

Steigende Zinsen und Inflation

Die ganz normale Unterdeckung nach der Zinswende?

Die Verluste des letzten Jahrs und die Turbulenzen an den Kapitalmärkten haben die Perspektiven für Pensionskassen verändert. Zentral ist für Sammeleinrichtungen (SGE) auch der Umgang mit einer Unterdeckung. Die Szenarien Zinsnormalisierung oder Stagflation sind herausfordernd.

Tendenziell sind steigende Zinsen und eine moderate Inflation für Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGE) eine gute Perspektive. Allerdings ist auf dem Weg in die Zukunft mit Unterdeckungen zu rechnen.

nicht primär Sanierungsmassnahmen, sondern die Märkte den grössten Beitrag zur Erholung leisten. Dementsprechend empfiehlt es sich, mögliche Szenarien und ihre Wirkung zu analysieren.

Knappe Deckung Ende 2023

Kein diversifiziertes Portfolio ist 2022 von negativen Renditen verschont geblieben. Durch den Zinsanstieg ausgelöste Bewertungskorrekturen führten nicht nur bei Obligationen, sondern auch bei fast allen anderen Anlageklassen zu Verlusten im zweistelligen Bereich. Einzig nicht börsennotierte Immobilien und teilweise alternative Anlagen (z. B. Rohstoffe) blieben bisher weitestgehend verschont.

Die BVG-Deckungsgrade der Pensionskassen sanken damit um durchschnittlich 13%.¹ Der geschätzte durchschnittliche Deckungsgrad von SGE lag Ende 2021 bei rund 103% und damit höher als bei den anderen Pensionskassen (öffentlich-rechtliche und Firmen-Pensionskassen) mit 99,8%. Etwas mehr als 35% der Pensionskassen weisen nach diesen Berechnungen eine Unterdeckung aus.

Wird eine Unterdeckung festgestellt, muss aufgezeigt werden, wie sie voraussichtlich behoben werden kann. Die Historie zeigt, dass nach einer Krise

Zinsnormalisierung oder Stagflation – zwei durchaus mögliche Szenarien

Die Ereignisse im vergangenen Jahr haben eine Zinswende eingeleitet und zusammen mit hohen Inflationswerten die Märkte unter Druck gebracht. Der kurzfristige Ausblick wird durch Faktoren wie die Entwicklung der Konjunktur, Inflation sowie Geld- und Geopolitik bestimmt. Seit Mitte 2016 werden Obligationen real nicht mehr verzinst.

Bei einer Zinsnormalisierung würde eine Situation wie vor 2008 wiederhergestellt, in der Obligationen eine positive Realrendite erwarten lassen. Kurzfristig kämen damit sowohl festverzinsliche als auch andere Anlageklassen moderat unter Abwertungsdruck. Prospektiv würden Obligationen hoher Qualität für eine Vorsorgeeinrichtung aber im Vergleich zu risikobehafteteren Anlagen wieder attraktiver.

In Anbetracht der hohen Verschuldung könnten Staaten versucht sein, diese über eine hohe Inflation und ein real negatives Zinsniveau abzubauen. In der Folge würden die Finanzierungskosten (Zinsniveau und Bonitätsaufschläge)



Jeannette Leuch
Partnerin, invalue ag



Urs Rempfler
Partner invalue ag

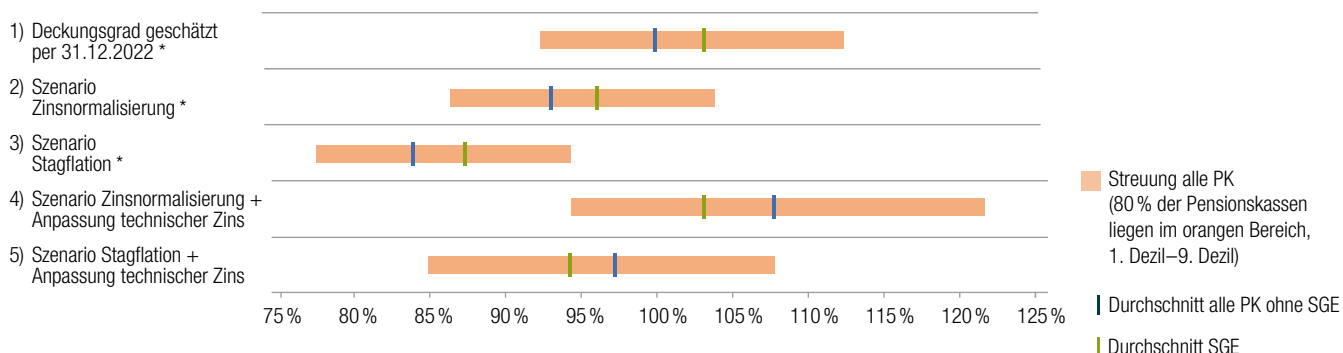
¹ Quelle: invalue pkcockpit.

Zwei Szenarien im Vergleich: Zinsnormalisierung vs. Stagflation

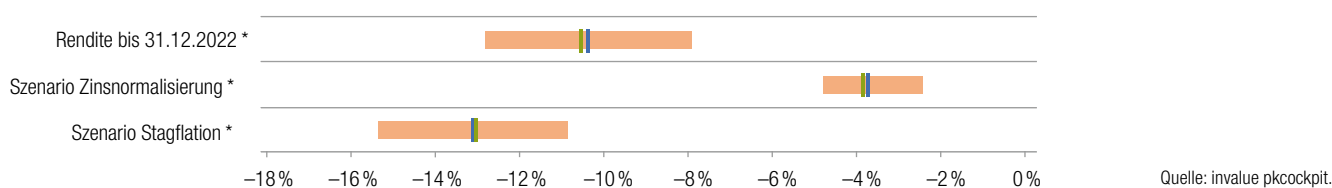
Beschreibung Szenarien (3 Jahre)		Zinsnormalisierung	Stagflation
Reales Wachstum / Inflation / Zinsen (p. a.)		Wachstum 1.5% / Inflation 1.5% / Zinsniveau 3% (risikofrei)	Kein Wachstum / Inflation 4.5% / Zinsniveau 4.5% (risikofrei)
Staatsanleihen		Abwertung	Deutliche Abwertung
Unternehmensanleihen		Abwertung	Deutliche Abwertung
Aktien		Abwertung	Deutliche Abwertung
Immobilien		Wertverluste bei stabiler Nettoertragsrendite	Deutliche Wertverluste bei stabiler Nettoertragsrendite
Deckungsgradschätzung- und Szenariogrundlagen		Fortführung mit Sollrendite und Cashflow aus 2021; unveränderte Verbindlichkeitenstruktur; Simulation der Indexrenditen und Szenariorenditen ausgehend von der Anlageallokation per 31.12.2021; Differenz technischer Zins gemäss FRP 4-Formel; Datengrundlage gemäss invalue pkcockpit (über 150 Vorsorgeeinrichtungen mit mehr als 680 Mrd. Franken verwalteten Vermögen)	

Quelle: invalue pkcockpit.

Deckungsgrade



Rendite



* Ohne Anpassung des technischen Zinses

Quelle: invalue pkcockpit.

zunehmen und die Gewinnmargen der Unternehmen durch steigende Input-Kosten (Löhne, Rohstoffpreise ...) unter Druck kommen. Das Resultat: Stagflation.

Die Grafiken zeigen Sensitivitäten auf und berücksichtigen den häufig angewandten Planungshorizont von drei Jahren. Fundamental abgestützte verlässliche Renditeerwartungen sind ab einem

Horizont von sieben Jahren aussagekräftig.

SGE sind gegen Zinsanstieg nicht immun

Wenn die Kapitalmärkte deutlich nachgeben, sind für eine Pensionskasse zwei Faktoren entscheidend: Die Ausgangslage (sprich Anlageallokation, Deckungsgrad und Reserven) sowie die

Struktur, die sich im Cashflow und in der Wirkung der Bewertungsanpassung (technischer Zins) manifestiert.

Die Anlageallokation von SGE ist im Durchschnitt vergleichbar mit derjenigen anderer Pensionskassen (PK), dies allerdings bei grosser Streuung. Entsprechend liegen die durchschnittlichen Renditen von 2022 und in den Szenarien nah beieinander.

Bei beiden Szenarien sinken die Deckungsgrade. Ohne Berücksichtigung einer Erhöhung des technischen Zinses verschieben sich die Deckungsgrade parallel, d. h. der Durchschnitt der SGE liegt höher als der Durchschnitt der anderen PK (Grafik Deckungsgrade 1–3).

Bei einem risikofreien Zins von 3 bzw. 4.5 % wird gemäss FRP 4-Formel die maximale Höhe von 4.5 % überschritten, die damit zur Anwendung kommt. Mit Erhöhung des technischen Zinssatzes nehmen das Vorsorgekapital der Rentner und die technischen Rückstellungen (z. B. für Pensionierungsverluste) ab.

Diese Reduktion der Verpflichtungen erhöht den Deckungsgrad im Szenario Zinsnormalisierung bei den SGE um 7.1 %, bei den andern PK im Durchschnitt um 14.8 %. Damit verändert sich die relative Positionierung der SGE, die sich nun im Vergleich schlechter darstellt (Grafik Deckungsgrade 4–5). Der durchschnittliche Effekt eines Zinsanstiegs auf der Passivseite ist bei den SGE deutlich geringer. Begründen lässt sich dies durch den bei SGE im Durchschnitt deutlich geringeren Anteil an Rentnerkapital (durchschnittlich rund 22 % vs. 47 %).

Allerdings ist die Bandbreite zwischen reinen Rentnerkassen und Einrichtungen mit nur aktiven Versicherten gross. Ob und wie eine SGE auf (steigende) positive Zinsen oder eine allenfalls bestehende Unterdeckung reagieren sollte, hängt von vielen Faktoren ab. Eine

Überprüfung der Strategie (Anlagen und Verbindlichkeiten) ist daher sinnvoll.

Steigen mit höheren Zinsen die Chancen auf Leistungsverbesserungen?

Pensionskassen haben das Senken der technischen Zinsen aus den Anlageergebnissen finanziert. Eine Verzinsung des Kapitals der aktiven Versicherten analog dem Kapital der Rentner war aufgrund der entstandenen Bewertungs- und Pensionierungsverluste häufig nicht mehr möglich. Die implizite Verzinsung im Umwandlungssatz von 5.8 % beträgt ungefähr 3.2 %, der technische Zins lag bei 1.7 % (Durchschnittswerte für SGE per Ende 2021). Das derzeitige Zinsniveau ist davon noch deutlich entfernt.

Im Umfeld steigender Zinsen können Verluste auf der Aktivseite mit einer Anpassung des technischen Zinses insofern kompensiert werden, als sich die finanzielle Lage stabilisiert. Die Last durch den Rentneranteil nimmt bei steigenden Zinsen tendenziell ab. Damit dürfte sich auch der Wunsch nach Ausgliederung der Rentner abschwächen.

Auf der anderen Seite aber steigt mit Erhöhung des technischen Zinses die Sollrendite, d. h. perspektivisch sind höhere Erträge notwendig, um den Deckungsgrad stabil zu halten. Ob Leistungsverbesserungen ausgerichtet werden können, hängt einerseits davon ab, ob die dafür gesetzlich notwendige Stabilität (Art. 46 BVV 2) wieder erreicht werden kann. Andererseits ist eine Anlagerendite notwendig, die die Sollrendite

TAKE AWAYS

- Trendumkehr: Zinsanstieg und Anstieg der technischen Zinsen führen zur Reduktion der Verpflichtungen (Rentnerkapital und Rückstellungen).
- Die relative Positionierung der SGE verändert sich bei stark ansteigenden Zinsen im Durchschnitt.
- Kurzfristig führt ein schneller Zinsanstieg i. d. R. zu Anlageverlusten. Mit höheren (realen) Zinsen steigen aber die Chancen für Leistungsverbesserungen.

übertrifft. Kurzfristig führen schnelle Zinsanstiege zu Anlageverlusten, erhöhen aber das Renditepotenzial. Bei einem Szenario Zinsnormalisierung dürfte sich dieses schneller realisieren als bei einem Stagflationsszenario.

Längerfristige Perspektive zahlt sich aus

Viele SGE haben auf Ungleichheiten aus Zinsdifferenzen und sinkenden Umwandlungssätzen bereits reagiert und ein entsprechendes Beteiligungskonzept entwickelt. Rückblickend aber hat sich die Ausrichtung der Steuerungsparameter (z. B. Verzinsung, technischer Zins, Umwandlungssatz) an einer sehr langfristigen Perspektive als richtiger erwiesen. Viele Umverteilungen hätten verhindert werden können, wenn die Ausrichtung der technischen Parameter sich auch an der langfristigen Rendite orientiert hätten. ■

Hausse des taux d'intérêt et de l'inflation

Le découvert tout à fait normal après le revirement des taux?

Les pertes de l'année dernière et les turbulences sur les marchés des capitaux ont modifié les perspectives des caisses de pensions. Pour les institutions collectives (ICC), la gestion d'une sous-couverture est également centrale. Les scénarios de normalisation des taux d'intérêt ou de stagflation constituent des défis.

De manière générale, la hausse des taux d'intérêt et une inflation modérée constituent une bonne perspective pour les institutions collectives et communes (ICC). Il faut toutefois s'attendre à des découverts en cours de route.

Mince couverture à fin 2023

Aucun portefeuille diversifié n'a échappé aux rendements négatifs en 2022. Les corrections d'évaluation déclenchées par la hausse des taux d'intérêt ont entraîné des pertes à deux chiffres non seulement pour les obligations, mais aussi pour presque toutes les autres classes d'actifs. Seuls l'immobilier non coté en bourse et, en partie, les placements alternatifs (par ex. les matières premières) ont été largement épargnés jusqu'à présent.

Les degrés de couverture LPP des caisses de pensions ont ainsi baissé de 13% en moyenne.¹ Le degré de couverture moyen estimé des ICC était d'environ 103% fin 2021, soit plus que les 99.8% des autres caisses de pensions (caisses de pensions de droit public et d'entreprises). Selon ces calculs, un peu plus de 35% des caisses de pensions présentent un déficit de couverture.

Si une insuffisance de couverture est constatée, il faut montrer comment elle pourra vraisemblablement être comblée. L'histoire montre qu'après une crise, ce ne sont pas les mesures d'assainissement

qui contribuent le plus à la reprise, mais les marchés. En conséquence, il est recommandé d'analyser les scénarios possibles et leurs effets.

Normalisation des taux d'intérêt ou stagflation: deux scénarios plausibles

Les événements de l'année dernière ont amorcé un revirement des taux d'intérêt et, associés à des niveaux d'inflation élevés, ont mis les marchés sous pression. Les perspectives à court terme sont déterminées par des facteurs tels que l'évolution de la conjoncture, l'inflation ainsi que la politique monétaire et géopolitique. Depuis mi-2016, les obligations ne sont plus rémunérées en termes réels.

En cas de normalisation des taux d'intérêt, on reviendrait à la situation d'avant 2008, où les obligations laissaient espérer un rendement réel positif. A court terme, tant les titres à revenu fixe que les autres classes d'actifs subiraient une pression modérée à la baisse. Par extension, les obligations de haute qualité redeviendraient toutefois plus intéressantes pour une institution de prévoyance par rapport à des placements plus risqués.

Au regard de leur endettement élevé, les États pourraient être tentés de le réduire par une inflation élevée et un niveau de taux d'intérêt négatif en termes réels. En conséquence, les coûts de financement (niveau des taux d'intérêt et primes de solvabilité) augmenteraient et les marges bénéficiaires des entreprises seraient mises sous pression par l'aug-

¹ Source: invalue pkcockpit.

mentation des coûts des intrants (salaires, prix des matières premières...). Le résultat: une stagflation.

Les graphiques (voir page 35) mettent en évidence les sensibilités et tiennent compte de l'horizon de planification souvent utilisé de trois ans. Les prévisions de rendement fiables reposant sur des bases fondamentales sont significatives à partir d'un horizon de sept ans.

Les ICC ne sont pas à l'abri d'une hausse des taux d'intérêt

Lorsque les marchés des capitaux baissent sensiblement, deux facteurs sont décisifs pour une caisse de pensions: la situation de départ (c'est-à-dire l'allocation des placements, le degré de couverture et les réserves) et la structure, qui se manifeste dans le cash-flow et dans l'effet de l'adaptation de l'évaluation (taux d'intérêt technique).

L'allocation d'actifs des ICC est en moyenne comparable à celle des autres caisses de pensions (CP), mais avec une grande dispersion. En conséquence, les rendements moyens de 2022 et des scénarios sont proches les uns des autres.

Dans les deux scénarios, les degrés de couverture baissent. Sans prise en compte d'une augmentation du taux d'intérêt technique, les degrés de couverture se déplacent parallèlement, c'est-à-dire que la moyenne des ICC est plus élevée que la moyenne des autres CP (graphique degré de couverture 1-3).

Avec un taux d'intérêt sans risque de 3 ou 4.5 %, le niveau maximal de 4.5 % est dépassé selon la formule DTA4, qui devient ainsi applicable. Avec l'augmentation du taux d'intérêt technique, le capital de prévoyance des retraités et les provisions techniques (p.ex. pour les pertes de retraite) diminuent.

Cette réduction des engagements augmente le degré de couverture dans le scénario «Normalisation des taux d'intérêt» de 7.1 % pour les ICC et de 14.8 % en moyenne pour les autres CP. Cela modi-

fie le positionnement relatif des ICC, qui sont désormais moins bien placées en comparaison avec les autres CP (graphique des degrés de couverture 4-5). L'effet moyen d'une hausse des taux d'intérêt sur le passif est nettement plus faible pour les ICC. Cela s'explique par le fait que la part de capital des bénéficiaires de rentes est en moyenne nettement plus faible chez les ICC (en moyenne environ 22 % contre 47 %).

Toutefois, la fourchette est large entre les caisses de pensions pures et les institutions ne comptant que des assurés actifs. De nombreux facteurs déterminent si et comment une ICC doit réagir à des taux d'intérêt positifs (en hausse) ou à un éventuel découvert existant. Il est donc judicieux de revoir sa stratégie (placements et engagements).

Quelles chances d'améliorer les prestations?

Les caisses de pensions ont financé la baisse des taux d'intérêt techniques avec les résultats des placements. Une rémunération du capital des assurés actifs analogue à celle du capital des retraités n'était souvent plus possible en raison des pertes d'évaluation et de retraite subies. Le taux d'intérêt implicite dans le taux de conversion de 5.8 % est d'environ 3.2 %, le taux d'intérêt technique était de 1.7 % (valeurs moyennes pour les ICC à la fin 2021). Le niveau actuel des taux d'intérêt en est encore nettement éloigné.

Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, les pertes du côté des actifs peuvent être compensées par une adaptation du taux d'intérêt technique dans la mesure où la situation financière se stabilise. La charge liée à la part des retraités tend à diminuer en cas de hausse des taux d'intérêt. Ainsi, le souhait d'externaliser les retraités devrait également s'affaiblir.

D'un autre côté, l'augmentation du taux d'intérêt technique entraîne une

TAKE AWAYS

- Inversion de tendance: la hausse des taux d'intérêt et l'augmentation des taux d'intérêt techniques entraînent une réduction des engagements (capital des retraités et provisions).
- Le positionnement relatif des ICC change en moyenne en cas de forte hausse des taux d'intérêt.
- À court terme, une hausse rapide des taux d'intérêt entraîne généralement des pertes de placement. Mais avec des taux d'intérêt (réels) plus élevés, les chances d'améliorer les prestations augmentent.

hausse du rendement théorique, ce qui signifie que des rendements plus élevés sont nécessaires pour maintenir la stabilité du degré de couverture. La possibilité de verser des améliorations de prestations dépend d'une part de la possibilité d'atteindre à nouveau la stabilité requise par la loi (art. 46 OPP 2). D'autre part, un rendement des placements supérieur au rendement théorique est nécessaire. A court terme, des hausses rapides des taux d'intérêt entraînent des pertes de placement, mais augmentent le potentiel de rendement. Dans un scénario de normalisation des taux d'intérêt, celui-ci devrait se réaliser plus rapidement que dans un scénario de stagflation.

Une perspective à plus long terme est payante

De nombreuses ICC ont déjà réagi aux inégalités résultant des différences de taux d'intérêt et de la baisse des taux de conversion et ont développé un concept de participation correspondant. Mais rétrospectivement, l'orientation des paramètres de gestion (p.ex. taux d'intérêt, taux technique, taux de conversion) sur une perspective à très long terme s'est avérée plus juste. De nombreuses redistributions auraient pu être évitées si l'orientation des paramètres techniques s'était également basée sur le rendement à long terme. |

Jeannette Leuch
Urs Rempfler