

Inflation

Der Zinsschock lässt SGE tauchen

Der Anstieg der Inflation treibt die Zinsen in die Höhe. Was haben die Verluste in nahezu allen Anlageklassen für spezifische Auswirkungen auf die Portfolios von Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGE)?

TAKE AWAYS

- Mehrere Faktoren wirken sich derzeit negativ auf die Deckungsgrade von SGE aus: die Zinswende, die Inflation und die Verluste in praktisch allen Anlageklassen.
- Effekte auf die Deckungsgrade der SGE: Wie stark die Deckungsgrade sinken, hängt von der Anlagestruktur, aber auch vom demografischen Verhältnis (mögliche Erhöhung technischer Zins) und von der Finanzierung (Cashflow, Sanierung) ab.
- Folgen für die Kapitalanlage: Wenn Inflation und Zinsen hoch bleiben, stellt sich die Frage, wie viel Risiko für das Erreichen der notwendigen Rendite noch eingegangen werden muss.
- Umwandlungssatz und Inflationsausgleich: Für die soziale Sicherheit ist der reale Lohnersatz entscheidend. Bei hoher Inflation können sowohl aktive Versicherte wie Rentner Ansprüche auf eine Beteiligung an den Ergebnissen stellen.

Die Inflation steigt vor allem rohstoff- und lohngetrieben weltweit an, in der Schweiz lag sie Ende Juni bei rund 3.4%. Zur Inflationsbekämpfung leiteten die Notenbanken Bilanzverkürzungen ein und erhöhen nun sukzessive die Leitzinsen. Die Verfallsrendite des 10-Jahres-Eidgenossen ist im ersten Halbjahr um 1.2% angestiegen. Der ungewohnt heftige Anstieg von Inflation und Zinsen hat die Preise von Obligationen um 10% und mehr sinken lassen. Auch Aktien und Immobilienfonds brachen bewertungsbedingt um 15–20% ein. Einzig Schweizer Immobilien-Direktanlagen (auch Anlagestiftungen), Rohstoffe, Taktische Umsetzungen und Versicherungsverbriefungen sind bisher weitestgehend verschont geblieben. Es ist nicht ausgeschlossen, dass je nach Zinsentwicklung auch Immobilien-Direktanlagen unter Druck kommen. Bisher allerdings hat der Aufschlag der Immobiliennettorenditen zum risikofreien Zins gerade erst den langfristigen Durchschnitt erreicht.

Auswirkungen: Es kommt darauf an ...

Kein diversifiziertes Portfolio konnte bisher negative Renditen komplett vermeiden. Die tatsächliche Renditestreuung ist jedoch gross und hängt von der jeweiligen Allokation ab. Ein Blick auf die Jahresabschlüsse per Ende 2021 zeigt, dass SGE mit sehr unterschiedlichen Allokationen in das Jahr 2022 gestartet sind. Am Beispiel dreier SGE werden diese Unterschiede (vgl. auch Grafik 1) deutlich. Die SGE A startete mit einer Allokation, die eine hohe Obligationenquote, einen hohen Anteil an Immobilien und wenig Aktien enthält. Bei der SGE B ist der Aktienanteil hoch. Die Diversifikation erfolgt vor allem über die

Immobilien. Die Aktienquote der SGE C liegt in etwa auf dem durchschnittlichen Niveau aller Pensionskassen. Die Immobilienquote ist tiefer, während der Anteil der alternativen Anlagen höher ist. Die Renditeeinbussen bis 30. Juni 2022 liegen mit diesen Allokationen zwischen 7 und 12% und zeigen eine grosse Spannweite. Trotz der in den letzten 20 Jahren so nicht da gewesenen Kombination der Verluste bei Obligationen und Aktien reagierten risikobehaftete Portfolios bisher stärker auf die Marktentwicklung.

Sinkende Deckungsgrade

Damit sinken die Deckungsgrade nach Art. 44 BVV2. Bleibt das Zinsniveau auf dem Niveau vom Juni 2022, dürfte die Grundlage für die Ermittlung des technischen Zinses gemäss FRP 4 per 30. September 2022 um rund 0.8% höher ausfallen. Den Einbrüchen auf der Aktivseite stehen also mögliche Erleichterungen auf der Passivseite gegenüber. Das heisst, dass das künftige Rentenversprechen zu einem möglicherweise höheren technischen Zins diskontiert werden kann, was zu geringeren Verbindlichkeiten führt. Die Auswirkung auf die Bilanz und den Deckungsgrad hängt vom demografischen Verhältnis ab.

Der Verlust auf der Aktivseite wird zwar damit nicht kleiner. Allerdings dürfte gerade für die SGE A, die nicht über die entsprechende Struktur zur Sanierung im Falle einer Unterdeckung verfügt, dieser Effekt die Situation erleichtern. In ihrem Fall steigt der Deckungsgrad bei einer Anpassung des technischen Zinses um 0.8% um rund 6.0%. Die SGE B gerät mit den berech-

Jeannette Leuch
Partnerin
invalue ag

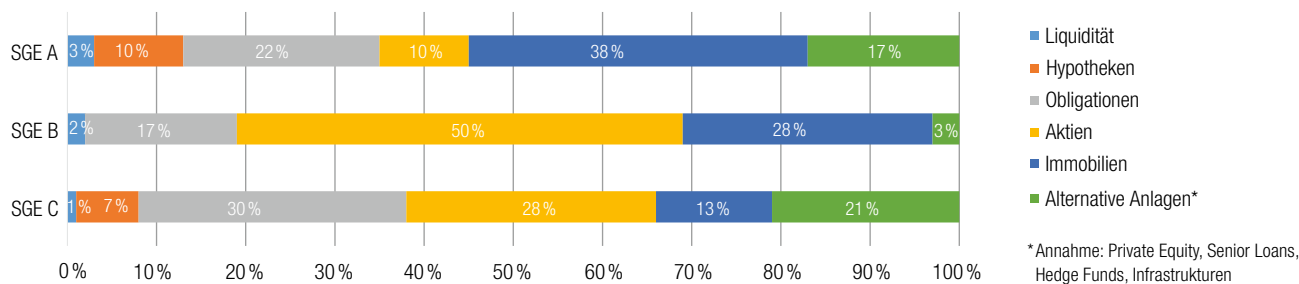


Moreno Zanetti
Investment Consultant
invalue ag



Grafik 1: Drei Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen im Vergleich

Anlagestrategie

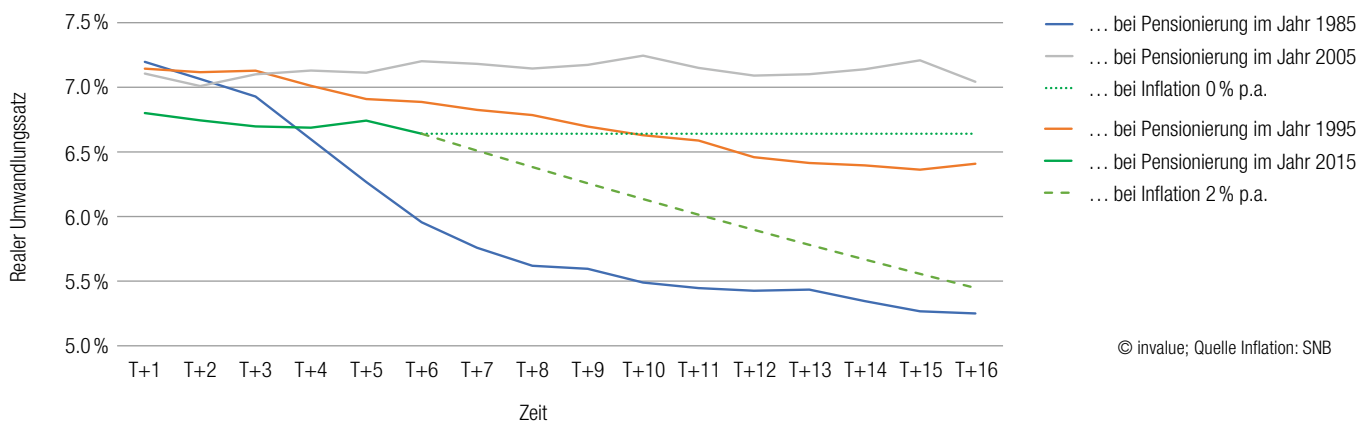


Effekte auf den Deckungsgrad

	SGE A	SGE B	SGE C
Indexrendite 31.12.2021–30.06.2022	-7.4%	-11.9%	-9.9%
Anpassung technischer Zins +0.8% auf den Deckungsgrad	+6.0%	+2.6%	+1.1%
Demografisches Verhältnis (Vorsorgekapital Aktive/Vorsorgekapital Rentner)	0.4	1.8	5.7

Quelle: pkcockpit © invalue

Grafik 2: Realer Umwandlungssatz ...



© invalue; Quelle Inflation: SNB

neten Einbussen in eine Unterdeckung, die nicht vollständig durch eine allfällige Neubewertung des Rentnerkapitals behoben werden kann. Die Mittelzuflüsse und die Möglichkeit, Sanierungsmassnahmen zu ergreifen, unterstützen aber eine Erholung. Bei SGE C zeigt sich das noch deutlicher. Sie würde wenig von den Anpassungen des technischen Zinses profitieren, hat aber zunächst unter den zinsbedingten Korrekturen auf dem Obligationenmarkt gelitten.

Paradigmenwechsel in Sicht?

Blieben Inflation und Zinsen weiter erhöht und das Umfeld für risikobehaftete Anlagen volatil und insgesamt eher ruppig, stellt sich für den Anleger die Frage, wie viel Risiko für die Erreichung

der notwendigen Rendite nötig ist. Mit dem Anstieg der Nominalzinsen und der Ausweitung der Bonitätsaufschläge haben sich die Renditeaussichten insbesondere der Nominalwertanlagen unmittelbar verbessert. Die relative Attraktivität der Anlageklassen verschiebt sich, eine Überprüfung der strategischen Allokation ist in diesem Fall angezeigt.

Gleichzeitig stellt sich die Frage, was die hohe Inflation im Versichertenkreislauf bewirkt. Während aktive Versicherte eine Entschädigung über die Lohnanpassung und die damit verbundene höhere Sparquote erhalten dürften, ist dies bei Rentnern nicht der Fall. Wie bereits in der Inflationsphase der 1990er Jahre verlieren Pensionierte erheblich an Kaufkraft. Besser ging es den Pensionierten ab

1995; dank der moderaten Inflation konnten sie ihre Kaufkraft verhältnismässig gut erhalten. Im deflationären Umfeld ab 2005 konnte die Kaufkraft der Renten sogar erhöht werden. Für die soziale Sicherheit im Rentenalter ist also nicht nur der nominale Umwandlungssatz entscheidend, sondern auch der reale Lohnersatz (vgl. auch Grafik 2) und damit der Inflationsausgleich.

Sollten es die Rendite und die finanzielle Situation der SGE erlauben, müssen die Massnahmen für einen Inflationsausgleich bzw. eine Beteiligung ausgewogen sein. Ansatzpunkte sind hierbei die bisherigen Umverteilungen zwischen Aktiven und Rentnern, der Umwandlungssatz und die Verzinsung während der Ansparphase. |

Inflation

Le choc des taux d'intérêt fait plonger les ICC

La poussée inflationniste fait grimper les taux d'intérêt. Quel est l'impact spécifique des pertes dans presque toutes les classes d'actifs sur les portefeuilles des institutions collectives et communes (ICC)?

L'inflation augmente dans le monde entier, les matières premières et les salaires en étant les principaux moteurs. En Suisse, elle s'élevait à environ 3.4 % fin juin. Pour lutter contre l'inflation, les banques centrales ont entamé des resserrements de bilan et augmentent désormais successivement les taux directeurs. Le rendement à l'échéance de l'obligation fédérale à dix ans a augmenté de 1.2 % au premier semestre. La hausse inhabituellement violente de l'inflation et des taux d'intérêt a fait chuter les prix des obligations de 10 % et plus. Les actions et les fonds immobiliers se sont également effondrés de 15 à 20 % en raison de leur évaluation. Seuls les placements immobiliers directs suisses (y compris les fondations de placement), les matières premières, les conversions tactiques et les titrisations d'assurance ont été largement épargnés jusqu'à présent. Il n'est pas exclu que les placements immobiliers directs soient également mis sous pression selon l'évolution des taux d'intérêt. Jusqu'à présent toutefois, la prime des rendements nets de l'immobilier par rapport au taux sans risque a tout juste atteint la moyenne à long terme.

Les effets? Tout dépend...

Aucun portefeuille diversifié n'a jusqu'à présent réussi à éviter complètement les rendements négatifs. Toutefois, la dispersion réelle des rendements est importante et dépend de l'allocation respective. Un coup d'œil sur les bilans annuels à la fin de l'année 2021 montre que les ICC ont commencé l'année 2022 avec des allocations très différentes. L'exemple de trois ICC illustre ces différences (voir également le graphique 1,

page 21). L'ICC A a commencé avec une allocation comprenant une forte proportion d'obligations, une part importante d'immobilier et peu d'actions. Pour l'ICC B, la part d'actions est élevée. La diversification se fait principalement par l'immobilier. La part d'actions de l'ICC C se situe à peu près au niveau moyen de toutes les caisses de pensions. La part de l'immobilier est plus faible, tandis que celle des placements alternatifs est plus élevée. Avec ces allocations, les pertes de rendement jusqu'au 30 juin 2022 se situent entre 7 et 12 % et présentent une grande dispersion. Malgré la combinaison inédite des pertes sur les obligations et les actions au cours des 20 dernières années, les portefeuilles à risque ont jusqu'à présent réagi plus fortement à l'évolution des marchés.

Des degrés de couverture en baisse

Les degrés de couverture selon l'art. 44 OPP 2 baissent donc. Si les taux d'intérêt se maintiennent au niveau de juin 2022, la base de calcul du taux d'intérêt technique selon la DTA 4 devrait être supérieure d'environ 0.8 % au 30 septembre 2022. Les baisses du côté des actifs sont donc compensées par des allègements possibles du côté des passifs. Cela signifie que la promesse de rente future peut être escomptée à un taux technique éventuellement plus élevé, ce qui entraîne une diminution du passif. L'impact sur le bilan et le degré de couverture dépend du rapport démographique.

Certes, la perte à l'actif ne diminue pas pour autant. Toutefois, cet effet devrait faciliter la situation, en particulier pour l'ICC A, qui ne dispose pas de la structure appropriée pour l'assainisse-

ment en cas de découvert. Dans son cas, le degré de couverture augmente d'environ 6.0% en cas d'adaptation du taux technique de 0.8%. Avec les pertes calculées, l'ICC B se retrouve avec un découvert qui ne peut pas être entièrement résorbé par une éventuelle réévaluation du capital des rentiers. L'afflux de fonds et la possibilité de prendre des mesures d'assainissement soutiennent toutefois un redressement. Cela est encore plus évident pour l'ICC C. Elle profiterait peu des ajustements du taux d'intérêt technique, mais a d'abord souffert des corrections liées aux taux d'intérêt sur le marché obligataire.

Changement de paradigme en vue?

Si l'inflation et les taux d'intérêt restent élevés et que l'environnement pour les placements à risque reste volatil et globalement plutôt rude, l'investisseur doit se demander quel est le niveau de risque nécessaire pour atteindre le rendement requis. Avec la hausse des taux d'intérêt nominaux et l'élargissement des spreads de crédit, les perspectives de rendement se sont immédiatement améliorées, en particulier pour les placements en valeurs nominales. L'attractivité relative des classes d'actifs se déplace, une révision de l'allocation stratégique s'impose dans ce cas.

Parallèlement, la question se pose de savoir ce que l'inflation élevée provoque dans le circuit des assurés. Alors que les assurés actifs devraient recevoir une compensation via l'adaptation des salaires et l'augmentation du taux d'épargne qui en découle, ce n'est pas le cas des retraités. Comme lors de la phase d'inflation des années 1990, les retraités souffrent d'une

perte considérable de leur pouvoir d'achat. Les rentiers se sont mieux portés à partir de 1995; grâce à une inflation modérée, ils ont pu relativement bien préserver leur pouvoir d'achat. Dans le contexte déflationniste à partir de 2005, le pouvoir d'achat des rentes a même pu être augmenté. Pour la sécurité sociale à l'âge de la retraite, ce n'est donc pas seulement le taux de conversion nominal qui est déterminant, mais aussi le taux de remplacement réel du salaire (voir aussi graphique 2, page 21) et donc la compensation de l'inflation.

Si le rendement et la situation financière de l'ICC le permettent, les mesures de compensation de l'inflation ou de participation doivent être équilibrées. Les réflexions à ce sujet devront intégrer les redistributions intervenues jusqu'à présent entre actifs et retraités, le taux de conversion et le taux d'intérêt pendant la phase d'épargne. **I**

Jeannette Leuch
Moreno Zanetti

TAKE AWAYS

- Plusieurs facteurs ont actuellement un impact négatif sur les degrés de couverture des ICC: le tournant des taux d'intérêt, l'inflation et les pertes dans pratiquement toutes les classes d'actifs.
- Effets sur les degrés de couverture des ICC: l'ampleur de la baisse des degrés de couverture dépend de la structure des placements, mais aussi du rapport démographique (augmentation possible du taux technique) et du financement (flux de trésorerie, assainissement).
- Conséquences pour les placements: si l'inflation et les taux d'intérêt restent élevés, la question se pose de savoir quel niveau de risque il faut encore prendre pour atteindre le rendement nécessaire.
- Taux de conversion et compensation de l'inflation: le taux de remplacement réel du salaire est déterminant pour la sécurité sociale. En cas d'inflation élevée, les assurés actifs comme les rentiers peuvent prétendre à une participation aux résultats.