PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Zinsanstieg

Neue Herausforderung oder Chance?

Die bis Ende 2014 stark gesunkenen und danach negativen CHF-Zinsen stellten hohe Herausforderungen an die Finanzierung der Leistungen der Pensionskassen. Gleichzeitig haben die sinkenden Kapitalmarktzinsen zu einer hohen Performance der Nominalwerte der Anlagestrategie geführt, was die Deckungsgrade positiv beeinflusst hat.

Marco Jost
Partner,
PPCmetrics AG

Alfred Bühler
Partner,
PPCmetrics AG

Seit Anfang 2022 hat sich nun die Situation fundamental verändert. Die stark steigende weltweite Inflation und die für deren Bekämpfung antizipierten Massnahmen der Zentralbanken haben zu einem Anstieg des Zinsniveaus auch in der Schweiz geführt. In Relation zur Entwicklung der Inflation ist der bisher beobachtete Zinsanstieg bescheiden. In Abhängigkeit der konjunkturellen Entwicklung könnten die Zinsen noch weiter steigen. Wie aber sind Pensionskassen vom Zinsanstieg betroffen, und wie können sie darauf reagieren?

Bestehende Obligationen

Kurzfristig sinkt der Preis von Obligationen bei steigenden Zinsen. So wies der Swiss Bondindex im ersten Halbjahr 2022 eine Performance von rund minus 10 % auf. Betrachtet man aber eine konkrete Obligation im Portfolio, hat sich an den ausstehenden Coupons und Endrückzahlung gar nichts geändert. Wenn die Obligation also bis Verfall gehalten wird, verliert der Investor durch den Zinsanstieg gar nichts.

Die Rendite auf Verfall ist beim Kauf einer Obligation bekannt und wird über die Laufzeit der Cashflows exakt erreicht (Zahlungsausfälle ausgenommen). Zinsveränderungen während der Haltedauer bewirken lediglich eine zeitliche Verschiebung der Renditen.

Neuinvestitionen

Obligationen, die erst nach dem Zinsanstieg gekauft werden, sind günstiger, bzw. man bekommt für einen investierten Geldbetrag einen höheren Nominalwert. Der Ertrag auf dieser Investition ist damit höher, als wenn der Zinsanstieg nicht stattgefunden hätte – was offensichtlich nur positiv sein kann.

Nur Gewinner?

Einen Fall haben wir ausgelassen: Obligationen die nicht bis Verfall gehalten werden. Ein Investor, der z. B. zehnjährige Obligationen gekauft hat, diese aber nach zwei Jahren verkauft, weil er dann Verpflichtungen erfüllen muss, wird die Obligationen nach einem Zinsanstieg mit Verlust verkaufen und nicht mehr von der höheren Rendite auf der Restlaufzeit profitieren.

Unsere Erfahrungen zeigen jedoch, dass Vorsorgeeinrichtungen i. d. R. keine Obligationen halten, die eine längere Laufzeit hätten als ihre Verpflichtungen. Renditetechnisch ist ein Zinsanstieg somit für alle Vorsorgeeinrichtungen vorteilhaft.

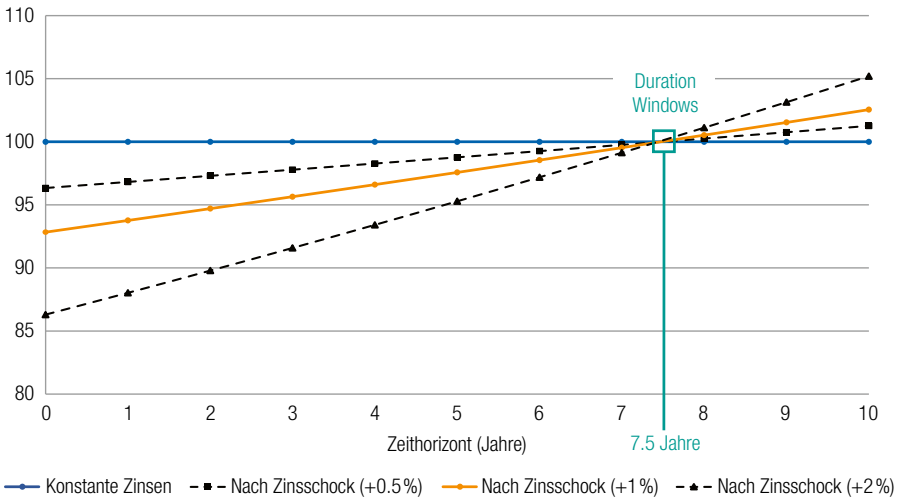
Erholungszeit in einem Portfolio?

Bei einer Investition in einen Obligationenfonds wirkt der Preisrückgang auf alle Titel. Die ab dann fälligen Coupons und Rückzahlungen werden aber zu höheren Renditen reinvestiert. Wie lange gewartet werden muss, bis sich ein Zinsanstieg in einer höheren Anlageperformance niederschlägt, hängt von der durchschnittlichen Restlaufzeit (Duration) des Obligationenportfolios ab. Das Beispiel im Kasten zeigt, dass sich der Zinsschock ab einem Zeithorizont von 7.5 Jahren (Duration Window) positiv auf die Gesamtperformance auswirkt.

Einfluss auf Verpflichtungen

In Zeiten fallender Zinsen konnte die Sollrendite hauptsächlich mit einer tieferen (nominalen) Verzinsung der Altersguthaben reduziert werden. Für eine

Performance mit und ohne Zinsschock



TAKE AWAYS

- Wenn die Obligation bis Verfall gehalten wird, verliert der Investor durch den Zinsanstieg gar nichts.
- Obligationen, die nach dem Zinsanstieg erst gekauft werden, sind günstiger, bzw. man bekommt für einen investierten Geldbetrag einen höheren Nominalwert.
- Eine frühzeitige Auseinandersetzung des obersten Organs mit der Frage, welche Teuerungsanpassungen angestrebt und wie diese finanziert werden sollen, wäre sicherlich sinnvoll.
- Gerade in der dynamischen Betrachtung kann der Deckungsgrad die tatsächliche Entwicklung der finanziellen Situation nicht korrekt abbilden.

Reduktion des technischen Zinssatzes musste das Vorsorgekapital aufgestockt werden, und eine Senkung der Umwandlungssätze wirkte oft erst verzögert, da kostspielige Kompensationsmassnahmen finanziert werden mussten. Als die Zinsen in den negativen Bereich vorstiessen, konnte selbst die Verzinsung der Altersguthaben aufgrund der Garantie der FZL nicht weiter reduziert werden. Insgesamt dauerte die Anpassung der Sollrenditen an das sinkende Zinsniveau mehrere Jahre und war mit hohen Kosten verbunden, bei einigen Vorsorgeeinrichtungen war dieser Prozess auch Ende 2021 noch nicht abgeschlossen.

«Renditetechnisch ist ein Zinsanstieg für alle Vorsorgeeinrichtungen vorteilhaft.»

Mit den seit Anfang 2022 gestiegenen Zinsen hat auch die Inflation zugenommen. Für den Realwerterhalt der zukünftigen Leistungen wären eine entsprechend höhere Verzinsung der Altersguthaben und ein Teuerungsausgleich der Renten wünschenswert. Solche Leistungsanpassungen sind gesetzlich aber nicht garantiert. Der Zinsanstieg führt somit nicht zwangsläufig zu höheren Finanzierungskosten für Vorsorgeeinrichtungen. Die Destinatäre könnten aber (wieder) mit einem Kaufkraftverlust ihrer Leistungen konfrontiert werden. Eine frühzeitige Auseinandersetzung des obersten Organs mit der Frage, welche Teuerungsanpassungen angestrebt und wie diese finanziert werden sollen, wäre sicherlich sinnvoll.

Sinkende Deckungsgrade

Die steigenden Zinsen führen (kurzfristig) zu einer negativen Performance der Obligationen, und dies kann in Abhängigkeit der Entwicklung der anderen Anlagekategorien zu sinkenden Deckungsgraden führen. Damit entsteht der Eindruck, die steigenden Zinsen würden die finanzielle Lage der Vorsorgeeinrichtung negativ beeinflussen. Dies im Gegensatz zu den dargelegten Zusammenhängen, die einen positiven Einfluss eines Zinsanstiegs für Vorsorgeeinrichtungen aufzeigen. Gerade in der dynamischen Betrachtung kann somit der Deckungsgrad die tatsächliche Entwicklung der finanziellen Situation nicht korrekt abbilden.

Das Problem kann angegangen werden, indem beim technischen Zinssatz konsequent zwischen einem Bewertungszinssatz (wie viel Vorsorgekapital braucht es?) und einem Rechnungszinssatz (wie hoch werden Leistungen bzw. Beiträge angesetzt?) unterschieden wird und der Bewertungszinssatz flexibel (bzw. automatisch) an die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen angepasst wird. Damit wird der sich verändernden Finanzierungssituation Rechnung getragen, und der ausgewiesene Deckungsgrad widerspiegelt die Wirkung eines Zinsanstieges auf die finanzielle Situation nachvollziehbar.

Beispiel: Zinsschock und Anlagerendite

Ein stark vereinfachtes Obligationenportfolio wirft einen Cashflow von je 50 in fünf und zehn Jahren ab. Das Zinsniveau liegt in der Ausgangslage bei 0 %, der Marktpreis (Barwert) des Portfolios bei 100. Solange das Zinsniveau unverändert bleibt, wirft das Portfolio eine Rendite von 0 % p. a. ab, der Marktpreis verharrt bei 100.

Steigen die Zinsen in der Ausgangslage schockartig um 1 %, dann sinkt der Marktpreis sofort auf 92.8. Das Portfolio wirft nun eine Rendite von 1 % pro Jahr ab, und der Marktpreis steigt entsprechend kontinuierlich im Zeitablauf. Die Rückzahlung von 50 nach fünf Jahren wird in eine neue Obligation mit einer Laufzeit von fünf Jahren reinvestiert. Der Marktpreis steigt nun weiter bis auf 102.5 nach zehn Jahren.

Wie aus der Abbildung ersichtlich ist, ist die Gesamtperformance bis zu einem Zeithorizont von 7.5 Jahren tiefer, danach höher als ohne Zinsschock. In der Fachsprache wird dieser Zeithorizont als «Duration Window» bezeichnet, da er der durchschnittlichen Restlaufzeit (Duration) der Cashflows in der Ausgangslage entspricht. Wie aus der Abbildung ersichtlich ist, gelten diese Zusammenhänge auch für kleinere oder grössere Zinsschocks.

Der Akzentteil der Dezemberausgabe 2022 befasst sich mit der Inflation.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Artikel / Beiträge

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Videos

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

Tagungen

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

Webseite