynamischer Absicherungsstrategien

Eine Umschichtung in höher rentierende Investitionen wie Kredite und Hypotheken hilft bei der Lösung der Finanzierungsprobleme. Der Beitrag solcher Investitionen zu einer potenziellen Erholung des Finanzierungsniveaus verblasst jedoch im Vergleich zu den positiven Entwicklungen, die bei Zins- und Aktienrenten zu erwarten sind. Wenn ein typischer Pensionsfonds die Zinsabsicherung vollständig aufgibt, schnell sein Finanzierungsniveau bei einem Zinsanstieg um 1% über die gesamte Kurve hinweg um 15 bis 20% in die Höhe.

Insofern scheint sich eine einfache Strategie zur Aufbesserung der Finanzierungsniveaus anzubieten: Man könnte schlicht Zinsrisiken eingehen und die Absicherungsquote merklich senken. Ungeachtet dessen, welche Wahrscheinlichkeit man einem anhaltenden Wirtschaftswachstum beimisst, ist eine solche Strategie häufig das Ergebnis einer langfristigen statistischen Analyse, die zahlreiche Fonds für die Festlegung ihrer Anlagepolitik verwenden. Während der vergangenen zehn Jahre, in denen die Zinsen sanken, gingen die meisten Pensionsfonds weiter auf Sicht von zehn bis 15 Jahren von einem Zinsanstieg aus. Daher empfahlen viele Studien zum Asset-Liability-Management niedrigere Absicherungsquoten, auch wenn eine mögliche weitere Absenkung des Zinsniveaus deutlich negative Auswirkungen hatte.

Wenn die Zinsen tatsächlich sinken, würde die zuvor durch niedrigere Absicherungsquoten erzielte Verbesserung der Finanzierungsniveaus durch die dann eintretenden Verluste mehr als kompensiert. Zudem verbietet es das regulatorische Rahmenwerk in manchen Ländern Pensionsfonds schlicht, ihr Risiko bei dem derzeitigen, nach wie vor recht niedrigen Finanzierungsniveau zu erhöhen. Wie können Investoren sich aus diesem Dilemma befreien? Dies hängt davon ab, wie sie die Entwicklung der Wachstumsszenarien einschätzen. Anleger könnten sich die Frage stellen, was sie für wahrscheinlicher halten: einen stetigen, durch kräftiges Wirtschaftswachstum gestützten Zinsanstieg auf ein strukturell höheres Niveau oder nur leichte Zinsanstiege mit vorübergehenden Rückschlägen?

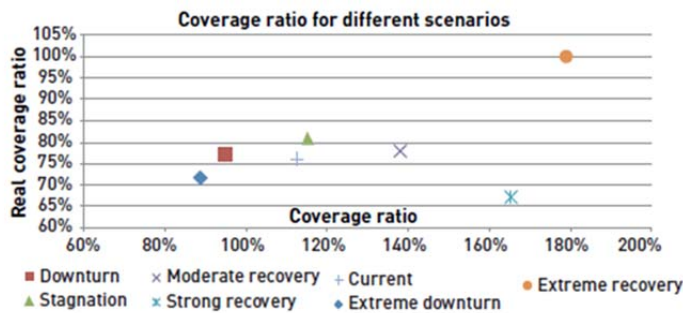
Investoren, die sich gegen ein moderates Wachstumsszenario mit häufigen Auf- und Ab-Bewegungen der Zinsen absichern möchten, könnten ihre Absicherungsquoten gegebenenfalls schwanken lassen. Dabei wäre die Absicherungsquote derzeit niedriger und könnte z.B. um 10% oder 20% erhöht werden, wenn die langfristigen Zinsen um z.B. 1% ansteigen. Diese Erhöhung würde rückgängig gemacht, wenn die Zinsen wieder auf das aktuelle Niveau fallen.

Eine dynamische Absicherung ist für Investoren gut, solange sich die Zinsen innerhalb eines bestimmten Korridors bewegen. Wenn sie diesen Korridor jedoch strukturell verlassen, ist im Vergleich zu Strategien mit niedrigeren, statischen Absicherungsquoten mit Verlusten zu rechnen. Mit Hilfe einer Szenarioanalyse kann das verfügbare Risikobudget für eine dynamische Absicherungsstrategie festgelegt werden. Dabei werden die maximalen Verluste für den Fall definiert, dass Alternativszenarien eintreten.

### Überprüfung realer und nominaler Absicherungsstrategien

Bei den niedrigen Zinsen und Inflationsraten, wie wir sie seit der Kreditkrise kennen, war die Frage, ob mit den Investitionen ein Inflationsausgleich erzielt wurde, von untergeordneter Bedeutung. Inzwischen steigen die Zinsen und die Finanzierungsniveaus jedoch an. In Ländern, in denen keine ausdrückliche Koppelung der Verbindlichkeiten an die Verbraucherpreisinflation vorgeschrieben ist, müssen Pensionsfonds jetzt überlegen, ob ein Inflationsausgleich an Bedeutung gewonnen hat.

**Abbildung 3: Entwicklung des Finanzierungsniveaus in unterschiedlichen mittelfristigen Szenarien**



Quelle: NN IP

Abbildung 3 bietet eine Grundlage für diese Diskussion. Sie zeigt, wie sich die nominalen und die realen, inflationsbereinigten Finanzierungsniveaus ausgehend von einem aktuellen nominalen Finanzierungsniveau von 100% in den verschiedenen relevanten Szenarien entwickeln. Das reale Finanzierungsniveau wird berechnet, indem die Breakeven-Inflationsraten auf die aktuellen Verbindlichkeiten aufgeschlagen werden.

Auf den ersten Blick erscheint es widersprüchlich, dass gerade ein Szenario kräftiger Erholung ungünstig für die Entwicklung des realen

Finanzierungsniveaus sein soll. Im Beispiel geht das reale Finanzierungsniveau um 10% zurück. Sowohl im moderaten als auch im kräftigen Erholungsszenario würden wir erwarten, dass die Inflation bei einem Anstieg der Nominalzinsen ebenfalls rasch anziehen. Dementsprechend würde sich das reale Zinsniveau nicht wesentlich verändern. Bei Pensionsplänen mit einer nominalen Zinsabsicherung verschlechtert sich das reale Finanzierungsniveau, wenn die Realzinsen stabil bleiben und die nominale Absicherung zu einem negativen Ertrag führt. Dementsprechend sinkt im Falle einer kräftigen Erholung der Spielraum des Pensionsfonds, um die künftige Verbraucherpreisinflation aufzufangen – und das, obwohl der längerfristige wirtschaftliche Ausblick solide ist.

In unserem Basisszenario für Wirtschaftswachstum sollten sich Pensionspläne also stärker auf den Inflationsausgleich konzentrieren. Es gibt mehrere Möglichkeiten, um Inflationsrisiken zu managen. Im Ertragsportfolio können die Fonds ihre Allokation in reale Vermögenswerte erhöhen. Im Matching-Portfolio wäre es sinnvoll, in inflationsgebundene Anleihen oder Inflationsswaps zu investieren. Zudem wurden im Segment der illiquiden Anlagen zuletzt neue Produkte eingeführt, die explizit an die Inflation gekoppelt sind – allerdings dürfte das Angebot noch begrenzt bleiben. Wenn Anleger eine höhere Allokation in inflationsgebundene Investitionen in Betracht ziehen, sollten sie auch das Basisrisiko genau im Blick behalten und untersuchen, ob der in ihre Investitionen eingebaute Inflationsausgleich auch dem Inflationsausgleich entspricht, der den Kunden zugesagt wurde.

### Fazit

Institutionelle Anleger wie z.B. Pensionsfonds investieren langfristig. Daher überprüfen sie ihre Anlagestrategien nur in Abständen von mehreren Jahren. Gleichzeitig sollten relativ kurzfristige strukturelle Veränderungen des wirtschaftlichen Ausblicks auch zeitnah berücksichtigt werden, um Ineffizienzen in den Portfolios zu vermeiden. Mit Hilfe einer Szenarioanalyse lässt sich leicht und verständlich ermitteln, wie die Portfolioallokation durch die Einbeziehung solcher kurzfristigen Trends verbessert werden kann. Der jüngste Zinsanstieg ist ein solcher Trend.

**Robert Berkhout und Arjen Monster**  
LDI-Spezialisten bei NN Investment Partners

### Wichtige Informationen

Diese Publikation ist nur für professionelle Anleger bestimmt und dient Werbezwecken. Sie stellt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung und kein Investment-Research dar. Obwohl die hierin enthaltenen Informationen mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurden, übernehmen wir keine – weder ausdrückliche noch stillschweigende – Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die hierin enthaltenen Informationen jederzeit und unangekündigt zu ändern oder zu aktualisieren. Eine Haftung der NN Investment Partners B.V., anderer zur NN-Gruppe gehörender Gesellschaften sowie derer Organe und Mitarbeiter für irgendwelche in dieser Publikation enthaltene Informationen und/oder Empfehlungen ist ausgeschlossen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Gewähr für die zukünftige Wertentwicklung bietet. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen dürfen ohne unsere Genehmigung weder kopiert, vervielfältigt, verbreitet noch Dritten in sonstiger Weise zugänglich gemacht werden. Diese Publikation ist kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und richtet sich nicht an US-Bürger gemäß Rule 902 der Regulation S des United States Securities Act von 1933 sowie an Personen in Ländern, in denen die Verbreitung solcher Materialien rechtlich verboten ist. Für den Erwerb von NN Investmentfonds sind allein die Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen maßgeblich, die Sie kostenlos bei NN Investment Partners B.V., German Branch, Westhafenplatz 1, 60327 Frankfurt am Main, oder unter [www.nnip.com](http://www.nnip.com) erhalten.