

LDI und ALM – Parallelen und Differenzen

Bis vor kurzem hätte wohl kaum jemand geglaubt, dass eine Zentralbank sich je gezwungen sieht, am Markt für Staatsanleihen zu intervenieren, um lokale Pensionskassen (PKs) vor Schlimmem zu bewahren. Ende September 2022 geschah es aber in UK mit der Bank of England (BoE). Wir beschreiben im Timeout diese schwierige Situation sowie für uns relevante Parallelen und Differenzen zwischen dem von vielen UK-PKs eingesetzten LDI-Ansatz gegenüber dem bei unseren PKs in der Schweiz üblichen ALM-Ansatz.

Einführung

LDI steht für Liability-Driven-Investing. Ziel ist es, ein Anlageportfolio einer PK so aufzustellen und auszurichten, dass die Bedienung aller Verpflichtungen jederzeit möglichst zuverlässig sichergestellt ist. ALM steht für Asset-Liability-Management und es wird im Prinzip das gleiche Ziel verfolgt. Für beide Ansätze spielt die Duration der Verpflichtungen eine wichtige Rolle. Von ALM- und LDI-Anbietern wird in der Regel argumentiert, dass man zur Sicherung der Verpflichtungen die Zinsrisiken auf beiden Seiten der Bilanz einer PK (Anlage- und Verpflichtungsseite) sorgfältig aufeinander abstimmen sollte, damit sich allfällige Effekte von Zinsänderungen neutralisieren und somit den Deckungsgrad der PK nicht negativ beeinflussen.

Fallen die Zinsen so wie in den letzten rund 40 Jahren bis Mitte 2021, entstehen Bewertungsgewinne auf den Anleihen (vor allem bei langer Duration), welche die rechnerisch angestiegenen Verpflichtungen bei der Berechnung des Deckungsgrads kompensieren. Steigen Zinsen wie in 2022, resultieren zwar Bewertungsverluste auf Anleihen, aber Bewertungsgewinne auf Verpflichtungen (aufgrund höherer Diskontsätze). Die Zinseffekte wirken so auf beiden Seiten der PK-Bilanz, womit der Deckungsgrad wie angestrebt von Zinsänderungen unbeeinflusst bleiben sollte. Soweit die Theorie, die in unseren Augen für die Verwaltung und das Risiko Management einer PK sinnvoll sind.

Wie so oft birgt die Umsetzung der Theorie in die Praxis grosse Herausforderungen. Und genau in der praktischen Umsetzung liegt auch der grösste und für uns zentralste Unterschied zwischen den PKs in UK

und unseren hier in der Schweiz: dem Leverage. Dazu gleich mehr. Zuvor sei erwähnt, dass die Zielrenditen von UK-PKs nach wie vor bei 6–8% p.a. liegen, während sie in der Schweiz heute eher bei 2–4% p.a. angesiedelt sind (gemäss letzter Swissscanto-Studie im Median bei 2.4%). Historisch lagen die erwarteten Renditen der UK-PKs im Schnitt ebenfalls weit über den denjenigen der Schweiz. Mitunter auch aufgrund der durchschnittlich höheren Zinsen auf dem Pfund. Wohl aber auch, weil man in UK etwas aggressiver investiert und sich selbst ein höheres Alpha zutraut. Egal, zurück zum relevanten Leverage.

Leverage

In der Schweiz ist der Einsatz von finanziellem Leverage für PKs auf Stufe Gesamtportfolio gesetzlich (im BVV2) untersagt. Derivate Geschäfte dürfen getätigt werden, müssen aber mit einem Delta 1 (vollem Exposure) gedeckt sein. In UK ist dem nicht so. Darin sehen wir den Hauptgrund, weshalb die BoE am Gilt-Markt eingreifen musste, um ihre PKs zu schützen. Darin liegt auch das Hauptargument, weshalb die SNB wohl nie zu solch einer Aktion zur Rettung von Schweizer PKs gezwungen sein sollte.

Zahlreiche UK-PKs litten in den letzten Jahren wie viele andere Anleger auch unter dem Ertragsdruck im Tiefzinsumfeld. Eine beliebte Idee bestand darin, das Renditepotenzial mit Hilfe eines Hebels auf Anlagen (Leverage) aufzupeppen. Um im Tiefzinsumfeld auf ihre sportliche Zielrendite zu gelangen, war es ja auf den ersten Blick auch verlockend, solchen finanziellen Leverage aufzunehmen, um die lange Duration über Derivate (Swaps) zu steuern und gleichzeitig mehr (freies) Kapital für renditereichere Anlagen wie Aktien und zahlreiche alternative Anlagen einzusetzen. Solange die Zinsen sanken und Aktien gut rentierten, funktionierte der Einsatz von Leverage prima. Im Rahmen des strategischen Risk Managements ist den PKs, ihren Consultants und den Managern aber durch die Lappen gegangen, dass es ein Makro-Szenario gibt, wo das Pendel mit dem langen Hebel der hohen Duration kräftig zurückschwingen kann. Nämlich wenn die Basisdiversifikation nicht greift und Aktien und Anleihen zeitgleich Verluste erleiden.

Margin Calls

Verlieren Derivate wie die Swaps an Wert, fordern die Gegenparteien in den Kontrakten mehr Sicherheit (sogenannte Margen via Margin Calls). Als die dama-

lige UK-Regierung Ende September 2022 ihr Mini-Budget ankündigte, verloren die UK-Gilts rasch und heftig an Wert (und das notabene nach bereits herben Verlusten seit Jahresbeginn). Die gehebelten PKs sahen sich daher hohen Margin Calls gegenüber, die sie nur durch den Verkauf von liquiden Anlagen bedienen konnten. Doch noch mehr UK-Gilts mit hohen Verlusten und unter Druck veräussern, wollten sie natürlich nicht, weil es die Gilt-Krise noch verstärkt hätte. Das erkannte auch die BoE und sprang daher mit Milliarden-Käufen an Gilts ein, um noch grössere Verluste auf Gilts zu verhindern. So offerierte die BoE im Prinzip ihren UK-PKs einen partiellen Ausstieg mit «kontrollierten» Verlusten aus Gilts und damit eine Reduktion des Exposures, womit auch die Margen-Anforderungen wieder besser bedienbar wurden.

Es fragt sich; wie UK-PKs «vergessen» oder ignorieren konnten, dass derivative, gehebelte Instrumente wie Swaps auf Long-Duration-Gilts-Positionen bei starken Zinsanstiegen gewaltige Verluste erleiden und hohe Margin Calls nach sich ziehen dürften? Mit Hilfe simpler Szenarioanalysen hätte sichtbar werden müssen, dass ein gehebeltes PK-Portfolio bei rasch und stark steigenden Zinsen unter Druck geraten wird. Weshalb wurde einem solchen Szenario nicht genügend Aufmerksamkeit geschenkt? Wir wissen es nicht. Evtl., weil man sich nach 40 Jahren fallender Zinsen (zu) sicher war, dass Zinsen nie wieder steigen werden? Fest steht bloss, dass es einmal mehr in der Praxis nicht gelang, rechtzeitig Leverage abzubauen, und nur noch der übliche «Lender of Last Resort» um Hilfe gebeten (bzw. zur Hilfe gezwungen) werden konnte. Fest steht auch, dass ein Liability Matching nur dann funktioniert, wenn man die Positionen auf Verfall hält. Dann funktioniert auch die Immunisierung des Deckungsgrads. Wenn man aber gezwungen wird, Positionen anzupassen, realisiert man Verluste.

Das Zusammenspiel von Liquidität und Leverage

Kritische Stimmen könnten sagen, dass auch hiesige PKs Derivate einsetzen z.B. bei der Fremdwährungsabsicherung (FX Hedging). Droht uns nun ähnliches wie in UK? Nein. Es gilt zu bedenken, dass beim FX-Hedging stets Fremdwährungen auf Termin verkauft werden, die irgendwo im Gesamtportfolio bei Aktien oder Anleihen investiert sind (Delta 1 ist also erfüllt). Fällt z.B. eine US-Aktie in USD im Portfolio im Wert weil USD vs. CHF sinkt, entsteht ein Verlust auf der Aktienanlage in USD. Der FX-Hedge generiert aber bei gleichem Umfang, den praktisch identischen Gewinn auf USD, der so den USD-Verlust auf der Aktie deckt

(und umgekehrt). Deshalb reduziert FX-Hedging das Risiko von Fremdwährungsanlagen. Nicht zu vergessen ist allerdings, dass beim FX-Hedging je nach Kursverlauf finanzielle Verpflichtungen entstehen, die korrekt bedient werden müssen. Daher sollte sich jeder Anleger, der FX-Hedge-Overlay-Programme unterhält, im Vornherein überlegen, woher er jeweils die nötige Liquidität auftreiben kann, um allfällige Verluste aus FX-Hedging-Positionen zu decken. Zu denken gibt uns, dass sich bei diversen UK-PKs offenbar niemand ausreichend Gedanken machte, woher man die nötigen Cash-Mittel für Margin Calls beschaffen könnte, falls die Zinsen stark ansteigen und die Basisdiversifikation scheitern sollten. Man hat also nicht nur das Anlagerisiko, sondern auch das Liquiditätsrisiko im Gesamtportfolio unterschätzt.

Mitten in der Herde ist es am angenehmsten

Der Markt für UK-PKs wird von wenigen Consultants dominiert. Diese liefern in der Regel sowohl die ALM bzw. LDI-Studien als auch gleich die passenden Anlagestrategien und Managerselektion, ja bei Bedarf sogar Produkte zur Umsetzung. Wem das etwas zu viel aus einer Hand ist, sucht sich für die Umsetzung halt andere Asset Manager. Der Einfachheit halber bieten diese teilweise dann auch gleich sogenannte LDI-Lösungen an, wo sie sich um alles kümmern, sogar und den «passenden» Leverage damit die angestrebte, ambitionierte Zielrendite erreicht wird. Man hört nun am Markt zahlreiche kritische Stimmen, die heftige Kritik an Consultants und LDI-Managern üben. Nicht zu Unrecht. Aber auch in UK sind die PKs bzw. deren Stiftungsräte für ihre Anlagestrategie zuständig. Nicht die Consultants. Man hätte als UK-PK leicht mit anderen Anlegern oder PKs im Ausland besprechen können, ob es eine gute Idee sei, die Duration der Verpflichtungen mit gehebelten Swaps zu adressieren, ohne sich ausreichende Gedanken über Liquidität und Risikomanagement zu machen. Aber wir verstehen, dass es angenehmer ist, in der lokalen Herde zu bleiben und die gleichen Lösungen wie die anderen Tierchen der Herde umzusetzen.

Sehr enge Märkte für Staatsanleihen

Ein zweiter oft vorgebrachter Grund für die Krise der UK-PKs liegt neben dem Leverage im engen und konzentrierten Markt für Gilts, der von UK-PKs mit rund 30% Anteil am ausstehenden Gesamtvolumen dominiert wurde. Natürlich purzeln die Preise, wenn 30% der Halter einer Anlage gleichzeitig durch die Türe rausstürmen. Wir merken an, dass der Gilt-Markt heute bei einer Marktkapitalisierung von rund CHF

2'000 Mrd. steht, wovon rund 20% inflationsindexierte Anleihen sind. Die aktuell verwalteten Vermögen von UK-PKs sind im Volumen in etwa gleich hoch.

Hier wird der Vergleich mit der Schweiz interessant. Das aktuell ausstehende Volumen an Schweizer Staatsanleihen (Eidgenossen) liegt gerade mal bei CHF 72 Mrd., verteilt über 23 Papiere. Selbst wenn man den gesamten Swiss Bond Index AAA-BBB mit allen Unternehmensanleihen, Pfandbriefen und mehr zusammen betrachtet, landen wir nur bei gut CHF 460 Mrd. Schweizer PKs verwalten heute insgesamt trotz den im Durchschnitt zweistelligen Verlusten auf Jahresbasis rund CHF 1'000 Mrd.. Wo wohl die Preise von Eidgenossen landen würden, wenn bei uns eine Verkaufswelle von PKs losgetreten würde und ein Teil aller Schweizer PKs gleichzeitig ihre Eidgenossen-Positionen reduzieren möchte? Ohne Einsatz von Hebel sind unsere PKs zum Glück nicht gezwungen, ihre Buchverluste zu realisieren. Das Matching bricht nicht und sie können ihre Positionen auf Verfall halten.

Was aber passieren kann, wenn zu viele Anleger (mit ähnlichen SAAs) in einem engen Markt zur gleichen Zeit das gleiche tun, ist nicht nur ein UK-Phänomen. Ein Beispiel haben wir kürzlich auch in der Schweiz beobachtet: indirekte Immobilien Anlagen Schweiz. Aufgrund von hohen Verlusten auf Aktien und Bonds bestand Rebalancing Bedarf. Das Geld dafür wurde u.A. bei handelbaren Immobilienanlagen geholt. Die Folge: der SXI Real Estate Index hat in sechs Monaten beinahe 20% an Wert verloren. Er liegt damit aktuell auf der Höhe des Covid -19 Tiefs des März 2020.

Wenn es um die Liquidität geht, kommt der Marktgrösse also stets ein hohes Gewicht zu. Betrachtet man dieses Volumen an CHF-Anleihen mit IG-Rating, so irritiert uns das von Schweizer ALM-Anbieter oft vorgebrachte Argument, wonach ein Engagement in globale HY-Anleihen oder Loans sehr riskant sei, weil diese beiden Märkte klein und illiquid seien. Immerhin umfassen sie heute ein Volumen von jeweils gut CHF 1'500 bis fast 2'000 Mrd., was also rund 20x über demjenigen der Eidgenossen liegt. Auch der Vorwurf fehlender Liquidität an diesen zwei Sub-IG-Märkten gegenüber Eidgenossen wirkt für uns befremdend, insbesondere beim Blick auf die Bid-Ask-Spreads und die Liquidität in Krisenphasen wie März 2020.

Die Aufgabe einer Zentralbank

War es überhaupt die Aufgabe der BoE, am Markt für Gilts zu intervenieren, um lokale PKs zu schützen? Wir

schreiben hier die Texte zu den Zielen ausgewählter Zentralbanken direkt von deren Webseiten ab und übersetzen: Die BoE soll monetäre und finanzielle Stabilität sichern. Letzteres beinhaltet explizit, Kosten für Disruptionen kritischer Services zu reduzieren. Anders das FED, das nach maximaler Beschäftigung, stabilen Preisen und moderaten langfristigen Zinsen strebt (und damit potenziell Zielkonflikte lösen muss). Die SNB verfolgt hingegen nach Verfassungsauftrag als vorrangiges Ziel die Preisstabilität und trägt der konjunkturellen Entwicklung dabei Rechnung, womit bewusst ein Zielkonflikt-Potenzial vermieden wird.

Angesichts dieser Aufträge ist es verständlich, wieso die BoE eingriff. Ein Zusammenbruch vieler UK-PKs aufgrund eines Preiskollapses auf Gilts wäre disruptiv für den kritischen Service der Vorsorge und wohl für viele andere Services ebenfalls. Ob die SNB hingegen je eingreifen würde, wagen wir zu bezweifeln. Es entspricht nicht ihrem prioritären Auftrag. Zudem sah die SNB ja über Jahre hinweg auch keinen Grund, PKs von Negativzinsen zu entbinden oder zu verschonen. Herr Jordan betonte in mehreren Vorträgen gar, dass das Hauptproblem der PKs Langlebigkeit sei und nicht das von der SNB geschaffene Umfeld negativer Zinsen. Dass letzteres nicht gerade förderlich für die Erreichung der Zielrenditen für Schweizer PK war, ist für uns zwar offensichtlich, aber für die SNB unerheblich. Dass die SNB dank Negativzinsen die Konjunktur der Schweiz rettete, und damit indirekt auch die PKs, ist hingegen in unseren Augen eher eine kühne und akademisch noch kaum etablierte These.

Ein Lob an eine zwei Adressen

Das Drama, das sich in UK abgespielt hat, kann sich in der Schweiz so nicht wiederholen. Der Dank gebührt einerseits dem Gesetzgeber, der finanziellen Leverage konsequent untersagt. Andererseits auch den PKs, die nie den Sirengesängen von Leverage wie im Ausland erlagen, um überhöhte Renditeziele zu erreichen. Das LDI-Desaster veranschaulicht, dass beim Einsatz von Leverage Themen wie Anlagerisiko und Liquiditätsrisiko unbedingt auf den Radar gehören. Vor allem, wenn sich viele Anleger in einem Markt zur gleichen Zeit in die gleiche (falsche) Richtung bewegen oder bewegen müssen. Szenarioanalysen helfen, solche Situationen im Kopf durchzuspielen und vorzubereiten. Weiter kommt der Marktgrösse und Markttiefe von Anlagen eine hohe Bedeutung zu. Nicht alles, was glänzt ist Gold. Nicht alles was liquide scheint, lässt sich jederzeit verkaufen. Dem ist stets Rechnung zu tragen. Auch in der Schweiz.