

"From Capital to Cash" Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

4. Mai 2017

Michael Christen

Zurich Insurance Company Ltd

CUREM*horizonte*



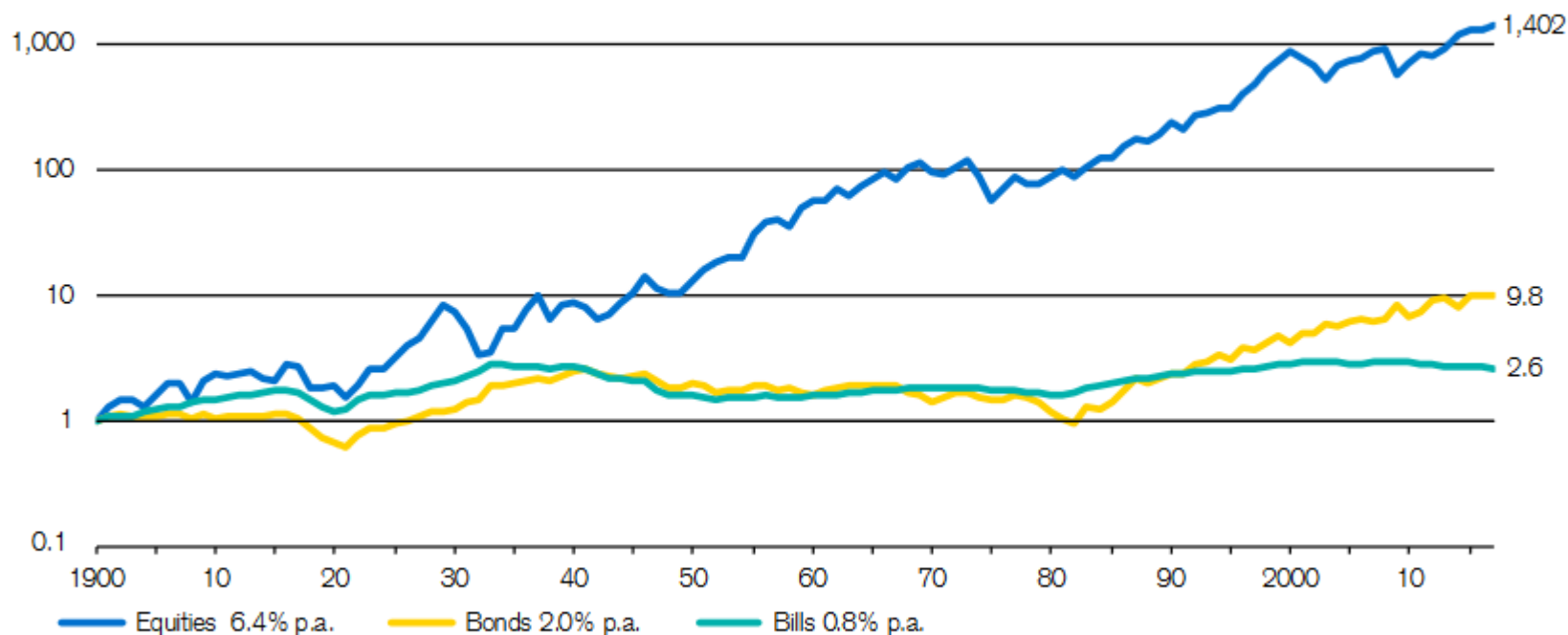
"From Capital to Cash"

Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

- Langfristigkeit der Anlagestrategie ermöglicht das Verdienen von Risikoprämien
- Kapazität für das Halten weniger liquider Anlagen muss vorhanden sein, um Notverkäufe zu vermeiden
- Im Stressfall auf der Bilanz verbleibende Verpflichtungen bestimmen die Kapazität für weniger liquide Anlagen
- Die Verpflichtungsstruktur von Versicherungen ist ideal, um von Liquiditätsprämien zu profitieren / Fallstudie

Über die letzten 100+ Jahre rentierten US Aktien durchschnittlich 6.4% mit einer Standard-Abweichung von 20%

Kumulierte reale Renditen auf US Anlagen, 1900-2016



Source: Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002, and subsequent research

Das Eingehen von (diversifizierten) Marktrisiken wird auf die lange Frist mit einer systematischen Prämie entschädigt

- Aktien-, Kredit-, Zins- und Immobilienrisiken werden mit einer Risikoprämie entschädigt (theoretisch und empirisch fundiert)
- Die Risikoprämien materialisieren sich nicht in jedem einzelnen Jahr sondern über die Zeit (über einen Zyklus, 5-10 Jahre)
- Eine optimale langfristige Anlagestrategie benötigt:
 - Genügend Risikokapital (Risikofähigkeit, Risikoappetit) und, damit einhergehend, einen langen Horizont
 - Ein gutes Verständnis der langfristigen Risiko-Rendite-Korrelations-Trade-Offs
 - Einen strukturierten und transparenten Anlageprozess

"From Capital to Cash"

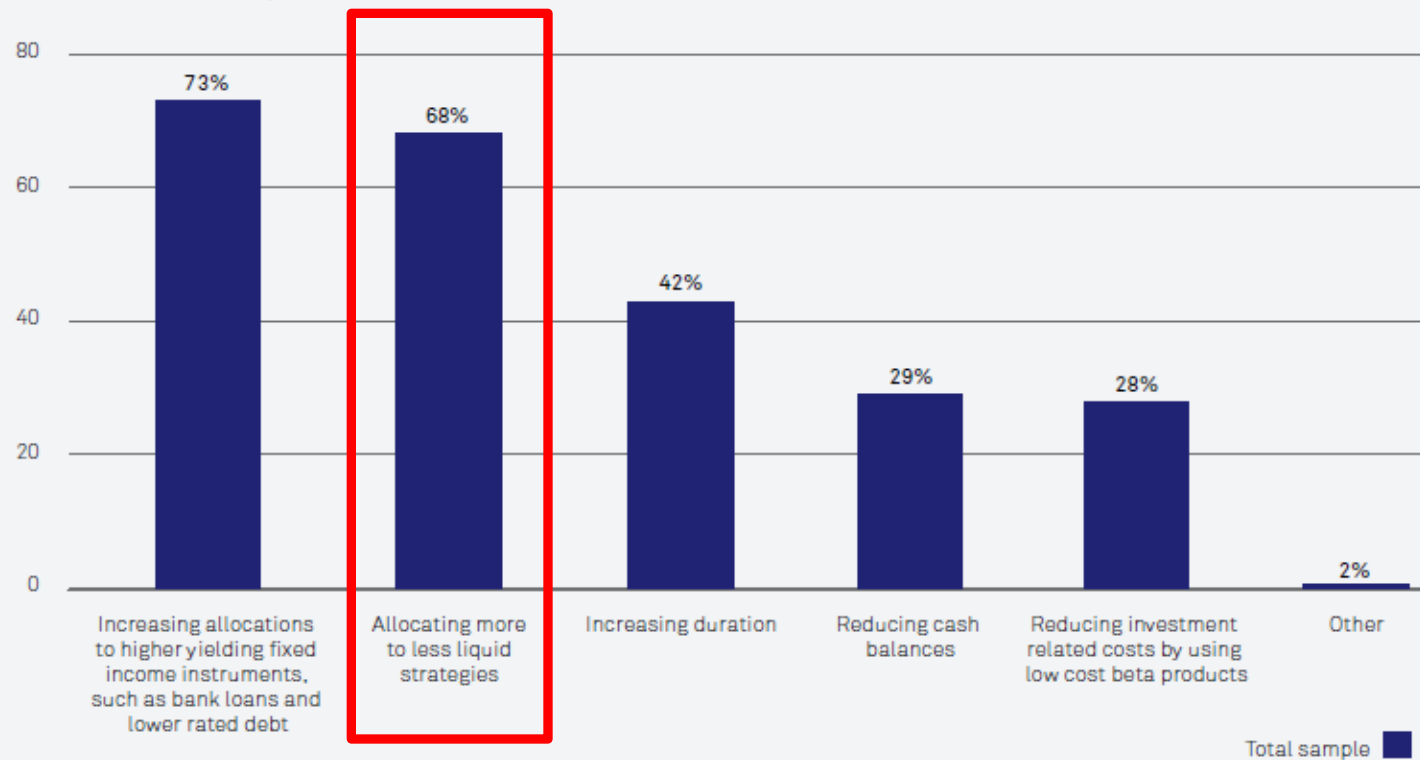
Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

- Langfristigkeit der Anlagestrategie ermöglicht das Verdienen von Risikoprämien
- Kapazität für das Halten weniger liquider Anlagen muss vorhanden sein, um Notverkäufe zu vermeiden
- Im Stressfall auf der Bilanz verbleibende Verpflichtungen bestimmen die Kapazität für weniger liquide Anlagen
- Die Verpflichtungsstruktur von Versicherungen ist ideal, um von Liquiditätsprämien zu profitieren / Fallstudie

Als Antwort auf das Tiefzinsumfeld, weichen viele Anleger auf weniger liquide Anlagen aus

HOW ARE YOU ADAPTING YOUR INVESTMENT STRATEGIES TO LOW INTEREST RATES?
(ASKED OF SURVEY RESPONDENTS IN MAY 2013, BEFORE THE US QE ANNOUNCEMENT)

Select all that apply.



Base: Total (n=206)
Source: The Economist Intelligence Unit, May 2013

Liquiditätsrisiko ist definiert als der mögliche Verlust aufgrund von Notverkäufen

- Weniger liquide Anlagen profitieren von einer zusätzlichen Liquiditätsprämie
- Liquiditätsrisiko ist definiert als der mögliche Verlust auf einer Anlage, die zu Unzeit verkauft werden muss (um beispielsweise Verpflichtungen zu bedienen)
- Dieses Risiko gilt es zu minimieren, indem die Liquiditätsstruktur der Anlagen mit der Liquiditätsstruktur der Verpflichtungen möglichst in Einklang gebracht wird

Immobilien liefern sowohl eine Liquiditätsprämie als auch gleichzeitig hohe Cashflow-Renditen

- Die Anlage in Immobilien ist riskant und wird entschädigt durch:
 - Marktrisikoprämien (systematisch, bei guter Diversifikation)
 - Liquiditätsprämien
- Institutionelle Anleger kaufen Immobilien aufgrund der hohen Cashflow-Rendite (3% vs. 0% auf 10-jähriger Staatsanleihe) und weniger aufgrund der erwarteten Wertzuwächse
 - Bedienung der Verpflichtungen (aber: Cashflows sind nicht fix)
 - Beitrag zur Sicherstellung der Liquidität

"From Capital to Cash"

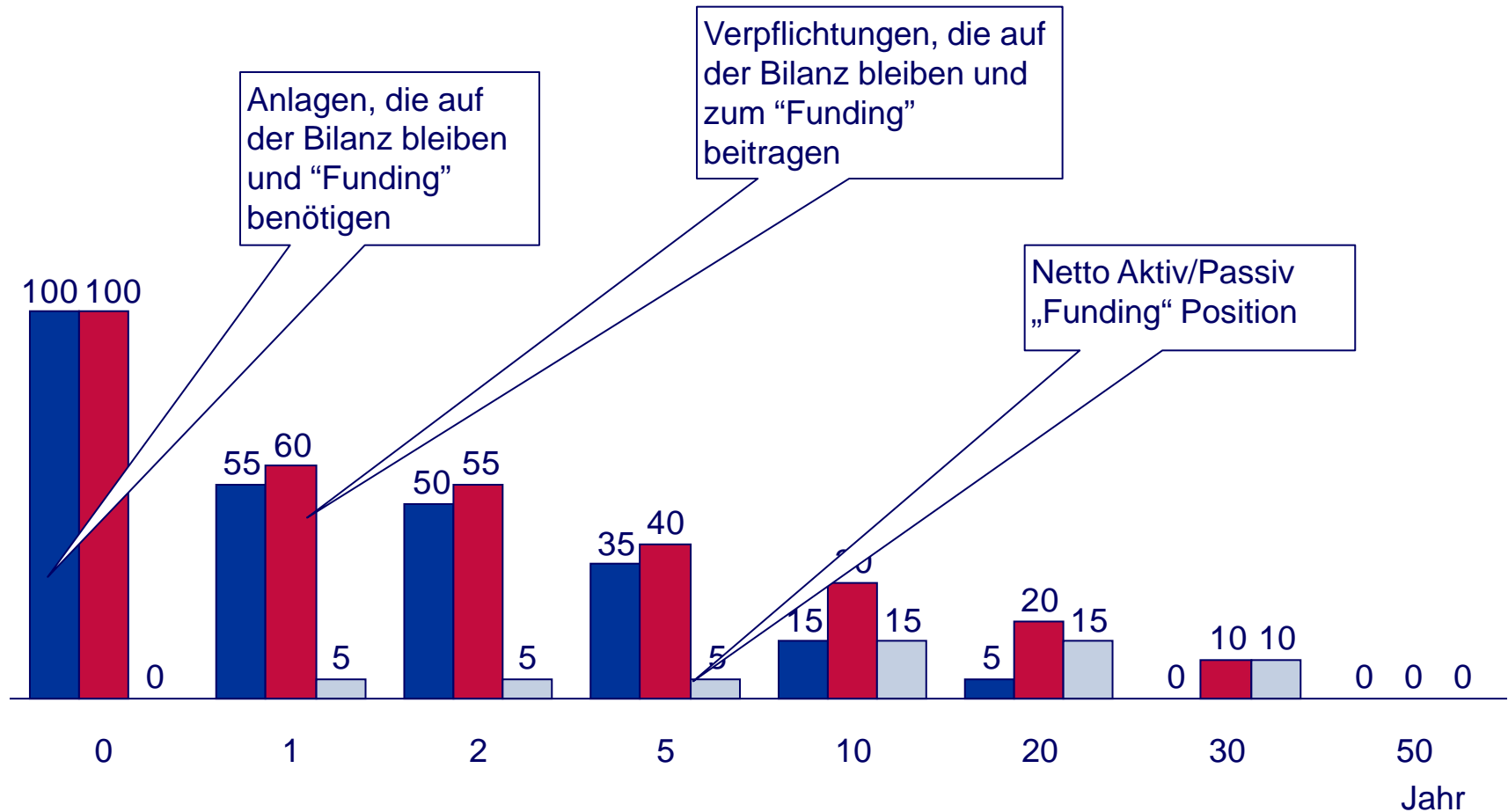
Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

- Langfristigkeit der Anlagestrategie ermöglicht das Verdienen von Risikoprämien
- Kapazität für das Halten weniger liquider Anlagen muss vorhanden sein, um Notverkäufe zu vermeiden
- Im Stressfall auf der Bilanz verbleibende Verpflichtungen bestimmen die Kapazität für weniger liquide Anlagen
- Die Verpflichtungsstruktur von Versicherungen ist ideal, um von Liquiditätsprämien zu profitieren / Fallstudie

Verpflichtungen liefern das „Funding“ für die Anlagen – dies gilt insbesondere für weniger liquide Anlagen im Stressfall

- Das Ablaufprofil der Verpflichtungen im Stressfall bestimmt die maximale Illiquidität der Anlagen, die von der Bilanz tragbar ist
- Viele Versicherer investieren in weniger liquide Anlagen, wie Immobilien, Hypotheken und Private Equity
- Die Langfristigkeit mit der Versicherungs-Verpflichtungen auf der Bilanz bleiben stellt Kapazität bereit für das Halten von weniger liquiden Anlagen
- Bevor in weniger liquide Anlagen investiert wird, muss die Liquidität der Anlage und die Liquiditätskapazität der Bilanz verstanden und idealerweise in einen strukturierten Anlageprozess integriert werden

Die Netto Aktiv/Passiv "Funding" Position muss zu jedem Zeitpunkt positiv sein

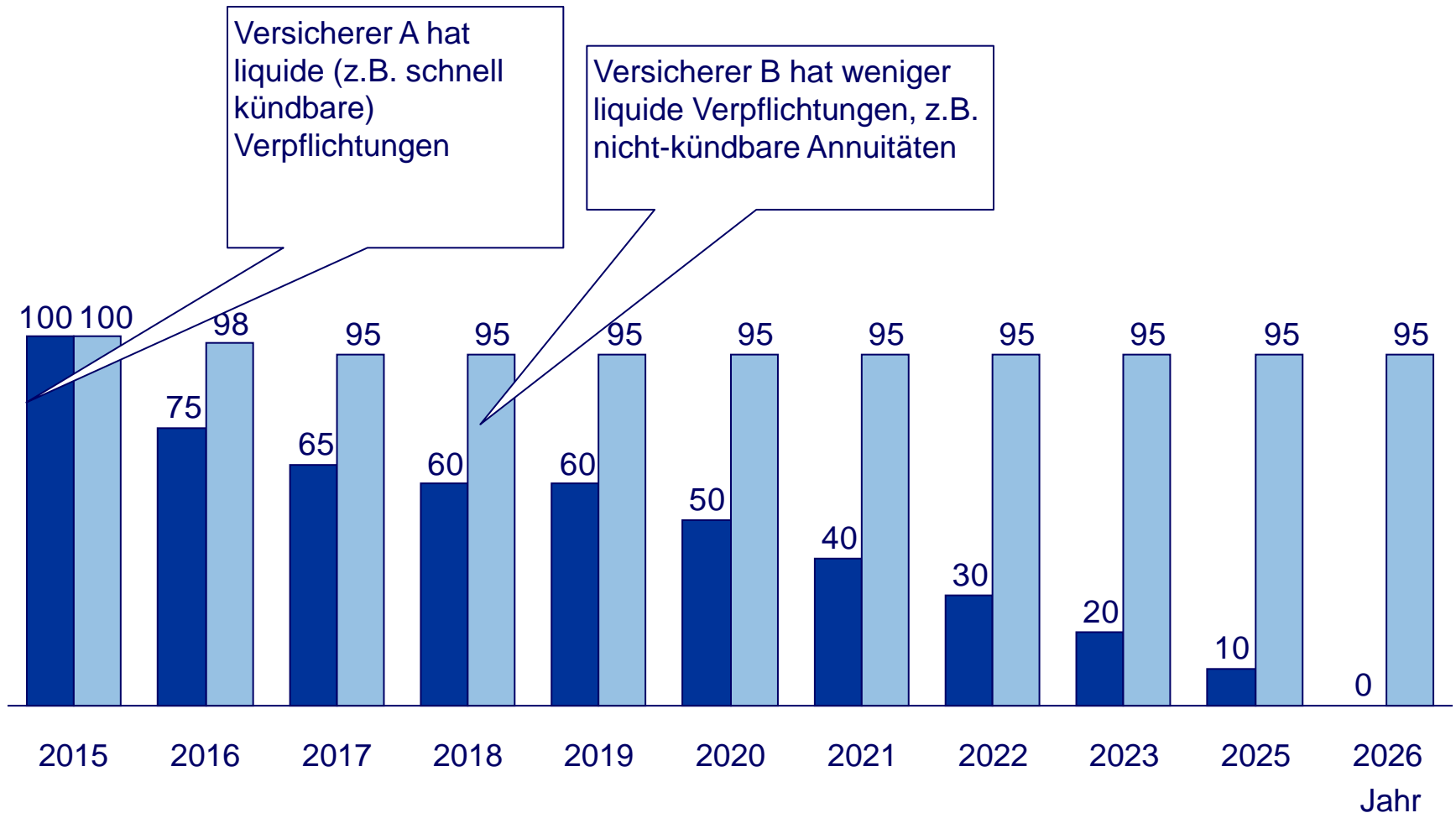


"From Capital to Cash"

Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

- Langfristigkeit der Anlagestrategie ermöglicht das Verdienen von Risikoprämien
- Kapazität für das Halten weniger liquider Anlagen muss vorhanden sein, um Notverkäufe zu vermeiden
- Im Stressfall auf der Bilanz verbleibende Verpflichtungen bestimmen die Kapazität für weniger liquide Anlagen
- Die Verpflichtungsstruktur von Versicherungen ist ideal, um von Liquiditätsprämien zu profitieren / Fallstudie

Das vorhandene "Funding" und damit die Liquiditäts-Kapazität unterscheidet sich bei verschiedenen Versicherungen



Versicherung B, mit den weniger liquiden Verpflichtungen, hat eine höhere erwartete Rendite

FALLSTUDIE

	A	B
Optimal asset allocation (% of total assets)		
Equities	3%	1%
Liquid Credit	41%	26%
Illiquid Credit	0%	8%
Mortgages	0%	0%
Real Estate	2%	14%
Private Equity	0%	0%
Hedge Funds	5%	4%
Sovereign bonds	42%	46%
Cash	7%	0%
Return relative to liabilities (in bps)		
Beta	70	70
Liquidity	12	29
Alpha	18	18
Total	100	118

- Optimale Anlagestrategie für verschiedene Verpflichtungsprofile bei gleichem Risiko
- Versicherung B hat weniger liquide Verpflichtungen und damit die Kapazität mehr Immobilien zu halten
- Die erwartete Risikoprämie unterscheidet sich um rund 20% oder 20bps
- Eine optimale Investition in weniger liquide Anlagen lohnt sich

"From Capital to Cash"

Alles nur Theorie? Die Sicht einer Versicherung

- Langfristigkeit der Anlagestrategie ermöglicht das Verdienen von Risikoprämien
- Kapazität für das Halten weniger liquider Anlagen muss vorhanden sein, um Notverkäufe zu vermeiden
- Im Stressfall auf der Bilanz verbleibende Verpflichtungen bestimmen die Kapazität für weniger liquide Anlagen
- Die Verpflichtungsstruktur von Versicherungen ist ideal, um von Liquiditätsprämien zu profitieren / Fallstudie

• APPENDIX

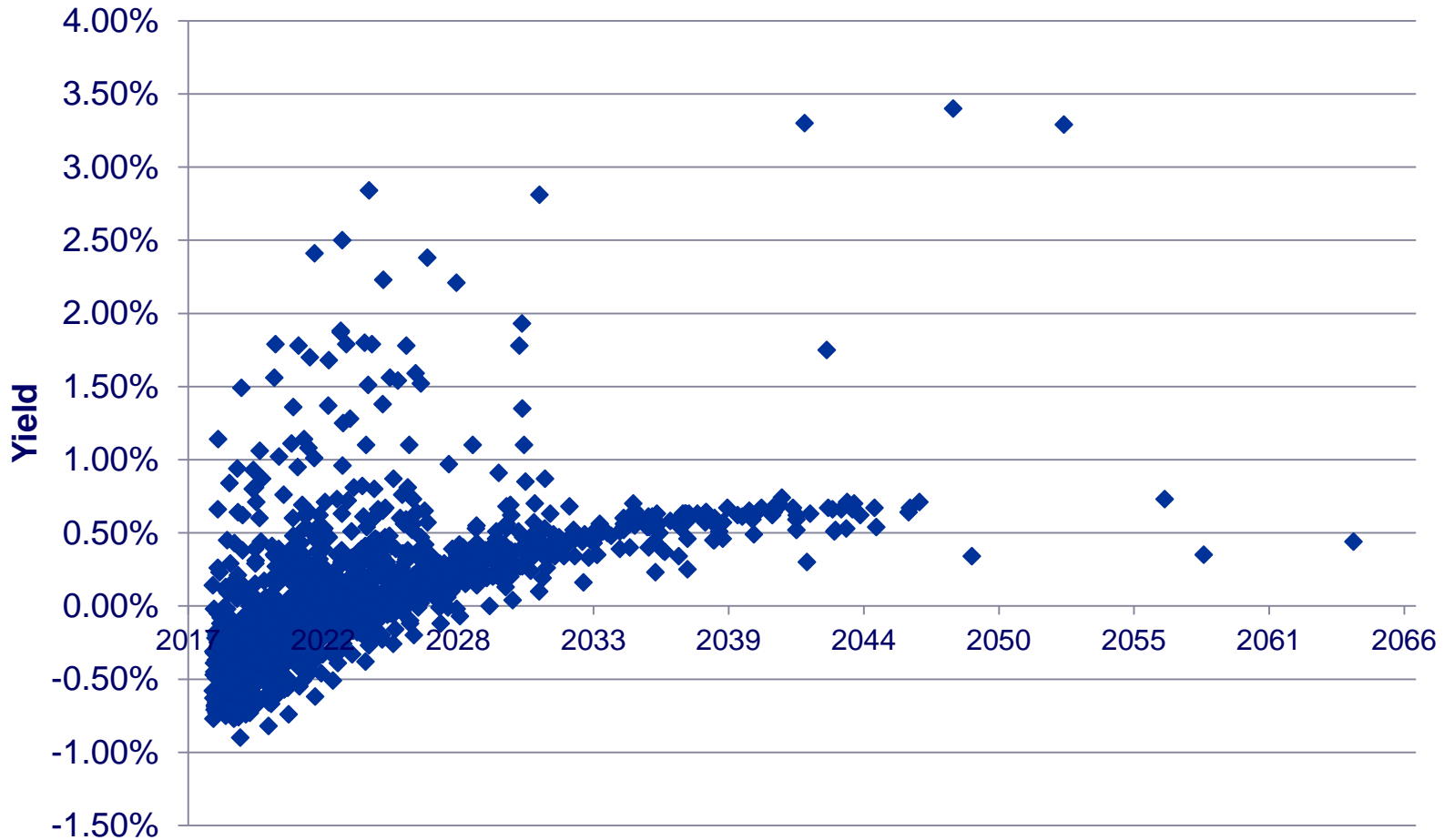
Zinsen sind in den letzten 20 Jahren massiv gesunken

Zins auf 10-jährigen Eidgenossen



Zirka 50% der Obligationen in CHF haben negative Zinsen

CHF AAA-BBB Obligationen Universum



Source: SIX, SBI index AAA-BBB, 07.03.2017

Tiefe Zinsen sind ein globales Phänomen

Globale Staatsobligationen

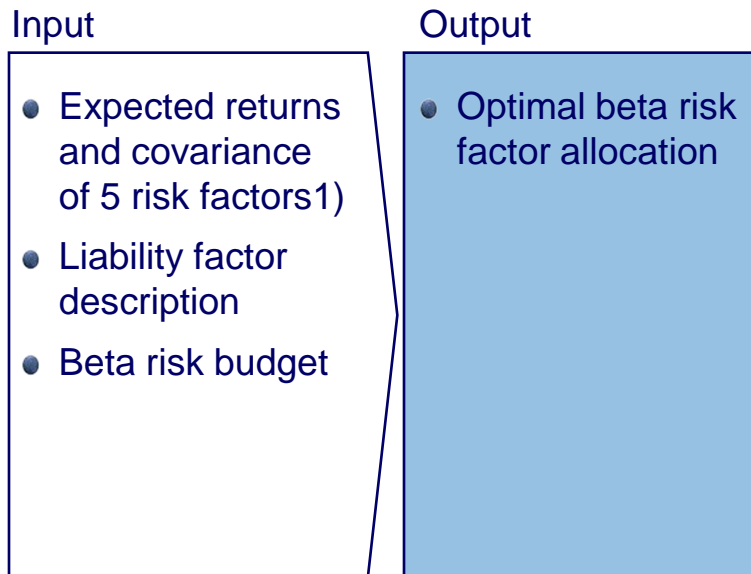
Country \ Tenor	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	30
Switzerland	-0.94%	-0.96%	-0.89%	-0.76%	-0.67%	-0.56%	-0.48%	-0.35%	-0.29%	-0.19%	0.09%	0.39%
Japan	-0.27%	-0.18%	-0.16%	-0.12%	-0.11%	-0.08%	-0.06%	-0.02%	0.01%	0.05%	0.24%	0.72%
Germany	-0.80%	-0.77%	-0.78%	-0.68%	-0.53%	-0.39%	-0.27%	-0.14%	0.01%	0.21%	0.46%	0.94%
Netherland	-0.86%	-0.74%	-0.71%	-0.65%	-0.37%	-0.33%	-0.17%	0.02%	0.21%	0.36%	-	1.03%
Finland	-0.71%	-0.64%	-0.62%	-0.53%	-0.46%	-0.27%	-0.04%	0.02%	0.24%	0.35%	0.75%	1.02%
France	-0.74%	-0.66%	-0.50%	-0.31%	-0.12%	-0.08%	0.06%	0.26%	0.52%	0.69%	1.05%	1.61%
Sweden	-0.84%	-0.62%	-	-0.38%	-0.11%	-	0.13%	-	-	0.56%	1.17%	-
Belgium	-	-0.67%	-0.62%	-0.55%	-0.40%	-0.23%	-0.12%	0.15%	0.37%	0.53%	1.00%	1.60%
Denmark	-	-0.54%	-	-	-0.27%	-	-	-	-	0.33%	-	0.96%
Ireland	-0.66%	-0.55%	-0.54%	-0.46%	-	-0.12%	0.07%	0.35%	0.55%	0.75%	1.19%	1.69%
Spain	-0.35%	-0.28%	-0.19%	0.06%	0.27%	0.64%	0.82%	1.08%	1.26%	1.38%	1.79%	2.62%
Italy	-0.28%	-0.18%	-0.06%	0.23%	0.60%	0.89%	1.19%	1.43%	1.56%	1.82%	2.15%	2.93%
Canada	-	0.75%	0.84%	1.00%	1.11%	-	1.40%	-	-	1.72%	-	2.31%
UK	0.12%	0.08%	0.12%	0.34%	0.49%	0.69%	0.81%	0.95%	-	1.24%	1.63%	1.88%
Norway	0.51%	-	0.74%	-	1.09%	-	1.38%	1.48%	1.58%	1.65%	-	-
US	0.81%	1.19%	1.45%	-	1.93%	-	2.25%	-	-	2.44%	-	3.07%
Australia	1.72%	1.83%	1.96%	2.12%	2.33%	2.43%	2.57%	-	2.71%	2.77%	3.22%	-

Source: Bloomberg, as of 31.12.2016

Die Liquiditätsdimension geht als Bedingung im zweiten Schritt des Modells ein

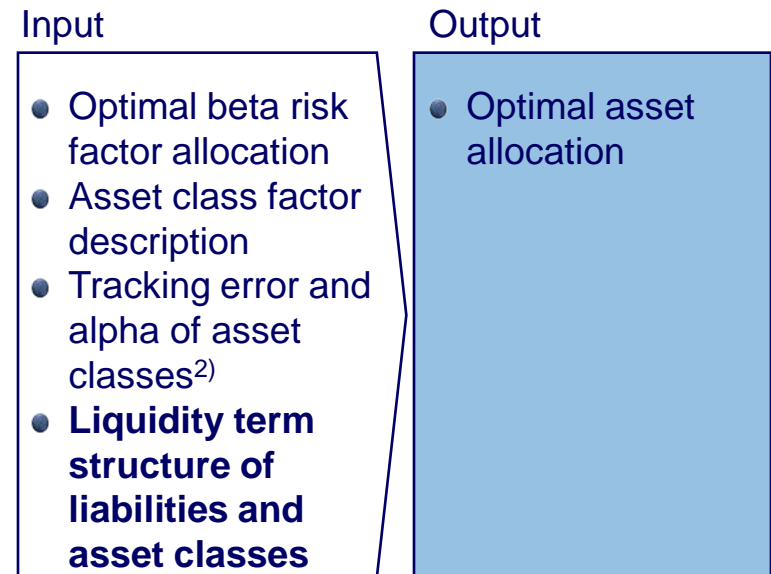
Zurich's two step asset allocation model

Step 1: Beta risk factor optimization



- Maximize asset beta factor return relative to liabilities for given beta risk budget

Step 2: Asset class optimization



- Maximize information ratio of active asset classes while preserving optimal beta risk factor allocation **and maintaining positive net liquidity term structure across all terms**

1) IR, LMS, CS, EQ, CO

2) Including liquidity premium