PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Erwartete Rendite und technischer Zinssatz

Systematische Anpassung des technischen Zinssatzes

Bei vielen Vorsorgeeinrichtungen war der technische Zinssatz in den letzten Jahren mehrmals auf der Traktandenliste. Die meisten Kassen haben ihn aufgrund der gesunkenen Renditeerwartungen reduziert, oftmals in mehreren Einzelschritten. Den Bewertungszinssatz systematisch an die Marktzinsen anzupassen, wäre wesentlich transparenter.

IN KÜRZE

Die Bewertung der Verpflichtungen soll laufend an die Marktrealität angepasst werden. Allerdings hinken viele Kassen der Entwicklung hinterher. Bei der Finanzierung der zukünftigen Verpflichtungen stellt sich die Frage, wie viel Umlagefinanzierung toleriert werden soll.

Marco Jost
Dr. sc. math.,
Pensionskassen-Experte SKPE,
Partner, PPCmetrics

Lukas Riesen
CFA, Partner, PPCmetrics

Das Gesetz von Angebot und Nachfrage bestimmt den Preis von Obligationenanlagen. Die zurzeit hohen Preise für Obligationen ergeben tiefe Verfallsrenditen. Mit dem Begriff Zinsniveau ist denn auch nichts anderes als die Verfallsrendite von Bundesobligationen gemeint. Im Artikel «Welche Renditen sind mit Obligationen überhaupt noch möglich?» in der Januarausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» wurde gezeigt, dass jährliche Durchschnittsrenditen eines Bundesobligationenportfolios in den nächsten zehn Jahren in sämtlichen Szenarien unter 1 Prozent liegen.

Das tiefe Zinsniveau beeinflusst ebenfalls den Preis aller übrigen Anlagekategorien. Exemplarisch zeigt sich dies bei Immobilienanlagen. Beim aktuellen Zinsniveau sind Investoren bereit, höhere Preise für Immobilien zu bezahlen, respektive eine tiefere Renditeerwartung in Kauf zu nehmen. Vielfach wird argumentiert, das aktuelle Zinsniveau sei durch Interventionen von Zentralbanken und regulatorische Markteingriffe künstlich verzerrt. Auch wenn dieser Vorwurf eine gewisse Berechtigung hat, können daraus keine zuverlässigen Zinsprognosen abgeleitet werden. Für jede Vorsorgeeinrichtung ist das aktuelle Zinsniveau ein Faktum und müsste daher auch in der Bewertung der Verpflichtungen reflektiert werden.

Festlegung der Bewertungszinsen

Eine risikogerechte Bewertung von Verpflichtungen erfolgt laufzeitengerecht anhand der jeweils aktuellen Zinssätze. Die Renditeerwartungen der Anlagestrategie sind dabei irrelevant. Dieses Grundprinzip, wonach die Bewertungen auf der einen Seite der Bilanz unabhängig von der anderen Seite sind, zeigt sich nicht nur in der wissenschaftlichen Theorie. Der Marktpreis einer Immobilie ist beispielsweise unabhängig davon, ob der Verkäufer die Finanzierung mit eigenen Ersparnissen, mit einem Vorbezug aus der Pensionskasse oder mit Hypotheken sichergestellt hat.

Eine grosse Mehrheit der Vorsorgeeinrichtungen verwendet für die offizielle Bewertung ihrer Verpflichtungen einen höheren technischen Zinssatz und bilanziert damit erwartete, aber noch nicht realisierte Anlageerträge. Diese Abweichung vom Bilanzgrundsatz des Realisationsprinzips wird mit der Möglichkeit der Einführung von Sanierungsmassnahmen begründet. Bei diesem Ansatz stellen sich folgende Fragen:

– Welche Differenz zwischen technischem Zinssatz und Zinsniveau ist angezeigt oder noch tolerierbar?
– Welche Massnahmen werden ergriffen, wenn die Differenz zu gross wird?

Gemäss der Fachrichtlinie für Pensionskassen-Experten zum technischen Zinssatz (FRP 4) stellt der Experte bei seiner Empfehlung sicher, dass der technische Zinssatz mit einer «angemessenen Marge» unter der erwarteten Rendite liegt. Über die Höhe der erwarteten Rendite kann freilich debattiert werden. Die Mehrrendite eines weltweit diversifizierten Aktienportfolios betrug seit dem Jahr

1900 gegenüber Staatsanleihen etwas über 3 Prozent (Quelle: Dimson, Elroy, Global Investment Returns Yearbook 2015, CS). Ausgehend von einer auf 4 Prozent aufgerundeten Aktienrisikoprämie und risikogerechten Prämien für die weiteren Anlagekategorien ergeben sich für die meisten Vorsorgeeinrichtungen erwartete Renditen im Bereich von 1 bis 2.5 Prozent über dem Zinsniveau. Zieht man davon eine Marge im Bereich von 0.5 bis 1 Prozent ab, müssten die technischen Zinssätze für die Abschlüsse 2015 typischerweise im Bereich von 0 bis 2 Prozent liegen. Die technischen Zinssätze wurden in der Vergangenheit zwar auf breiter Front gesenkt, viele Vorsorgeeinrichtungen hinken der Zinsentwicklung aber noch deutlich hinterher.

Fehlende Systematik

Dies liegt nicht zuletzt daran, dass klare Regeln zur Festlegung des technischen Zinssatzes fehlen. Dadurch wird die Behandlung des Themas im Stiftungsrat zu einem fixen Traktandum, das Ergebnis ist aber nicht immer objektiv nachvollziehbar. Bei konstantem technischen Zinssatz und sinkendem Zinsniveau wird der Teil, der durch Risikoprämien erklärt wird, immer grösser. Der Anteil der erwarteten, aber nicht realisierten Anlageerträge nimmt zu (siehe Grafik «Vergleich konstanter technischer Zinssatz und Zinsniveau»). Damit werden die zukünftigen Risikoträger stärker mit potenziellen Sanierungsmassnahmen belastet.

Eine Senkung des technischen Zinssatzes wird in der Kommunikation gegenüber den Versicherten meist mit einer vorsichtigeren Bilanzierung begründet. Dies ist jedoch nicht immer der Fall. Wurde der technische Zinssatz Ende 2014 und 2015 jeweils um je 0.25 Prozent gegenüber der Vorjahresbilanz reduziert, dann entspricht dies nicht einer vorsichtigeren Bilanzierung, da das Zinsniveau deutlich stärker gesunken ist (siehe Grafik «Vergleich technischer Zinssatz –0.25 Prozent p.a. und Zinsniveau»).

Finanzierung der zukünftigen Leistungen

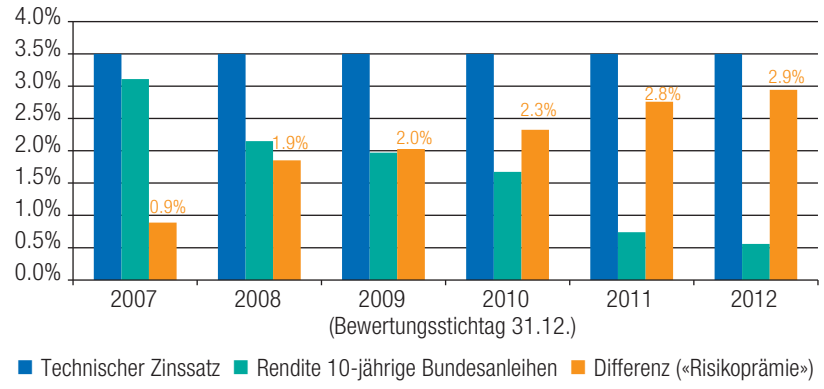
Die zukünftigen Leistungen können grundsätzlich an das Zinsniveau angepasst werden. Dies geschieht in Beitragsprimatsplänen primär über die jährlich festgelegte Verzinsung der Altersguthaben. Meist dient der BVG-Mindestzinssatz als Referenzgrösse. Zwischen 2003 (erstmalige Anpassung) und 2011 lag der BVG-Mindestzinssatz relativ nah beim jeweils langfristigen Zinsniveau, seit 2012 hat sich dagegen eine Lücke aufgetan. Der BVG-Mindestzins von 1.25 Prozent für das Jahr 2016 liegt deutlich über den Renditen 10-jähriger Bundesobligationen. Insgesamt konnte die jährliche Verzinsung in der Vergangenheit dennoch relativ gut ans Zinsniveau angepasst werden.

Schwieriger ist dagegen die Anpassung der Leistungsprimatstarife oder der Umwandlungssätze im Beitragsprimat, weil der Hebeleffekt viel grösser ist und die gesetzlichen Mindestleistungen quer in der Zinslandschaft stehen. Eine konsequente Anpassung solcher Planparamter an die Marktzinsen wäre im aktuellen System ein Fremdkörper. Damit ist auch gesagt, dass mit schwankenden Marktzinsen Umlageeffekte zwischen den Generationen auftauchen, die nur langfristig ausgeglichen werden können. Soll darauf verzichtet werden, sich also jede Generation immer selbst finanzieren, dann müssten die Vermögenserträge je nach Zinsentwicklung unterschiedlich auf die Versichertengenerationen verteilt werden. Wie stark der Druck zu einer solchen Individualisierung sein wird, hängt wesentlich davon ab, wie umsichtig mit der Umlagefinanzierung umgegangen wird.

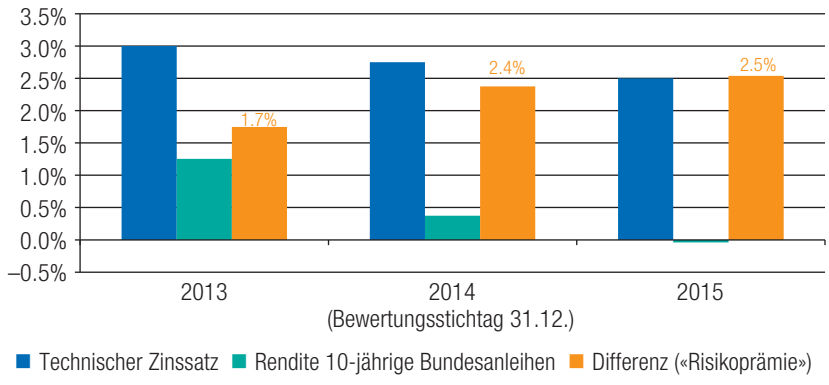
Umlageeffekte diskutieren

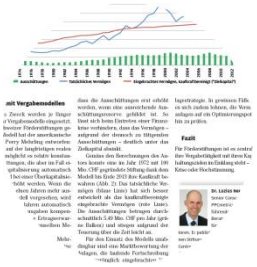
Schwankende Zinsen sind eine Realität. Im Sinne der Transparenz sollte der Bewertungszinssatz direkt an das Zinsniveau geknüpft und nicht jährlich neu diskutiert werden. Die Diskussion, wie viele Umlageeffekte in einer Pensionskasse toleriert werden können, hat aufgrund der aktuellen Zinssituation an Dramatik gewonnen und muss individuell für jede Kasse geführt werden. Das Thema sollte keinesfalls mit künstlichen Bewertungszinsen unter den Teppich gekehrt werden. Damit eine lösungsorientierte Diskussion stattfinden kann, muss zunächst Transparenz geschaffen werden.

Vergleich konstanter technischer Zinssatz und Zinsniveau



Vergleich technischer Zinssatz –0.25% p.a. und Zinsniveau





Publika-tionen

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Videos

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

Tagungen

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

Website

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