

Pensionskassen im Tiefzinsumfeld

Wie lassen sich japanische Verhältnisse meistern?

Das historisch tiefe Zinsniveau verunmöglicht in Zukunft hohe Renditen auf Obligationenanlagen. Die Erfahrungen aus Japan zeigen, dass Anpassungen von Leistungen und Beiträgen bei langfristig tiefen Zinsen unausweichlich sind. Durch rechtzeitiges Ergreifen von Massnahmen kann eine nachhaltige Finanzierung sichergestellt werden.

Die Gefahren einer anhaltenden Tiefzinsphase verbunden mit stagnierenden Aktienmärkten werden von Vorsorgeeinrichtungen oft unter dem Titel «Japan-Szenario» diskutiert. Die Eckwerte dieses Szenarios verdeutlichen, dass in diesem Fall viele Vorsorgeeinrichtungen Massnahmen ergreifen müssen. Seit dem Jahr 2000 schwankt die Rendite von japanischen Staatsanleihen im Bereich von 1 Prozent, und der japanische Aktienmarkt weist, auch unter Berücksichtigung der Dividenden, ein Minus von 40 Prozent auf. Zwar ist eine Rendite von unter 1 Prozent bei schweizerischen Staatsanleihen ein neues Phänomen, und die Entwicklung der globalen Aktienmärkte der nächsten Jahre kann nicht abgeschätzt werden. Dennoch drängt sich ein Vergleich mit Japan auf, da das schweizerische Zinsniveau seit letztem Herbst sogar unter demjenigen von Japan liegt.

Hohe Obligationenrenditen nicht wiederholbar

Aufgrund der sinkenden Zinsen war die Rendite von schweizerischen Staatsanleihen in den letzten Jahren hoch. Ausgehend vom aktuell sehr tiefen Zinsniveau ist es aber ausgeschlossen, dass in den nächsten zehn Jahren diese Renditen wieder erzielt werden können. Selbst im positiven Fall eines Zinsanstiegs sind durchschnittliche jährliche Renditen von über 2 Prozent in den nächsten zehn Jahren sehr unwahrscheinlich (siehe Grafik Seite 32). Viele Vorsorgeeinrichtungen werden ohne deutlichen Aufschwung der Aktienmärkte oder

ohne Leistungsanpassungen und Zusatzfinanzierungen die notwendige Sollrendite in den nächsten Jahren nicht erzielen können.

Nominale Leistungsversprechen als Grundproblem

Das Versprechen, eine lebenslange Rente auszuzahlen, zu deren Finanzierung eine Rendite von 4 Prozent auf dem Vorsorgevermögen erforderlich ist, war Anfang der 90er-Jahre durchaus realistisch. Hat die Vorsorgeeinrichtung zu diesem Zeitpunkt zur Deckung dieser langfristigen Verpflichtung in langfristige Bundesanleihen investiert, dann kann das Leistungsversprechen von damals auch heute noch problemlos eingehalten werden.

Für ein Leistungsversprechen, das heute abgegeben wird, sieht die Situation jedoch vollkommen anders aus. Wenn man eine neu gesprochene Rente ohne Risiken und damit nur mit sicheren Obligationen finanzieren möchte, müsste heute die Berechnung der Rentenhöhe anhand einer Vermögensrendite von knapp 1 Prozent

erfolgen. Die resultierenden Umwandlungssätze würden in diesem Fall im Bereich von unter 5 Prozent liegen.

Der zentrale Unterschied zwischen der Situation Anfang 90er-Jahre und heute liegt in der erwarteten Teuerung. Bei einem Zinsniveau von 4 Prozent musste davon ausgegangen werden, dass sich die nominal definierte Rente im Zeitablauf aufgrund der Teuerung real entwertet. Aus

In Kürze

- > Schweizer Zinsniveau tiefer als in Japan
- > Negative Teuerung führt zu realer Rentenerhöhung
- > Leistungen und Finanzierung jetzt hinterfragen

heutiger Sicht findet diese reale Rentenentwertung nicht statt. Im Gegenteil, in der jüngsten Vergangenheit waren die Teuerungsraten negativ, was reale Rentenerhöhungen zur Folge hatte. Allerdings hat dies kaum jemand bemerkt.

Erfahrungen aus Japan

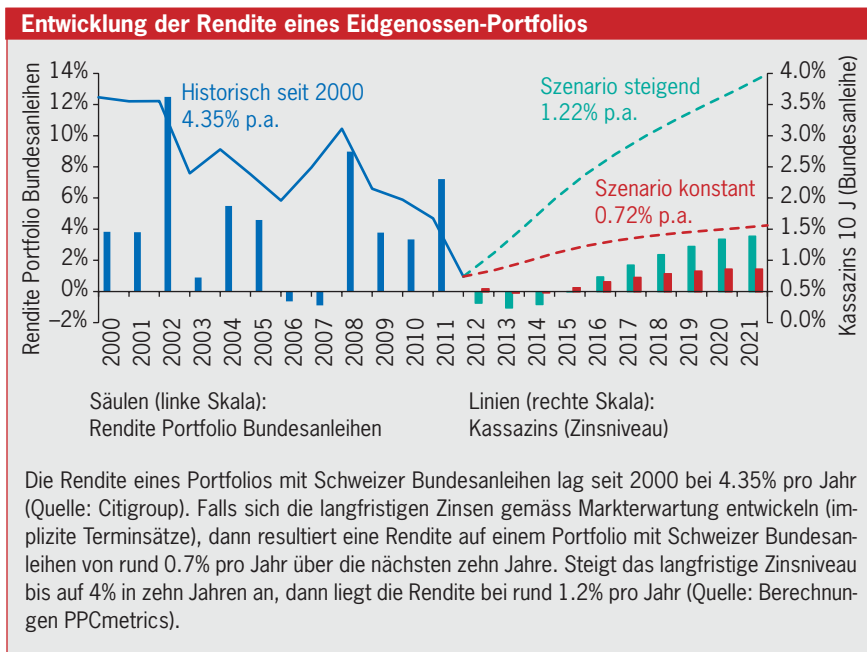
Anstelle einer theoretischen Diskussion über die Auswirkungen von langfristig tiefen Zinsen blicken wir nach Japan, um von den gemachten Erfahrungen zu profitieren (siehe dazu auch Interview im Kas-

Autoren

Hansruedi Scherer
Dr. rer. pol.,
Partner,
PPCmetrics



Lukas Riesen
CFA, Senior
Consultant,
PPCmetrics



ten, Seite 34). Beim japanischen System fällt zunächst auf, dass im Bereich der Altersversicherung für Angestellte, die durch die staatliche Behörde durchgeführt wird, eine Rentenindexierung vorgesehen ist. Aufgrund der negativen Preisentwicklung ist die individuell ausbezahlte Rente im Jahr 2011 um 0.4 Prozent tiefer als im Jahr 2006. Die Leistungsversprechen sind auf einer realen Basis definiert.

Bei den Pensionsfonds der Unternehmungen waren in den letzten Jahren teilweise substanzielle Zusatzbeiträge der Arbeitgeber erforderlich, um das finanzielle Gleichgewicht wiederherzustellen. Dies erfolgte oft gleichzeitig mit der Reduktion zukünftiger Leistungen. Bei Unternehmungen, die sich in finanzieller Schiefelage befanden, mussten noch schärfere Massnahmen ergriffen und die laufenden Renten angetastet werden. Ein prominentes Beispiel ist Japan Airlines, die Rentenkürzungen von rund 30 Prozent und Kürzungen bei aktiven Versicherten von rund 50 Prozent vornehmen musste. Sowohl die zuständige Behörde als auch die Mehrheit der aktiven Versicherten und Rentner haben dabei der Leistungskürzung zugestimmt. Eine Ablehnung hätte die Schliessung des Plans und die Verteilung des verbleibenden Vermögens an die Destinatäre zur Folge gehabt.

Die Anlagestrategien von japanischen Pensionsfonds von Unternehmungen sind durchaus mit denjenigen von durchschnittlichen Schweizer Kassen vergleichbar und weisen folglich eine wesentlich geringere

Aktienquote als angelsächsische Kassen auf. Die erforderlichen Nachfinanzierungen hatten zur Folge, dass dem Risikomanagement eine höhere Priorität eingeräumt und dadurch tendenziell Anlagerisiken geringfügig reduziert wurden. Dank den teilweise schmerzhaften Anpassungen von Leistungen und Beiträgen sowie kon-

sequentem Risikomanagement wurde in Japan eine nachhaltige Grundlage für das Kapitaldeckungsverfahren geschaffen.

Weichen jetzt stellen

Zwar kann das Zinsniveau in der Schweiz erst seit ein paar Monaten mit demjenigen von Japan verglichen werden. Sollte das Zinsniveau jedoch länger tief bleiben, dann sind drastische Anpassungen notwendig. Je früher die Leistungsversprechen auf ein realistisches Niveau reduziert oder durch Zusatzbeiträge nachfinanziert werden, desto weniger sprunghafte Anpassungen sind in Zukunft notwendig.

Eine kontinuierliche Anpassung der Leistungs- und Beitragsparameter verhindert eine allzu einseitige Belastung einzelner Versichertengruppen und stellt sicher, dass die Vorsorgeeinrichtung für die Zukunft auf einem stabilen Fundament steht. Sollte sich in ein paar Jahren zeigen, dass das Japan-Szenario glücklicherweise nicht eingetroffen ist, können allfällige Überschüsse an die Destinatäre ausgeschüttet werden. Positive Überraschungen werden einfacher zu erklären sein als unterlassene Anpassungen an die ökonomische Realität. ■

Les caisses de pensions dans un contexte de taux bas

Comment gérer une situation à la japonaise?

Des taux d'intérêt historiquement bas anéantissent les perspectives de bons rendements futurs pour les placements en obligations. L'expérience japonaise montre que lorsque les intérêts restent obstinément bas, une adaptation des prestations et des cotisations devient inévitable.

Quand les institutions de prévoyance parlent du «scénario japonais», elles ont dans l'esprit les risques conjugués d'une phase de taux bas et d'une stagnation boursière. Les valeurs angulaires d'un tel scénario mettent en évidence que le cas échéant, de nombreuses institutions de prévoyance seront contraintes de prendre

des mesures. Depuis l'an 2000, le rendement des emprunts d'Etat japonais oscille autour de 1% et le marché boursier japonais affiche une moins-value de 40%, même si l'on tient compte des dividendes. Certes, un rendement inférieur à un pour cent constitue un phénomène inédit pour les emprunts d'Etat suisses et l'évolution

des marchés boursiers mondiaux dans les années à venir n'est aujourd'hui que matière à conjecture. N'empêche que la comparaison avec le Japon vient tout naturellement, d'autant que depuis l'automne dernier, le niveau des taux d'intérêt est encore inférieur en Suisse à celui du Japon.

Impossible pour les obligations de refaire aussi bien qu'autrefois

A cause de la plongée des taux, les bons du Trésor suisse ont été très rentables ces dernières années. Mais au niveau où les taux se trouvent actuellement, impossible d'obtenir des rendements de

En bref

- > Les taux d'intérêt sont plus bas en Suisse qu'au Japon
- > Un renchérissement négatif provoque une augmentation réelle des rentes
- > Reconsidérer maintenant les prestations et le financement

cet ordre de grandeur dans les dix ans à venir. Même si les taux devaient remonter, des rendements annuels moyens de plus de 2% paraissent hors de question sur les dix prochaines années (voir graphique page 33 dans l'article allemand). Beaucoup d'institutions de prévoyance ne parviendront donc pas à générer le rendement qu'il leur faudrait dans un avenir rapproché à moins d'une reprise vigoureuse des marchés boursiers ou d'une adaptation des prestations et d'apports financiers complémentaires.

Le problème de fond: les promesses de prestations nominales

Au début des années 90, la promesse de verser à vie une rente dont le financement nécessiterait un rendement de 4% était tout à fait réaliste. Et une institution de prévoyance qui avait investi à l'époque dans les emprunts de longue durée de la Confédération pour financer ces engagements de longue haleine peut toujours remplir ses engagements d'antan sans aucun problème.

Pour les promesses de prestations faites aujourd'hui, la situation est toutefois très différente. Si on voulait financer une

nouvelle rente aujourd'hui sans encourir de risques, donc uniquement par des obligations sûres, le montant de la rente devrait être calculé sur une base de rendement d'à peine 1% et les taux de conversion se situeraient alors quelque part autour de 5%.

La grande différence entre la situation du début des années 90 et aujourd'hui, c'est le renchérissement attendu. Avec des taux à 4%, on pouvait penser que la rente définie au taux nominal subirait une dévaluation progressive sous l'effet du renchérissement. Dans l'optique actuelle, cette perte de valeur réelle de la rente n'a pas lieu, les taux de renchérissement étaient même négatifs et c'est en fait une augmentation de la valeur réelle des rentes qui s'est produite, un phénomène qui a cependant passé presque inaperçu.

Les expériences du Japon

Au lieu d'engager une discussion théorique sur les répercussions de taux bas sur le long terme, tournons le regard vers le Japon pour tirer la leçon des expériences faites dans ce pays (voir aussi à ce sujet l'interview dans l'encadré). La première chose qui frappe dans le système japonais, c'est l'indexation des rentes dans le domaine de l'assurance vieillesse pour les travailleurs dont l'exécution relève des autorités gouvernementales. En raison de l'évolution négative des prix, la rente individuelle versée en 2011 était inférieure de 0.4% à celle de 2006. Les promesses de prestations sont définies sur une base réelle.

Dans les fonds de pension des entreprises, les employeurs ont dû injecter des contributions complémentaires en partie substantielles dans un passé récent pour rétablir l'équilibre financier. Souvent, ces assainissements allaient de pair avec une réduction des prestations futures. Dans les entreprises qui connaissaient des difficultés financières, des mesures encore plus draconiennes ont dû être prises et il a aussi fallu tailler dans les rentes en cours. La compagnie aérienne Japan Airlines a été de celles-là: les rentes ont été amputées d'environ 30% et la diminution a même été de 50% pour les assurés actifs. L'autorité compétente de même que la majorité des assurés actifs et des rentiers ont donné leur aval à ce tour de force. Un refus aurait conduit à la fermeture du plan et à la répartition de la fortune résiduelle parmi les destinataires.

Les stratégies de placement des fonds de pension d'entreprises japonaises ressemblent d'assez près à celles de la moyenne des caisses suisses, la quote-part d'actions y est donc nettement inférieure à celle détenue par les caisses anglo-saxonnes. Les financements complémentaires auxquels il a fallu procéder ont fait de la gestion des risques une plus grande priorité, avec en corollaire une tendance à légèrement diminuer les risques de placement. Grâce aux adaptations des prestations et des cotisations en partie douloureuses et d'une gestion rigoureuse des risques, le système de capitalisation repose aujourd'hui sur une base solide au Japon.

Définir les grandes orientations maintenant

En Suisse, le niveau des taux n'a pris des dimensions japonaises que depuis quelques mois. Mais si cette situation devrait durer, des adaptations dramatiques seront nécessaires. Plus vite les promesses de prestations seront ramenées à un niveau réaliste ou financées a posteriori par des contributions complémentaires, moins il sera nécessaire à l'avenir de procéder à des adaptations en catastrophe.

L'adaptation régulière des paramètres régissant les prestations et les cotisations permet d'éviter que certains groupes d'assurés soient mis à contribution plus que de raison. Elle garantit aussi que l'institution de prévoyance repose sur un fondement solide et puisse envisager l'avenir avec sérénité. S'il devait s'avérer dans quelques années que nous avons pu écarter la coupe d'un scénario japonais, il sera toujours temps de distribuer les éventuels excédents aux destinataires. Une heureuse nouvelle est tellement plus facile à annoncer que de devoir expliquer pourquoi les adaptations nécessaires à la réalité économique n'ont pas été faites quand il était encore temps. ■

**Hansruedi Scherer
Lukas Riesen**