



**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch



Asset Liability Management

Zins- und Inflationsrisiko: Wie sind Pensionskassen aktuell betroffen?

PPCmetrics AG

Dr. Oliver Dichter, Managing Consultant

Zürich, Juni 2021

Inhalt

1. Ausgangslage	3 - 4
2. Grundlagen und historische Entwicklung	5 - 9
3. Zins- und Inflationsrisiko: aktuelle Situation	10 - 18
4. Empfehlungen für Pensionskassen	19 - 22

1. Ausgangslage

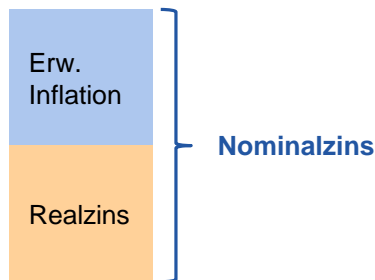
Ausgangslage

- Die Schweiz befindet sich seit über fünf Jahren in einem historisch **einmaligen Tiefzinsumfeld**.
- Auch in den **anderen** entwickelten **Währungsräumen** (z.B. EUR, USD, GBP) sind die **Zinsen** immer **stärker gesunken**.
- Zeitweise fielen die Zinsen **deutscher Staatsanleihen** sogar unter das Niveau jener von eidgenössischen Bundesanleihen.
- Das globale Tiefzinsumfeld ist nicht zuletzt eine Konsequenz einer ausserordentlich **expansiven Geldpolitik** der grossen Notenbanken.
- Beginnend mit der grossen **Finanzkrise 2007/2008**, verstärkt mit der **Euro-Schuldenkrise ab 2010** und ergänzt mit einer expansiven Staatsausgaben-Politik in der **Coronakrise 2020**, haben wir über ein Jahrzehnt hoch expansive Geldpolitik hinter uns.
- Insbesondere vor dem Hintergrund der in der Coronakrise stark angestiegenen Staatsverschuldung, stellt sich verstärkt die Frage, ob die Zins- und Inflationsrisiken zugenommen haben und **was dies für Pensionskassen bedeutet**.

2. Grundlagen und historische Entwicklung

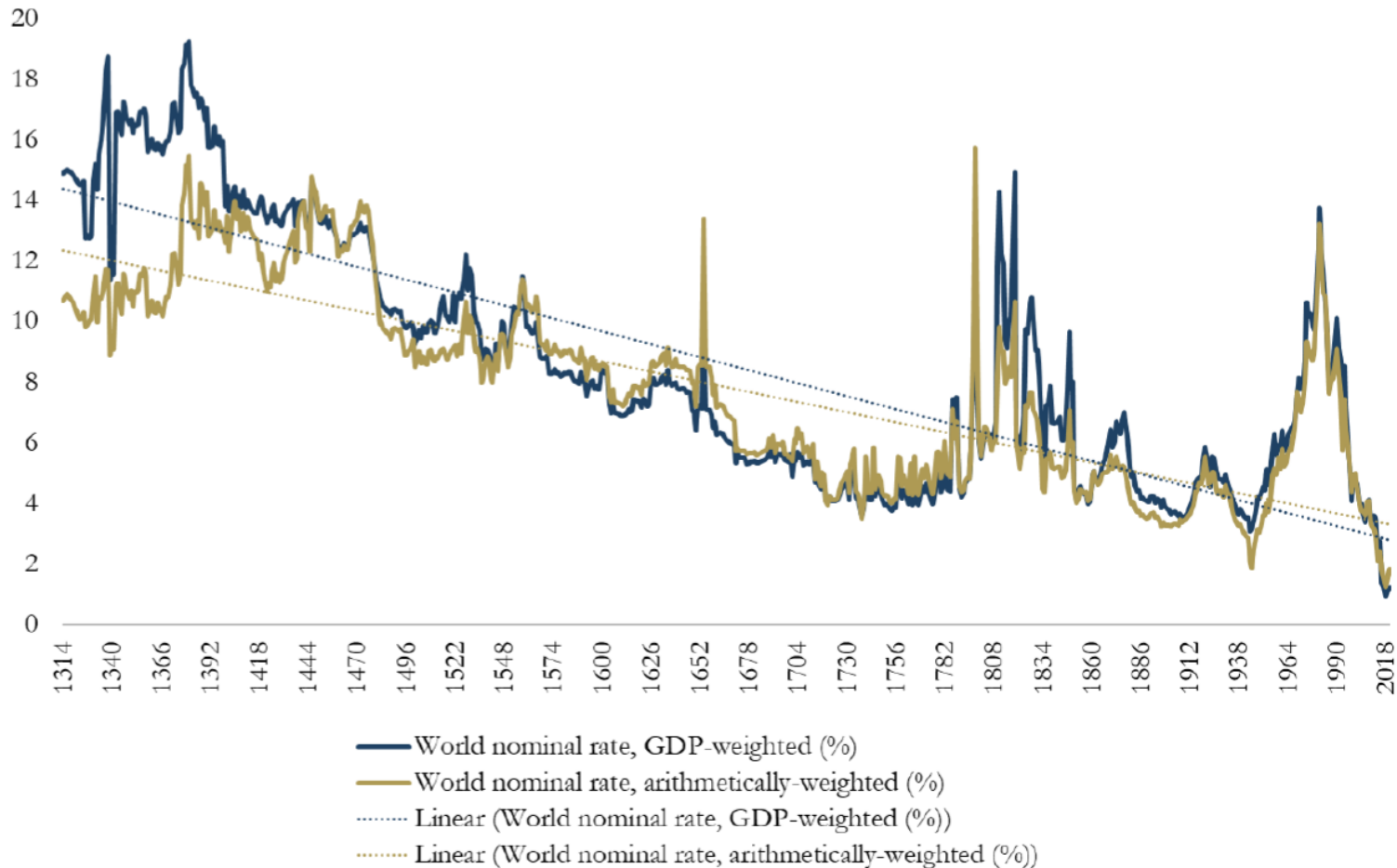
Real- und Nominalzinsen

- **Zinsrisiko** bezeichnet die **Sensitivität** des Werts einer Anlage (z.B. Obligation) gegenüber Schwankungen des **risikolosen Zinssatzes**.
- Dieser risikolose Zins (Nominalzins) kann in einen **Realzins** und eine **Inflationskomponente zerlegt** werden.



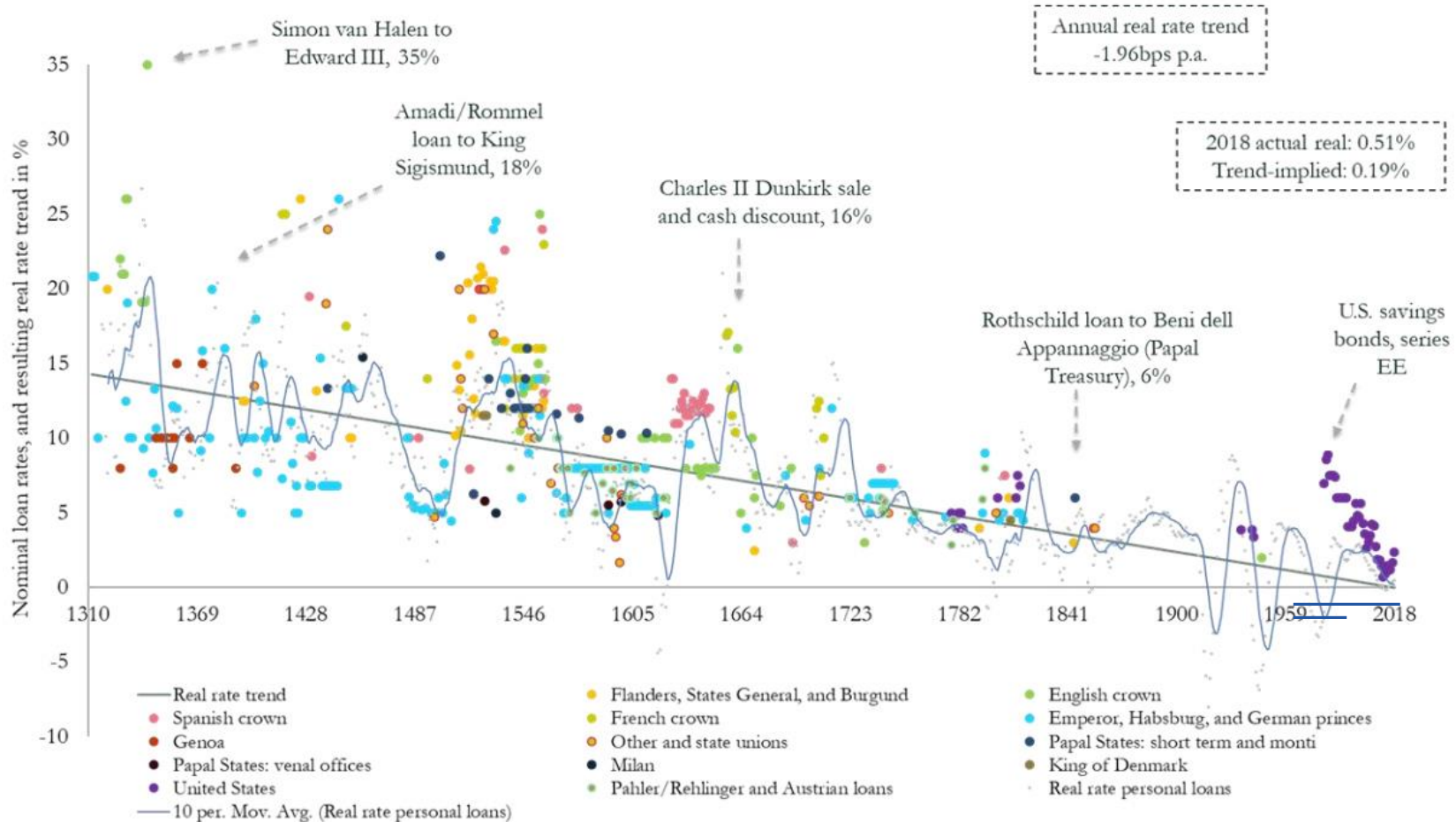
- Der **Realzins** entschädigt die Gläubiger für die Bereitschaft, Konsum in die Zukunft zu verschieben und die damit verbundenen **Unsicherheiten**.
- Die **Inflationskomponente entschädigt** die Gläubiger für die erwartete Preissteigerung (Inflation) und dem damit verbundenen **Verlust an Kaufkraft** des ausgeliehenen CHF-Betrags.

Historische Entwicklung der Nominalzinsen



Quelle: Bank of England, Staff Working Paper No. 845, "Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018", Paul Schmelzing, January 2020

Historische Entwicklung des Realzinses



Quelle: Bank of England, Staff Working Paper No. 845, "Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018", Paul Schmelzing, January 2020

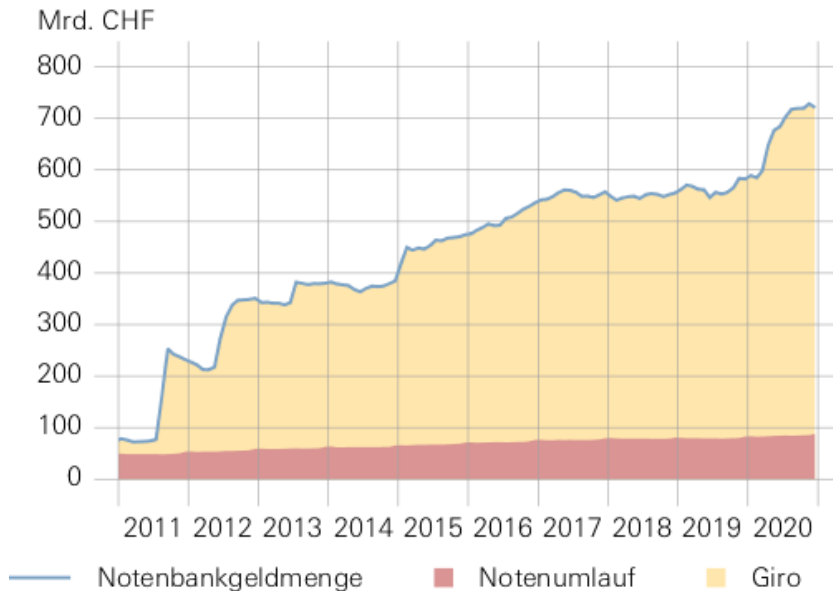
Interpretation der historischen Entwicklungen

- Der **Nominalzins** wies aufgrund von stark schwankenden Inflationserwartungen (insb. ab dem 19. Jahrhundert) **starke Schwankungen** auf.
- Hohe Inflationsraten waren **immer** ein monetäres Phänomen (extreme Ausweitungen der Geldmenge).
- Der **Realzins** war historisch **klar rückläufig**, wies aber ebenfalls deutliche Schwankungen auf.
- Insbesondere gab es immer wieder Phasen, in denen der Realzins temporär stark angestiegen ist, z.B.:
 - Erste Hälfte des 16. Jahrhunderts (Reformation)
 - Spätes 18. und frühes 19. Jahrhundert (Napoleonische Kriege)
 - Erste Hälfte des 20. Jahrhunderts (jeweils im Nachgang zum Ersten und Zweiten Weltkrieg)
- Phasen von hoher Unsicherheit bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung und hoher Kapitalnachfrage waren typischerweise Phasen von hohen Realzinsen.
- Der historisch sinkende Realzins stimmt überein mit der kontinuierlichen Reduktion der ökonomischen Unsicherheit.

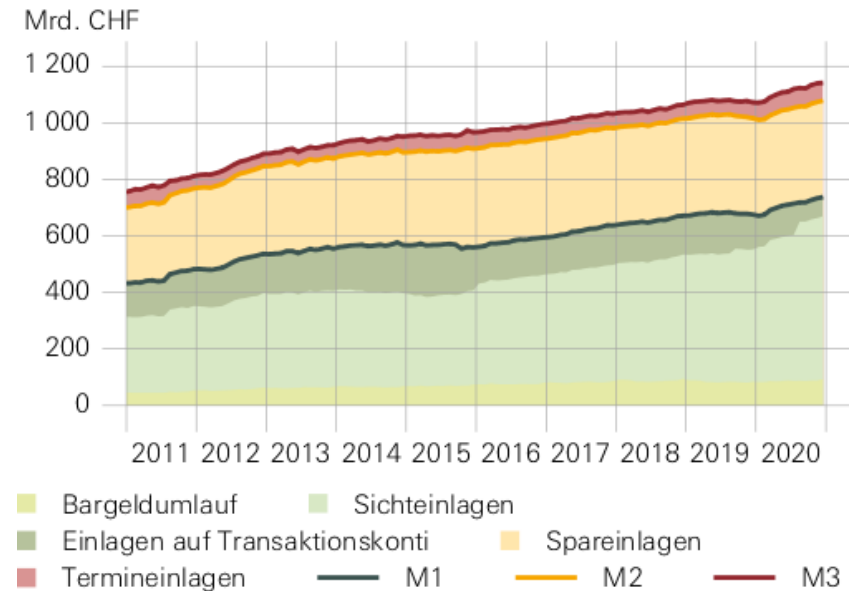
3. Zins- und Inflationsrisiko: aktuelle Situation

Geldmengenausweitung

NOTENBANKGELDMENGE



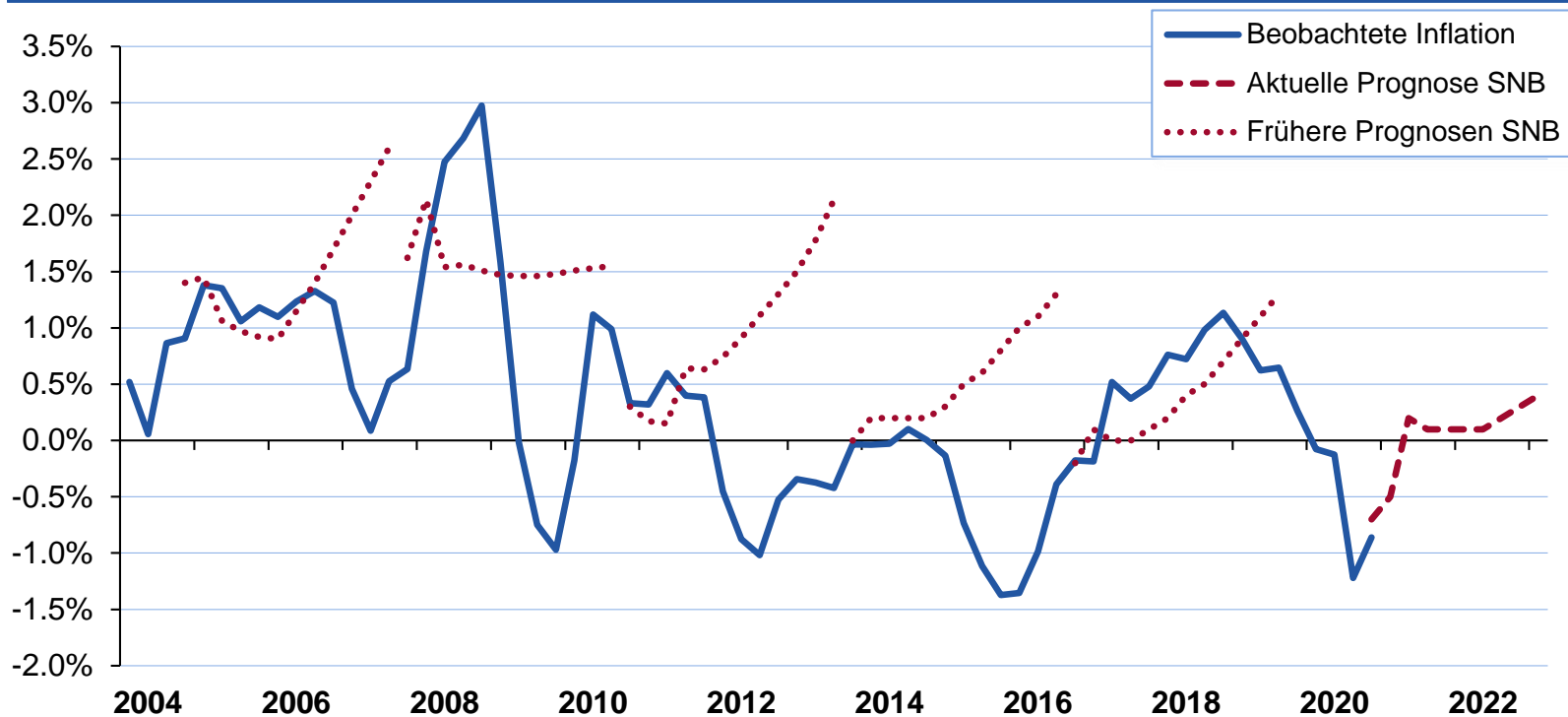
GELDMENGEN



- ▶ Die **Geldpolitik** der Schweizerischen Nationalbank (SNB) war in den letzten zehn Jahren **beispiellos expansiv**.

Inflation und Inflationsprognosen der SNB

Inflationsprognosen SNB (quartalsweise)

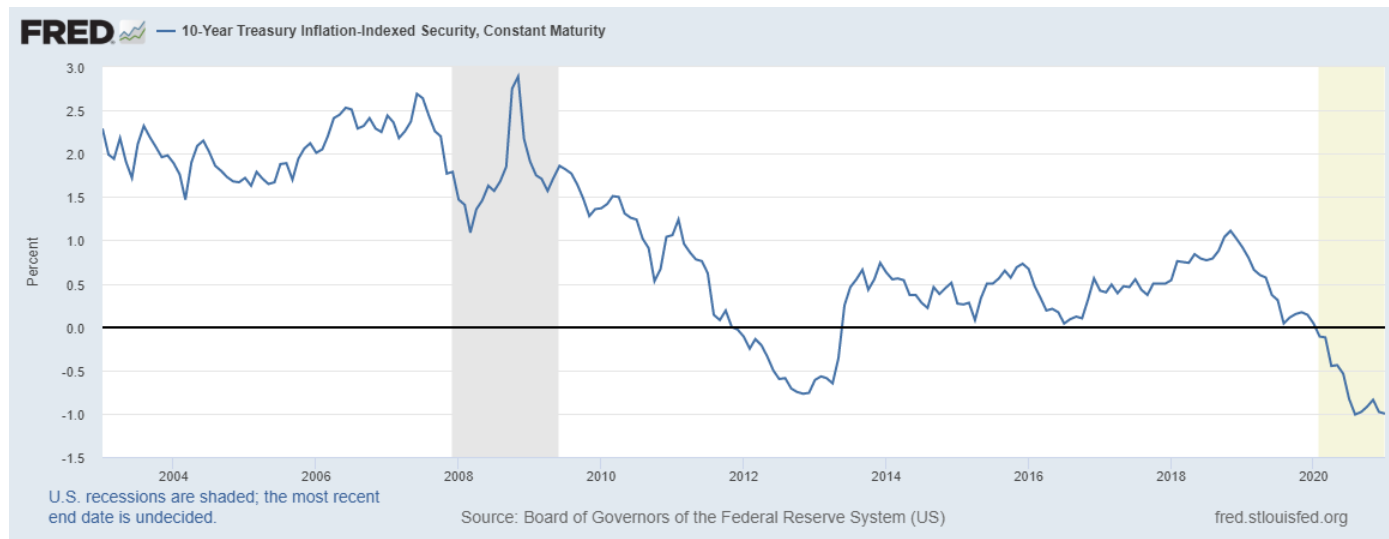


Quelle: SNB, eigene Darstellung

- ▶ Die aktuellen **Inflationsraten** und **Inflationsprognosen** sind aber **nahe bei null**.

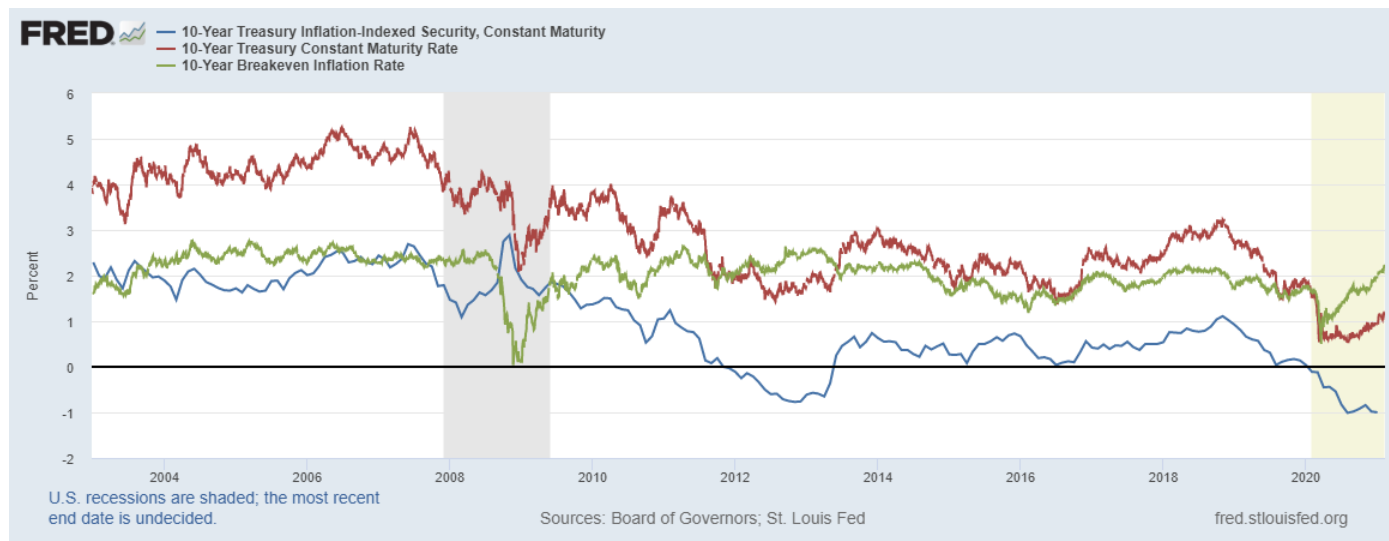
Internationale Perspektive

- In **CHF** werden leider **keine inflationsgeschützten Obligationen gehandelt**. Es gibt daher **keine Marktmeinung zur erwarteten Inflation und zum Realzins**.
- In den **USA besteht ein breiter Markt für inflationsgeschützte Bundesobligationen**, auf deren Basis der langfristige Realzins bestimmt werden kann.
- Die nachfolgende Darstellung zeigt, dass der **Realzins** über die letzten Jahre stark rückläufig war und **aktuell deutlich negativ** ist.



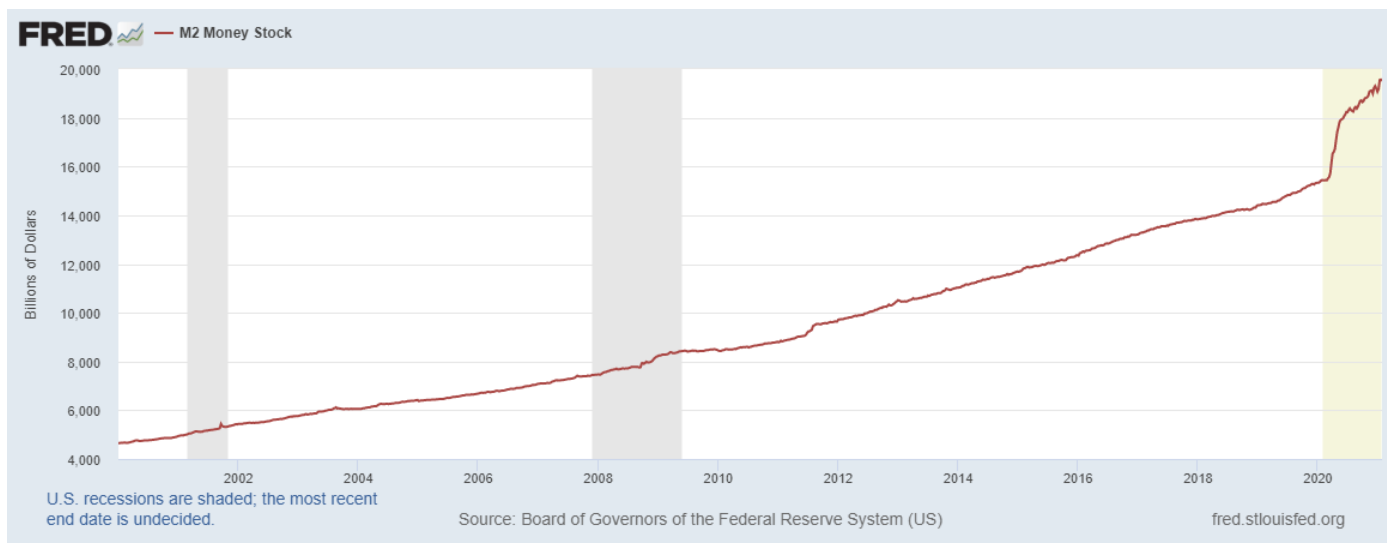
Realzins, Inflationserwartung und Nominalzins

- Die Inflationserwartung (über zehn Jahre) war in den vergangenen 20 Jahren in USD vergleichsweise stabil bei rund 2% p.a.
- Das Absinken des Nominalzinses ist fast ausschliesslich auf ein Absinken des Realzinses zurückzuführen.
- Auch aktuell ist die **Inflationserwartung immer noch sehr gering**.



Wachsende Geldmenge – seit Corona auch in den USA

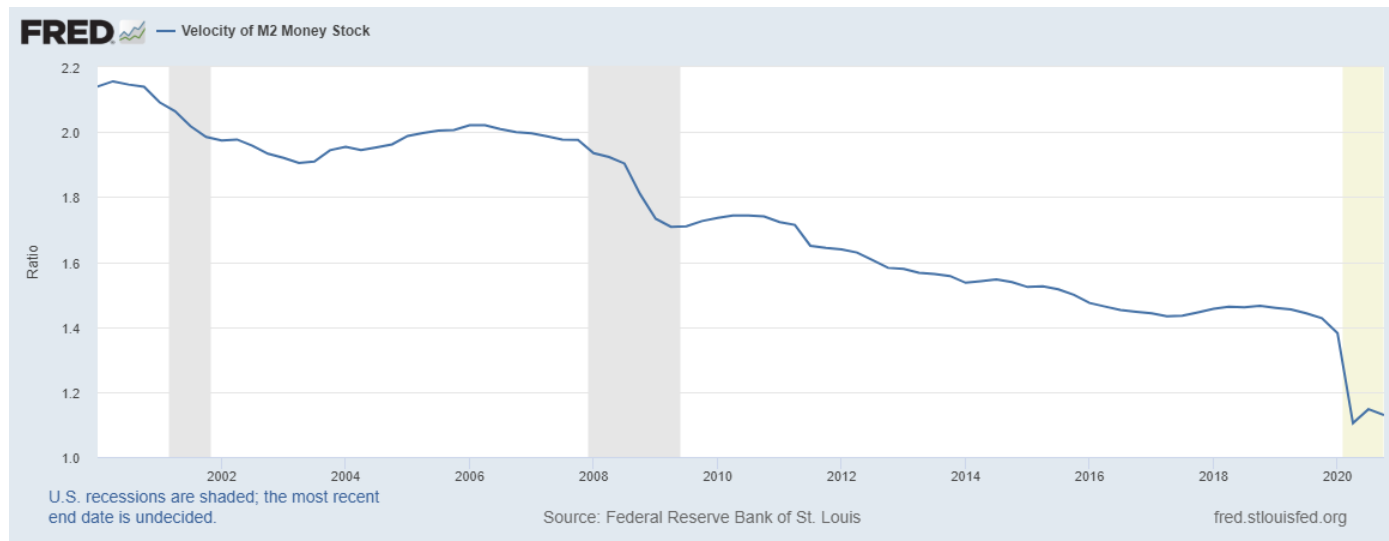
- Die Geldmenge ist im Zuge der Coronakrise auch in den USA extrem angestiegen.



- **Wieso bleiben die Inflationserwartungen zurückhaltend?**
- **In der Schweiz beobachten wir dieses Phänomen ebenfalls schon seit der Euro-Schuldenkrise.**

Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit

- Der wichtigste Grund für die geringe Inflationswirkung der gestiegenen Geldmenge ist, dass die **Umlaufgeschwindigkeit des Geldes** (wie oft wechselt eine Geldeinheit pro Jahr die Hand) **stark zurückgegangen** ist.



- ▶ **Frage: Was passiert, wenn die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wieder anzieht** (d.h. die Konsumenten das Geld nicht nur auf dem Konto parkieren, sondern auch vermehrt für Käufe nutzen)?

Monetäre Staatsfinanzierung

NZZ am Sonntag

KOLUMNE

Die Europäische Zentralbank bleibt standhaft – vorerst zumindest

Die EZB lehnt Forderungen von europäischen Ökonomen nach einem Schuldenschnitt ab. Doch ein Meinungswechsel wäre keine Überraschung.

Quelle: NZZ am Sonntag vom 13.02.2021

- Sobald die **Notenbanken Helikoptergeld einsetzen**, sind sie bei einem Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit machtlos (weil sie die Geldmenge nicht mehr reduzieren können).
- ▶ In diesem Fall würde ein Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit zu Inflation führen.
- ▶ Aktuell **wehren** aber alle grossen **Notenbanken** derartige Bestrebungen **vehement ab**.

Einschätzung des aktuellen Zins- und Inflationsrisikos

- Die **Realzinsen sinken** bereits **seit Jahrhunderten** und sind aktuell negativ.
- Die aktuellen Marktwerte reflektieren auch zukünftig tiefe nominelle und reale Zinsen sowie tiefe (wenn auch leicht steigende) Inflationsraten.
- In der Vergangenheit waren **starke Verschiebungen** in den Realzinsen fast immer die **Folge** von **überraschenden Ereignissen** wie Krisen und Kriegen, welche zu einem starken Anstieg der Kapitalnachfrage geführt haben.
- Gleiches gilt für **inflationäre Schocks**, welche praktisch immer die Konsequenz eines **monetären Kontrollverlusts** waren.
- Gegenwärtig rechnen die Marktteilnehmer im Durchschnitt weder mit einem inflationären Schock noch einem starken Anstieg der Realzinsen.
- Insofern werden **stark steigende Zinsen** aktuell vom Markt als **eher unwahrscheinlich** erachtet, können aber **nicht ausgeschlossen** werden.

4. Empfehlungen für Pensionskassen

Was können Pensionskassen tun (1)

- Schweizer Pensionskassen haben **hauptsächlich nominell fixe Verpflichtungen**.
- Dies bedeutet, dass die Höhe der **Verpflichtungen explizit nicht durch die Inflation beeinflusst** wird. Der **Rückgang der Kaufkraft** eines bestimmten Geldbetrags hat für eine Pensionskasse **keine direkten Konsequenzen**.
- Da Pensionskassenverpflichtungen sehr weit in die Zukunft reichen, ist im Umkehrschluss der Barwert dieser Verpflichtungen aber sehr sensitiv gegenüber Änderungen der Nominalzinsen.
- Aus **Sicht der Pensionskasse, sollte die hohe Zinssensitivität des Barwerts ihrer Verpflichtungen möglichst gut in den Anlagen widerspiegelt werden**.
 - ▶ Im Falle weiter sinkender Zinsen wäre die Pensionskasse gegen diese Zinsrückgänge geschützt.
 - ▶ Im Falle eines starken Zinsanstiegs würde das Pensionskassenvermögen zwar abnehmen, der Barwert der Verpflichtungen sänke aber in gleichem Umfang (bei einer verzögerten Anpassung des technischen Zinssatzes nicht perfekt synchron).

Was können Pensionskassen tun (2)

- Eine Pensionskasse kann aber auch das Ziel haben, dass ihre Rentner im Falle eines inflationären Schocks keinen massiven Kaufkräfteinbruch erleiden.
 - Aus dieser Perspektive ist ein geringeres Mass an Zins- und Inflationsrisiko relativ zu den Verpflichtungen auf der Anlageseite durchaus sinnvoll.
-
- ▶ **Je mehr eine Pensionskasse in der Lage sein will, ihren Rentnern einen Inflationsausgleich zu bezahlen, desto weniger Inflationsrisiko sollte sie auf ihren Anlagen eingehen.**
 - ▶ **Je besser sich eine Pensionskasse aber gegen weiter fallende Zinsen und deflationäre Tendenzen schützen will, desto mehr Zins- und Inflationsrisiko sollte sie mit ihren Anlagen eingehen.**
 - ▶ **In jedem Fall ist es von Vorteil, die Zinssensitivitäten der einzelnen Anlageklassen zu evaluieren und sie den Zinsrisiken der Verpflichtungen gegenüberzustellen.**

Kontakt



Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
E-Mail zurich@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Telefon +41 22 704 03 11
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmeters.ch
Social Media 

PPCmetrics (www.ppcmeters.ch) ist ein führender Schweizer Investment Consultant, Investment Controller, strategischer Anlageberater und Pensionskassenexperte. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren (beispielsweise vom Typ Pensionskasse, Vorsorgeeinrichtung, Personalvorsorgestiftung, Versorgungswerk, Versicherung, Krankenversicherung, Stiftung, NPO und Treasury-Abteilung) und Privatanleger (beispielsweise Privatkunden, Family Offices, Familienstiftungen oder UHNWI - Ultra High Net Worth Individuals). Unsere Dienstleistungen umfassen das Investment Consulting und die Anlageberatung sowie die Definition einer Anlagestrategie (Asset Liability Management - ALM), die Portfolioanalyse, die Asset Allocation, die Entwicklung eines Anlagereglements, die juristische Beratung (Legal Consulting), die Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection), die Durchführung öffentlicher Ausschreibungen, das Investment Controlling, die aktuarielle und versicherungstechnische Beratung und die Tätigkeit als Pensionskassenexperte.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

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

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

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

