

Auswirkungen des Zinsanstiegs aufs Obligationenportfolio

Ab wann ist die Rendite wieder im grünen Bereich?

Pensionskassen haben im bisherigen Jahresverlauf deutliche Verluste auf ihren Obligationenportfolios erlitten. Bis wann diese wieder aufgeholt werden, hängt von der Duration und der Zinsentwicklung ab. Danach sind die Perspektiven aber erfreulich – zumindest nominal.

Der aktuell ungewohnt heftige Anstieg von Inflation und Zinsen hat die Preise von Obligationen zwischenzeitlich um 10 % und mehr sinken lassen. Auch wenn diese Korrektur nicht überrascht, schmerzt der Verlust die Pensionskassen dennoch.

Lange Zeit galten Obligationen als sicherer Hafen, haben sie doch in den letzten beiden grossen Krisen (2001 bis 2003 und 2007 bis 2009) stabilisiert. Der Schmerz über die sinkenden Bewertungen wird durch den Ausblick gelindert, dass mit steigenden Zinsen und positiven Coupons wieder positive Renditen erzielt werden können.

Es drängen sich drei Fragen auf, die in diesem Artikel untersucht werden:

- Wann ist ein indexiertes Obligationenportfolio nach einem Zinsanstieg wieder im grünen Bereich?
- Zahlt sich ein Wechsel in ein Obligationenportfolio mit kürzerer Laufzeit aus?
- Verändert sich die strategische Attraktivität der Obligationen für Schweizer Pensionskassen?

Komponenten der Obligationenrendite

Die Obligationenrendite wird zunächst bestimmt durch den Yield, der sich aus dem jährlich realisierten Coupon und der Veränderung des Barwerts der diskontierten künftigen Mittelflüsse zusammensetzt. Sinken oder steigen die Zinsen, erfährt die Obligation eine Bewertungsanpassung (Zins-Shift), deren Ausmass von ihrer Laufzeit und von der Couponhöhe abhängig ist.

Einen derzeit sehr geringen Einfluss auf die Renditeentwicklung hat der Roll-Down-Effekt. Dieser Effekt resultiert aus

der Coupondifferenz zwischen einem früher und einem heute emittierten Papier gleicher Restlaufzeit. Je steiler die Zinskurve, d.h. je grösser die Coupondifferenz zwischen langen und kurzen Laufzeiten, desto grösser ist der Effekt des Roll-Downs.

In der Grafik werden ein indexiertes Obligationen-Franken-Gesamtmarktportfolio mit einer durchschnittlichen Duration von 7.1 und ein indexiertes Obligationen-Franken-Gesamtmarktportfolio mit Laufzeiten von 1 bis 10 Jahren und einer Duration von 4.7 verglichen. Dargestellt wird der Effekt einer Zinserhöhung von je 1 % in den ersten beiden Jahren ab August 2022 mit anschliessend stabilem Zinsniveau. Die Zinserhöhung erfolgt über alle Laufzeiten parallel.

Im grünen Bereich nach fünf Jahren

Bei einem zweimaligen Anstieg der Zinskurve um 1 % in den ersten beiden Jahren kann ein Verlust im Gesamtmarktportfolio über rund 5 Jahre kompensiert werden. Ein Portfolio mit Laufzeiten bis 10 Jahre erholt sich bereits nach 3.5 Jahren.

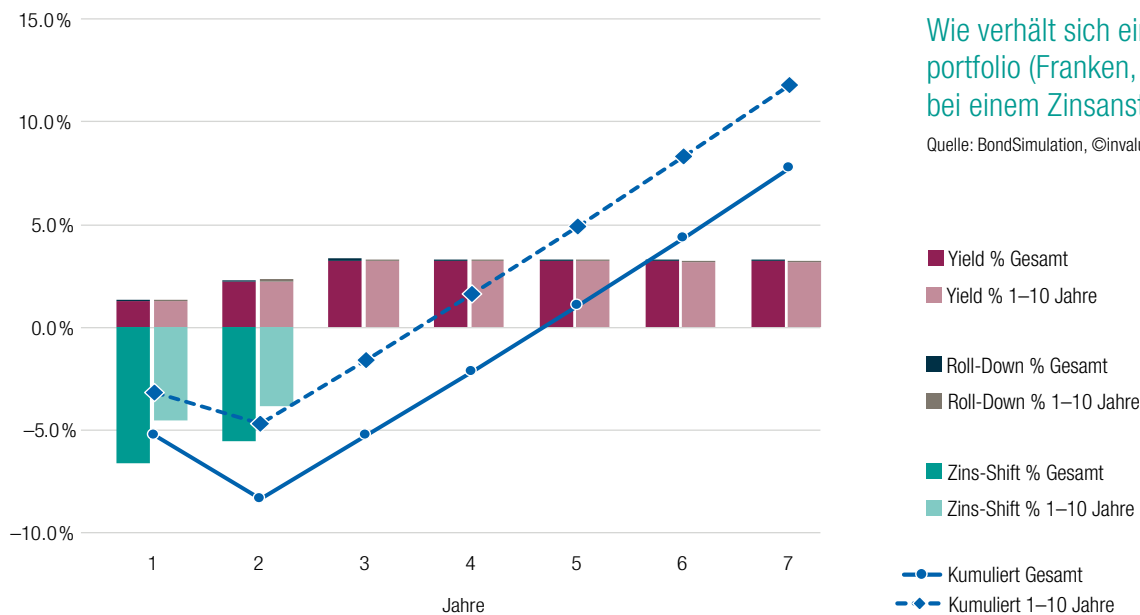
In einem Szenario mit einer durch grössere Zinsanstiege bei längeren Laufzeiten steiler werdenden Zinskurve würde das Gesamtportfolio stärker korrigieren. Die Erholungszeit verlängert sich dadurch etwas. Langfristig aber würde das Gesamtportfolio in einem solchen Szenario höhere Renditen erzielen (höhere Coupon- und Roll-Down-Effekte). Ein solches Szenario könnte zum Beispiel bei sich festsetzenden hohen Inflationserwartungen oder bei Erwartung höherer Ausfallrisiken und damit einer Ausweitung der Bonitätsentschädigung (Spread) eintreten.

Jeannette Leuch
Partnerin,
invalue ag



Olaf Glinski
Senior Investment Analyst,
invalue ag





Wie verhält sich ein Obligationenportfolio (Franken, indexiert) bei einem Zinsanstieg?

Quelle: BondSimulation, ©invalue ag 2022

Gutes Timing kurzfristig kaum möglich, die langfristige Einschätzung zählt

Nicht überraschend hängt der Vorteil eines Portfolios mit kürzerer Laufzeit von der Zinsprognose (Veränderung des Zinsniveaus und der Lage der Zinskurve) ab. Im dargestellten Zinsanstiegsszenario mit flacher Zinskurve stellt sich das Portfolio mit einer Laufzeit bis 10 Jahre besser dar. Vor allem der geringere Verlust beim Zinsrückgang und eine ähnliche Yield-Höhe führen zu einem Renditevorsprung von rund 3.6%.

Selbst unter Berücksichtigung der Transaktionskosten für die Umschichtung zu einer kürzeren Laufzeit von bis zu 0.6% stellt sich das Portfolio besser dar. Bei geschickter Umschichtung würden diese Kosten nur auf einen Teil des Volumens (Laufzeiten höher als 10 Jahre mit einem Anteil von ca. 20%) anfallen.

Haben die Zinsen ein hohes Plateau erreicht und hat die Zinskurve an Steilheit hin zu längeren Laufzeiten gewonnen, wäre dies ein idealer Zeitpunkt, einen Switch von kürzeren zu längeren Laufzeiten vorzunehmen.

Die Ermittlung, ob und wann der Zinsanstieg erfolgen und wann er seinen Höhepunkt erreicht haben wird, ist jedoch eine Herausforderung. Eine kurzfristige Zinsprognose ist kaum möglich. Dies zeigt auch der bisherige Zinsverlauf mit zunächst starkem Anstieg bis zur Jahresmitte, gefolgt von einem starken Rückgang in nur einem Monat.

Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass ein Anstieg von Inflation und Zin-

sen über einen längeren strategischen Zeitraum möglich ist, wie es beispielsweise zwischen 1972 und 1981 bei den US-Zinsen mit einem Anstieg von 6% auf 15% der Fall war. Dies fand vor dem Hintergrund hoher Bewertungen und stark schwankender und insgesamt steigender Inflation statt. Der damalige FED-Chef Paul Volcker erhöhte die Leitzinsen sogar auf über 19%, um einen weiteren Anstieg der Inflation zu bekämpfen.

Aus Sicht von Schweizer Investoren fielen der Anstieg und die Schwankungen von Inflation und Zinsen damals weniger deutlich aus. Dazu beigetragen hat (wie auch heute?) der starke Schweizer Franken.

Attraktivität ist relativ

Aus Perspektive der technischen Zinsen erscheint eine an die Laufzeit der Rentenzahlungen angegliche Zinssensitivität, d. h. eine längere Laufzeit, bequemer. Ein Zinsanstieg müsste gemäss der FRP 4-Formel mittelfristig auch zu einer Erhöhung des technischen Zinses mit gleichzeitig sinkenden Rentenverpflichtungen führen.

Aus Perspektive der Finanzierungssituation insgesamt ist allerdings zu berücksichtigen, dass sich steigende Zinsen auch auf andere Anlageklassen wie Aktien auswirken und auch bei diesen zu Bewertungskorrekturen führen können. Im makroökonomisch ungünstigen Fall wie in den 70er Jahren waren diese Effekte deutlicher spürbar als die Korrektur

TAKE AWAYS

- Nach deutlichen Zinsanstiegen und bei bleibend hohem Zinsniveau kann es Jahre dauern, bis die kumulierte Obligationenrendite wieder im grünen Bereich ist.
- Für die Durationspositionierung sind der Einstiegszeitpunkt (Zinskurve, Zinsniveau) und die langfristige strategische Einschätzung entscheidend.
- Die relative Attraktivität der Obligationen hat sich seit Jahresbeginn leicht verbessert.

bei den Nominalwerten. Je nach finanzieller und struktureller Ausgangslage kann es damit zur Unterdeckung kommen und die Notwendigkeit von Sanierungsmassnahmen auslösen.

Steigt das Zinsniveau, steigt auch die nominale Renditeerwartung der Obligationen. Sinken die Bewertungen der übrigen Anlagekategorien, steigt dadurch deren prospektive Renditeerwartung. Seit Jahresbeginn hat sich die relative Attraktivität von Obligationen leicht verbessert.

Übersteigt die Inflation die nominale Renditeerwartung der Pensionskassenallokation, wie dies aktuell der Fall ist, ist die Realrenditeerwartung negativ. Damit wäre der erwartete Beitrag der Anlage Rendite zur Sollrendite einer Pensionskasse zwar positiv, würde aber keinen Ausgleich des realen Leistungsniveaus erlauben. Im Umfeld steigender Inflation ist deshalb vermehrt auf Anlagen mit Inflationsschutz zu setzen. |

Effets de la hausse des taux d'intérêt sur le portefeuille obligataire

À partir de quand le rendement est-il à nouveau dans le vert?

Jusqu'à présent, les caisses de pensions ont subi des pertes importantes sur leurs portefeuilles d'obligations au cours de l'année. Le délai de rattrapage de ces pertes dépend de la durée et de l'évolution des taux d'intérêt. Mais ensuite, les perspectives sont réjouissantes, du moins en termes nominaux.

La hausse inhabituellement forte de l'inflation et des taux d'intérêt a fait chuter les prix des obligations de 10 % ou plus. Même si cette correction n'est pas surprenante, la perte est tout de même douloureuse pour les caisses de pensions.

Longtemps considérées comme des valeurs refuges, les obligations ont permis de se stabiliser lors des deux dernières grandes crises (de 2001 à 2003 et de 2007 à 2009). La douleur causée par la baisse des valorisations est atténuée par la perspective d'obtenir à nouveau des rendements positifs avec des taux d'intérêt en hausse et des coupons positifs.

Trois questions s'imposent, qui seront examinées dans cet article:

- Quand un portefeuille d'obligations indexé est-il à nouveau dans le vert après une hausse des taux d'intérêt?
- Est-il payant de passer à un portefeuille d'obligations à plus court terme?
- L'attractivité stratégique des obligations pour les caisses de pensions suisses est-elle en train de changer?

Composantes du rendement obligataire

Le rendement des obligations est tout d'abord déterminé par le yield, qui se compose du coupon réalisé chaque année et de la variation de la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs actualisés. Si les taux d'intérêt baissent ou augmentent, l'obligation subit un ajustement d'évaluation (shift de taux) dont l'ampleur dépend de sa durée et du montant du coupon.

L'effet roll-down exerce actuellement une influence très faible sur l'évolution du rendement. Cet effet résulte de la différence de coupon entre un titre de même durée résiduelle émis autrefois et

un titre émis aujourd'hui. Plus la courbe des taux est pentue, c'est-à-dire plus la différence de coupon entre les échéances longues et courtes est importante, plus l'effet roll-down s'accroît.

Le graphique (page 73) compare un portefeuille indexé d'obligations en francs suisses avec une durée moyenne de 7.1 et un portefeuille indexé d'obligations en francs suisses avec des échéances de 1 à 10 ans et une durée de 4.7. L'effet d'une hausse des taux d'intérêt de 1 % au cours de chacune des deux premières années à partir d'août 2022, suivie d'un niveau de taux d'intérêt stable, est représenté. L'augmentation des taux d'intérêt a lieu parallèlement sur toutes les durées.

Dans le vert après cinq ans

Une hausse de la courbe des taux de 1 % à deux reprises au cours des deux premières années permet de compenser une perte dans le portefeuille global du marché sur environ 5 ans. Un portefeuille avec des échéances jusqu'à 10 ans se redresse déjà après 3.5 ans.

Dans un scénario où la courbe des taux s'accroît en raison de hausses plus importantes des taux d'intérêt sur des durées plus longues, le portefeuille global subirait une correction plus importante. Le temps de récupération s'en trouverait quelque peu prolongé. Mais à long terme, dans un tel scénario, le portefeuille global obtiendrait des rendements plus élevés (effets de coupon et de roll-down plus importants). Un tel scénario pourrait par exemple se produire en cas d'anticipations inflationnistes élevées qui s'installent ou en cas d'anticipation de risques de défaillance plus élevés

et donc d'un élargissement de l'indemnité de solvabilité (spread).

Un bon timing n'est guère possible à court terme, c'est l'évaluation à long terme qui compte

Sans surprise, l'avantage d'un portefeuille avec une échéance plus courte dépend de la prévision des taux d'intérêt (modification du niveau des taux d'intérêt et de la position de la courbe des taux). Dans le scénario de hausse des taux d'intérêt présenté avec une courbe des taux plate, le portefeuille d'une durée inférieure ou égale à 10 ans se présente mieux. C'est surtout la perte plus faible en cas de baisse des taux d'intérêt et un niveau de rendement similaire qui se traduisent par un avantage de rendement d'environ 3.6 %.

Même en tenant compte des coûts de transaction pour le rééquilibrage vers une échéance plus courte, qui peuvent atteindre 0.6 %, le portefeuille s'en sort mieux. En cas de réallocation judicieuse, ces coûts ne s'appliqueraient qu'à une partie du volume (durées supérieures à 10 ans avec une part d'environ 20 %).

Si les taux d'intérêt ont atteint un plateau élevé et que la courbe des taux s'est orientée vers des durées plus longues, ce serait le moment idéal pour passer de durées plus courtes à des durées plus longues.

Déterminer si et quand la hausse des taux d'intérêt aura lieu et quand elle aura atteint son point culminant est toutefois un défi. Il n'est guère possible de faire des prévisions à court terme sur les taux d'intérêt. C'est ce que montre également l'évolution des taux d'intérêt jusqu'à présent, avec d'abord une forte hausse

jusqu'au milieu de l'année, suivie d'une forte baisse en un mois seulement.

Un regard sur le passé montre qu'une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt est possible sur une période stratégique plus longue, comme cela a été le cas par exemple entre 1972 et 1981 pour les taux d'intérêt américains, qui sont passés de 6% à 15%. Cela s'est produit dans un contexte de valorisations élevées et d'inflation très fluctuante et globalement en hausse. Le président de la FED de l'époque, Paul Volcker, avait même augmenté les taux directeurs à plus de 19% afin de lutter contre une nouvelle hausse de l'inflation.

Du point de vue des investisseurs suisses, la hausse et les fluctuations de l'inflation et des taux d'intérêt étaient alors moins marquées. La force du franc suisse y a contribué (comme aujourd'hui?).

L'attractivité est relative

Dans la perspective des taux d'intérêt techniques, une sensibilité aux taux d'intérêt alignée sur la durée de versement des rentes, c'est-à-dire une durée plus longue, semble plus confortable. Selon la formule DTA 4, une hausse des taux d'intérêt devrait également entraîner à

moyen terme une augmentation du taux d'intérêt technique avec une baisse simultanée des obligations de rente.

Dans la perspective de la situation de financement dans son ensemble, il faut toutefois tenir compte du fait que la hausse des taux d'intérêt produit également des répercussions sur d'autres catégories d'actifs, comme les actions, et qu'elle peut également entraîner des corrections d'évaluation pour ces dernières. Dans le cas macro-économiquement défavorable, comme dans les années 70, ces effets ont été plus perceptibles que la correction des valeurs nominales. Selon la situation financière et structurelle de départ, cela peut conduire à une couverture insuffisante et déclencher la nécessité de mesures d'assainissement.

Si le niveau des taux d'intérêt augmente, le rendement nominal attendu des obligations augmente également. Si les valorisations des autres catégories de placement baissent, leur espérance de rendement prospective augmente. Depuis le début de l'année, l'attractivité relative des obligations s'est légèrement améliorée.

Si l'inflation dépasse le rendement nominal attendu de l'allocation de la caisse de pensions, comme c'est le cas actuelle-

TAKE AWAYS

- Après des hausses significatives des taux d'intérêt et si le niveau des taux d'intérêt reste élevé, il peut s'écouler des années avant que le rendement cumulé des obligations ne revienne dans la zone verte.
- Le moment d'entrée (courbe des taux, niveau des taux) et l'évaluation stratégique à long terme sont déterminants pour le positionnement en termes de durée.
- L'attractivité relative des obligations s'est légèrement améliorée depuis le début de l'année.

ment, le rendement réel attendu est négatif. Ainsi, la contribution attendue du rendement des placements au rendement théorique d'une caisse de pensions serait certes positive, mais ne permettrait pas de compenser le niveau réel des prestations. Dans un contexte de hausse de l'inflation, il convient donc de miser davantage sur des placements offrant une protection contre l'inflation. |

Jeannette Leuch
Olaf Gliński