

Szenarien als Entscheidungshilfe

Wie sind die Kassen im Fall einer Krise aufgestellt?

Nicht immer erholen sich Finanzmärkte von einem Einbruch so rasch wie diesen Frühling. Szenarien, die sich an früheren Krisen orientieren und die aktuelle Tiefzinssituation berücksichtigen, helfen Pensionskassen dabei, die eigene Situation einzuschätzen.

IN KÜRZE

Für eine Pensionskasse sind zwei Faktoren entscheidend, wenn die Kapitalmärkte deutlich nachgeben: Die Ausgangslage, sprich Deckungsgrad und Wertschwankungsreserven sowie die Struktur, die sich insbesondere im Cashflow manifestiert.

Der Durchschnitt der an der Umfrage teilnehmenden Pensionskassen (siehe Kasten) wies per Ende 2019 einen Deckungsgrad von 114.7% auf. Der Deckungsgradverlauf, der die individuellen Grundlagen (Anlagestrategie, prospektive Sollrendite 2020 und Dynamik aufgrund der Mittelflässe 2019) berücksichtigt, zeigt, dass historische Krisen wie die Finanzmarktkrise (ab Januar 2007) oder die Dot-com Bubble (ab September 2000) im Durchschnitt gut überstanden würden (siehe erste Grafik).

Eine neue Welt

Allerdings haben in diesen beiden Krisen die Obligationen stabilisiert und deren Coupons einen positiven Ertrag geleistet. Davon kann im heutigen Tiefzinsumfeld nicht mehr ausgegangen werden. Ausgehend von der heutigen Situation mit hohen Bewertungen insbesondere bei den Realwertanlagen, tiefen Zinsen und tiefen Inflationsraten wurden nebst einem Basisszenario, das die Entwicklung mit der erwarteten Rendite fortführt, zwei weitere Krisenszenarien dargestellt.

Im Szenario Tiefzinscrash fällt nach einer anfänglich positiven Entwicklung das Wirtschaftswachstum im Zug einer Rezession unter sein Trendniveau, erholt sich später aber wieder. Angesichts bereits sehr tiefer Zinsen bleibt die Wirkung der expansiven Geld- und Finanzpolitik gering. Ähnlich wie in der Finanzmarktkrise verlieren risikoreichere Anlageklassen wie Aktien und Obligationen High Yield zu Beginn deutlich an Wert, erholen sich aber in den Folgejahren wieder. Aufgrund der tieferen Cou-

pons aus den Obligationen verläuft der Rückschlag ausgeprägter und die Erholung langsamer als bei der Finanzmarktkrise.

Das Depressionsszenario nimmt an, dass die Wirtschaft in eine Rezession fällt. Geldpolitische und fiskalische Stützmassnahmen erhöhen Geldmenge und Staatsverschuldung. Inflation und Zinsen steigen dadurch über mehrere Jahre leicht an, was bei den Obligationen zu Wertverlusten führt. Risikoreichere Anlageklassen verlieren zu Beginn deutlich an Wert. Die anschliessende Erholung verläuft schleppend. Das Szenario lehnt sich an Entwicklungen der 1930er und 1970er Jahre an, wobei sich in den 1970ern von zunehmender Inflation begleitete Wachstums- und Rezessionsphasen abwechselten. In diesem von hoher Makrovolatilität und steigenden Inflationsraten geprägten Umfeld stagnierten die Finanzmärkte weitgehend. Real waren in dieser Zeit Wertverluste zu verzeichnen.

Der Durchschnitt der Pensionskassen fällt im skizzierten Depressionsszenario zwar unter 100%, aber nicht unter 95% Deckungsgrad. Unter Berücksichtigung von 2% Sanierungsbeiträgen und 1% Minderverzinsung auf das Sparkapital resultiert im Durchschnitt sogar ein geringfügiger Anstieg des Deckungsgrads.

Streuung der Ergebnisse gross

Allerdings verläuft die Entwicklung der Vorsorgeeinrichtungen sehr unterschiedlich. Rund 25% der teilnehmenden Pensionskassen fällt in einem Depressionsszenario unter 90% und erholt sich in der Folge kaum.



Jeannette Leuch
Partnerin, invalue AG



Urs Rempfler
Partner, invalue AG

Auch die anderen Szenarien zeigen eine sehr grosse Streuung und deutliche Unterschiede bei den Erholungszeiten. Mögliche Gründe hierfür sind ein tieferer Startdeckungsgrad und damit die Verfügbarkeit geringerer Wertschwankungsreserven, eine dynamischere Anlagestrategie oder eine Struktur (Vorsorgekapital, Versicherte, Mittelflüsse), die die Entwicklung zusätzlich negativ beeinflusst.

Ein positiver Cashflow stabilisiert die Pensionskasse

Die zweite Grafik zeigt die Dynamik der Sollrendite abhängig vom Deckungsgrad und den Mittelflüssen am Beispiel des Depressionsszenarios auf. Innerhalb der Verteilung werden zwei Pensionskassen hervorgehoben. Pensionskasse A verfügt über eine Struktur mit einem höheren Anteil Sparkapital im Verhältnis zum Rentnerkapital und relativ hohe Mittelzuflüsse – eine junge Kasse. Die Pensionskasse B hat einen höheren Anteil Rentnerkapital und hohe jährliche Mittelabflüsse (die ausbezahlten Renten und Kapitalien übersteigen die Beiträge).

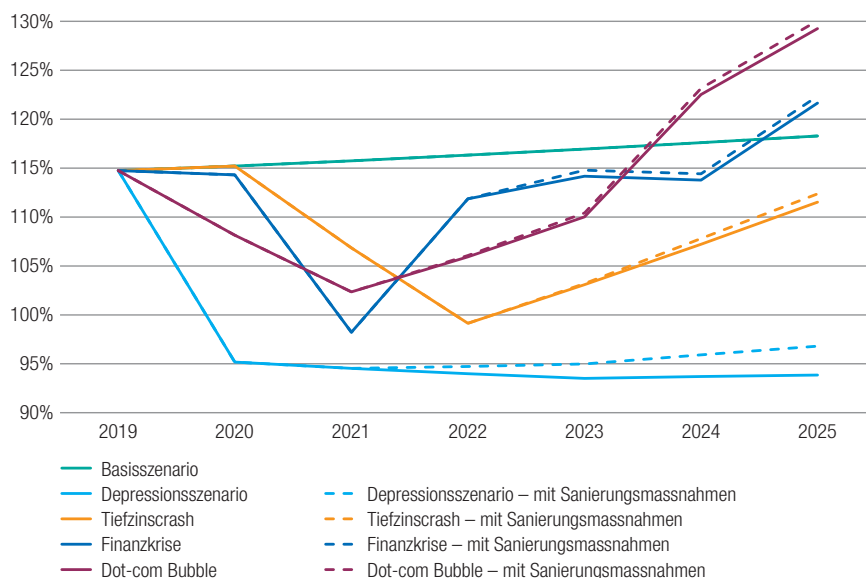
Beide beginnen mit einem Deckungsgrad von rund 115%. Die Mittelabflüsse der Pensionskasse B reduzieren die zu erwirtschaftende Rendite, da mit jeder Auszahlung zu 100% anteilige Reserven frei werden. Nach dem Finanzmarkteinbruch und dem Eintreten der Unterdeckung aber erhöht sich die Renditeanforderung deutlich um rund 1%, aufgrund des nun gegenteiligen Effekts. Mittelabflüsse wirken also in der Unterdeckung destabilisierend.

Bei der Pensionskasse A mit hohen Mittelzuflüssen kann das Gegenteil festgestellt werden. In der Unterdeckung führen die immer noch zu 100% stattfindenden Mittelzuflüsse zu einer Reduktion der Renditeanforderung um rund 1,5%, beschleunigen damit die Erholung und wirken stabilisierend.

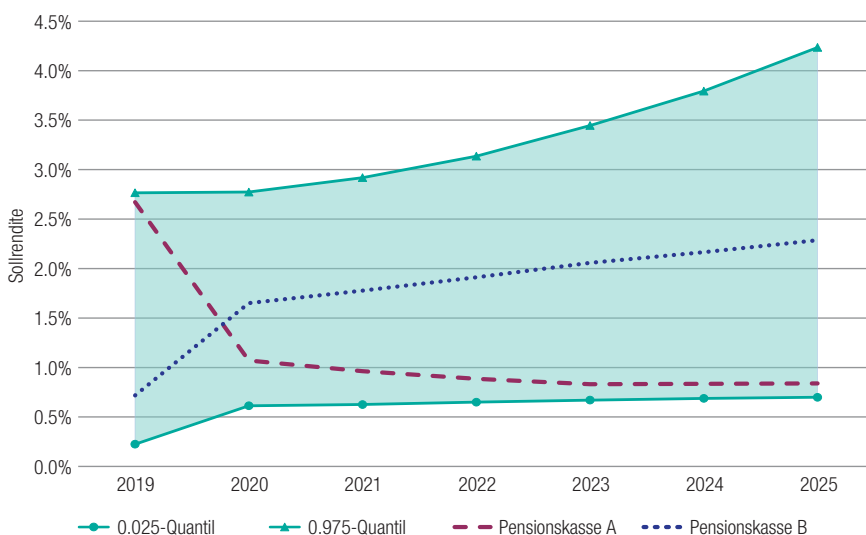
Sollrenditen driften auseinander

Die Grafik zeigt, dass bei einigen Teilnehmern die Sollrendite im Verlauf der Zeit deutlich steigt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Anlagerendite des Depressionsszenarios die

Szenariobasierter durchschnittlicher Deckungsgradverlauf



Depressionsszenario – dynamische Sollrenditen



Quelle: perspektivpro – Umfrage 2020; erstellt durch invalua ag

Ergebnisse aus der perspektivpro-Umfrage

Sich mit möglichen Szenarien und deren Auswirkungen auf die Pensionskasse auseinanderzusetzen, ist ein wichtiges Führungsthema. Hierzu wurde die Umfrage Perspektiven der 2. Säule lanciert («perspektivpro»), die nebst einem Gesamtbild der Schweizer Vorsorge Landschaft den Teilnehmern auch individuelle Auswertungen zur Verfügung stellt. Initianten der Umfrage sind vps.epas gemeinsam mit der invalua ag und der Universität St. Gallen (Institut für Operations Research und Computational Finance [ior/cf-HSG]). Unterstützt wird die Umfrage von den Experten Christian Heiniger (Willis Towers Watson), Christoph Plüss (Allvisa Vorsorge), Dominique Koch und Esther Sager (Dipeka) sowie Jürg Walter und Martin Hänggi (Libera).

Die Illustrationen und Konklusionen basieren auf den Auswertungen der erstmaligen Erhebung. Die Teilnehmer bilden mit einem Sechstel des Vorsorgevermögens einen aus Sicht der Autoren repräsentativen Querschnitt der Pensionskassen-Landschaft ab. Öffentlich-rechtliche Vorsorgeeinrichtungen sind in 2020 allerdings untervertreten. Aufgrund deren strukturellen Gegebenheiten dürften die durchschnittlichen Szenarioergebnisse damit etwas optimistischer dargestellt sein, als dies bei einer Gesamtmarktanalyse der Fall wäre.

In der Dezemberausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» erscheint ein Folgeartikel zu den Umfrageergebnissen.

nun so stark erhöhten Sollrenditen nicht erreicht und sich die Unterdeckung im Verlauf der Zeit erhöht.

Im Durchschnitt reduzieren 2% Sanierungsbeiträge und 1% Minderverzinsung die Sollrendite um 0.9% p.a. Der Vergleich der beiden Pensionskassen A und B zeigt, dass auch hier die Schere auseinandergeht. Im Falle der Pensions-

kasse A wirken die Sanierungsmassnahmen mit einer Sollrenditereduktion von 1.5%. Im Falle der Pensionskasse B leisten die Sanierungsmassnahmen nur einen Reduktionsbeitrag von 0.6%.

Eine Pensionskasse mit hohen Mittelabflüssen und geringer Wirkung der Sanierungsmassnahmen ist deutlich schlechter aufgestellt, wenn eine Krise

kommt. Sie sollte also eine Unterdeckung möglichst vermeiden respektive den kritischen Deckungsgrad, bei dem eine Erholung auch unter Berücksichtigung der Mittelflüsse noch möglich ist, nicht unterschreiten. Das Vorhandensein von ausreichend Wertschwankungsreserven für die unter Umständen gleiche Anlagestrategie ist hier zentral. |

Les scénarios comme aide à la décision

Dans quelle position se trouveraient les caisses en cas de crise?

Les marchés financiers ne se remettent pas toujours d'un effondrement aussi rapidement que ce printemps. Des scénarios s'inspirant des crises précédentes et tenant compte de la situation actuelle de faibles taux d'intérêt aident les caisses de pensions à évaluer leur propre situation.

La moyenne des caisses de pensions ayant participé à l'enquête (voir encadré) affichait un degré de couverture de 114.7% à fin 2019. L'évolution du degré de couverture, qui tient compte des fondamentaux individuels (stratégie de placement, rendement nécessaire prospectif en 2020 et dynamique sur la base des flux de trésorerie en 2019) montre que les crises historiques telles que celle des marchés financiers (à partir de janvier 2007) ou la bulle Internet (à partir de septembre 2000) seraient en moyenne bien surmontées (voir le graphique 1, page 109 de l'article allemand).

Un monde nouveau

Cependant, lors des deux crises précédentes, les obligations avaient exercé un effet stabilisateur et leurs coupons généraient un rendement positif. Dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêt, on ne peut plus compter sur cet effet. Partant des réalités actuelles, avec des valorisations élevées, en particulier pour les placements en valeurs réelles, ainsi que des taux d'intérêt et des taux d'inflation bas, deux scénarios de crise ont été modélisés en plus du scénario de base qui projette l'évolution avec le rendement attendu.

Dans un scénario de crash par taux bas, après une première évolution positive, la croissance économique tombe en dessous de son niveau tendanciel au cours d'une récession, mais se rétablit plus tard. Compte tenu des taux d'intérêt déjà très bas, l'effet d'une politique monétaire et financière expansive reste faible. A l'image de ce qui s'est passé lors de la crise des marchés financiers, les classes d'actifs plus risquées telles que les actions et les obligations à haut rendement essuient une perte de valeur sensible, mais se redressent à nouveau dans les années qui suivent. En raison des coupons plus bas générés par les obligations, le revers est plus prononcé et le redressement plus lent que lors de la crise des marchés financiers.

Le scénario d'une dépression repose sur l'hypothèse que l'économie tombe en récession. Les mesures de soutien monétaires et fiscales gonflent la masse monétaire et la dette publique. En conséquence, l'inflation et les taux d'intérêt augmentent légèrement sur plusieurs années, ce qui érode la valeur des obligations. Les classes d'actifs à haut risque perdent beaucoup de valeur au début. La reprise ultérieure est lente. Le scénario s'adosse aux évolutions des an-

EN BREF

Pour une caisse de pensions, deux facteurs sont déterminants lorsque les marchés des capitaux chutent de manière significative: la situation de départ, autrement dit, le degré de couverture et les réserves de fluctuations de valeur, ainsi que la structure, qui se manifeste notamment dans le flux de trésorerie.

nées 30 et 70 du siècle dernier, avec une alternance de périodes de croissance et de récession accompagnées d'une inflation montante dans les années 70. Dans ce contexte de forte volatilité macroéconomique et de hausse des taux d'inflation, les marchés financiers ont largement stagné. En termes réels, des pertes de valeur ont été enregistrées au cours de cette période.

Pour la moyenne des caisses de pensions, le degré de couverture tombe en dessous de 100% dans le scénario de dépression, mais jamais plus bas que 95%. Si l'on prend en compte des cotisations d'assainissement de 2% et une réduction de la rémunération d'intérêt de 1%, le taux de couverture moyen augmente même légèrement.

Des résultats fortement divergents

Cependant, l'évolution diffère largement d'une institution de prévoyance à l'autre. Environ 25% des caisses de pensions participantes tomberaient sous la barre des 90% dans un scénario de dépression et ne se remettraient pratiquement plus par la suite.

La même disparité se retrouve dans les autres scénarios où le temps de récupération varie aussi de manière significative. Les raisons possibles sont un taux de couverture plus faible au départ, et donc moins de réserves de fluctuations de valeurs disponibles, une stratégie de placement dynamique, ou une structure (capital de prévoyance, assurés, flux de trésorerie) qui grève également l'évolution.

Un cashflow positif stabilise la caisse de pensions

Le deuxième graphique (page 109) illustre la dynamique du rendement cible en fonction du degré de couverture et des flux de trésorerie en s'appuyant sur le scénario de la dépression. Deux caisses de pensions du schéma de distribution sont ainsi suivies: la caisse de pensions A présente une structure où le capital-épargne est proportionnellement plus élevé que le capital des rentiers et l'apport de fonds est relativement abondant – il s'agit donc d'une jeune caisse. Dans la caisse de pensions B, la part du capital des rentiers est plus élevée et les départs de fonds annuels (pour le versement des prestations de rente et de capital) dépassent les apports.

Les deux caisses commencent avec un degré de couverture de quelque 115%. Le départ de fonds de la caisse de pensions B réduit le rendement à générer, puisque 100% des réserves proportionnelles sont libérées à chaque versement. Cependant, après l'effondrement des marchés financiers et l'apparition du découvert, le rendement requis augmente d'un substantiel 1% environ, en raison de l'effet désormais inverse. Les départs de fonds ont donc un effet déstabilisateur en situation de découvert.

Le contraire peut être observé dans le cas de la caisse de pensions A avec son important afflux de fonds. En situation de découvert, les fonds qui continuent d'affluer à 100% ont pour effet de réduire le rendement nécessaire d'environ 1.5%, ce qui accélère la reprise et exerce un effet stabilisateur.

La fourchette s'ouvre entre les rendements nécessaires

Le graphique montre que, pour certains participants, le rendement nécessaire augmente considérablement avec le temps. Cela est dû au fait que dans le scénario de dépression, les placements n'atteignent pas l'objectif nécessaire qui est devenu beaucoup plus élevé et le découvert augmente avec le temps.

En moyenne, une contribution d'assainissement de 2% et une diminution de la rémunération d'intérêt de 1% réduisent le rendement requis de 0.9% par an. Une comparaison des deux caisses de pensions A et B montre que l'écart se creuse là aussi. Dans le cas de la caisse de pensions A, les mesures d'assainissement se traduisent par une réduction du rendement cible de 1.5%. Dans le cas de la caisse de pensions B, les mesures de restructuration ne se soldent que par une réduction de 0.6%.

Une caisse de pensions qui subit des départs de fonds importants et dont les mesures de restructuration sont peu efficaces se trouve en bien plus mauvaise posture en cas de crise. Elle devrait donc éviter autant que possible de se retrouver en situation de découvert, ou en tout cas veiller à ne pas tomber en dessous du seuil critique où un assainissement est encore possible même compte tenu des flux de trésorerie. L'existence de réserves de fluctuations suffisantes pour une stratégie de placement éventuellement inchangée est cruciale dans ce contexte. |

Jeannette Leuch
Urs Rempfler

Résultats de l'enquête perspektivpro

L'élaboration de scénarios potentiels et l'étude de leurs effets sur la caisse de pensions fait partie des tâches de direction importantes. A cette fin, l'enquête «Perspectives du 2^e pilier» (perspektivpro) a été lancée qui fournit aux participants une vue d'ensemble du paysage suisse de la prévoyance, ainsi que des évaluations individuelles. L'enquête a été mise sur pied conjointement par vps.epas, invalua ag et l'Université de Saint-Gall (Institut pour la recherche opérationnelle et la finance computationnelle [ior/cf-HSG]), avec le soutien des experts Christian Heiniger (Willis Towers Watson), Christoph Plüss (Allvisa Vorsorge), Dominique Koch et Esther Sager (Dipeka), ainsi que Jürg Walter et Martin Hänggi (Libera).

Les illustrations et les conclusions sont basées sur les évaluations de l'enquête qui a été menée pour la première fois. Les participants regroupent un sixième des actifs de prévoyance et constituent de ce fait un échantillon représentatif du paysage des caisses de pensions du point de vue des auteurs. Cependant, les caisses de pensions de droit public sont sous-représentées en 2020. Compte tenu de leurs données structurelles, les résultats du scénario moyen sont donc susceptibles d'être un peu plus optimistes que si l'analyse avait porté sur l'ensemble du marché.

Un article détaillant les résultats de l'enquête suivra dans le numéro de décembre de la «Prévoyance Professionnelle Suisse».