



Actuarial Consulting

SAV Arbeitsgruppentagung

Inflation aus Sicht der Vorsorgeeinrichtung – Risiko oder Chance?

PPCmetrics AG

Dr. Marco Jost, Partner PPCmetrics

Andermatt, 26. August 2022

Einführung



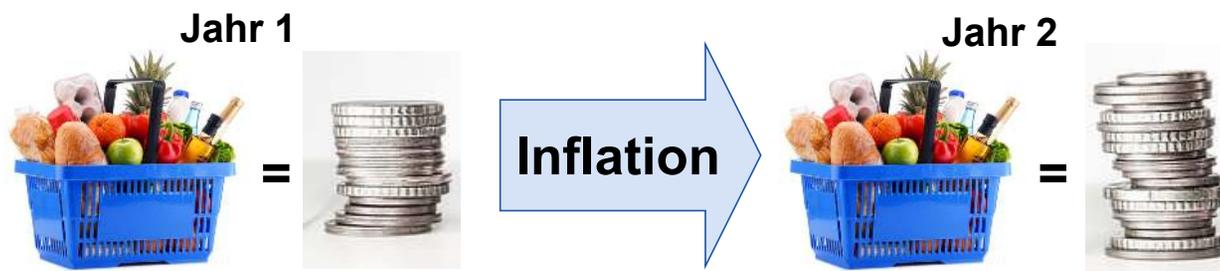
Inhalt

- Grundlagen 4 - 8
- Marktumfeld 9 - 16
- Gesetzliche Pflichten 17 - 20
- Teuerung + Leistungsfinanzierung 21 - 28
- Schlusswort 29 - 32

Grundlagen

Definitionen

- **Teuerung** ist ein Anstieg des allgemeinen Preisniveaus.
- **Inflation** bezeichnet eigentlich den Zustand eines markanten Anstieg des Preisniveaus, wird aber oft (auch in diesem Vortrag) als Synonym für Teuerung verwendet.
- **Deflation** ist eine Reduktion des allgemeinen Preisniveaus.



Teuerungsrate (oft auch Inflationsrate) = Wachstumsrate des Preises eines bestimmten Warenkorbs (über ein Jahr)

Messung der Teuerung

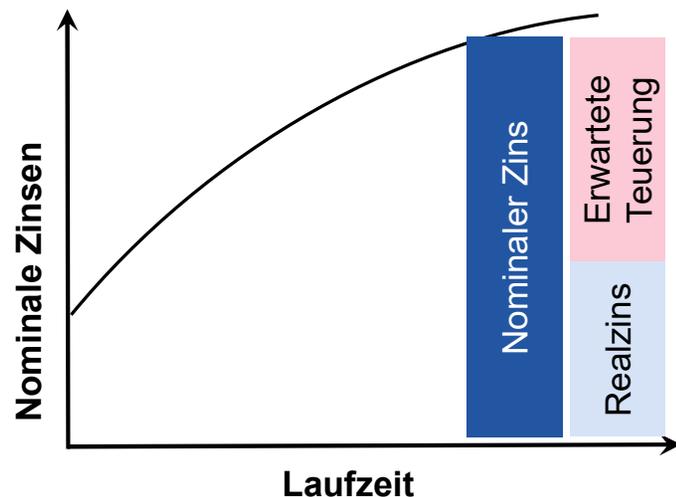
- Teuerung wird anhand der Preisveränderung eines fest **definierten Warenkorb**es gemessen (Nettoänderung).
- Nicht darin enthalten: Technologischer Fortschritt, neue Konsumgüter, Ausbau Leistungskatalog (z.B. Gesundheitskosten), etc.
- Zusammenstellung des Warenkorb ist vom Publikum der Teuerungsmessung abhängig und wird von Fachpersonen definiert. Es gibt **keinen «richtigen» Warenkorb**, sondern nur einen festgelegten Warenkorb.
- BfS: «Der KPI ist eine politische Grösse!»
- Da nicht jede Person die selben Güter konsumiert, ist die **wahrgenommene Teuerung individuell unterschiedlich**. Der Konsum von Rentnern unterscheidet sich mitunter stark vom Konsumverhalten von Familien.

Wichtigste Teuerungsindizes

- **Landesindex für Konsumentenpreise (LIK)**
 - Misst die Preisentwicklung der wichtigsten von privaten Haushalten konsumierten Waren und Dienstleistungen.
 - Subindizes für unterschiedliche Haushalte (Anzahl Personen, Alter) verfügbar.
- **Kerninflation**
 - Wird für die Steuerung der Geldpolitik verwendet. Die Kerninflation basiert auf einem Verbraucherpreisindex, der Güter ausschliesst, deren Preise starken Schwankungen unterliegen (z.B. Energie und Lebensmittel).
- **BIP-Deflator**
 - Misst die Preisentwicklung der im Inland produzierten Güter (Produzentenpreise).

Nominal- und Realzins

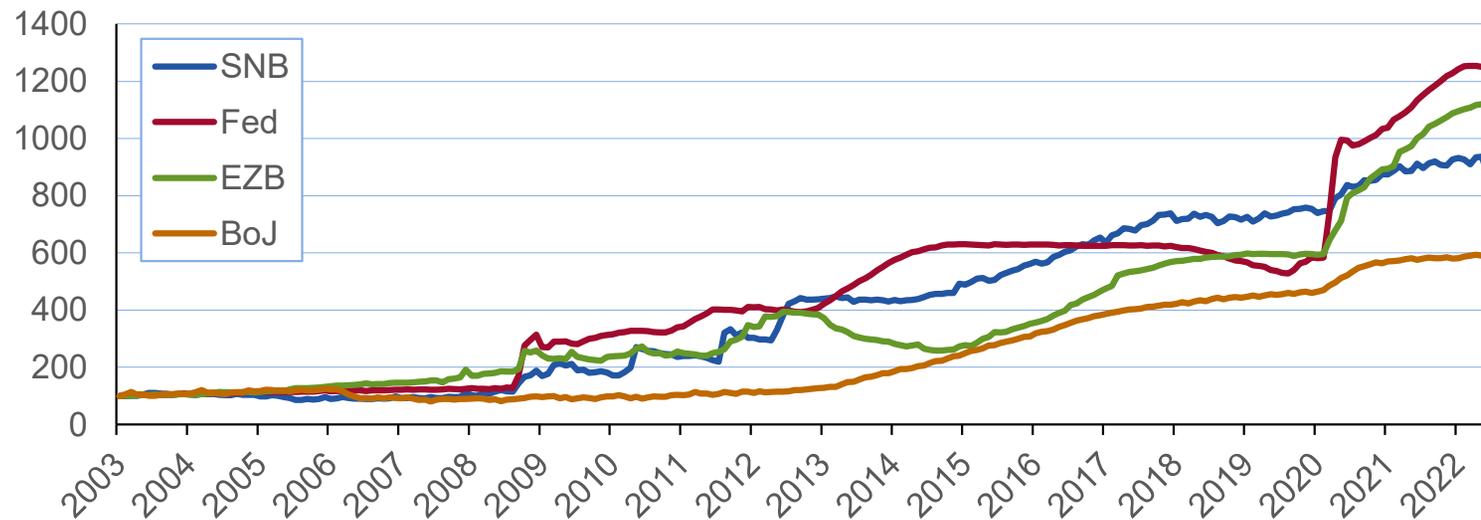
- Der nominelle Zinssatz kann in einen **realen Zins** und eine **Teuerungskomponente** zerlegt werden.



- ▶ Teuerungskomponente entschädigt für den **Kaufkraftverlust** des ausgeliehenen CHF-Betrags.
- ▶ Realzins **entschädigt** für den **Konsumaufschub** – inkl. den damit verbundenen **Unsicherheiten** (auch bzgl. künftiger Teuerung!) und ist massgebend für die **realen Kapitalkosten der Unternehmen**.
- ▶ Traditionell haben die **Notenbanken** mit den kurzfristigen Nominalzinsen den **Realzins gesteuert** und so **Konjunkturpolitik** betrieben.

Marktumfeld

Bilanzgrößen ausgewählter Zentralbanken (Jan 2003 = 100)

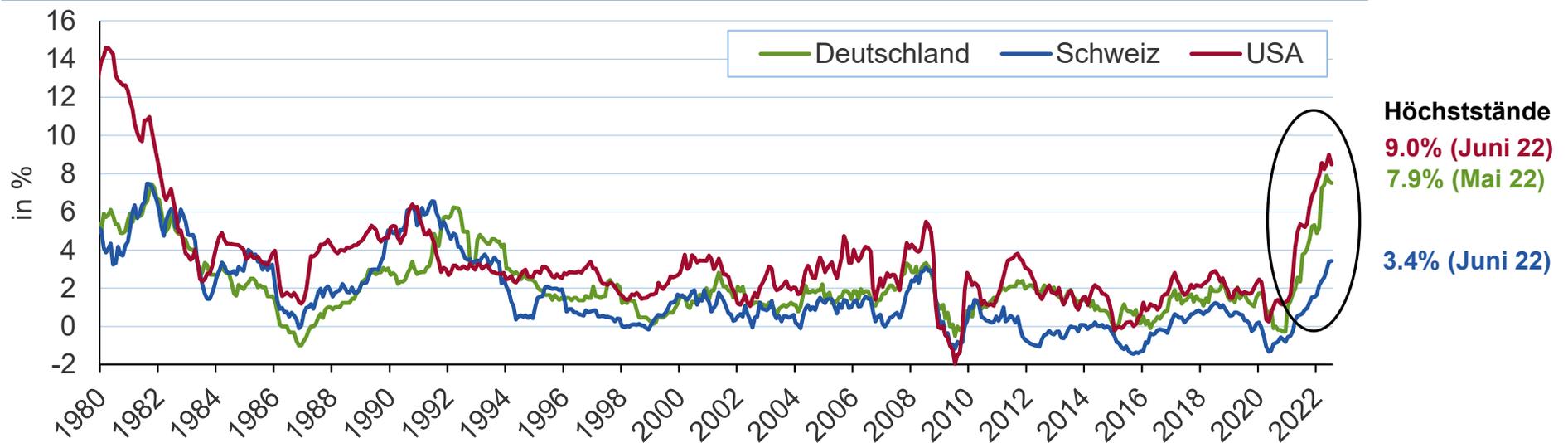


Quelle: SNB, Federal Reserve Bank of St. Louis, eigene Berechnungen

- ▶ Die **Geldpolitik** der letzten 15 Jahre ist **ausserordentlich expansiv**.

Inflationentwicklung

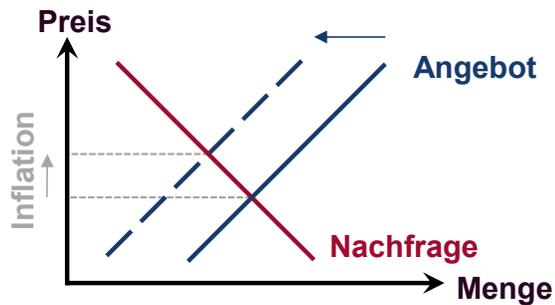
Inflationsraten (Jährliche Veränderung der Konsumentenpreisindizes)



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, OECD

- **Bis zur Corona-Krise** war das Preisniveau aber **erstaunlich stabil**.
- Seither hat vor allem in den **USA** und im **Euroraum** die **Inflation stark zugenommen**.

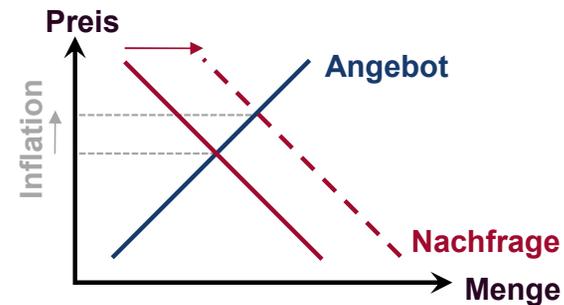
Cost-Push Inflation



Aktuell:

- **Unterbrechungen von Lieferketten** (erst COVID-19, dann Eskalation RUS-UKR) führen zu steigenden Produzentenpreisen und in Folge höheren Verbraucherpreisen.

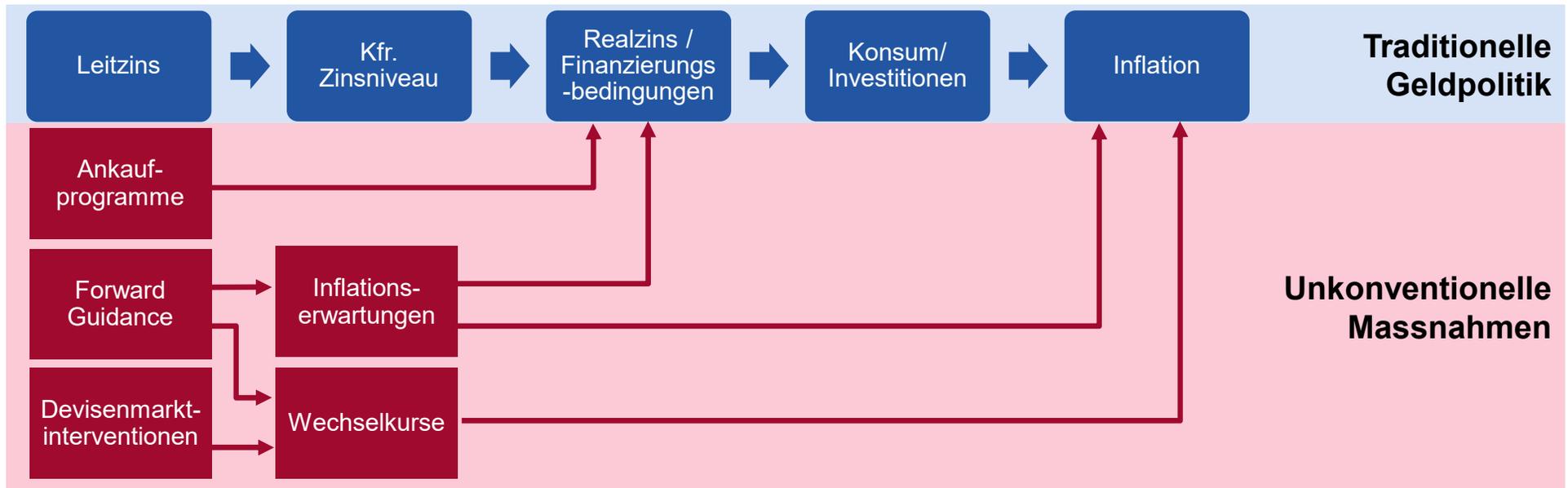
Demand-Pull Inflation



Aktuell:

- **Anstieg verfügbarer Einkommen** durch staatliche Unterstützungspakete
- **«Nachholbedarf»** nach Öffnungsmassnahmen

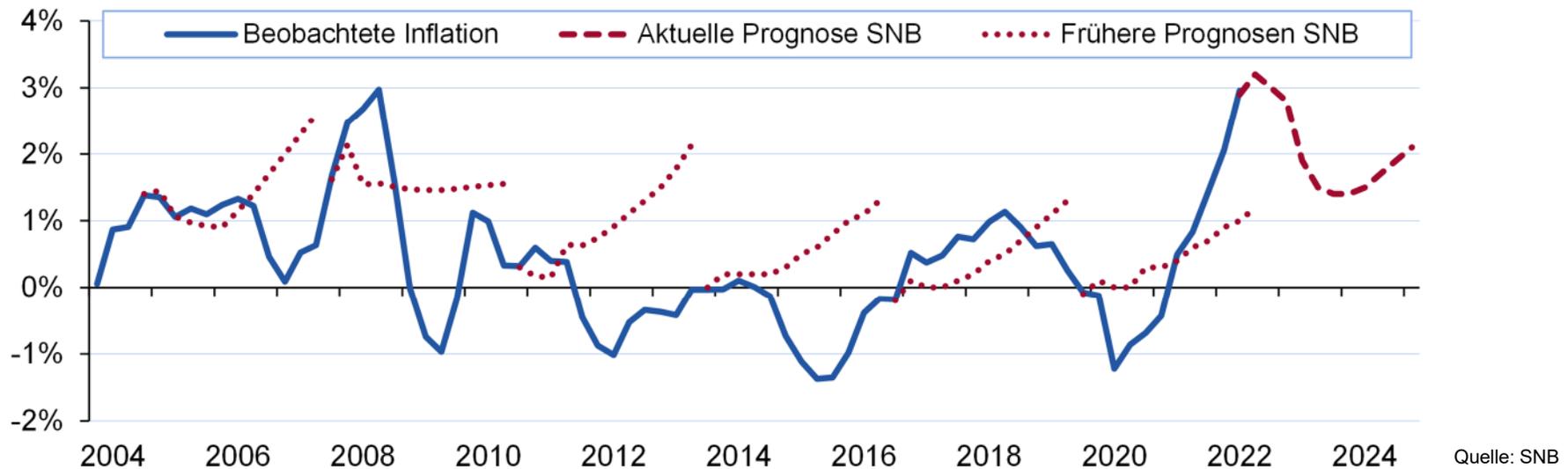
Unkonventionelle Geldpolitik



- Die Notenbanken bestimmen die Zinsen über alle Laufzeiten.
- Finanzkrise, Euro-Schuldenkrise und Covid-Krise mit immer mehr billigem Geld gelöst.
- Selbe Lösungsansätze für Ukraine-Krise. (Subventionen, Rüstungsausgaben)

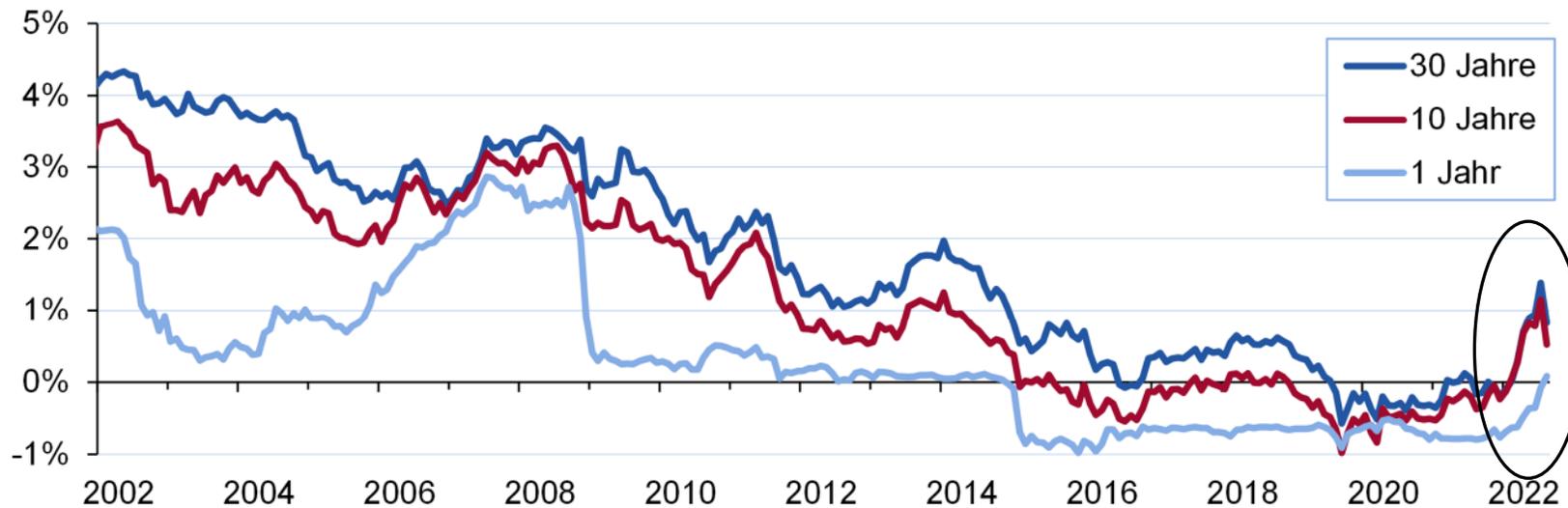
Inflationsprognose für die Schweiz?

Inflationsprognosen SNB (quartalsweise)



- Inflationsprognose SNB (mitunter) von vorgegebenen Zielen beeinflusst.
- Keine Finanzprodukte (wie Inflation Linked Bonds), die Markterwartung zur CH-Teuerung wiedergeben würden.

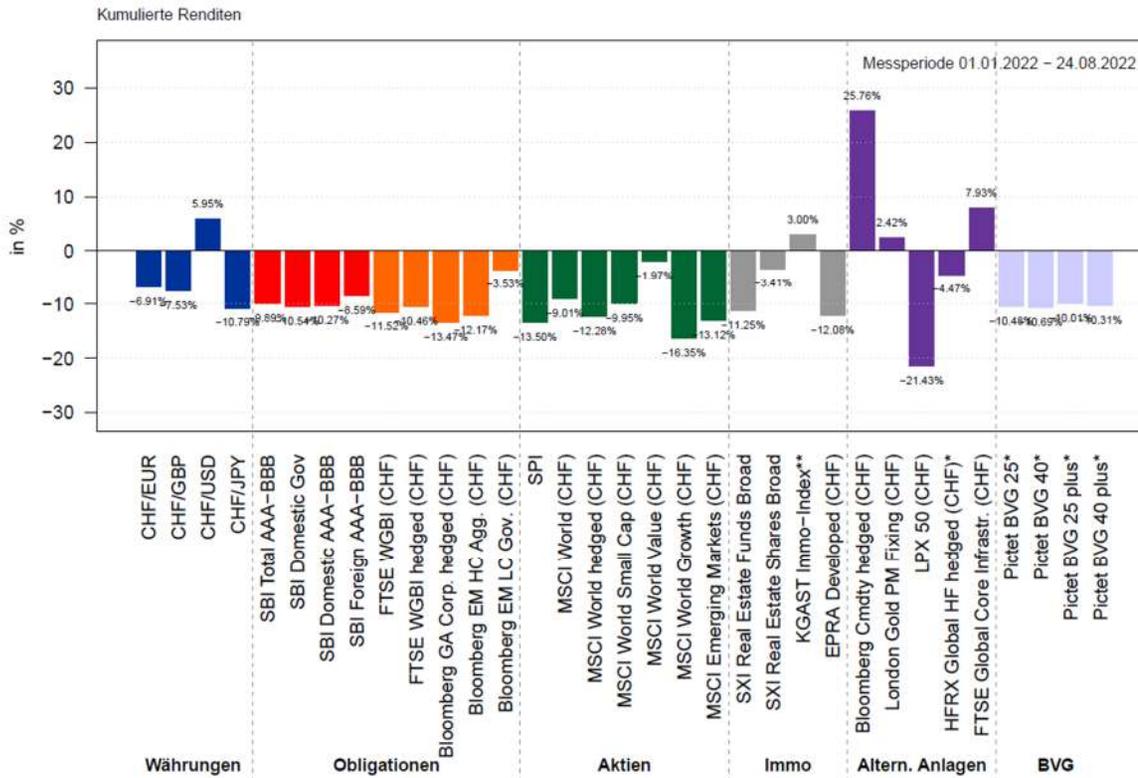
Renditen von Bundesobligationen nach Laufzeiten



► Zinsen für alle Laufzeiten sind im 2022 deutlich angestiegen

- Folge der erhöhten Teuerungserwartung oder der Anhebung der Leitzinsen?

Marktübersicht 2022



► Fast alle Märkte im 2022 negativ

- Grosse Ausnahme: Rohstoffe
- Anzeichen einer Stagflation gegeben

© PPCmetrics AG / 25.08.2022 / Quelle: Bloomberg / VERTRAULICH

* Die Schlusskurse der Indizes können mehrere Tage verzögert sein.

** Geschätzte Renditen.

Gesetzliche Pflichten

Verzinsung Altersguthaben

- BVG-Mindestzinssatz jährlich festgelegt
 - Basis: «Entwicklung der Renditen marktgängiger Anlagen, insb. der Bundesobligationen, sowie zusätzlich der Aktien, Anleihen und Liegenschaften.»
 - Teuerung nicht direkt berücksichtigt – obwohl das gemäss Leistungsziel nach Verfassung eigentlich Sinn machen würde.
 - Steigende Teuerung dürfte schon bald als Argument im «Bazar» um den neuen Wert auftauchen.
- Umhüllende Kassen können Anrechnungsprinzip anwenden, allerdings beurteilte BG eine umhüllende Minderverzinsung bei Deckungsgrad deutlich über 100% als rechtswidrig.
- ▶ **Koppelung BVG-Mindestzinssatz an Teuerung höchstens indirekt**
- ▶ **Faktisch ist BVG-Mindestzinssatz eine Mindestvorgabe für die meisten VE**
- ▶ **Nur wenige VE richten ihre Verzinsung primär nach der Teuerung aus**

Rentenanpassung an Teuerung

- Teuerungsanpassungen im BVG:
 - **Hinterlassenen- und Invalidenrenten nach BVG** sind gemäss Vorgabe des Bundesrats der **Teuerung anzupassen**.
 - Im Überobligatorium gilt Anrechnungsprinzip (Pflicht zur Teuerungsanpassung, wenn das Überobligatorium «aufgebraucht»).
 - BVG-Altersrenten und alle überobligatorischen Renten «werden **entsprechend der finanziellen Möglichkeiten** der Vorsorgeeinrichtung der Preisentwicklung angepasst».
- ▶ **BVG-nahe Pläne sind für Risikoleistungen direkt von der Teuerung betroffen.**
 - Finanzierung typischerweise durch spezifischen (Umlage-)Beitrag
- ▶ **Bei Altersleistungen können Teuerungsanpassungen meist (sehr) lange hinausgeschoben werden**, zumal Bewertungen i.d.R. auch noch lange nicht «marktnah» erfolgen.
- ▶ Aber: **Vorgabe des Gesetzgebers** zeugt von gewisser **Inkonsistenz / Vergessenheit**.

Renten Kürzungen?

- Sanierungsmassnahmen bei laufenden Renten wurden mit der 1. BVG-Revision im BVG (Art. 65d) sehr restriktiv geregelt:
 - Nur freiwillige Rentenerhöhungen der letzten 10 Jahren dürfen als Sanierungsbeitrag wieder gekürzt werden.
 - Temporäre Massnahme, beschränkt auf Unterdeckung.
- Insb. der letzte Satz von Art. 65d, Abs. 3 BVG («Die Höhe der Renten bei Entstehung des Rentenanspruchs bleibt jedenfalls gewährleistet.») wurde schon bald oft als absolute Garantie für laufende Renten ausgelegt.
 - In einem Streitfall (PWC-Urteil) hat das [Bundesgericht](#) auch festgehalten, dass der [Beitrag der Rentner sich auf jeden Fall auf die gesetzliche Sanierungspflicht beschränkt](#). Die Planungssicherung für Rentner stehe im Vordergrund und für die Fortführung des gewohnten Lebensstandards sei ein fixer Rentenanteil zentral.
- ▶ **Rentenreduktionen** sind zurzeit gesetzlich **nicht möglich** (auch nicht bei negativer Teuerung)
 - Eine Ausnahme bilden die nicht geschützten Anwartschaften.

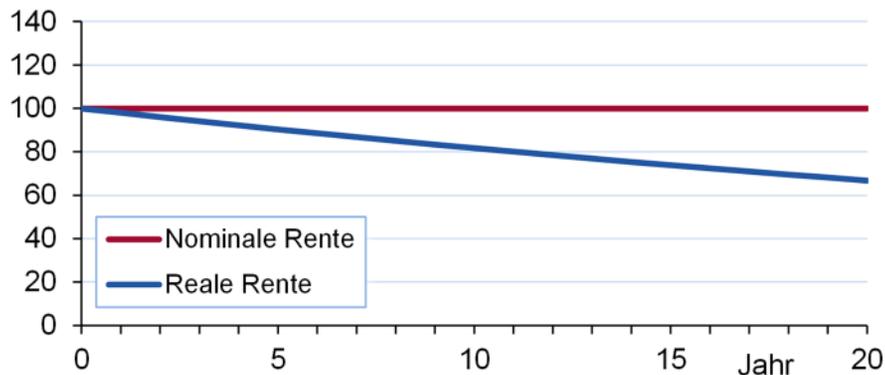
Teuerung + Leistungsfinanzierung

Finanzierung Altersleistungen

Technischer Zinssatz =
Nominalzinssatz

- Realverzinsung und erwartete Teuerung in Rentenhöhe eingerechnet.
- Real nimmt Rente um eingerechnete Teuerung ab, falls diese eintritt.

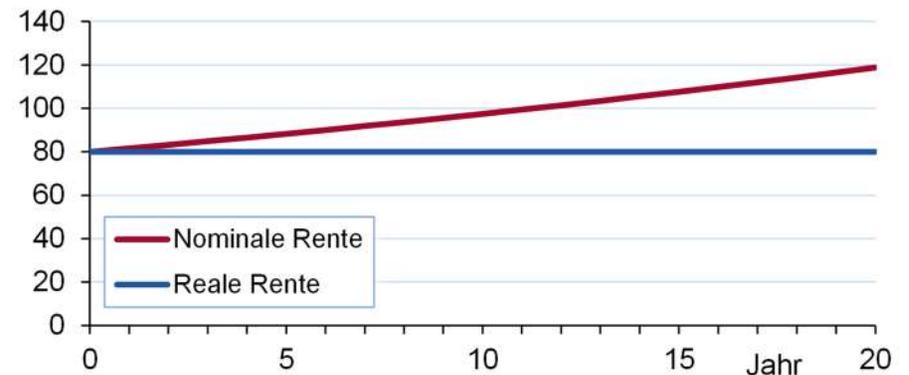
Rentenverlauf mit 2% Teuerung



Technischer Zinssatz =
Realzinssatz

- Realverzinsung in Rentenhöhe eingerechnet.
- Erwirtschafteter Nominalzins erlaubt Anpassung der Rente an Teuerung.

Rentenverlauf mit 2% Teuerung



Systemvergleich – eine Frage der Optik

Sicht Versicherte

- Teuerungsanpassungen werden grundsätzlich gewünscht.
- Anfängliches Leistungsniveau ist aber deutlich tiefer, wenn technischer Zinssatz nur auf Realzinsen abstellt.
- Kompromiss zwischen vernünftigen Anfangsleistungen und Kaufkraftverlust meist sinnvoll, da Einkommensbedarf eher sinkt.

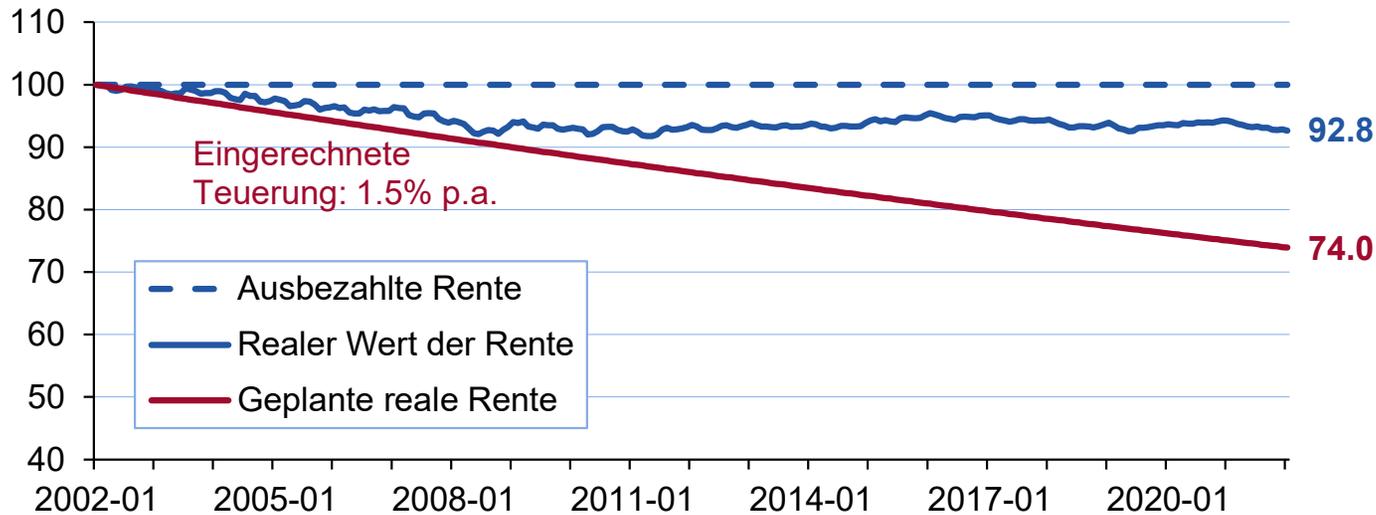
Sicht VE

- Finanzierungsrisiko tiefer, wenn Realzins verwendet wird.
- BVG-Mindestleistungen stellen auf so hohem Zinsniveau ab, dass Einrechnung einer Teuerungskomponente praktisch zwingend ist.
- Umstellung auf Realzinsen wäre bedeutender Systemwechsel und Abweichung von der Norm (gemessen an anderen PKs).

Ex-post Zielerreichung

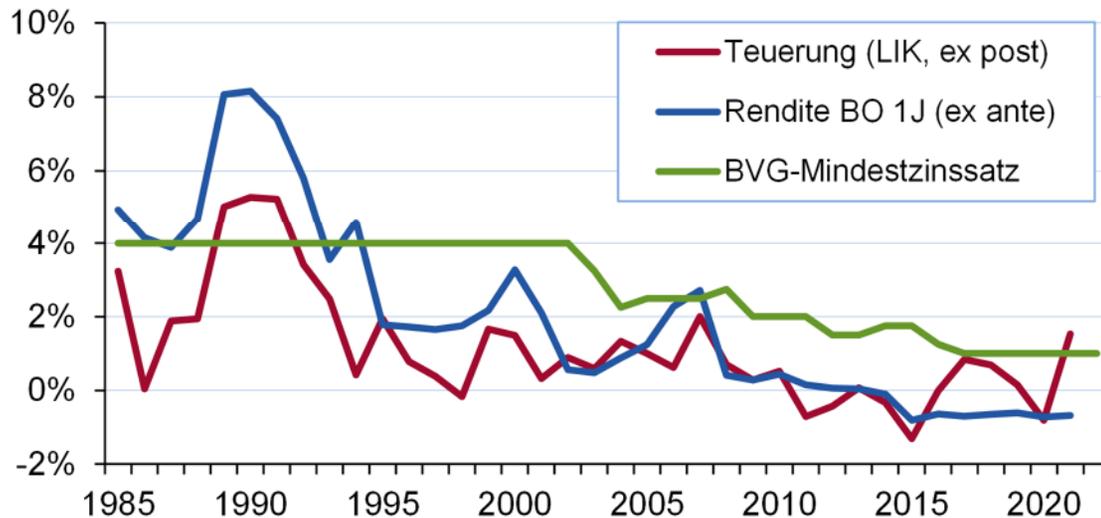
- Bei Finanzierung mit Nominalzinssatz wird (erwartete bzw. eingerechnete) Teuerung im Voraus abgegolten.
- Bei tieferer effektiver Teuerung wird das angestrebte Leistungsniveau dann übertroffen.

Gegenwert einer nicht indexierten Rente



Historische Nominalzinssätze

Nominalzinssätze und Teuerung



Quelle: Eigene Berechnungen, SNB

▶ Zinsschwankungen seit 1985

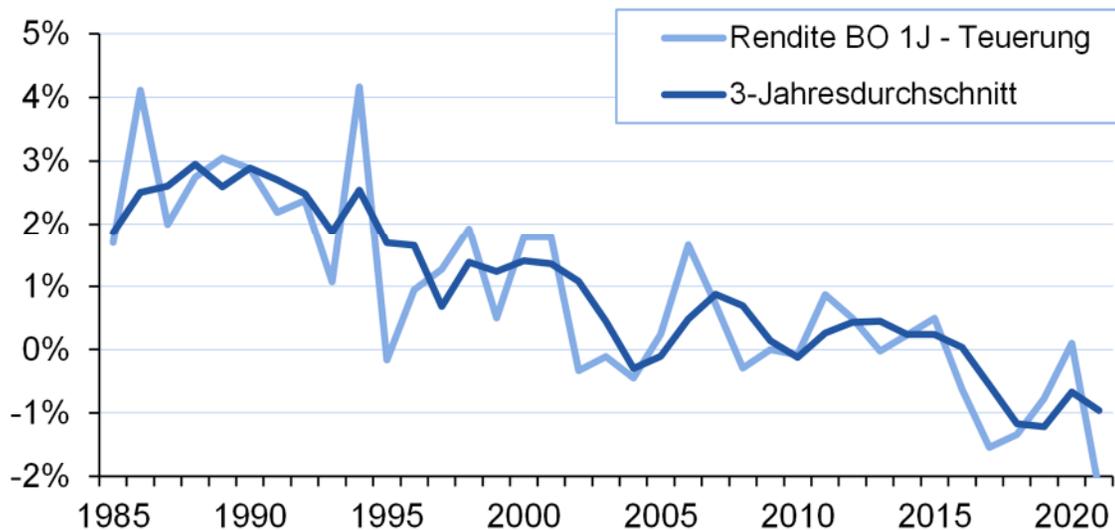
- Starke Schwankungen der Nominalzinsen
- Inflation als treibende Kraft
- Inflation seit 1995 deutlich stabiler und im $\bar{\varnothing}$ tiefer als davor.

▶ Fazit für Vorsorgeeinrichtungen:

- Vorsorgeziele, die auf fixer Nominalverzinsung basierten, mussten in den letzten Jahren deutlich reduziert werden.
- Vorsorgeziele, die auf fixer Realverzinsung basieren, sind leichter aufrecht zu erhalten.

Historische Realzinssätze

Realzinssätze



Quelle: Eigene Berechnungen, SNB

Vorsicht bei Interpretation: Ein im Voraus gehandelter Nominalzins berücksichtigt die erwartete Teuerung. Die im Nachhinein gemessene Teuerung muss nicht der erwarteten Teuerung entsprechen.

▶ Realzinssätze seit 1985

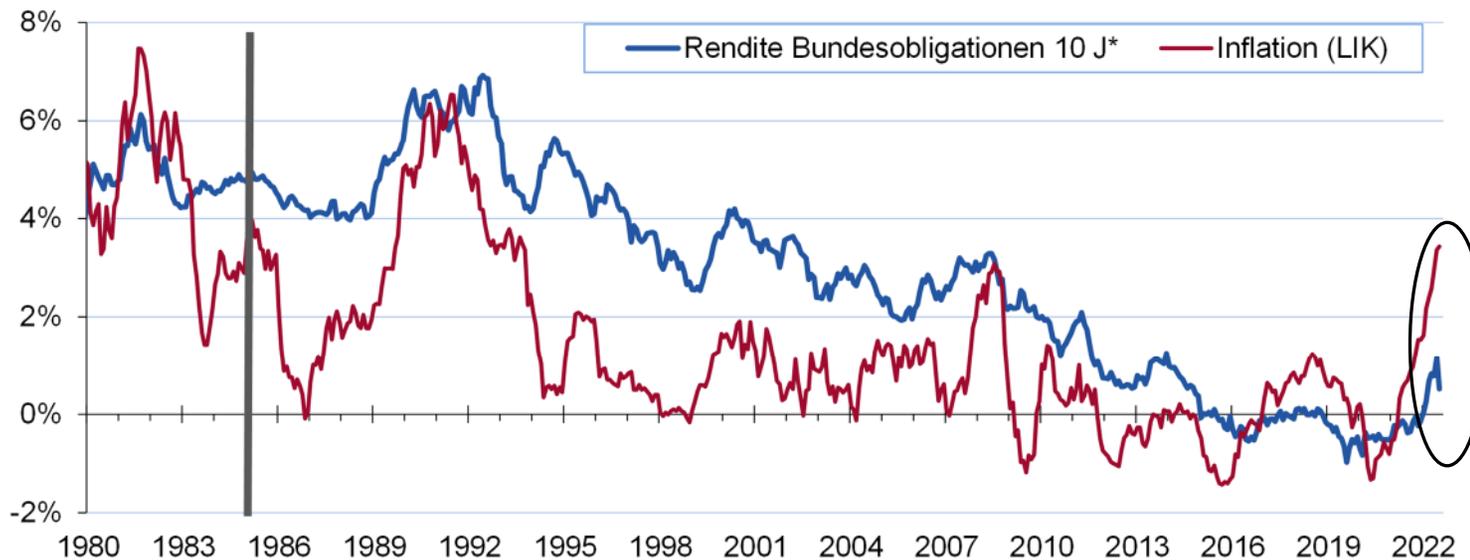
- Erreichte Realverzinsung bei Einführung BVG im Bereich von 2%.
- Realverzinsung in letzten Jahren eher bei 0%, teils negativ.

▶ Fazit für Vorsorgeeinrichtungen:

- Auch Vorsorgeziele, die auf fixer Realverzinsung basierten, konnten nicht ohne Weiteres gehalten werden.

Wie müsste BVG heute aussehen?

Entwicklung Zinsniveau vs. Inflationsrate



* Quelle: Eigene Berechnungen, SNB
 Rendite Bundesobligationen vor 1988:
 Durchschnittliche Rendite von rund einem
 Dutzend Anleihen des Bundes und der SBB

1985: BVG

Technischer Zinssatz 3.5%	
Realzins 1.5% - 2%	Teuerung 1.5% - 2%

BVG heute?

Gehen wir zurück und wenn ja, wohin?

- Ein **Anstieg** der Realzinsen ist **denkbar** – dies auch aufgrund erhöhter **Stagflationsrisiken** im aktuellen Umfeld.
- Wie stark der (Real-)Zinsanstieg ausfällt, ist aber schwierig absehbar.
 - **Szenario 1: Notenbanken behalten die Glaubwürdigkeit**, und steigen schrittweise aus der expansiven Geldpolitik aus.
 - ▶ Sanft steigende Zinsen bei leicht fallenden Obligationen und stabilen Realwerten
 - **Szenario 2: Ausser Kontrolle geratene Inflation** wird durch Drosslung der Realwirtschaft (über höhere Zinsen) gebremst («Back to the 80s»)
 - ▶ Deutlich sinkende Vermögenswerte – Obligationen, aber auch Realwerte verlieren an Wert.
 - **Szenario 3: Ausser Kontrolle geratene Inflation** wird nicht oder erst sehr spät gebremst.
 - ▶ Argentinien soweit das Auge reicht.
- ▶ **Was auch immer passiert. Ein Verfestigen eines Stagflationsszenario hat eine hohe Wahrscheinlichkeit.**

Schlusswort

Inflation als Chance oder Risiko?

- Inflation hat das **Potenzial eine Chance zu sein**, weil:
 - Teuerung erhöht Leistungen der meisten Vorsorgeeinrichtungen nicht wirklich.
 - Bei gleichzeitig ansteigenden Zinsen, wird die Finanzierung vereinfacht.
- Aber es **lauern Risiken**, insb. durch:
 - Erwartungshaltung von Rentnern
 - Versteckter Leistungsauftrag im Gesetz
- Darum sollte jede Vorsorgeeinrichtung ihre **Zielsetzungen bezüglich Umgang mit Teuerung** kennen / hinterfragen.
 - Wenn Teuerungsanpassung ein Ziel ist, müssten **Finanzierung und Bilanzierung der Leistungen darauf ausgerichtet** werden.
 - Wenn Teuerungserwartung dagegen schon durch Anfangsniveau der Leistung abgegolten wird, dann sollte dies klar festgehalten und den **Leistungsbezügern auch so kommuniziert** werden.

Ausblick

- ▶ Die Unsicherheit bezüglich Inflations- und Zinsentwicklung ist sehr hoch.
- ▶ Vertrauen auf ein bekanntes langfristiges Gleichgewicht ist nicht sinnvoll.
- ▶ Pensionskassen werden (weiterhin) unterschiedliche Erwartungen bilden und heterogene technische Zinsen wählen.
- ▶ Eine einheitliche und konsistente Risikobeurteilung der Vorsorgeeinrichtungen wird anspruchsvoller.
- ▶ Die Bedeutung von Stresstests und Szenarioanalysen nimmt zu.



Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
E-Mail zurich@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Telefon +41 22 704 03 11
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmmetrics.ch
Social Media   

Die Reparatur alter Fehler ist oft
unangenehmer als die Anschaffung
neuer.

unbekannter Autor

PPCmetrics (www.ppcmmetrics.ch) ist ein führender Schweizer Investment Consultant, Investment Controller, strategischer Anlageberater und Pensionskassenexperte. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren (beispielsweise vom Typ Pensionskasse, Vorsorgeeinrichtung, Personalvorsorgestiftung, Versorgungswerk, Versicherung, Krankenversicherung, Stiftung, NPO und Treasury-Abteilung) und Privatanleger (beispielsweise Privatkunden, Family Offices, Familienstiftungen oder UHNWI - Ultra High Net Worth Individuals). Unsere Dienstleistungen umfassen das Investment Consulting und die Anlageberatung sowie die Definition einer Anlagestrategie (Asset Liability Management - ALM), die Portfolioanalyse, die Asset Allocation, die Entwicklung eines Anlagereglements, die juristische Beratung (Legal Consulting), die Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection), die Durchführung öffentlicher Ausschreibungen, das Investment Controlling, die aktuarielle und versicherungstechnische Beratung und die Tätigkeit als Pensionskassenexperte.