

Zinsänderungsrisiken werden systematisch überschätzt

Engagement abgebaut, auf Rendite verzichtet

In Erwartung steigender Zinsen nehmen viele Pensionskassen einen erheblichen Renditeverzicht in Kauf. Dies ist nicht gerechtfertigt, wie ein konkretes Beispiel zeigt. Zinsänderungsrisiken lassen sich besser handhaben, als allgemein angenommen wird.

Schweizer Pensionskassen haben ihr Engagement in Obligationen in den letzten Jahren laufend abgebaut. So reduzierte sich die Obligationenquote von 40.2 (Ende 2008) auf noch 35.8 Prozent per Ende 2012.¹ Auf Stufe Anlagestrategie beträgt die durchschnittliche Zielquote 39.1 Prozent.

Demnach wurden Obligationen oftmals aus taktischen Gründen zugunsten der Liquidität abgebaut, wohl in Erwartung steigender Zinsen. Zusätzlich haben zahlreiche Anlageverantwortliche mittels kürzerer Duration das Engagement auf der Zinskurve noch weiter reduziert.

Kürzere Duration kostet

Diese Anlageentscheide haben einen erheblichen Renditeverzicht mit sich gebracht. Seit Ende 2008 haben CHF-Obligationen (gemessen am Swiss Bond Index [SBI Gesamt]) 18.9 Prozent an Wert zugelegt. Demgegenüber liegt der Anstieg des SBI mit Laufzeiten von 1 bis 5 Jahren lediglich bei 14 Prozent.²

Pro Jahr hat der SBI Gesamt damit eine Rendite von 3.52 Prozent erzielt. Wer nur auf kurze und mittlere Laufzeiten setzte, verzichtete trotz 2.66 Prozent Rendite per annum auf rund ein Prozent Wertzuwachs pro Jahr (siehe Grafik 1, Seite 59).

Eine Pensionskasse versucht mit Obligationen, aus laufenden Erträgen einen Teil ihrer langfristigen Verpflichtungen zu decken. Bei Engagements in Obligationen steht vor allem die Verfallrendite und nicht

In Kürze

- > In Anbetracht der Zinsänderungsrisiken ist der freiwillige Renditeverzicht von rund 1 Prozent pro Jahr zu hoch
- > Die Bilanzierungsmöglichkeiten von Lebensversicherungsgesellschaften zeigen auf, wie unkompliziert Zinsänderungsrisiken behandelt werden können

der Buchgewinn/-verlust im Vordergrund. Die Spekulation auf Kursgewinne sollte zweitrangig sein.

Grafik 2 zeigt die Renditedifferenz zwischen dem SBI Gesamt und dem SBI 1–5 Jahre. Wer sich aktuell für kurze und mittlere Laufzeiten entscheidet (SBI 1–5 Jahre), verzichtet auf 0.8 Prozent Verfallrendite. Der Renditeverzicht fällt entsprechend hoch aus, da die CHF-Zinskurve im Vergleich der letzten fünf Jahre sehr steil ist.

Lohnt sich der Verzicht?

Es stellt sich die Frage, ob die Angst vor Zinsänderungen tatsächlich einen derart hohen, freiwilligen Renditeverzicht rechtfertigt.

Szenario:

Schockartige Zinserhöhung

Um die Auswirkungen einer Zinserhöhung auf ein Obligationenportfolio zu untersuchen, wird in den folgenden Berech-

nungen ein Extremenszenario mit einem schockartigen Anstieg von 2 Prozent unterstellt. Würden die Zinsen regelmäßig über längere Zeit ansteigen, wären die Auswirkungen auf das Portfolio wesentlich geringer (siehe Tabelle Seite 59).

Das Zinsänderungsrisiko des Obligationenportfolios mit kurzen und mittleren Laufzeiten (SBI 1–5 Jahre) beträgt rund die Hälfte des Portfolios mit allen Laufzeiten (SBI Gesamt). Unter Berücksichtigung des Obligationenanteils am Gesamtvermögen erscheinen die Buchverluste beider Varianten jedoch moderat. In Anbetracht dieser Zinsänderungsrisiken ist der freiwillige Renditeverzicht von rund 1 Prozent pro Jahr zu hoch.

Sanierung?

Die direkten Auswirkungen kurzfristig stark steigender Zinsen auf die Risikofähigkeit einer Pensionskasse scheinen begrenzt zu sein. Trotzdem soll das Szenario einer schockartigen Zinserhöhung zu Ende gedacht werden.

Sollte der Deckungsgrad einer Pensionskasse infolge steigender Zinsen unter 100 Prozent sinken, würden Sanierungsmaßnahmen anstehen. Der Stiftungsrat müsste unter anderem aufzeigen, wie die Unterdeckung «in einer angemessenen Frist» (Art. 65c BVG) behoben werden kann.

Hält ein Stiftungsrat fest, dass Obligationen mit sehr guter Schuldnerbonität bei

Autor

Rico Willi
Albin Kistler



¹ Quelle: Swisscanto, Schweizer Pensionskassen 2013.

² Quelle: SIX Swiss Exchange.

Verfall zum Kurs von 100 Prozent zurückbezahlt werden, könnte dies als Sanierungsmassnahme angesehen werden. Die vorübergehend entstandenen Buchverluste auf den betroffenen Anleihen könnten

beziffert und weitere Sanierungsmassnahmen dadurch eingeschränkt werden.

Anders formuliert: Wie realistisch ist die Annahme, man könne mit Sanierungsmassnahmen Buchverluste auf Obligationen

nen bester Schuldnerqualität ausgleichen, die über die Zeit mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit wieder verschwinden?

Ein Blick auf die Lebensversicherungsgesellschaften

Interessanterweise verfügen Lebensversicherungen über mehr Flexibilität. Nach IFRS (IAS 39) können Obligationen als «Hold to Maturity (HTM)» bilanziert werden. Sofern die Versicherung «die Fähigkeit und die Absicht hat, die Anleihen bis zur Endfälligkeit zu halten», können die Investitionen zu Anschaffungskosten bewertet werden. Sie sind damit keinen Wert schwankungen durch Zinsänderungen unterworfen. Allerdings ist ein Verkauf zu einem späteren Zeitpunkt nicht möglich.

Dauerhafte Wertminderungen, zum Beispiel aufgrund einer verschlechterten Schuldnerbonität, führen nach wie vor zu einer Anpassung der Bewertung. Es sollten daher Anleihen mit fixer Laufzeit und sehr guter Schuldnerbonität sein, damit sie als HTM bewertet werden können.

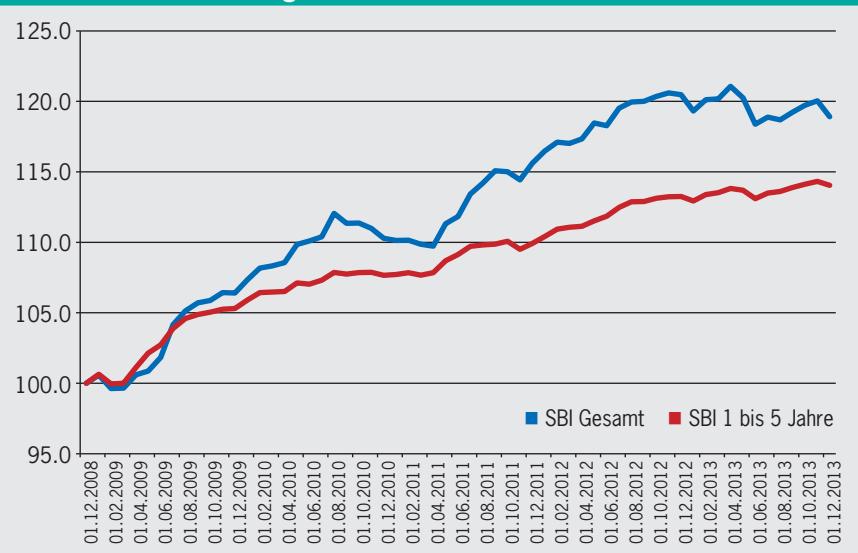
Es soll an dieser Stelle keine explizite Empfehlung zuhanden der Regulierungsbehörde formuliert werden. Die Bilanzierungsmöglichkeiten von Lebensversicherungsgesellschaften zeigen aber auf, wie unkompliziert Zinsänderungsrisiken behandelt werden können. Dies wäre in ähnlichem Rahmen auch für Pensionskassen denkbar, nicht zuletzt aufgrund der vergleichbaren Verpflichtungen.

Schlussfolgerung

Zinsänderungsrisiken werden systematisch überschätzt. Auch bei einer heftigen Zinserhöhung kann der Stiftungsrat mit Geduld und Umsicht auf die (vorübergehenden) Kursverluste reagieren. Die direkten Auswirkungen auf die Risikofähigkeit einer Pensionskasse sind begrenzt. Es ist kaum vorstellbar, dass Sanierungsmassnahmen beschlossen werden, nur weil Obligationen von guten Schuldern vorübergehend unter pari notieren.

Obwohl Obligationen in Schweizer Franken in nächster Zeit kaum die Performance der letzten Jahre wiederholen können, sollten sie keinesfalls verschmäht werden. Der mit einer tiefen Obligationenquote oder einer kurzen Duration einhergehende Verzicht auf Rendite steht auch im gegenwärtigen Tiefzinsumfeld in keinem vernünftigen Verhältnis zu den erwähnten Zinsänderungsrisiken. ■

Grafik 1: Performancevergleich



Grafik 2: Renditeverzicht



Auswirkungen auf das Pensionskassenvermögen³

	SBI Gesamt	SBI 1–5 Jahre
Rendite auf Verfall	1.40%	0.59%
Szenario: Zinsanstieg	+2%	+2%
Modified Duration	5.94	2.80
Zinsänderungsrisiko	-10.56%	-5.39%
Portfolioanteil Obligationen	35.8%	35.8%
Buchverlust auf Gesamtvermögen	-3.78%	-1.93%
Differenz		-1.85%

³ Die Berechnungen basieren auf den Daten des Swiss Bond Index per 31.12.2013 unter Berücksichtigung der aktuellen Konvexität (Quelle: SIX Swiss Exchange, www.six-swiss-exchange.com). Der Anteil Obligationen stammt aus der Swisscanto Pensionskassenstudie 2013 (Quelle: Swisscanto, www.swisscanto.ch).

PLACEMENTS

Les risques de changement de taux sont systématiquement surestimés

Pas d'engagement, pas de rendement

Dans l'anticipation d'une hausse des taux d'intérêt, de nombreuses caisses de pensions préfèrent renoncer à des rendements pourtant intéressants. Elles ont tort, comme le montre un exemple concret. Les risques de changement de taux sont mieux gérables qu'on ne le croit.

L'enthousiasme des caisses de pensions suisses pour les obligations s'est refroidi depuis quelques années. A fin 2008, la quote-part des obligations s'établissait encore à 40.2 %, contre seulement 35.8% à fin 2012.¹ Au niveau de la stratégie de placement, la quote-part moyenne visée est de 39.1%.

Les obligations ont donc souvent été abandonnées en faveur de liquidités pour des raisons tactiques, sans doute parce que l'on s'attendait à voir grimper les taux d'intérêt. En plus, de nombreux responsables des placements ont réduit l'engagement sur la courbe des taux en écourtant les durées.

Une duration raccourcie coûte

Ces décisions de placement ont coûté cher en rendement non pris. Depuis fin 2008, les obligations en CHF ont connu une plus-value de 18.9% (d'après le Swiss Bond Index SBI Global), contre 14% seulement pour les SBI avec une durée de 1 à 5 ans.²

Le SBI Global a donc dégagé un rendement de 3.52% par an. Les bailleurs de fonds qui ne misaient que sur les durées courtes et moyennes obtenaient un rendement de 2.66% par an, ils renonçaient donc à environ un pour cent de plus-value par an (voir graphique 1 à la page 59 de l'article allemand).

¹ Source: Swisscanto, caisses de pensions suisses 2013.

² Source: SIX Swiss Exchange.

En bref

- > En renonçant à environ 1% de rendement par an, on paie trop cher les risques de changement de taux
- > Les possibilités qu'ont les assureurs-vie au niveau de la comptabilisation montrent qu'il existe des méthodes toutes simples pour gérer les risques de changement des taux

Une caisse de pensions investit dans les obligations dans l'espoir de couvrir une partie de ses obligations au long cours par les rendements en découlant. Ce qui compte avant tout pour un engagement obligataire, c'est le rendement à l'échéance et non le bénéfice ou la perte comptable. La spéculation sur des cours haussiers devrait être secondaire.

Le graphique 2 (page 59 dans le texte allemand) montre les disparités de rendement entre le SBI Global et le SBI 1 à 5 ans. Choisir aujourd'hui des durées courtes et moyennes (SBI 1 à 5 ans) équivaut à se priver de 0.8% de rendement à l'échéance. Si cette perte de rendement est si élevée, c'est parce que la courbe des taux en CHF est très pentue en comparaison avec les cinq dernières années.

Est-ce qu'il vaut la peine de se priver?

C'est bien la question qui se pose: a-t-on raison de renoncer à ce rendement par crainte d'éventuels changements des taux?

Scénario:

Une hausse subite des taux

Pour étudier les conséquences d'une hausse des taux sur un portefeuille d'obligations, nous allons travailler ci-après avec un scénario extrême supposant une hausse explosive de 2%. Si la hausse était progressive et s'étendait sur une période assez longue, les répercussions sur le portefeuille seraient bien moindres (voir le tableau à la page 59 du texte allemand).

Pour un portefeuille obligataire dont les durées sont courtes à moyennes (SBI 1 à 5 ans), le risque de changement des taux se divise à peu près par deux en comparaison à un portefeuille qui englobe toutes les durées (SBI Global). Mais quand on sait la proportion que représentent les obligations par rapport à l'intégralité de la fortune, les pertes comptables encourues par les deux variantes semblent modérées. Et au vu du risque que représentent alors les changements de taux, c'est payer trop cher la prudence que de renoncer à 1 pour cent de rendement par année.

Assainissement?

A première vue, les conséquences directes d'une flambée subite des taux pour la capacité d'exposition d'une caisse de pensions semblent limitées. Mais allons tout de même jusqu'au bout de notre scénario.

Si le degré de couverture d'une caisse de pensions devait descendre en dessous de 100% en raison d'une hausse des taux, des mesures d'assainissement s'imposeraient. Le conseil de fondation devrait entre autres informer sur la manière dont

il entend résorber le découvert «dans un délai utile» (art. 65c, LPP).

Si le conseil de fondation fait valoir que des obligations de débiteurs d'une excellente qualité seront remboursées à l'échéance à 100% du cours, on pourrait y voir une mesure d'assainissement. Les pertes comptables passagères des emprunts concernés pourraient être chiffrées et cela permettrait de limiter d'autres mesures d'assainissement.

En d'autres termes: est-il bien raisonnable de penser que l'on va un jour compenser par des mesures d'assainissement les pertes comptables sur des obligations de débiteurs de la meilleure qualité quand il y a de fortes chances qu'elles disparaissent d'elles-mêmes avec le temps?

Et les assureurs sur la vie?

Curieusement, les assureurs sur la vie disposent de plus de flexibilité. Les normes IFRS (IAS 39) leur permettent en effet de comptabiliser les obligations en tant que «Hold to Maturity (HTM)». Pour autant que l'assureur ait «la capacité et l'intention de garder les emprunts jusqu'à

leur échéance», ces placements peuvent être comptabilisés à leur prix de revient et ne sont donc pas soumis aux fluctuations de valeur résultant des changements de taux. Cependant, les obligations ainsi comptabilisées ne pourront être vendues par la suite.

Des corrections durables de la valeur à la baisse, p.ex. à cause d'une détérioration de la qualité du débiteur, entraînent toujours une correction de l'évaluation. D'où l'intérêt d'acquérir des emprunts avec une échéance fixe et des débiteurs d'une excellente qualité afin de pouvoir bénéficier de la qualification en tant que HTM.

Il ne s'agit pas ici de formuler des recommandations explicites à l'attention des autorités régulatrices. Ce mode de comptabilisation dont disposent les compagnies d'assurance-vie montre toutefois qu'il existe des moyens tout simples de gérer les risques de changement des taux. Une solution similaire serait envisageable pour les caisses de pensions, ne serait-ce qu'à cause de la grande similitude de leurs engagements.

Conclusion

Les risques liés aux changements de taux sont systématiquement surestimés. Même si les taux devaient subitement s'embalier, le conseil de fondation peut réagir aux pertes de cours (passagères) avec patience et circonspection. Les répercussions directes sur la capacité d'exposition d'une caisse de pensions sont limitées. On imagine difficilement que des mesures d'assainissement soient prises pour la seule raison que les obligations de bons débiteurs glissent provisoirement en dessous du pair.

Même si les chances sont minces que les obligations en francs suisses puissent performer aussi brillamment à l'avenir que dans un passé rapproché, on aurait tort de les bouter. La perte de rendement que l'on accepte en diminuant la quote-part de ses obligations ou en privilégiant les courtes durées est disproportionnée par rapport aux risques de taux mentionnés, même dans le contexte actuel de taux bas. ■

Rico Willi