Was kostet Liquidität?

Die Zinsen in der Schweiz sind historisch tief. Die zehnjährigen Bundesobligationen warfen per Ende Mai eine Rendite von 0,61% ab. Wieso sollte eine Pensionskasse bei diesen tiefen Zinsen in langfristige Obligationen investieren? Sind die Chancen und Risiken von kurzfristigen Obligationen (Liquidität) nicht eindeutig besser?

Eine dreimonatige Geldmarktbuchforderung konnte per Ende Mai 2012 zu einem Preis von 100,157% gekauft werden. Dies entspricht einer Verzinsung von -0,157% über drei Monate; bei unverändertem Zinsniveau bis in einem Jahr resultiert eine Performance von -0,62%. Ein zehnjähriges Diskontpapier wies per Ende Mai einen Preis von 94,06% auf. In einem Jahr beträgt die Laufzeit dieses Diskontpapiers noch neun Jahre, und bei einer Rendite von 0,54% liegt der Preis bei 95,27%. Verharrt die Zinsstruktur bis in einem Jahr auf dem aktuell tiefen Niveau, dann kann mit langfristigen Bundesobligationen eine Performance von 1,28% erzielt werden. Das Szenario stagnierender Zinsen führt somit zu einer Mehrperformance der langfristigen Bundesobligationen im Vergleich zu Geldmarktbuchforderungen von 1,9%.

Die mit dem Halten von Liquidität verbundenen Chancen und Risiken sind ähnlich wie diejenigen einer gekauften Option. Bleiben die Zinsen tief, so muss eine laufende Prämie in begrenzter Höhe (im Beispiel 1,9% p.a.) bezahlt werden. Steigen die Zinsen stark an, dann schützt die Liquidität vor dem möglicherweise sehr hoch ausfallenden Marktwertverlust der langfristigen Obligationen.

Eine Pensionskasse mit einem hohen Anteil aktiver Versicherter wird eher die Liquidität wählen, denn bei anhaltend tiefen Zinsen ist mit tiefer Inflation zu rechnen. Die tiefe reale Verzinsung der Altersguthaben ist in diesem Szenario verkraftbar. Einer Pensionskasse mit hohem Rentneranteil fehlt jedoch die laufende Mehrrendite der langfristigen Obligationen. Der Marktwertverlust bei steigenden Zinsen ist zwar unerwünscht, steigende Zinsen erhöhen jedoch die Renditemöglichkeiten in der Zukunft. Es wäre deshalb nicht angemessen, das Halten langfristiger Obligationen im Tiefzinsumfeld generell als unattraktiv zu bezeichnen. ◆

PPCmetrics AG, Zürich/Nyon
www.ppcmetrics.ch