

Der Nutzen höherer Zinsen

Längerfristig positive Folgen für Bond-Portfolios

Die Angst vieler Pensionskassen vor einem Zinsanstieg und den damit verbundenen Kursverlusten auf dem Bond-Portfolio ist gross. Längerfristig haben höhere Zinsen aber sogar positive Folgen für die finanzielle Situation von Vorsorgeeinrichtungen.

Diogo Liechti und Stephan Skaanes

Aufgrund des historisch tiefen Zinsniveaus gehen viele Marktteilnehmer von steigenden Zinsen aus. Das Zinsniveau ist eine der wichtigsten Einflussgrössen für den Wert von Obligationen. Anleihen stellen gleichzeitig eine der wichtigsten Anlagekategorien für institutionelle Investoren, insbesondere Schweizer Pensionskassen, dar. Entsprechend gross ist die Angst dieser Investoren vor einem Zinsanstieg und den damit verbundenen Kursverlusten auf dem Obligationenportfolio. Hierbei wird jedoch oftmals vernachlässigt, dass die Erwartung steigender Zinsen bereits in den aktuellen Anleihen-Preisen enthalten ist.

Die Investoren werden für das Risiko von steigenden Zinsen entsprechend entschädigt – langfristige Obligationen weisen aktuell eine höhere Rendite auf als kurzfristige. Zudem führt ein Zinsanstieg zwar zu kurzfristigen Kursverlusten. Wie die Grafik aber zeigt, hat ein Anstieg des Zinsniveaus längerfristig sogar positive Folgen für die finanzielle Situation von Pensionskassen.

Im Folgenden werden mittels eines vereinfachten Beispiels die kurz- und die langfristigen Auswirkungen einer Zinserhöhung auf Obligationenrenditen aufgezeigt. Beispielhaft kann von einem Anleger ausgegangen werden, der in eine Schweizer Bundesobligation mit einem jährlichen Coupon von 4,25% mit Verfall am 5. Juni 2017 investiert hat. Ende vergangener Woche betrug die Rendite auf Verfall 1,68% pro Jahr. Was passiert nun mit dieser Obligation, wenn die Zinsen ansteigen? Wie von vielen Anlegern befürchtet, sinkt der aktuelle Wert des Wertpapiers mit dem Ausmass der Zinserhöhungen, und zwar durch Kursverluste. Dieser Umstand führt, wie die Abbildung zeigt, zu einer negativen Rendite im ersten Jahr.

Was sind aber die längerfristigen Konsequenzen dieser Zinserhöhung? Die Grafik verdeutlicht, dass die kumulierte Rendite mit der Zinserhöhung – trotz dem Wertverlust zu Beginn – zunimmt, falls die Obligation bis zum Verfall gehalten wird. Der Grund hierfür liegt in der Reinvestition der Couponzahlungen. Aufgrund des Zinsanstiegs können diese zu einem höheren Zins reinvestiert werden. Dies führt dazu, dass sich die langfristige Rendite des Anlegers durch die Zinserhöhung sogar verbessert. Die Zinsen an den Kapitalmärkten stellen eine Entschädigung für die Kapitalgeber dar, und entsprechend sind steigende Sätze aus Sicht der Investoren grundsätzlich begrüssenswert.

Im Falle von Schweizer Pensionskassen müssen zusätzlich die zukünftigen Rentenzahlungen einbezogen werden, da deren Wert ebenfalls zinsensitiv ist. Im Normalfall sinkt der Marktwert von Verpflichtungen bei einem Zinsanstieg sogar stärker als der Wert der im Anlagevermögen gehaltenen Obligationen. Dies führt bei einer ökonomischen Betrachtung korrekterweise zu einem höheren Deckungsgrad und somit zu einer Verbesserung der finanziellen Situation der Pensionskassen. Dies steht im Gegensatz zur technischen Sichtweise, bei der ein fixer Zinssatz zur Diskontierung der Verpflichtungen zur Anwendung gelangt. Bei der technischen Sichtweise ist der Einfluss des Zinsanstiegs auf der Verpflichtungsseite nicht unmittelbar ersichtlich.

Aus Sicht einer Schweizer Pensionskasse lassen sich durch diese Überlegungen folgende Schlussfolgerungen ziehen:

Derzeit ist das Zinsniveau historisch gesehen sehr tief, und ein über den Markterwartungen liegender Anstieg lässt sich deshalb nicht ausschliessen. Solche Zinserhöhungen können bei Obligationen kurzfristig zu hohen Verlusten führen. Wird jedoch eine längerfristige Perspektive eingenommen, werden die Verluste mehr als nur kompensiert, da Rückflüsse – durch Couponzahlungen oder Nennwertrückzahlungen – zum dann höheren Zinsniveau investiert werden können.

Steigende Zinsen sind somit aus Sicht der Investoren grundsätzlich begrüssenswert. Bei Pensionskassen sind zusätzlich deren Verpflichtungen zu beachten. Werden diese ebenfalls einer Marktbewertung unterzogen, so wird die Verbesserung der finanziellen Situation unmittelbar ersichtlich, da die steigenden Zinsen zu einer tieferen Bewertung der Verpflichtungen führen.

Zurzeit werden von der Finanzbranche unterschiedliche Produkte und Strategien angeboten, die vor einem Zinsanstieg «schützen» sollen. Aufgrund obiger Überlegungen drängt es sich für Pensionskassen auf, den langfristigen Nutzen derselben im Einzelfall kritisch zu hinterfragen.

Dr. **Diogo Liechti** ist Investment-Consultant bei der Pensionskassenberatung PPCmetrics und Lehrbeauftragter der Universität Bern. Dr. **Stephan Skaanes** ist Partner bei PPCmetrics und Lehrbeauftragter der Universität Zürich.

Auswirkungen von steigenden Zinsen

Kumulierte Rendite in %

