

## Auswirkungen der Inflation auf die Passivseite der Pensionskasse

# Unbegründete Angst vor dem Zinsanstieg

Viele Pensionskassen fürchten sich vor steigender Inflation und dem damit verbundenen Zinsanstieg. Sie vergessen dabei, dass höhere Zinsen die Passivseite der Bilanz entlasten können.

Der wichtigste Faktor, der zu den in den letzten 20 Jahren gesunkenen Zinsen geführt hat, ist die heute viel tiefere Inflationsrate als Anfang der 90er-Jahre (siehe Grafik, Seite 72). Angesichts der Erfahrungen in der Vergangenheit erachten es viele Anleger als unwahrscheinlich, dass die Inflation immer so tief bleibt wie heute. Was aber passiert mit dem Deckungsgrad einer Pensionskasse, wenn die Inflationsrate überraschend ansteigt?

Meist werden bei diesen Diskussionen nur die Auswirkungen auf die Aktivseite der Bilanz untersucht. Implizit wird damit angenommen, dass die Inflationsrate keine oder nur eine vernachlässigbare Auswirkung auf die Verpflichtungen einer Pensionskasse hat. Dies ist ein folgenschwerer Irrtum. Die Ursache dafür, dass diese Fehleinschätzung in vielen Stiftungs-räten immer noch weit verbreitet ist, liegt in der Art und Weise, wie in der Schweiz die Verpflichtungen einer Pensionskasse bilanziert werden.

### Zinsniveau und technischer Zins

Am einfachsten lässt sich das Problem anhand der Rentnerdeckungskapitalien erklären: Diese werden mit dem vom Stiftungsrat bestimmten technischen Zinssatz bewertet. Auf den ersten Blick besteht daher kein Zusammenhang zwischen dem für die Rentner benötigten Deckungskapital und dem Niveau der Inflation.

Diese Betrachtungsweise ignoriert zwei zentrale Fakten: Erstens kann der Stiftungsrat den technischen Zinssatz nicht unabhängig vom Zinsniveau festlegen und zweitens sind Inflationsveränderungen der wichtigste Faktor für Zins-

veränderungen (siehe Kasten Seite 72). Ein höheres Zinsniveau wird es dem Stiftungsrat ermöglichen, mit ruhigem Gewissen den technischen Zinssatz anzuheben. In den letzten zehn Jahren war das Gegenteil zu beobachten: Die tiefe Inflation hat zu tieferen Zinsen geführt und zwang die Pensionskassen, auch den technischen Zinssatz zu senken. Da die meisten Vorsorgeeinrichtungen diesem Marktdruck nur unvollständig gefolgt sind, sind die meisten heute angewendeten technischen Zinssätze zu hoch.

Die finanzielle Lage, wie sie die technische Bilanz ausdrückt, ist in diesen Fällen zu optimistisch, da sie von einem unrealistisch hohen Zins- respektive Inflationsniveau ausgeht. Wenn die Inflation zu steigen beginnt, dann wird in einer ersten Phase dieses Missverhältnis korrigiert, und die Pensionskasse scheint unter den steigenden Zinsen zu leiden (sinkender technischer Deckungsgrad). Wenn die Zinsen noch weiter steigen, sodass der technische Zins angehoben werden kann, wird aber sichtbar, dass dank der gestiegenen

Zinsen für die gleichen Leistungen weniger Deckungskapital benötigt wird und sich die finanzielle Lage in Wahrheit verbessert hat. Eine steigende Inflation führt daher zu einem tieferen benötigten Deckungskapital und hilft, den technischen Deckungsgrad zu erhöhen. Dies gilt zumindest so lange, wie die Renten nicht an die Teuerung angepasst werden.

### Hohe Zinsen, kleine Pensionierungsverluste

Bei den aktiven Versicherten im Leistungsprimat funktioniert der Zusammenhang grundsätzlich genau gleich. Allerdings gilt es zu beachten, dass bei Leistungsprimatsplänen zum Teil die Leistungen ansteigen, wenn die Inflation steigt: Eine höhere Inflation führt zu höheren Löhnen und entsprechend zu höheren Leistungsverpflichtungen. Dadurch kann der positive Einfluss einer Inflationserhöhung auf die Bewertung der Verpflichtungen teilweise durch den Einfluss auf die Leistungshöhe kompensiert werden, falls die Inflation nicht ausfinanziert ist.

Im Beitragsprimat sind die unmittelbaren Auswirkungen einer höheren Inflationsrate auf die Höhe der Verpflichtungen für die aktiven Versicherten relativ gering. Allerdings spielt die Zinshöhe bei der Verrentung eine wichtige Rolle, da sich je nach Verhältnis zwischen dem im Umwandlungssatz eingerechneten technischen Zinssatz und dem aktuellen Zinsniveau entweder ökonomische Pensionierungsverluste oder Pensionierungsgewinne ergeben. Je höher das Zinsniveau ist, desto kleiner werden die Pensionierungsverluste (oder es entstehen sogar Gewinne). Die Inflationsrate hat daher ökonomisch einen relevanten Einfluss auf die benötigten Deckungskapitalien. Aufgrund der statischen Bewertung der Verpflichtun-

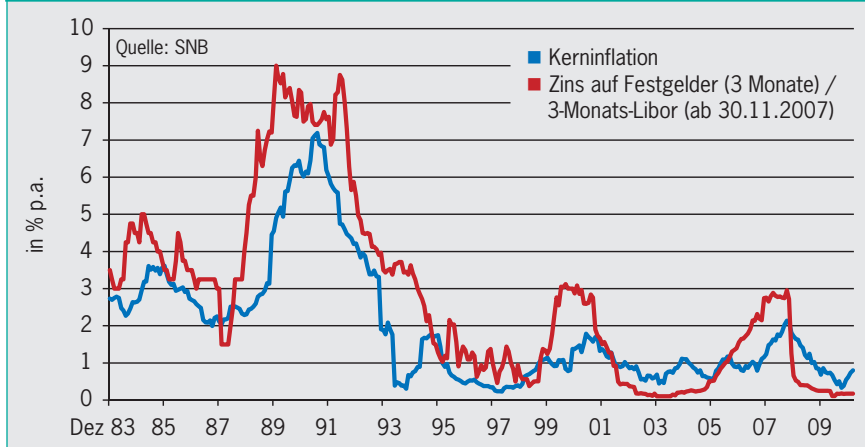
### Autoren

**Hansruedi Scherer**  
Dr. rer. pol.,  
Partner  
PPCmetrics AG,  
Zürich



**Stephan Skaanes**  
Dr. oec. publ.,  
CFA, CAIA, FRM,  
Partner  
PPCmetrics AG,  
Zürich

**Grafik: Nomineller Zins hängt massgeblich von der Inflationsrate ab**



gen mit einem (mehr oder weniger arbiträr) festgelegten technischen Zins sind die Auswirkungen von Zinserhöhungen in der technischen Bilanz einer Pensionskasse heute meist nicht sichtbar.

Aber Achtung: Unsichtbar heisst nicht, dass der Zusammenhang nicht existiert! Nur weil die wenigsten Pensionskassen Pensionierungsverluste, die in der Zukunft anfallen werden, bereits heute bilanzieren, bedeutet dies nicht, dass diese Verluste nicht existieren. Die Inkongruenz in der Bewertung der Aktiv- und der Passivseite der Bilanz (jede Zinsveränderung wird auf der Aktivseite aufgrund der Marktbewertung direkt sichtbar gemacht, nicht aber bei den Verpflichtungen) kann zu Fehlanalysen und zu Fehlverhalten führen.

### Aktiv- und Passivseite sind inflationsabhängig

Bei einer ökonomisch kongruenten Verbuchung beider Bilanzseiten von Pensionskassen würde ersichtlich, dass beide Seiten erheblich zins- und damit inflationsabhängig sind. Je nach Primatsart und Struktur der Vorsorgeeinrichtung, Verhalten des Stiftungsrats und der Versicherten liegt die Duration der Passiven meist zwischen 5 und 20. Die Duration ist ein Mass für die Zinssatzsensitivität. Die Duration der Passiven zeigt die erwartete Wertveränderung der Passiven aufgrund von Zinssatzveränderungen. Hierbei wird unterstellt, dass der heutige Wert der Passiven ökonomisch korrekt durch eine Diskontierung mit den laufzeitengerechten aktuellen Marktzinssätzen bestimmt wird. Bei dieser Betrachtungsweise führen steigende Zinsen zu einem tieferen Barwert der Verpflichtungen und umgekehrt. Bei

einer Pensionskasse mit einer Duration von beispielsweise 9 der Verpflichtungen würde ein Zins- respektive Inflationsanstieg um 1 Prozentpunkt zu einem Rückgang der Verpflichtungen um rund 9 Prozentpunkte führen! Typischerweise besitzen die Aktiva von Vorsorgeeinrichtungen insgesamt eine Duration von rund 3 bis 5. Die Duration der Aktiva ist daher in aller

Regel wesentlich kleiner als die Duration auf der Passivseite. Die tatsächliche finanzielle Lage einer Pensionskasse verbessert sich daher bei einem Zinsanstieg erheblich. Selbstverständlich gibt es auch Ausnahmen. Eine Pensionskasse im Beitragsprimat mit wenigen Rentnern, hohen Kapitalbezügen, einer Verzinsung und einem Umwandlungssatz, die sich an den wirtschaftlichen Realitäten orientieren, hat eine wesentlich tiefere Duration der Passivseite als eine klassische Leistungsprimatskasse.

### Bei Anlageentscheiden beide Seiten der Bilanz beachten

Es ist wichtig festzuhalten, dass es nicht per se gut oder schlecht ist, eine kurze oder lange Duration auf der Passivseite zu haben. Entscheidend ist, dass der Stiftungsrat sich «seiner» Sachlage bewusst ist und bei seinen Anlageentscheiden nicht nur die Aktivseite der Bilanz beachtet. Heute haben viele Pensionskassen Angst vor einem Inflationsanstieg, dabei würde sich die tatsächliche finanzielle

### Punkte, die die verantwortlichen Organe (und Aufsichtsbehörden) beachten sollten

1. Eine höhere Inflation bedeutet, dass mit höchster Wahrscheinlichkeit auch die Zinsen ansteigen werden.
2. Höhere Zinsen bedeuten, dass bei den Obligationen kurzfristig Wertverluste sehr wahrscheinlich sind.
3. Wie die anderen Anlagekategorien auf eine Zinserhöhung reagieren, kommt auf die Ursache des Inflationsanstiegs an. Zudem können sich die kurzfristigen und die langfristigen Wirkungen unterscheiden.
4. Insgesamt muss auf der Aktivseite der Bilanz eher mit einer negativen Wirkung einer Inflationserhöhung gerechnet werden.
5. Der technische Deckungsgrad nach BVV 2 Art. 44 wird daher bei einem Zinsanstieg bei den meisten Kassen eher sinken.
6. Der technische Deckungsgrad ist aber ein untaugliches Mittel, um die finanzielle Lage und die Wirkung einer Zinserhöhung zu beurteilen.
7. Eine Diskussion über die Auswirkungen eines Inflationsanstiegs auf die finanzielle Lage der Kasse ist nur möglich, wenn die Kassenorgane die Zinsabhängigkeit ihrer Verpflichtungen kennen.
8. Die Zinsabhängigkeit der Verpflichtungen kann genauso wie diejenigen der Anlagen mit der Masszahl «Duration» gemessen werden.
9. Die Duration der Verpflichtungen unterscheidet sich je nach Pensionskasse erheblich und muss zwingend individuell bestimmt werden.
10. Die Differenz zwischen der Duration der Aktiv- und der Passivseite der Bilanz zeigt, ob sich die finanzielle Lage einer Pensionskasse verbessert oder verschlechtert, wenn die Zinsen steigen.
11. Auf der Basis dieser «Nettoduration» können der Stiftungsrat und die Anlagekommission zielgerichtete Massnahmen (sowohl bei den Anlagen wie auch bei den Verpflichtungen) ergreifen, um die Pensionskasse vor Zinsveränderungen zu schützen.
12. Kurzfristig können korrekte Massnahmen zu einem Absinken des technischen Deckungsgrads führen, da dieser, wie erwähnt, nur beschränkt als Führungsmittel taugt. Dies kann zu einer Herausforderung an die Kommunikation führen. Es ist trotzdem sinnvoll, sich ökonomisch optimal zu verhalten, da sich die buchhalterische Realität mittelfristig wieder an die ökonomische annähern wird.

Lage bei den meisten von ihnen verbessern! Intuitiv verstehen das viele Kassenverantwortliche, denn sie haben in den letzten Jahren festgestellt, dass sie trotz der Wertgewinne bei den Obligationen, die von sinkenden Zinsen stammen, immer mehr Probleme haben, die notwendige Mindestrendite zu erwirtschaften. Dies ist Ausdruck der Zins- und damit Inflationsabhängigkeit der Verpflichtungen. Da aber

die traditionelle technische Bilanz diesem intuitiven Wissen zu widersprechen scheint (bei einem Zinsanstieg würden zwar die Obligationen an Wert verlieren, aber der technische Zinssatz würde kaum erhöht, sodass sich der technische Deckungsgrad verschlechtert), sind viele Stiftungsräte verunsichert, ob sie der technischen Bilanz oder ihrer Intuition folgen sollen. ■

#### Serie «Pensionskassen und Inflation»

Dies ist der dritte und letzte Artikel der Serie «Pensionskassen und Inflation». Der in der Mai-Ausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» erschienene erste Artikel hat die Auswirkungen der Inflation auf die Aktivseite der Pensionskassen beleuchtet. Im Juni kamen die Geschäftsführer einiger Pensionskassen zu Wort.

## Impact de l'inflation sur les passifs d'une caisse de pensions

# La peur de la montée des taux n'est pas fondée

Beaucoup de caisses de pensions angoissent à l'idée que l'inflation va monter et entraîner les taux d'intérêt dans son sillon. Elles oublient cependant que des taux plus élevés peuvent alléger la pression sur les passifs.

S'appuyant sur le passé, de nombreux investisseurs doutent que l'inflation restera éternellement basse. Mais que va-t-il arriver au taux de couverture d'une caisse de pensions en cas de poussée inflationniste?

Les discussions à ce sujet ont trop tendance à se concentrer entièrement sur les actifs du bilan, l'influence du taux d'inflation sur les engagements d'une caisse de pensions, à supposer qu'il en ait une, étant jugée très anecdotique. Cette façon de penser peut être lourde de conséquences.

### Niveau des taux d'intérêt et taux technique

Prenons l'exemple des capitaux de couverture des rentes: ils sont évalués au taux technique défini par le conseil de fondation. À première vue, il n'y a pas de lien entre le capital de couverture nécessité par les rentiers et le niveau de l'inflation.

Sauf que c'est oublier deux facteurs essentiels: d'abord, le conseil de fondation ne peut pas définir le taux technique sans se préoccuper du niveau des taux d'intérêt et puis, l'évolution des taux d'intérêt est avant tout conditionnée par l'évolu-

tion de l'inflation (voir encadré page 74). Si les taux d'intérêt montent, le conseil de fondation pourra en toute bonne conscience également relever le taux technique. Depuis dix ans, on observe le phénomène inverse: l'inflation stagne à un niveau très bas qui a également fait chuter les taux d'intérêt, contraignant les caisses de pensions à abaisser le taux technique. Comme la plupart des institutions de prévoyance n'ont pas osé répercuter entièrement cette pression du marché, il s'ensuit que les taux techniques aujourd'hui appliqués sont généralement trop élevés.

La situation financière qu'exprime le bilan technique est alors trop optimiste puisqu'elle s'appuie sur un niveau trop élevé des taux et de l'inflation. Lorsque l'inflation repart à la hausse, cette distorsion de la réalité est corrigée dans un premier temps et la caisse de pensions semble souffrir des taux qui montent (alors que le degré de couverture technique baisse). Mais si les taux d'intérêt poursuivent leur progression au point de justifier un relèvement du taux technique, il apparaîtra que parce que les taux montent, il faut moins de capitaux de couverture pour les mêmes prestations et qu'en

réalité, la situation financière s'est améliorée. Conclusion: une hausse de l'inflation fait diminuer le capital de couverture nécessaire et le degré de couverture technique s'améliore, du moins aussi longtemps qu'on ne compense pas le renchérissement sur les rentes.

### Avec des taux élevés, peu de pertes de départ à la retraite

Et le principe fonctionne aussi pour les assurés actifs en primauté de prestations. Attention tout de même: dans certains plans en primauté de prestations, les prestations montent quand l'inflation grimpe. L'inflation pousse en effet les salaires à la hausse et les obligations de prestations suivent, ce qui peut en partie anéantir l'effet positif d'une inflation montante sur l'évaluation des engagements si l'inflation n'a pas été totalement financée.

Dans un plan à primauté de cotisations, les répercussions immédiates d'un taux d'inflation plus élevé sur le montant des engagements en faveur des assurés actifs sont relativement anodines. Le montant des taux d'intérêt joue toutefois un rôle important lors de la conversion en rente, étant donné qu'il peut se produire des pertes ou des gains économiques de départ à la retraite selon le rapport qu'il y a entre le taux technique intégré dans le taux de conversion et le niveau effectif des taux d'intérêt. Plus les taux d'intérêt sont élevés, plus les pertes de départ à la retraite seront insignifiantes (un gain est même possible). Le taux d'inflation a donc une influence économique significative sur les capitaux de couverture nécessaires. À cause de l'évaluation statique des engagements au moyen d'un taux technique fixe prescrit (de manière plus ou moins arbitraire), les répercussions d'augmentations des taux sur le bilan technique d'une caisse de pensions ne sont généralement pas visibles aujourd'hui.

Mais invisible ne signifie pas inexistant! Le fait que les caisses de pensions comptabilisent encore rarement au présent les pertes que causeront les départs à la retraite du futur ne les fait pas simplement disparaître!

### Actifs et passifs conditionnés par l'inflation

Si les actifs et les passifs du bilan d'une caisse de pensions étaient comptabilisés de manière économiquement congruente, il apparaîtrait que les deux côtés réagissent assez fortement à l'évolution des taux d'intérêt et donc aussi de l'inflation. Selon le type de primauté et la structuration de l'institution de prévoyance, le comportement du conseil de fondation et des assurés, la durée des passifs oscillera dans une fourchette de 5 à 20. La durée est une mesure de la sensibilité à l'inflation. La durée des passifs reflète l'évolution anticipée de leur valeur à la suite de modifications des taux d'intérêt en supposant que la valeur actuelle des passifs soit déterminée de ma-

nière économiquement correcte en l'escomptant en fonction de la durée par les taux actuels pratiqués sur le marché. Dans cette optique, une hausse des taux fera diminuer la valeur en espèces des engagements et vice versa. Dans une caisse de pensions avec une durée des obligations de 9 par exemple, une hausse d'un point de pourcentage des taux d'intérêt et de l'inflation se traduira par un repli des engagements de près de 9 points de pourcentage! Les actifs d'institutions de prévoyance arborent typiquement une durée globale de l'ordre de 3 à 5. C'est dire qu'en règle générale, la durée des actifs est nettement inférieure à celle des passifs, de sorte que la situation financière effective d'une caisse de pensions s'améliore considérablement quand les taux d'intérêt grimpent.

Cette règle connaît évidemment ses exceptions. Dans une caisse de pensions en primauté de cotisations avec peu de rentiers, d'importants versements en capital, une rémunération d'intérêt et un taux de conversion calqués sur les réalités éco-

nomiques, la durée des passifs sera nettement moindre que dans une caisse classique en primauté de prestations.

### S'appuyer sur les deux côtés du bilan pour les décisions de placement

Il importe de retenir qu'une courte ou une longue durée des passifs n'est pas une bonne ou une mauvaise chose en soi. Ce qui compte, c'est que le conseil de fondation soit parfaitement conscient de la situation spécifique de «sa» caisse et n'appuie pas seulement ses décisions de placement sur les actifs du bilan. Beaucoup de caisses de pensions redoutent aujourd'hui une montée de l'inflation alors que pour la plupart d'entre elles, leur situation financière s'en trouverait améliorée! Intuitivement, les responsables de caisses de pensions en sont conscients car ils ont constaté que depuis quelques années, ils avaient de plus en plus de mal à dégager le rendement minimal nécessaire en dépit des gains réalisés sur les obligations dans la foulée de la baisse des taux d'intérêt, justement parce que leurs engagements sont tributaires de l'évolution des taux d'intérêt et de l'inflation. Mais comme le bilan technique traditionnel semble contredire cette évidence intuitive (une hausse des taux, tout en faisant baisser la valeur des obligations ne ferait pas vraiment monter le taux technique et le degré de couverture technique se détériorerait donc), de nombreux conseils de fondation ne savent plus à qui se vouer: au bilan technique ou à leur intuition. ■

**Hansruedi Scherer  
Stephan Skaanes**

### Quelques points à prendre en considération par les organes responsables (et les autorités de surveillance)

1. Quand l'inflation monte, il est fort probable que les taux d'intérêt vont suivre.
2. Des taux d'intérêt plus élevés signifieront très probablement à court terme une dépréciation des obligations.
3. La réaction des autres classes d'actifs à une hausse des taux dépendra de la raison de la poussée inflationniste. De plus, les répercussions peuvent varier sur le court et le long terme.
4. Dans l'ensemble, une progression de l'inflation aura plutôt des répercussions négatives sur les actifs du bilan.
5. Conséquence: le degré de couverture technique selon OPP 2 art. 44 va majoritairement diminuer dans les caisses en cas de montée des taux d'intérêt.
6. Cependant, le degré de couverture technique ne convient pas pour juger de la situation financière et de l'effet d'une hausse des taux d'intérêt.
7. Une discussion sur les répercussions de la montée de l'inflation sur la situation financière d'une caisse n'aura de sens que si les organes de la caisse connaissent la sensibilité de leurs engagements à l'évolution des taux.
8. Cette sensibilité des engagements à l'évolution des taux de même que celle des placements peut se mesurer à l'aide de la durée.
9. La durée varie fortement d'une caisse de pensions à une autre et doit impérativement être déterminée pour chaque caisse individuellement.
10. La différence de durée entre les actifs et les passifs du bilan indique si la situation financière d'une caisse de pensions va s'améliorer ou se détériorer lorsque les taux grimpent.
11. Sur la base de cette «durée nette», le conseil de fondation et la commission de placement peuvent prendre des mesures ciblées (pour les placements comme pour les engagements) et ainsi protéger la caisse de pensions contre les effets d'une modification des taux.
12. Il est possible qu'à court terme, des mesures a priori correctes fassent baisser le degré de couverture technique puisque celui-ci n'a qu'une utilité très conditionnelle en tant qu'instrument de pilotage comme expliqué plus haut. Cela peut poser des difficultés au niveau de la communication. Il vaut cependant la peine de relever le défi et d'insister sur la solution économiquement optimale puisque sur le moyen terme, la réalité comptable va rejoindre la réalité économique.

### Série «Caisses de pensions et inflation»

Avec ce troisième article, nous bouclons la série «Caisses de pensions et inflation.» Dans le numéro de mai de la «Prévoyance Professionnelle Suisse», un premier article avait analysé les répercussions de l'inflation sur les actifs d'une caisse de pensions, en juin nous avons ensuite ouvert une tribune à quelques directeurs de caisses de pensions.