

Wie wirkt sich ein Zinsniveauanstieg auf die Pensionskassen aus?

Steigende Zinsen helfen

Für eine Pensionskasse ist ein hohes Zinsniveau gut, ohne Wenn und Aber. Kurzfristig ist der Zinsanstieg zwar mit einem Deckungsgradrückgang verbunden, aber je nach Ausgestaltung der Leistungen wird der Deckungsgradrückgang in ein paar Jahren wieder aufgeholt und die Finanzierung gestärkt.

Diskutiert man die Auswirkungen eines Zinsanstiegs auf eine Pensionskasse, gilt es zwischen vier Bereichen zu unterscheiden: der Aktiv- und der Passivseite der Bilanz sowie der Aktiv- und der Passivseite der Finanzierung.

Auswirkung auf die Bilanz: Aktivseite

Ein Zinsanstieg bewirkt, dass die Aktivseite der Bilanz abgewertet wird. Der Bewertungseffekt tritt bei Obligationen am unmittelbarsten ein: Massgebliche Kennzahl für deren Zinssensitivität ist die Duration (gewichtete Kapitalbindungsdauer) des Obligationenportfolios. Je höher diese ist, umso heftiger fällt die Abwertung infolge einer Zinssteigerung aus: Eine Duration von sechs Jahren impliziert eine Abwertung von 6 Prozent durch eine 1-prozentige Zinserhöhung.

Ähnlich lässt sich bei Aktien argumentieren: Steigen die Zinsen, so sinkt der heutige Wert (technisch: Barwert) der zukünftig mit Aktien erzielten Dividenden. Andererseits passen sich die zukünftigen Dividenden in der Erwartung sukzessive an das höhere Zinsniveau an.

Empirisch lässt sich zwischen Zinsbewegungen und Aktienpreisreaktionen kein eindeutiger Zusammenhang feststellen: Aufgrund der Notenbankinterventionen waren in der jüngeren Vergangenheit Renditen auf den Aktienmärkten mit Zinsveränderungen sogar positiv korreliert.¹

¹ In der Periode von 1/1999 bis 3/2012 beträgt die Korrelation zwischen monatlichen Zinsveränderungen der 10-jährigen Bundesobligationen und der Rendite des SMI-Indexes 0.3, diejenige zur Rendite des MSCI World 0.35.

Von den traditionellen Anlagen am wenigsten betroffen sind aus fundamentaler Sicht die Schweizer Immobilien, da hier die Erträge (Mieten) durch die übliche Anbindung an den Hypothekenzins relativ schnell dem Zinsniveau folgen werden.

Auswirkung auf die Bilanz: Passivseite

Solange der technische Zinssatz vom Führungsorgan nicht angepasst wird, hat ein Zinsanstieg keine Konsequenzen auf die Bewertung der Verpflichtungen. Die wenigsten Pensionskassen werden nach dem ersten Zinsanstieg den mühsam gesenkten technischen Zinssatz wieder anheben. Diese kurzfristige Immunität der Passivseite gegenüber dem Zinsniveau bewirkt zusammen mit der Abwertung der Aktivseite einen Rückgang des Deckungsgrads.

Verschiedene alternative Bewertungsmethoden reagieren unterschiedlich auf einen Zinsanstieg. Im Unterschied zur technischen Bewertung (Deckungsgrad) reagieren die IAS-19-Bewertung oder der Solvenzttest PKST positiv auf einen Zinsanstieg, da der verwendete Diskontzins der Verpflichtungen in beiden Methoden «marktnah» bestimmt wird. Der Gesamteffekt kann so trotz Abwertung der Aktivseite sogar positiv sein. Für eine schweizerische Pensionskasse ist aber die Frage der Finanzierung wichtiger als die Momentaufnahme der Bewertung in der Bilanz, egal welche Methode dazu verwendet wird. Deshalb erachten wir es als relevanter, den Effekt einer Zinsveränderung auf die Finanzierungssituation einer Pensionskasse zu verstehen.

Auswirkung auf die Finanzierung:

Aktivseite

Obligationen leiden zwar in ihrer Bewertung durch den Zinsanstieg, holen aber diesen Bewertungsverlust bis Verfall wieder auf. Hält man einen Obligationenindex, so ist der Bewertungsverlust bei Erreichen des Durationszeithorizonts kompensiert. Danach profitiert man von den höheren

In Kürze

- > Ein Zinsanstieg hat verschiedene Auswirkungen auf eine Pensionskasse
- > Kurzfristig sinkt der Deckungsgrad, da Verluste auf dem Obligationenportfolio anfallen
- > Langfristig verbessern sich die Finanzierungsperspektiven

Zinsen. Je höher die Duration, desto länger wird diese Kompensationsfrist dauern. Kommt in der Zwischenzeit neues Geld in die Pensionskasse, so verkürzt sich die Kompensationsfrist.

Auch bei den Sachwerten schlägt eine Erhöhung des Zins- beziehungsweise Inflationsumfelds nach Ablauf der dafür nötigen Anpassungsfristen auf deren Erträge – also die Dividenden und die Mieten – durch. Steigende Zinsen implizieren mittel- bis langfristig folglich auch höhere (nominelle) Renditen der Sachwertkategorien.

Autor

Roger Baumann

Dr., eidg. dipl. Pensionsversicherungsexperte, Aktuar SAV, Lehrbeauftragter, Partner der Firma c-alm, St. Gallen



Auswirkung auf die Finanzierung: Passivseite

Der Renditebedarf der Passivseite ist grundsätzlich von einem Zinsanstieg nicht betroffen, solange alle Leistungen nominal festgelegt werden.

Wenn aber passivseitig reale Leistungen vorgesehen sind, so hängt die Auswirkung des Zinsanstiegs auf die Finanzierung der Passivseite davon ab, wie der Zinsanstieg mit der Inflation zusammenfällt. Geht mit dem Zinsanstieg auch ein Inflationsanstieg einher, so sind die Leistungsprimatskassen oft direkt von Zusatzkosten betroffen. Je stärker die Lohnerhöhungen von der Pensionskasse selber finanziert werden müssen, desto stärker wird die Sollrendite mit einem Inflationsanstieg steigen.

In einem Beitragsprimat, das keine reale Verzinsung reglementarisch verankert hat, verändert sich durch den Zinsanstieg die Sollrendite nicht direkt. Hier stellt sich

vor allem die Frage nach dem Fingerspitzengefühl der politischen Entscheidungsträger bei der Anpassung des BVG-Mindestzinssatzes. Je schneller dieser bei einem Zinsanstieg erhöht wird, desto stärker beeinflusst der Zinsanstieg die Sollrendite der Beitragsprimatskassen.

Unabhängig vom Primat würde der Zinsanstieg die Gelegenheit bieten, den Rentnern, die in der Vergangenheit von einem zu hohen Umwandlungssatz profitiert haben, den Realzins zu kürzen. Schon seit ein paar Jahren profitieren die jungen Rentner von einem Realzins, der mit dem gesetzlichen Umwandlungssatz bei unglaublichen 3.5 Prozent liegt. Es wäre in solchen Fällen unverantwortlich, an eine Rentenanpassung zu denken, selbst wenn sich das Inflations- und/oder Zinsumfeld verändern würde. Ein Verzicht der Rentenanpassung bei den (jungen) Rentnern im Fall eines Zinsanstiegs entlastet die Pensionskasse.

Fazit

Aus Bewertungssicht führt ein Zinsanstieg zu einem Rückgang des Deckungsgrads. Entscheidend für die Pensionskasse ist aber weniger der Bewertungseffekt, sondern der Finanzierungseffekt. Ein Zinsanstieg führt zu höheren Renditen. Im Normalfall kann eine Pensionskasse so über eine Frist von drei bis fünf Jahren davon ausgehen, dass die höheren Erträge auf der Aktivseite den Bewertungsrückgang kompensiert haben. Je höher die Duration der Obligationen, desto länger dauert dieser Prozess. Sobald passivseitig reale Garantien vorgesehen sind, verlängert sich dieser Erholungszeitraum ebenfalls. Langfristig ist aber in jedem Fall davon auszugehen, dass ein höheres Zinsniveau für eine Pensionskasse positiv ist. Dies ist nämlich die einzige Möglichkeit, auch bei den Rentnern eine (reale) Leistungskürzung vorzunehmen, indem die Renten trotz höherem Zinsniveau nicht angehoben werden. ■

Quel effet pour les caisses de pensions quand les taux d'intérêt montent?

Des taux qui montent aident les caisses

Pour une caisse de pensions, des taux d'intérêt élevés sont une bonne chose. Il est vrai qu'une hausse des taux va diminuer le degré de couverture à court terme, mais selon la manière dont les prestations sont conçues, quelques années suffiront à combler le retard et le financement sera renforcé.

Quand on discute des effets d'une hausse des taux sur une caisse de pensions, quatre éléments sont à considérer d'un regard différencié: les actifs et les passifs du bilan, ainsi que les actifs et les passifs du financement.

Répercussion sur le bilan: côté actif

Une hausse des taux a pour effet de dévaluer les actifs du bilan. L'effet d'évaluation sera le plus immédiat pour les obli-

gations: le paramètre qui détermine leur sensibilité aux taux d'intérêt est la duration (durée pondérée d'immobilisation des capitaux). Plus celle-ci est longue, plus la dévaluation due à une hausse des taux d'intérêt sera violente: une duration de six ans implique une dévaluation de 6% par une augmentation du taux d'intérêt de 1%.

Même topo pour les actions: si les taux d'intérêt montent, la valeur actuelle (ou valeur en espèces dans le langage

technique) des dividendes futurs dégagés par les actions baisse. A l'inverse, les attentes de dividendes futurs s'adaptent

En bref

- > Une hausse des taux d'intérêt affecte la caisse de pensions de différentes manières
- > Le degré de couverture diminue à court terme parce que le portefeuille d'obligations va subir des pertes
- > A long terme, les perspectives de financement s'améliorent

progressivement au niveau plus élevé des taux.

Empiriquement, il n'est pas possible d'établir un lien manifeste entre les mouvements de taux et la réaction du prix des actions et dans un passé récent, les rendements des marchés boursiers affichaient même une corrélation positive avec les mouvements des taux d'intérêt en raison des interventions de la banque d'émission.¹

D'un point de vue fondamental, les placements traditionnels les moins touchés sont les valeurs immobilières car leurs revenus (loyers) vont suivre l'évolution des taux d'intérêt d'assez près étant donné qu'ils sont normalement indexés sur le taux hypothécaire.

Répercussion sur le bilan: côté passif

Tant que l'organe dirigeant ne touche pas au taux technique, une hausse des taux d'intérêt n'aura aucun impact sur l'évaluation des engagements. La plupart des caisses de pensions se garderont bien de relever le taux technique après avoir eu toutes les peines du monde à le baisser. Cette immunité éphémère des passifs au niveau des taux d'intérêt conjuguée à la dévaluation des actifs provoque un recul du degré de couverture.

Toutes les méthodes d'évaluation ne réagissent pas de la même manière à une hausse des taux d'intérêt. Contrairement à l'évaluation technique (degré de couverture), l'évaluation IAS 19 ou le test de solvabilité TSCP ont une réaction positive à la hausse des taux, étant donné que ces deux méthodes appliquent un taux d'escompte des engagements «proche du marché». Ainsi, l'effet global peut être positif même en dépit d'une dévaluation des actifs. Mais pour une caisse de pensions suisse, la question du financement est plus importante qu'un instantané de l'évaluation du bilan, quelle que soit la méthode utilisée. Ce qui nous fait penser qu'il importe plus de comprendre l'effet d'une modification des taux d'intérêt sur la situation de financement d'une caisse de pensions.

Répercussion sur le financement: côté actif

L'évaluation des obligations souffre d'une hausse des taux, mais elles récupèrent la valeur perdue jusqu'à l'échéance. En cas de gestion indicelle du portefeuille obligataire, la perte d'évaluation sera compensée à l'atteinte de l'horizon de la durée et ensuite, on profitera des intérêts plus élevés. Plus la durée est élevée et plus il faudra de temps pour compenser. Si des capitaux frais sont apportés dans la caisse en cours de route, le délai de compensation va se raccourcir.

Un contexte de taux haussiers ou inflationniste va également avoir un impact sur le revenu des valeurs réelles dans le sens que les dividendes et les loyers vont augmenter après les périodes d'adaptation nécessaires. A moyen et à long terme, des taux d'intérêt en hausse impliquent donc aussi des rendements (nominaux) plus élevés pour les classes d'actifs des valeurs réelles.

Répercussions sur le financement: côté passif

Le rendement nécessaire du côté passif n'est en principe pas affecté par une hausse des taux d'intérêt tant que les prestations sont définies à la valeur nominale.

Mais si du côté passif les prestations sont prévues à la valeur réelle, l'impact de la hausse des taux sur le financement des passifs ne sera pas le même selon que cette hausse coïncide avec une inflation

ou non. Si c'est le cas, les caisses en primauté de prestations seront souvent directement affectées par les surcoûts. Plus la caisse doit financer les augmentations de salaire elle-même et plus le rendement qu'elle doit dégager sera élevé en période inflationniste.

En primauté de cotisations, quand le règlement ne prévoit pas de rémunération à la valeur réelle, le rendement à dégager ne sera pas directement modifié par une hausse des taux. Tout dépendra ici du doigté que mettront les décideurs politiques à adapter le taux d'intérêt minimal LPP. Plus on se pressera de relever le taux minimal LPP quand les taux d'intérêt montent et plus la hausse des taux influencera le rendement que doivent dégager les caisses en primauté de cotisations.

Indépendamment de la primauté, une hausse des taux d'intérêt offrirait l'occasion de diminuer l'intérêt réel pour les rentiers qui ont profité d'un taux de conversion trop élevé dans le passé. Les jeunes rentiers profitent en effet d'un intérêt réel de pas moins de 3.5% à cause du taux de conversion obligatoire, et ce depuis déjà quelques années. Il serait irresponsable dans des cas pareils de songer à une adaptation des rentes même si le contexte inflationniste et/ou des taux d'intérêt devait changer. La non-adaptation des rentes chez les (jeunes) rentiers en cas de hausse des taux d'intérêt allègera le fardeau de la caisse de pensions. ■

Roger Baumann

Folgende Personen haben die Redaktion bei der Erarbeitung des Konzepts für den Akzentteil dieser Ausgabe unterstützt:

Ernst Rätzer (Fachverantwortung)
Roger Baumann
Markus Bill
Markus Binder
Sven Ebeling

Jürg Schiller
Dunja Schwander
Manfred Stoecklin
Beat Zaugg

Für ihr Engagement bedanken wir uns herzlich.

¹ Dans la période du 1/1999 au 3/2012, la corrélation entre les évolutions mensuelles des taux d'intérêt des obligations de la Confédération à 10 ans et le rendement de l'indice SMI est de 0.3, celle par rapport au rendement du MSCI World de 0.35.