

Bewertung in turbulenten Zeiten

Alex Keel



Agenda

- Bewertung
- Ökonomischer Deckungsgrad
- Risikoloser Zins
- Dynamische Betrachtung
- Fazit

Bewertung (1)

Agenda

Bewertung

Ökonomischer
Deckungsgrad

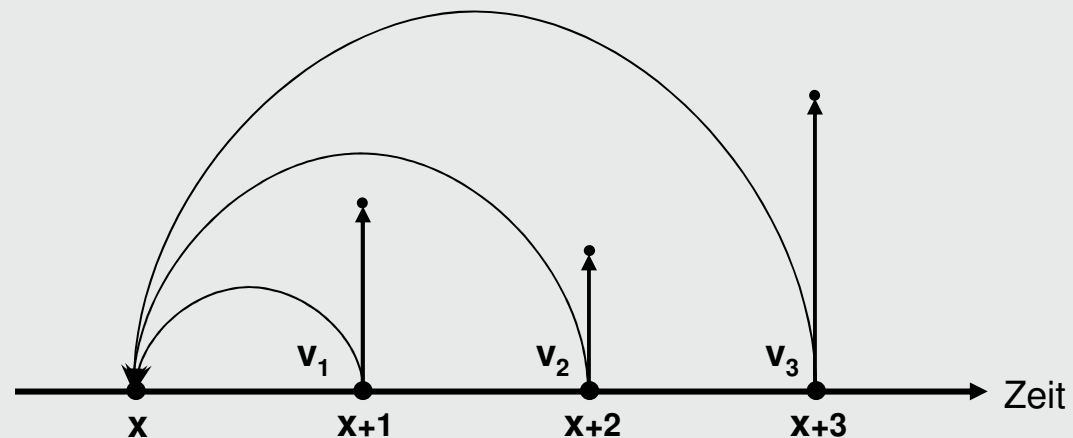
Risikoloser Zins

Dynamische
Betrachtung

Fazit

Grundproblem

- Barwert resp. Gegenwartswert zukünftiger Leistungen
- Welches Kapital ist heute notwendig, um die künftigen Verpflichtungen zu erfüllen?



→ Projektion der Zukunft auf einen Zeitpunkt.

Bewertung (2)

- Abdiskontierung bei konstantem technischen Zins

$$V_1 = v; \quad V_2 = v^2; \quad V_3 = v^3; \quad \dots$$

- Deckungsgrad = $\frac{\text{vorhandenes Vermögen (Marktzins)}}{\text{notwendiges Vermögen (tech. Zins)}}$

Ökonomischer Deckungsgrad: Marktbewertete Verbindlichkeiten

Agenda

Bewertung

**Ökonomischer
Deckungsgrad**

Risikoloser Zins

Dynamische
Betrachtung

Fazit

- Unterschiedliche Bewertung von Assets und Liabilities
Marktbewertung der Verbindlichkeiten führt zum Resultat

→ **ökonomischer Deckungsgrad** als Verhältnis von marktbeurteilten Assets und ebenfalls marktbeurteilten Verpflichtungen

Argumentation pro ökonomischer Deckungsgrad

Grundgedanke:

Garantierte Leistungen sind im Hinblick auf ihre Sicherheit stets risikolos zu bewerten.

Nach BVG Art. 65d geniessen einmal gesprochene Renten ein hohes Mass an Garantie. Die Rentner tragen praktisch kein Risiko. Rentner müssen als Obligationäre verstanden werden.

Konsequenz:

Renten müssen so bewertet werden, als ob man sie risikofrei finanzieren würde.

Risikoloser Zins: Erste Fragezeichen

Agenda

Bewertung

Ökonomischer
Deckungsgrad

Risikoloser Zins

Dynamische
Betrachtung

Fazit

Welches ist der „richtige“ risikolose Zins?

Definition: Rendite, die sich mit praktisch absolut sicheren Anlagen erzielen lässt.

Annahme in der Schweiz:

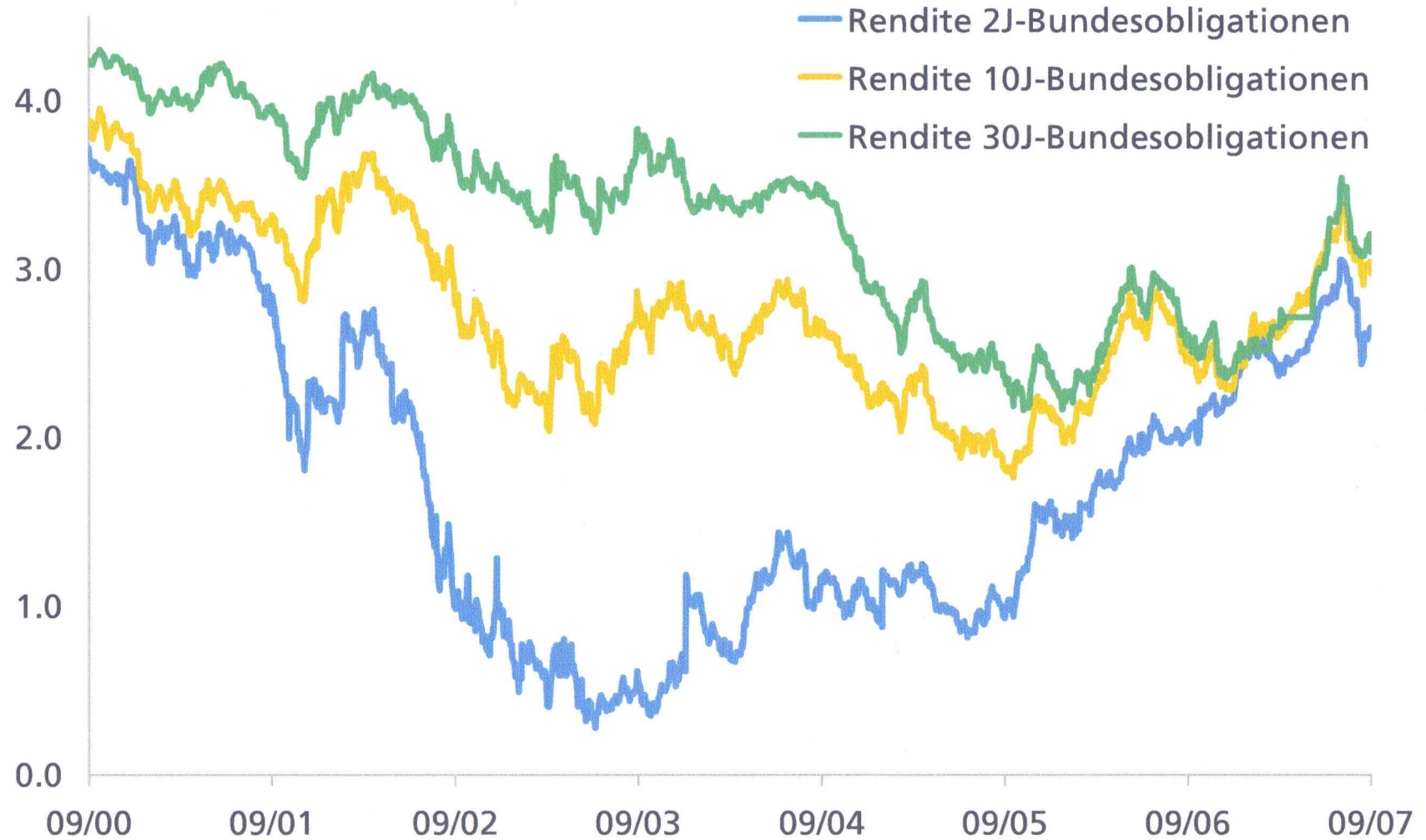
Risikoloser Zins = Rendite der Staatsanleihen

Aber: Kontinuierlich? Einmal pro Jahr? Zeitpunkt?

Möglichkeit:

BSV gibt Zinskurve vor.

Zinskurvenänderung



Source: Bloomberg, UBS WMR

Problematik der Zinskurvenänderung bei ÖDG

Änderung der (vorgegebenen) Zinskurve



Änderung der Bewertung der Verpflichtungen



Änderung des ökonomischen Deckungsgrades.

Je grösser der Rentneranteil, desto stärker die Auswirkungen.

Möglichkeit: klassisches LDI

Vereinfacht: Obligationen im Portfolio halten, deren Laufzeit (im Mittel) möglichst mit den Fälligkeiten der Renten übereinstimmen.

Folge: Sinkt der Zins, werden zwar die Verpflichtungen grösser, aber der Wert der Obligationen steigt ebenfalls.

Nachteil: Das Portfolio richtet sich ständig nach Zahlungsströmen aus, die in dieser Form höchstwahrscheinlich gar nie auftreten. Ziel ist die **kurzfristige Stabilität des Deckungsgrades** und **nicht die Leistungsoptimierung**.

Zurück zur Bewertungsfrage

Agenda

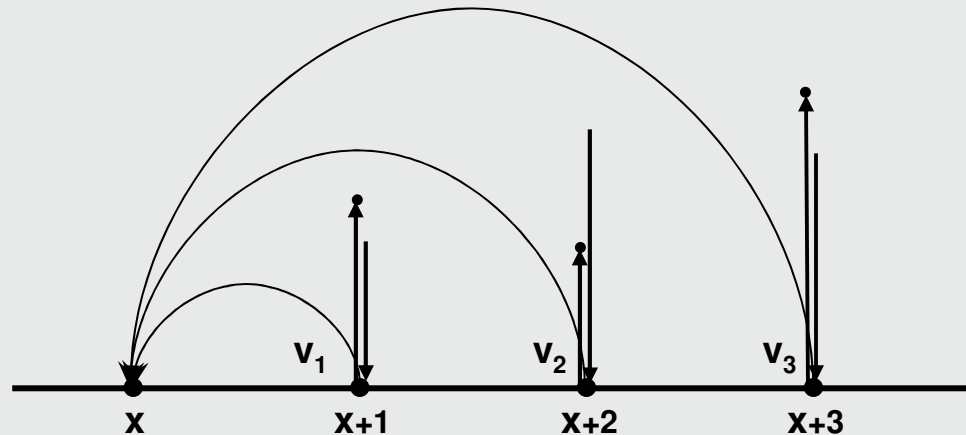
Bewertung

Ökonomischer
Deckungsgrad

Risikoloser Zins

Dynamische
Betrachtung

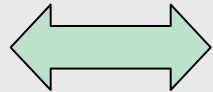
Fazit



- Die Verpflichtungen zu den Zeitpunkten $x+1$, $x+2$, ... werden primär durch die dann fließenden Beiträge gedeckt.
- „Umlageeigenschaft“ der zweiten Säule!
- Unterstellt man das Fortbestandsinteresse, interessiert nicht die Bewertung, sondern der künftige Nettocashflow.

Nutzen für die Vorsorgeeinrichtung

ÖDG > 100%



Vorsorgeeinrichtung könnte die Rentenleistungen heute zu 100% garantieren, **wenn sie heute liquidiert würde.**

Der ÖDG ist ein klar besserer Liquidations-DG als der heutige DG.

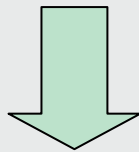
Der Stiftungsrat (und der Gesetzgeber) interessieren sich aber hauptsächlich für den **Fortbestand** der VE. Dazu gehört die Entwicklung und die Stabilität der VE.

Das Instrumentarium zur Beurteilung der Entwicklung und der Stabilität der VE heisst ALM.

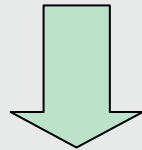
Frage: Was nützt der ÖDG im ALM?

Ökonomischer Deckungsgrad: Immer noch zwei verschiedene Welten

Ökonomischer Deckungsgrad



Statische Kennzahlen
(insbes. SLIX und Sollrendite)



ALM

- Marktbewertung
- Statische Betrachtung (...würde die PK heute liquidiert).
- Deterministisch
- **Aussagekraft:**
Gute Aussagekraft über Gegenwart (Situation im Falle einer Liquidation)

-
- Marktbewertung
 - Dynamische Betrachtung (Management unter Fortbestandesinteresse)
 - Stochastisch
 - **Aussagekraft:**
Möglichst gute Aussagekraft über Fortbestand der PK

Dynamische Betrachtung

Agenda

Bewertung

Ökonomischer
Deckungsgrad

Risikoloser Zins

**Dynamische
Betrachtung**

Fazit

Erkenntnis:

Der ökonomische Deckungsgrad ist und bleibt eine statische Positionsgrösse; ihr Nutzen beschränkt sich im wesentlichen auf Liquidationsszenarien.

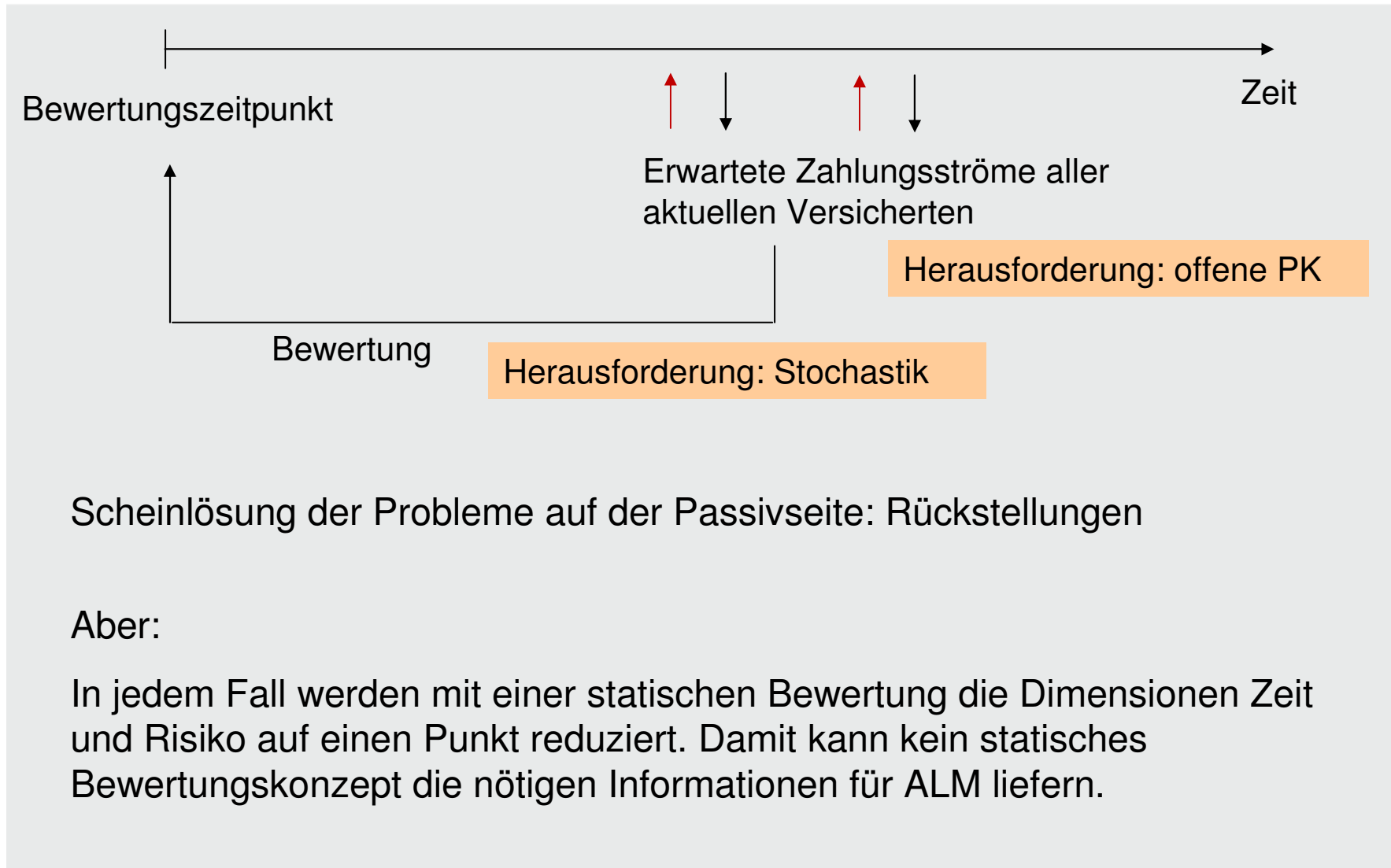
Für ein dynamisches ALM ist die Aussagekraft jedoch äusserst limitiert.

Konsequenz:

Erstrebenswert ist die dynamische Projektion des Deckungsgrades unter detaillierter Berücksichtigung der relevanten Einflussgrössen (z.B. Bestandesentwicklung, Lohnentwicklung, usw.).

Daraus ergibt sich beispielsweise die dynamische Sollrendite.

Nutzen für VE: Bewertung der Dynamik - Quadratur des Zirkels



Scheinlösung der Probleme auf der Passivseite: Rückstellungen

Aber:

In jedem Fall werden mit einer statischen Bewertung die Dimensionen Zeit und Risiko auf einen Punkt reduziert. Damit kann kein statisches Bewertungskonzept die nötigen Informationen für ALM liefern.

Fazit

Agenda

Bewertung

Ökonomischer
Deckungsgrad

Risikoloser Zins

Dynamische
Betrachtung

Fazit

- Der ökonomische Deckungsgrad ist abgesehen vom Spezialfall einer Totalliquidation eine schwer interpretierbare Finanzierungskennzahl.
- Für liquidationsähnliche Szenarien wie etwa für den Fall einer reinen Rentnerkasse ist der ökonomische Deckungsgrad ein variables Risikomass.
- Der ökonomische Deckungsgrad bleibt ein statisches Mass und eignet sich nicht als Information für Portfolioentscheide, soweit das Fortbestandsinteresse im Vordergrund steht.
- Der Preis für eine dynamische Betrachtung mit ökonomischem Deckungsgrad ist ein sehr stark erhöhtes Modellrisiko (Zinsstrukturmodell für ca. 100 Jahre).

Kontakt

**„Unsere Sicherheiten dürfen nichts Starres werden,
sonst brechen sie.“**

Robert Walser

Alex Keel
c-alm AG

Zwinglistrasse 6
9000 St. Gallen
Schweiz

Tel.: +41 (0) 71 227 35 35
E-Mail: alex.keel@c-alm.ch
Website: www.c-alm.ch