

Inflation Linked Bonds und Private Debt

Sinnvolle Absicherungen gegen steigende Zinsen?

Zum gefühlt hundertsten Mal bereiten wir uns auf die Zinswende vor. Für den Fall, dass sich die entsprechenden Rauchzeichen aus den USA dieses Mal tatsächlich in nachhaltig steigenden Zinsen manifestieren, will man gerüstet sein. Viel diskutierte Instrumente zum Schutz gegen steigende Zinsen sind inflationsgeschützte Anleihen und Private Debt.

IN KÜRZE

Die vorgestellten Instrumente stellen nur bedingt einen Schutz gegen steigende Zinsen dar. Es ist wichtig zu bedenken, dass Pensionskassen grundsätzlich steigende Zinsen begrüßen sollten.

Eine wesentliche Überlegung zum Thema Zinsrisiko vorweg: Schweizer Vorsorgeeinrichtungen erbringen langfristige, nominelle Rentenleistungen. Die Erbringung einer solchen Nominalwertgarantie wird in einem Umfeld steigender oder gestiegener Zinsen im Vergleich zum heutigen Tiefzinsumfeld massiv vereinfacht. Deshalb sollten alle Vorsorgeeinrichtungen aus einer Finanzierungssicht steigende Zinsen herbeisehnen, anstatt sich vor ihnen zu fürchten. Die weitverbreiteten Zinsängste können nur mit Blick auf kurzfristige Bewertungs- und Bilanzierungseffekte begründet werden.

Private Debt

Nun zu den Absicherungsinstrumenten. Nehmen wir zunächst Private Debt oder auf gut deutsch nicht öffentlich gehandelte Nominalwerte. Stellen wir uns als einfache Umsetzung dieser Anlageklasse ein frisch vergebenes Gemeindedarlehen, Laufzeit zehn Jahre, mit einem Coupon von 0.5 Prozent Zins vor. Wenn morgen die Zinsen um 2 Prozent steigen, hätte ich wohl für dieses Darlehen einen Coupon von 2.5 Prozent aushandeln können. Da ich nun das Darlehen zu den schlechten Konditionen zehn Jahre aussitzen muss, erleide ich als Anleger einen empfindlichen Opportunitätsverlust. Wenn ich stattdessen das Darlehen an einen weiteren Gläubiger zedieren möchte, würde ich von diesem angesichts des geänderten Zinsumfelds wohl kaum mehr das volle Nominal erhalten.



Alvin Schwendener
Dr. oec., Senior Consultant,
c-alm

Wie schlägt sich dieser Opportunitätsverlust in meiner Bilanz und im Deckungsgrad nieder? Solange ich das Darlehen zu nominal oder zu pari in der Bilanz führe – gar nicht! Ganz anders der bilanzielle Wertverlust bei einer äquivalenten zehnjährigen Anleihe: Da diese am Markt gehandelt wird und sich ihr Marktpreis infolge Zinsänderungen im Umfang der Restlaufzeit/Duration verändert, hätte eine zweiprozentige Zinssteigerung eine sofortige Werteinbusse von 20 Prozent zur Folge.

Zinsrisikoschutz nur aus buchhalterischer Sicht

Notabene unterscheiden sich der erlittene Opportunitätsverlust bei der Anleihe und beim Darlehen nicht. Der «Zinsrisikoschutz» einer Private-Debt-Anlage beschränkt sich somit auf den buchhalterischen Vorteil, dass erlittene ökonomische Wertverluste nicht unmittelbar bilanziert werden müssen.

Inflation Linked Bonds

Anders liegt die Sache bei inflationsgeschützten Anleihen. Bei diesen Anleihen ist der jährlich bezahlte Coupon an die aktuelle Inflationsrate geknüpft. Der Anleger ist damit per Konstruktion gegen inflationsbedingte Zinsänderungen geschützt.

Das Konzept inflationsindexierter Anleihen ist schon alt. Erste Emissionen datieren aus dem 18. Jahrhundert. Trotz längerer Geschichte handelt es sich aber auch heute noch um ein Nischensegment. Die heutzutage fast ausschliesslich

Eingepreiste und effektive Inflation in den USA



von Staaten ausgegeben IL Bonds machen weltweit – gemäss Referenzindex Bloomberg Barclays – nur ungefähr einen Zehntel der Marktkapitalisierung der klassischen Staatsanleihen aus. Dabei werden zwei Drittel aller IL Bonds durch die USA und Grossbritannien emittiert. In der Schweiz wurden bisher keine IL Bonds emittiert.

Die Höhe der Zahlungsströme (Coupon- und Nominalwertzahlung) wird typischerweise über die sogenannte Inflation-Ratio an die laufend realisierte Inflation geknüpft. Anders als bei regulären Anleihen kennt der Investor von inflationsindexierten Anleihen die Höhe der Zahlungsströme somit erst bei Verfall der Anleihe. Die Zahlungsströme werden mittels Inflation-Ratio, das dem Verhältnis des aktuellen Konsumentenpreisindex zum Konsumentenpreisindex bei Emission der Anleihe entspricht, skaliert. Der Inflationsschutz bezieht sich dabei logischerweise stets auf den entsprechenden Währungsraum.

Stimmt das Rendite-Risiko-Verhältnis?

Wie in jeder Anlageklasse stellt sich dem Anleger nun auch bei den inflationsgeschützten Anleihen die zentrale Frage, ob das Rendite-Risiko-Verhältnis stimmt. Aus Risikosicht ist zu vermerken, dass neben dem Zinsrisiko auch das Kredit- und Gegenpartierisiko nicht vernachlässigt werden sollte. In der Tat verschulden sich auch diejenigen Staaten mit inflationsgeschützten Anleihen, die Mühe haben, zu kompetitiven Konditio-

nen an nominell verzinsliches Kapital zu kommen.

Bezüglich der Beurteilung des Ertragspotenzials der Anlageklasse dreht sich alles um die Break-Even-Inflation: Sie bezeichnet die Inflation, die sich manifestieren muss, damit der Investor einer inflationsindexierten Anleihe nicht schlechter gestellt ist als der Investor einer nominellen Anleihe des gleichen Emittenten mit gleicher Laufzeit. Technisch lässt sich die Break-Even-Inflation als Differenz der Verfallsrenditen von inflationsindexierten und nominellen Staatsanleihen ermitteln. Liegt die effektiv realisierte Inflationsrate über die Restlaufzeit der inflationsindexierten Anleihen unter dieser Break-Even-Inflation, so wird die realisierte Rendite im Vergleich zur nominellen Staatsanleihe geringer ausfallen.

Empirisch lag die Break-Even-Inflation von US Inflationsanleihen (Treasury Inflation Protected Security, kurz TIPS) zwischen 1.5 und 2.5 Prozent (siehe Grafik). Seit der Finanzkrise liegt die effektiv realisierte Inflationsrate meist unter dieser Break-Even-Inflation. Offenbar bezahlt der Käufer einer inflationsgeschützten Anleihe zusätzlich eine Versicherungsprämie, die dann die erzielte Rendite im Vergleich zur nominellen Anleihe schmälert.

Aktuell liegt die global gewichtete Break-Even-Inflation bei gut 2.5 Prozent pro Jahr. Über die nächsten Jahre muss also mindestens dieses Teuerungsniveau erreicht werden, damit die inflationsgeschützten Anleihen schon nur die nicht

sehr illustren Renditen der nominellen Staatsanleihen erreichen – wahrhaft trübe Ertragsaussichten.

Kein taugliches Instrument

Aufgrund dieser Ertragsoptik sind wir skeptisch, dass es sich bei den inflationsgeschützten Anleihen um einen nachhaltig erfolgsversprechenden «Investment Case» handelt.

Zwar bietet das Anlagesegment eine gewisse Absicherung gegen kurzfristige negative Bilanzeffekte global steigender Zinsen. Dieser Risikoschutz wird aber (zu) teuer eingekauft. Zudem wird damit ein Schutz gegen das Risikoszenario steigender Zinsen eingekauft, das aus mittel- bis langfristiger Finanzierungssicht kontroverserweise das Wunschscenario der 2. Säule schlechthin darstellt. ■

Obligations indexées et dette privée

Une bonne protection contre la hausse des taux?

Pour la nième fois, nous nous préparons à un revirement des taux. Si les signaux qui nous parviennent des Etats-Unis ne partent pas de nouveau en fumée, nous ne voulons pas être pris au dépourvu. Les obligations indexées sur l'inflation et la dette privée figurent parmi les instruments souvent évoqués pour se couvrir contre un redémarrage des taux.

EN BREF

Les instruments présentés n'offrent qu'une protection aléatoire contre la hausse des taux. Il ne faut pas oublier qu'en principe, les caisses de pensions devraient se réjouir d'une hausse des taux.

Avant d'approfondir la discussion sur le risque des taux d'intérêt, il convient tout de même de rappeler une chose: les institutions de prévoyance suisses servent des prestations de rente nominales sur une durée prolongée. La valeur nominale de ces prestations peut être garantie beaucoup plus facilement dans un environnement de taux haussier que dans un environnement de taux déprimés. Du point de vue du financement, toutes les institutions de prévoyance devraient donc prier pour une remontée des taux au lieu de la redouter. C'est uniquement dans une optique d'effets de valorisation et de comptabilisation à court terme que l'on peut comprendre les craintes que déclenche la perspective d'une remontée des taux.

Dette privée

Mais parlons maintenant des instruments de couverture. Nous commençons par la dette privée, en clair, les valeurs nominales qui ne sont pas offertes publiquement. Supposons comme mise en œuvre simple de cette classe d'actifs un prêt fraîchement consenti à une commune pour une durée de dix ans, avec un coupon de 0.5% d'intérêt. Si les taux d'intérêt venaient à grimper de 2% demain, j'aurais sans doute pu négocier un coupon de 2.5% pour mon prêt. Hélas, je me retrouve avec un prêt à dix ans dont les conditions déplorables signifient une perte d'opportunité substantielle pour l'investisseur que je suis. Et si je décide de me défaire de ce prêt en le cédant à un

autre créancier, ce dernier se gardera très certainement de m'en restituer la valeur nominale intégrale compte tenu de l'évolution du paysage des taux.

Qu'est-ce que cette perte d'opportunité signifie pour mon bilan et mon degré de couverture? Aussi longtemps que je comptabilise le prêt à la valeur nominale ou au pair – rien du tout! Ce serait très différent pour un emprunt obligataire équivalent à dix ans: comme ces derniers sont offerts sur le marché et que leur prix de marché évolue sur la durée résiduelle/duration en fonction des mouvements de taux, une hausse des taux d'intérêt de 2% se solderait par une dépréciation immédiate de 20%.

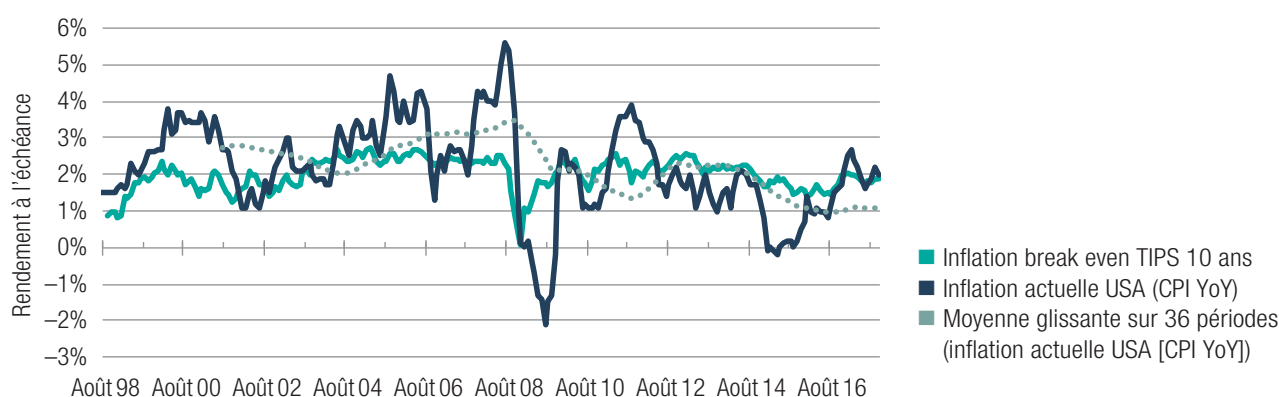
Couverture du risque de taux uniquement de nature comptable

A noter que la perte d'opportunité encourue sur un emprunt obligataire est la même que celle subie sur un prêt privé. Le seul avantage qu'offre la «couverture du risque de taux» par la dette privée, c'est que la dépréciation économique ne doit pas être immédiatement comptabilisée.

Obligations indexées sur l'inflation

Les obligations indexées sur l'inflation fonctionnent différemment: le coupon qu'elles génèrent chaque année est indexé sur le taux d'inflation actuel, cette construction met donc l'investisseur à l'abri des mouvements de taux à caractère inflationniste. Le principe des obligations indexées sur l'inflation ne date pas

Inflation anticipée et effective aux Etats-Unis



d'hier: les premières émissions de ce type remontent au 18^e siècle. Malgré cette histoire déjà longue, le produit n'est jamais sorti du marché de niche. Presque exclusivement émis par des gouvernements, les dénommés IL Bonds représentent à peine le dixième de la capitalisation boursière mondiale des emprunts d'Etat classiques selon l'indice de référence Bloomberg Barclays. Et les deux tiers de tous

IL Bonds sont émis par les Etats-Unis et la Grande-Bretagne. La Suisse n'en a pas émis jusqu'à ce jour. Le montant des flux monétaires (coupons et valeur nominale versés) est typiquement lié à l'évolution actuelle de l'inflation par le biais du dénommé ratio d'inflation. A la différence des emprunts ordinaires, l'investisseur connaîtra donc seulement le montant des flux monétaires à l'échéance de l'emprunt. Les flux monétaires évoluent en fonction du ratio d'inflation qui correspond au rapport indice des prix à la consommation actuel sur indice des prix à la consommation à l'émission de l'emprunt. Et la couverture de l'inflation se réfère logiquement toujours à la zone monétaire concernée.

Le rapport rendement/risque est-il équilibré?

Comme pour toute classe d'actifs, la question cruciale que l'investisseur doit se poser au sujet des obligations indexées sur l'inflation, c'est de savoir si entre le rendement et le risque, le rapport est équilibré. Concernant le risque, celui du

crédit et de la contrepartie est à considérer en plus du risque de taux d'intérêt, et il n'est pas négligeable. En effet, les Etats qui ont de la peine à obtenir du capital à intérêt nominal à des conditions compétitives recourent aussi aux obligations indexées sur l'inflation pour s'endetter.

Dans l'appréciation du potentiel de rendement de cette classe d'actifs, le point mort d'inflation joue un rôle crucial. Il désigne l'inflation qui doit effectivement se réaliser pour que l'investisseur détenteur d'une obligation indexée sur l'inflation ne s'en tire pas plus mal que celui qui a investi dans une obligation nominale de même durée. Dans la définition technique, le point mort d'inflation désigne la différence entre le rendement à l'échéance d'emprunts gouvernementaux indexés sur l'inflation et celui d'obligations nominales. Si le taux d'inflation effectivement réalisé pendant la durée résiduelle de l'obligation indexée sur l'inflation est inférieur à ce point mort d'inflation, le rendement dégagé sera inférieur à celui de l'obligation nominale.

La valeur empirique du point mort d'inflation des emprunts indexés sur l'inflation du gouvernement américain (Treasury Inflation Protected Security, TIPS en abrégé) se situe entre 1.5 et 2.5% (voir graphique). Depuis la crise financière, le taux d'inflation effectif est généralement resté en dessous de cette référence. L'acheteur d'une obligation indexée sur l'inflation paie apparemment

une prime d'assurance supplémentaire qui amenuise le rendement obtenu par rapport à une obligation nominale.

Le point mort d'inflation globalement pondéré gravite actuellement autour de 2.5%. Cela signifie qu'au cours des prochaines années, le renchérissement devrait au moins égaliser ce niveau-là pour que les obligations indexées sur l'inflation atteignent la performance pas très reluisante des emprunts d'Etat nominaux – une perspective de rendement franchement glauque.

Pas un instrument efficace

Compte tenu de cette optique de rendement, nous avons nos doutes sur le succès durable des obligations indexées sur l'inflation en tant qu'option de placement.

Il est vrai que ce segment de placement offre une certaine protection contre les effets de bilan négatifs de court terme qu'entraîne une hausse mondiale des taux. Mais la couverture de ce risque se paie (trop) cher. Et en plus, on se protège contre le scénario de risque d'une hausse des taux qui devrait être le scénario de rêve de tout le 2^e pilier en vue de son financement à moyen et à long terme. |

Alvin Schwendener