



**Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research.**



**[www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)**

# Inflation: Schreckgespenst oder Heilsbringer für Pensionskassen?

Seit 2021 ist insbesondere in den USA und Europa ein deutlicher Anstieg des Preisniveaus feststellbar. Aus Sicht einer Schweizer Pensionskasse drängt sich deshalb zur Beurteilung der Inflationsrisiken eine Betrachtung von drei strategischen Aspekten auf.

## Aus Sicht der Vermögensanlagen

Der Zusammenhang zwischen Inflation und Anlagerenditen ist in den meisten Anlagekategorien nicht eindeutig. Ein Anstieg der Inflationserwartungen führt häufig zu steigenden Zinsen und dies löst bei Obligationen kurzfristig meist einen Kursverlust aus. Langfristig steigen mit einer höheren Inflation und höheren Zinsen jedoch die Renditen der Obligationen, was das Erreichen einer bestimmten Sollrendite vereinfacht.

Bei Aktien besteht in der Schweiz nur ein schwacher historischer Zusammenhang zwischen Rendite und Inflation. Und auch aus theoretischer Sicht ist der Zusammenhang nicht eindeutig: Steigende Inflationserwartungen können zu höheren Gewinnerwartungen und damit zu höheren Aktienkursen führen. Sie können aber umgekehrt auch zu höheren Kapitalkosten, d.h. zu einer stärkeren Diskontierung der zukünftigen Gewinne, und so zu tieferen Aktienkursen führen.

Auch bei den Immobilienanlagen gilt es unterschiedliche Aspekte zu beachten. Bei moderater Inflation ist es realistisch, dass die Mietzinseinnahmen mit der Inflation Schritt halten und die Immobilienpreise stabil bleiben. Bei einem raschen, unerwarteten Inflationsanstieg sind hingegen Mieterhöhungen im Gleichschritt mit der Teuerung unwahrscheinlich und es ist eher von sinkenden Immobilienpreisen auszugehen. Dies war in der Schweiz in den 1990er Jahren ausgeprägt der Fall.

Tendenziell bieten Realwerte wie Aktien und Immobilien in der langen Frist einen Inflationsschutz. Dieser basiert jedoch primär auf der höheren

erwarteten Rendite und dem damit verbundenen erhöhten Anlagerisiko. Eine grundlegende Umgestaltung der Anlagestrategie wegen der erhöhten Inflation ist meist nicht angezeigt, weil Obligationen primär aus kurzfristiger Renditeperspektive wenig zur Erreichung der Sollrenditen beitragen oder weil vielen Pensionskassen für eine vollständige Umschichtung in Sachwerte die Risikofähigkeit fehlt.

## Aus Sicht der Verpflichtungen

Schweizer Pensionskassen haben grundsätzlich nominell fixe Leistungen, die nicht zwingend der Inflation angepasst werden müssen (mit Ausnahme der IV-Renten, welche jedoch nur einen geringfügigen Teil der Rentenverpflichtungen ausmachen). Somit hat der Rückgang der Kaufkraft eines bestimmten Geldbetrags (Rente) für eine Pensionskasse grundsätzlich keine direkten Konsequenzen! Inflationsbedingt hohe Zinsen haben sogar das Potenzial, den Renditedruck von Pensionskassen zu verringern. Allerdings ist anzunehmen, dass bei anhaltend hoher Inflation Diskussionen bezüglich einer möglichen Anpassung der Renten an die Inflation aufkommen (vgl. nächster Abschnitt).

## Inflationsausgleich auf Renten

Eine entscheidende Frage ist somit, ob eine Pensionskasse auch ohne explizite rechtliche Verpflichtungen ihren Rentnern einen Teuerungsausgleich finanzieren soll. Zur Beantwortung dieser Frage hilft es zu ermitteln, welche Inflationsrate bei der Festlegung der Rente bereits einkalkuliert wurde.

Betrachten wir beispielsweise eine Pensionskassenrente, die 2002 mit dem damaligen Umwandlungssatz bestimmt wurde. Der Umwandlungssatz beruhte auf der damaligen erwarteten Lebenserwartung und einem nominellen, technischen Zinssatz von z.B. 4%. Der nominelle Zinssatz setzte sich aus einer realen Renditeerwartung und einer Inflationserwartung (Annahme: je 2%)

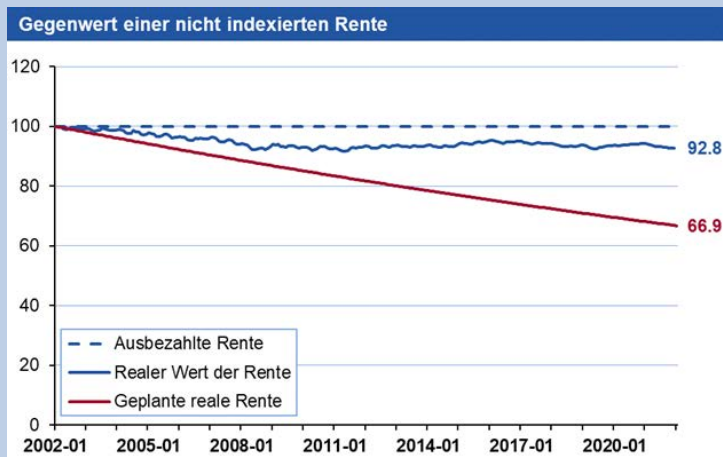
zusammen. Als die Pensionskasse damals die Rente sprach, ging sie implizit davon aus, dass zukünftig 2% Teuerung herrschen würde und die Rente somit jedes Jahr real um 2% tiefer ausfallen würde. Nur unter diesen Annahmen war damals das hohe Rentenniveau vertretbar. Ein Inflationsausgleich für diese Rente wäre nur dann angebracht, wenn die effektive Inflation seit der Pensionierung über 2% p.a. zu liegen gekommen wäre. Hätte der Gesetzgeber oder die Pensionskasse eine vollständige und systematische Inflationsanpassung der Renten gewünscht, dann hätten der technische Zinssatz und die Umwandlungssätze bereits 1985 bei der Einführung der 2. Säule deutlich tiefer ausfallen müssen.

In den letzten 20 Jahren lag die Inflation mit rund 0.4% pro Jahr deutlich unter der Erwartung von 2%. Ohne Teuerungsausgleich sind die Renten real zwar leicht gesunken, aber deutlich weniger als bei der Festlegung des Umwandlungssatzes in der Vergangenheit angenommen wurde. Wie in der untenstehenden Grafik beispielhaft ersichtlich wird, zahlen Pensionskassen aktuell real deutlich höhere Renten (blaue Linie «realer Wert der Rente») aus als ursprünglich vorgesehen (rote Linie «geplante reale Rente»). Bei den meisten Pensionskassen wäre noch ein relativ grosser Inflationsschub nötig, bevor sich Rentenerhöhungen aus obiger Überlegung aufdrängen würden.

Es ist gut möglich, dass das Thema Inflation die Schweizer Pensionskassen über die nächsten Jahre intensiver beschäftigen wird. Inwiefern es sich für eine Pensionskasse lohnt, ihre Anlagestrategie im Hinblick auf eine erhöhte Inflation anzupassen oder einen Teuerungsausgleich der Renten einzuführen, gilt es individuell unter fundierter Prüfung der jeweiligen Ausgangslage zu entscheiden.

Stephan Skaanes  
Partner  
PPCmetrics

## Anlage Aktuell



Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

