

ING IM Versicherungsnachrichten

Thema heute: „Investieren in Schwellenländeranleihen mit reduziertem Solvenzkapitalerfordernis“



UNSERE MICROSITE
[http://www.ingim-
amv.de](http://www.ingim-amv.de)

Viele Investoren verweisen bei Emerging Markets Anleihen (EMD) auf die volkswirtschaftliche Erfolgsstory der Schwellenländer. Aus diesem Grund floss in den letzten Jahren viel Kapital in dieses Anlagensegment. Doch Versicherungen sind strukturell in EMD unterinvestiert und dafür gibt es wichtige Gründe, die es zu adressieren gilt. Eine ernstzunehmende Alternative können dabei EMD-Anleihen sein, die in Euro begeben werden. Ihre risikoadjustierte Rendite hat sich historisch als überlegen erwiesen. Dabei schonen sie gleichzeitig das Solvenzkapitalerfordernis.

Kontakt:

Lutz Morjan, CFA

- Senior Director Client Solutions -

T: +49 69 50 95 49-23

E: lutz.morjan@ingim.com

SCHWELLENLÄNDERANLEIHEN MIT REDUZIERTEM SOLVENZKAPITALERFORDERNIS

Nach turbulenten Wochen für Emerging Markets Anleihen (EMD) im Sommer 2013 hat sich die Lage deutlich beruhigt und viele Investoren haben seitdem wieder in dieses Segment investiert. Die Motivation ist einfach: Die meisten Credit Spreads bei Core Investments haben sich in den vergangenen Monaten langsam weiter eingeeengt.

In diesem Umfeld floss das Kapital an den Rentenmärkten weiterhin vor allem in das EMD-Segment. Seit April sind ununterbrochen Zuflüsse in EMD-Hartwährungsanleihen registriert worden. Die Suche nach Renditen (die zunehmend nur noch mit riskanteren Papieren zu erzielen sind) dürfte in den kommenden Monaten der wichtigste Einflussfaktor für die Credit Spreads bleiben.

Langfristig attraktive Assetklasse

Aber auch langfristig wird EMD eine immer wichtigere Assetklasse bleiben. Diese Gründe sprechen dafür:

- **Demographie:** Emerging Markets werden 2030 den größten Anteil der arbeitenden Weltbevölkerung ausmachen. Gleichzeitig ist deren Bevölkerungsstruktur tendenziell jünger als in den entwickelten Ländern. Eine jüngere Bevölkerung hat ein größeres Potenzial für höheres und nachhaltiges Wachstum.
- **Hohe Reserven an Fremdwährungen:** Die bestehenden Fremdwährungsreserven i.H.v. etwa 3 Billionen USD in 2013¹ bieten einen Puffer gegen Schocks an den Kapitalmärkten z.B. in Form von plötzlichen Kapitalabflüssen.
- **Günstige Fiskalsituation:** Die tendenziell niedrigere Verschuldung als in den entwickelten Märkten gepaart mit einem höheren volkswirtschaftlichen Wachstum bietet eine gute Mischung für den Erhalt der Zahlungsfähigkeit der Schuldner.

Trotz dieser positiven langfristigen Rahmenbedingungen sind institutionelle Investoren in EMD strukturell unterinvestiert. Gemessen an der Marktkapitalisierung dieser Assetklasse ist die Allokation in EMD vergleichsweise niedrig. Das gilt auch für deutsche Versicherer.

Gründe für die strukturelle Untergewichtung deutscher Versicherer

Für diese Untergewichtung gibt es einige triftige Gründe. EMD ist eine relativ junge Assetklasse, für die es keine lan-

¹ Exklusive China. Dort existieren weitere 3,5 Billion USD Fremdwährungsreserven.

gen Datenreihen und Erfahrungen gibt. Für vorsichtige Investoren wie Versicherungen ist das ein Hindernis für eine probate Risiko-Ertrags-Einschätzung.

Viel stärker noch als die eingeschränkte Datenlage spiegelt sich in den Allokationen aber die nicht optimale Eignung zur Bedeckung der Verbindlichkeiten aus Versicherungsverträgen wieder, sodass EMD bisher eher eine Beimischung als ein signifikantes Kerninvestment darstellt. Einen ersten Eindruck für dieses Argument liefert Tabelle 1.

PORTFOLIONAME	SCR GESAMT%
ING (L) Renta Fund Euromix Bond	0,1
ING (L) Renta Fund Euro Short Duration	0,5
ING (L) Liquid EUR	1,1
ING (L) Renta Fund Euro	2,0
ING (L) Renta Fund Euro Covered Bonds	3,1
ING (L) Renta Fund Euro Inflation Linked	3,8
ING (L) Renta Fund Eurocredit	7,7
ING (L) Renta Fund Emerging Markets Corporate Debt (Hedged)	14,8
ING (L) Renta Fund Europe High Yield	15,5
ING (L) Renta Fund US Credit	16,0
ING (L) Renta Fund Emerging Markets Debt HC	17,2
ING (L) RENTA FUND Global High Yield	18,7
ING (L) Flex Senior Loans	22,4
ING (L) Renta Fund World	25,1
ING (L) RENTA FUND EMG MKT DEBT LOCAL	28,7
ING (L) Renta Fund Asian Debt Hard Currency	29,9

Tabelle 1: Solvenzkapitalerfordernis (SCR) nach Solvency II für ausgewählte Fixed Income-Strategien von ING Investment Management.²

Nach unseren Berechnungen verlangt z.B. ein Investment in einen ungehedgten Emerging Market Local Bond Fund etwa 28,7% an Solvenzkapital, wohlgermerkt ohne Berücksichtigung des sehr wichtigen Zinsmoduls. Von diesen 28,7% werden etwa 4,4% vom Spreadmodul und 24,3% vom Währungsmodul gefordert. Für deutsche Versicherer, deren Verpflichtungen im allergrößten Teil in Euro „notieren“, ist das keine optimale Ausgangslage für eine adäquate Risikoallokation. Um eine signifikante EMD-Allokation aufbauen zu können, müssen diese Risiken adressiert werden.

Optimierung der Risikoallokation in der Systematik von Solvency II

Die Höhe des Solvenzkapitalerfordernisses nach Solvency II richtet sich in seiner Philosophie danach aus, in welchem Maß die Vermögenswerte auf die Verpflichtungen in Form der versicherungstechnischen Rückstellungen abgestimmt sind. Ein Risiko sind dabei solche Marktrisiken, die sich unterschiedlich stark auf die Marktwerte von Vermögen und Verpflichtungen des Versicherers auswirken. Bestes Beispiel sind unterschiedliche Zinssensitivitäten von Vermögen und Verpflichtungen, die über das Zinsrisikomodul erfasst werden und deutschen Versicherern im Fall langer Durationslücken großes Kopfzerbrechen bereiten.

² Quelle: Berechnungen der ING IM. Berücksichtigt wurden die Marktrisikomodule „Spread“, „Währung“ und „Aktien“.

Nach dieser Philosophie liegen die Risiken für (traditionelle) EMD auf der Hand. Diese können zum Teil substanziiell durch in Euro begebene EMD-Anleihen vermieden werden (desweiteren verwenden wir den Begriff „EURO-EMD“). Die Risiken, die es zu optimieren gilt, sind:

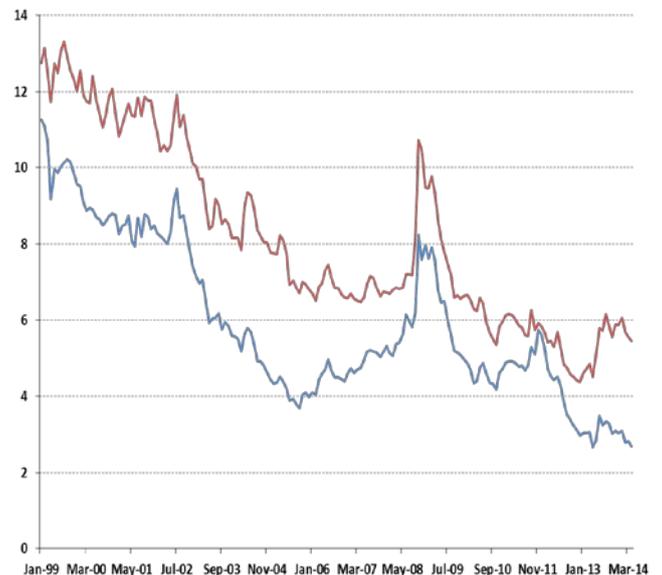
- **Zinsrisiko:** Für die Bewertung der versicherungstechnischen Rückstellungen aus deutschen Versicherungspolice wird gem. Solvency II für die Abdiskontierung zukünftiger Cash Flows eine Ableitung aus der Euro-Swapkurve angewendet. Daraus ergibt sich auch der zu verdienende versicherungstechnische Zins, der für die Zielrendite der Kapitalanlage relevant ist. Da für EMD-Hartwährungsanleihen die US-Zinsstrukturkurve und für EMD-Lokalanleihen die jeweilige lokale Zinskurve für die Bewertung anzuwenden ist, werden unterschiedliche Zinsänderungsrisiken für Vermögen und Verpflichtungen auftreten. Diese ergeben sich aus dem unterschiedlichen Zinsniveau sowie der sich häufig unterscheidenden Steilheit und Form der Kurve (z.B. normale vs. inverse Zinsstrukturkurve). Das Zinsrisiko kann durch Investments in Euro-denominierte EMD-Anleihen reduziert werden, weil dabei sowohl Vermögen als auch Verpflichtungen mit derselben Zinskurve bewertet werden.
- **Fremdwährungsrisiko:** Wechselkursänderungen können eine positive Rendite in der Lokalwährung zu einer negativen Rendite in der Berichtswährung umkehren oder diese zumindest schmälern. Die bereits gemachten Ausführungen haben gezeigt, dass das Fremdwährungsrisiko substantielle Beträge für das Solvenzkapital verlangt. Natürlich können Währungsrisiken für EMD-Hartwährungsanleihen (renditemindernd) gehedgt werden. Bei EMD-Lokalwährungsanleihen ist eine Hedgingstrategie ungleich schwieriger, da für viele dieser Währungen keine optimalen Hedginginstrumente verfügbar sind. Das Fremdwährungsrisiko und damit das Solvenzkapitalerfordernis kann durch EURO-EMD deutlich reduziert werden.
- **Spreadrisiko:** Wir werden später zeigen, dass sehr viele Emittenten von EURO-EMD ein Investmentgrade-Rating aufweisen. Damit sind sie gut für deutsche Versicherer investierbar, da sie die Raterfordernisse der Anlageverordnung erfüllen. Darüber hinaus lässt sich mit EURO-EMD eine weitere Optimierung in Solvency II erreichen. Bei Ausleihungen an Zentralregierungen der Europäischen Union ist keine Eigenkapitalhinterlegung im Spreadmodul erforderlich, solange sie auf eine einheimische Währung eines EU-Mitgliedsstaates lauten. Als Beispiel dienen Länder wie Polen.
- **Konzentrationsrisiko:** In einem Kapitalmarkt, bei dem beste Bonitäten rar werden, stellt auch die Vermeidung von Konzentrationsrisiken eine besondere Herausforderung dar. Ein breiteres Anlagespektrum, erweitert um Euro-EMD bester Bonität, kann eine

Antwort auf die verminderten Anlagemöglichkeiten sein.

Investments in EURO-EMD verlangen von einem deutschen Versicherer im Ergebnis weniger Risikobudget in der risikobasierten Bewertung nach Solvency II.

Für weniger Risiko muss auf Ertrag verzichtet werden

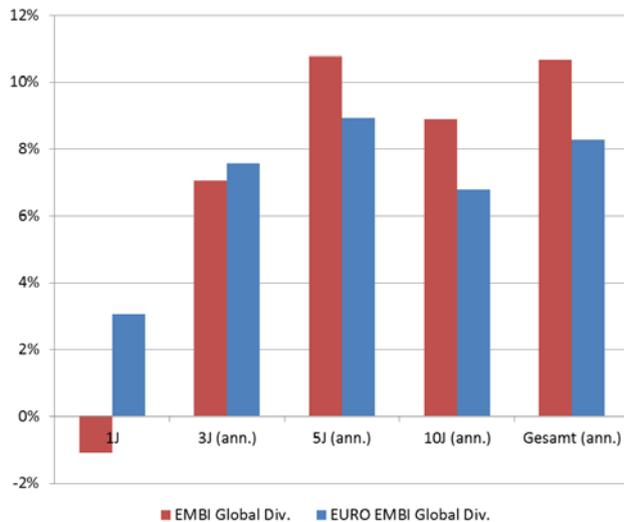
Diese günstigere Risikosituation bei in Euro bewerteten EMD-Anleihen spiegelt sich nicht nur in einem niedrigeren Solvenzkapitalerfordernis, sondern auch in einer niedrigeren Marktrendite im Vergleich zu traditionellen EMD wieder (siehe Grafik 1). Der Renditeunterschied ist ein langfristiges Charakteristikum und lag Ende April 2014 bei etwa 2,8%.



Grafik 1: Langfristige Renditeentwicklung von 1999 bis 2014 für die Benchmark EURO EMBI Global Diversified (Blau) und den EMBI Global Diversified in USD (Orange).³

Die historische Performance bietet dagegen ein ambivalentes Bild (siehe Grafik 2). Während über die 5- und 10-Jahreszeiträume das breite EMD-Segment besser abgeschnitten hat, liegen EURO-EMD für die 1- und 3-Jahreszeiträume vorn.

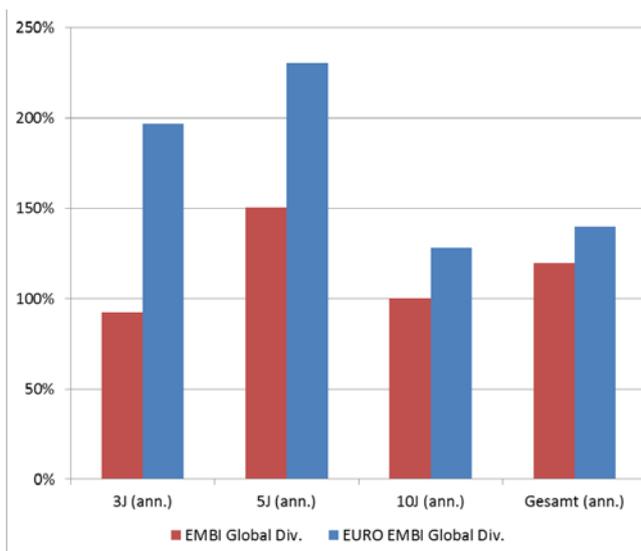
³ Quelle: JPMorgan.



Grafik 2: Der in Euro denominierte EURO EMBI Global Diversified (Blau) zeigt in den letzten drei Jahren eine bessere Performance als der breite EMBI Global Diversified (Rot).

Risikoadjustierte Erträge besser für Euro-EMD

Noch überzeugender sind die Ergebnisse für EURO-EMD, wenn die risikoadjustierte Performance analysiert wird. Grafik 3 zeigt, dass in jedem der Betrachtungszeiträume das Segment Euro-EMD in der Vergangenheit eine bessere risikoadjustierte Rendite geboten hat als das breite Universum des EMBI Global Diversified. Aus Sicht der risikobasierten Beurteilung von Solvency II ist das ein bemerkenswertes Ergebnis, dass jeden Versicherer über eine stärkere Gewichtung des EURO-EMD-Segments zumindest nachdenken lassen sollte.



Grafik 3: Der EURO EMBI Global Diversified (Blau) erreichte für jeden Betrachtungszeitraum ein deutlich besseres Ertrags-Risiko-Verhältnis als der EMBI Global Diversified (Rot).

Breites und flexibles Anlageuniversum

Auch wenn die Anlageidee noch nicht weit verbreitet ist, sollte man sich darüber im Klaren sein, dass Euro-EMD kein exotisches Nischensegment ist. Ein breiter Marktindex wie der Barclays_Pan_Euro EMG verfügt über eine Marktkapitalisierung von mehr als 150 Mrd. Euro. Wir erwarten, dass diese Marktkapitalisierung in den nächsten Jahren mit wachsendem Weltmarktthandel weiter zunimmt. Auch das anhaltend niedrige Zinsniveau im Euroraum bietet Anreize für Emittenten, ihre Schulden in Euro aufzunehmen.

Wie die Tabelle 2 zeigt, ist ein flexibles und maßgeschneidertes Investieren in Euro-EMD möglich. Das Anlageuniversum bietet Exposure in Staaten, quasi-staatliche Organisationen und Unternehmen. Regional ist sowohl ein Fokus auf europäische Emittenten als auch alternativ eine globale Diversifizierung inklusive Asien und Lateinamerika möglich. Der hohe Anteil von Anleihen mit Investment-Grade Rating stellt den Einklang mit den aufsichtsrechtlichen Erfordernissen sicher.

Benchmark	JPM Euro EMBI Global	JPM Euro EMBI Global Diversified	Barclays_Pan_Euro EMG	JPM Euro EMBI Global + Corporates
Beschreibung	Sovereign/Quasi-Sovereign	Sovereign/Quasi-Sovereign with weighting cap of 10%	Sovereign/Quasi-Sovereign and Corporates	Sovereign/Quasi-Sovereign and Corporates
Währung	EUR	EUR	EUR	EUR
Anteil Investment Grade	89%	84%	72%	86%
Regionale Zusammensetzung				

Asien	1%	2%	7%	11%
Europa	85%	76%	58%	64%
Lateinamerika	12%	14%	27%	19%
Naher Osten / Afrika	3%	8%	8%	6%

Tabelle 2: Die ausgewählten Indizes für Euro-EMD zeigen die ganze Bandbreite für eine kundenspezifische Definition des Anlageexposures auf.

ING IM: Einer der erfahrensten Asset Manager für Emerging Markets Debt

Euro-EMD können ein attraktives Anlagesegment für Investoren sein, die einige Risiken des traditionellen EMD vermeiden und dennoch nicht beim Wachstum der Emerging Markets außen vor bleiben wollen. Wir haben gezeigt, dass risikoadjustierte Erträge und ein optimiertes Solvenzkapitalerfordernis starke Argumente für ein Investment in diese Anlageklasse sind.

ING Investment Management kombiniert durch sein exzellentes EMD-Team die spezialisierte Erfahrung für diese Assetklasse mit dem Know-how unserer Versicherungsexperten, die ein besonderes Verständnis für die Herausforderungen und Funktionsweisen unserer Versicherungskunden mitbringen.

Rechtlicher Hinweis:

Der Inhalt dieses Dokuments wurde mit gebührender Sorgfalt zusammengestellt. Eine Garantie, ob ausdrücklich oder stillschweigend, für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben kann jedoch nicht übernommen werden. Die hierin enthaltenen Informationen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder ING Investment Management (Europe) B.V. noch ein anderes Mitglied der ING-Gruppe bzw. seine Vorstandsmitglieder, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter haften in gleich welcher Weise für die hierin enthaltenen Informationen oder Empfehlungen. Wir übernehmen keinerlei Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die durch Nutzung dieses Dokuments entstehen bzw. dadurch, dass Entscheidungen auf die hierin enthaltenen Informationen gestützt werden. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert Ihrer Anlage kann steigen oder fallen; eine vergangenheitsbezogene Performancebetrachtung ist kein Garant für zukünftige Anlageergebnisse. Dieses Dokument und die hierin enthaltenen Angaben dürfen ohne unsere schriftliche Einwilligung weder vervielfältigt, reproduziert oder an andere Personen weitergegeben werden. Für alle Ansprüche im Zusammenhang mit diesem Haftungsausschluss ist niederländisches Recht maßgeblich.