

ALM-Modelle und Zinsschwankungen

Eine bewegte Geschichte

Lange Jahre herrschte in der beruflichen Vorsorge das 4%-Nominalzins-Paradigma vor. Heute sind Pensionskassen flexibler unterwegs.

ALM-Modelle zeigen die Chancen und Risiken von Zinsveränderungen und ermöglichen eine zielgerichtete Steuerung.

Veränderungen des Zinsgefüges waren schon immer herausfordernd für die langfristige finanzielle Führung einer Vorsorgeeinrichtung. Zinsannahmen sind zentrale, aber auch kontroverse Parameter in den ALM-Modellen. Marktzinsen auf der Aktivseite schwanken und sind nicht verlässlich prognostizierbar.

Zum technischen Zinsfuss auf der Passivseite schrieb die Kammer der Pensionskassenexperten 1990: «Die Langfristigkeit der Überlegungen verbietet es, kurzfristig Zinsschwankungen auf dem Kapitalmarkt zu berücksichtigen.» Sie zementierte so das damalige 4%-Nominalzins-Paradigma – eine kombinierte Form von langfristiger Inflations- und Realzinsprognose.

Unbeliebte Befunde aus ALM-Modellen im Zuge der gesunkenen Zinsen

Die ALM-Modelle wurden mit zunehmenden Rechenkapazitäten immer mächtiger, dynamischer, realistischer und zeigten im Zuge der gesunkenen Zinsen ab den 2000er Jahren (siehe erste Grafik) Handlungsbedarf an: Ökonomische Unterdeckungen bei den meisten Vorsorgeeinrichtungen, systematische Umverteilungen, realitätsferne gesetzliche Mindestleistungen verbunden mit steigendem Druck, teilweise ein unverantwortlich hohes Anlagerisiko für die Finanzierung der Leistungsversprechen eingehen zu müssen.

Die Erkenntnis, dass der Verweis auf eine unbestimmte Langfristigkeit kein Lösungsmodell im Umgang mit Zinsschwankungen sein kann, setzte sich allmählich durch: Die berufliche Vorsorge

musste auf eine Welt mit tiefen Zinsen und steigender Lebenserwartung eingestellt werden.

Ein wichtiger Schritt war die Fachrichtlinie 4 (FRP 4) zum technischen Zins. Mit einer marktzinsabhängigen Obergrenze und einer (zinsabhängigen) erwarteten Nettorendite als Input-Parameter wurde eine mobilere Bewertungslogik mit Senkungsdruck im Tiefzinsumfeld geschaffen. Die Richtlinie schuf ein Scharnier, das die Zinsveränderungen nicht nur auf der Aktivseite, sondern mit Spielraum und möglicher zeitlicher Glättung auch auf der Passivseite abbildet.

Beliebtere Befunde aus ALM-Modellen im Zuge steigender Zinsen?

Mit der Akzeptanz, dass Zinsveränderungen sowohl für die Anlagen als auch für die Verpflichtungen zu berücksichtigen sind, sind nun Fragen steigender Zinsen zu beantworten. Die ALM-Modelle sind darauf ausgerichtet, in geeigneter Weise Finanzierungs-, Risiko- und Verteilungsaspekte bei Veränderungen des Anlageumfelds, das heisst auch bei Zinsveränderungen, zu analysieren.

Das Ziel besteht stets darin, eine finanziell nachhaltig aufgestellte und trotzdem attraktive berufliche Vorsorge zu gewährleisten.

Die zweite Abbildung illustriert die Gleichgewichtsbeziehungen, die im ALM auszubalancieren sind. Sie zeichnen sich durch gegenseitige Abhängigkeiten aus, die z. B. durch die Wahl der Anlagestrategie massgeblich beeinflusst werden.

Wie wirken sich nun die gestiegenen und möglicherweise weiter steigenden

Christian Fitze

Dr. oec.,
ECOFIN Investment
Consulting AG

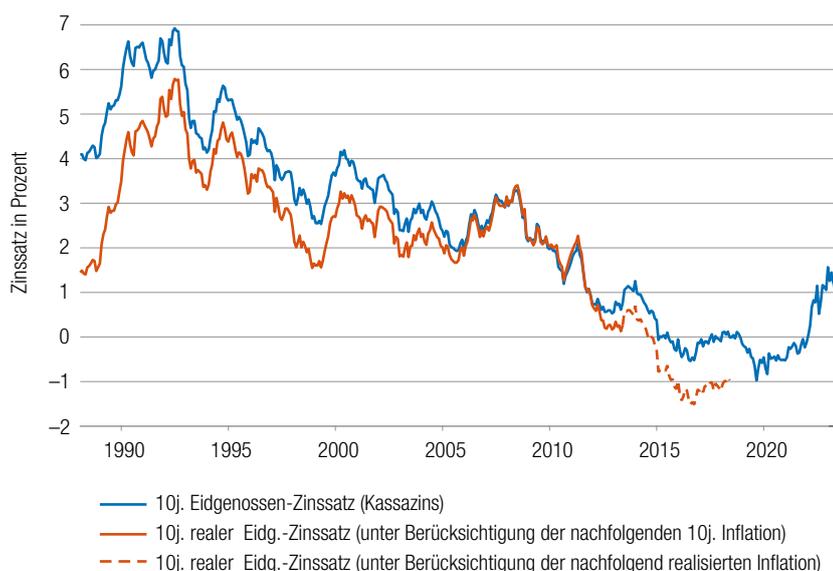


Stephanie Spozio

ECOFIN Investment
Consulting AG

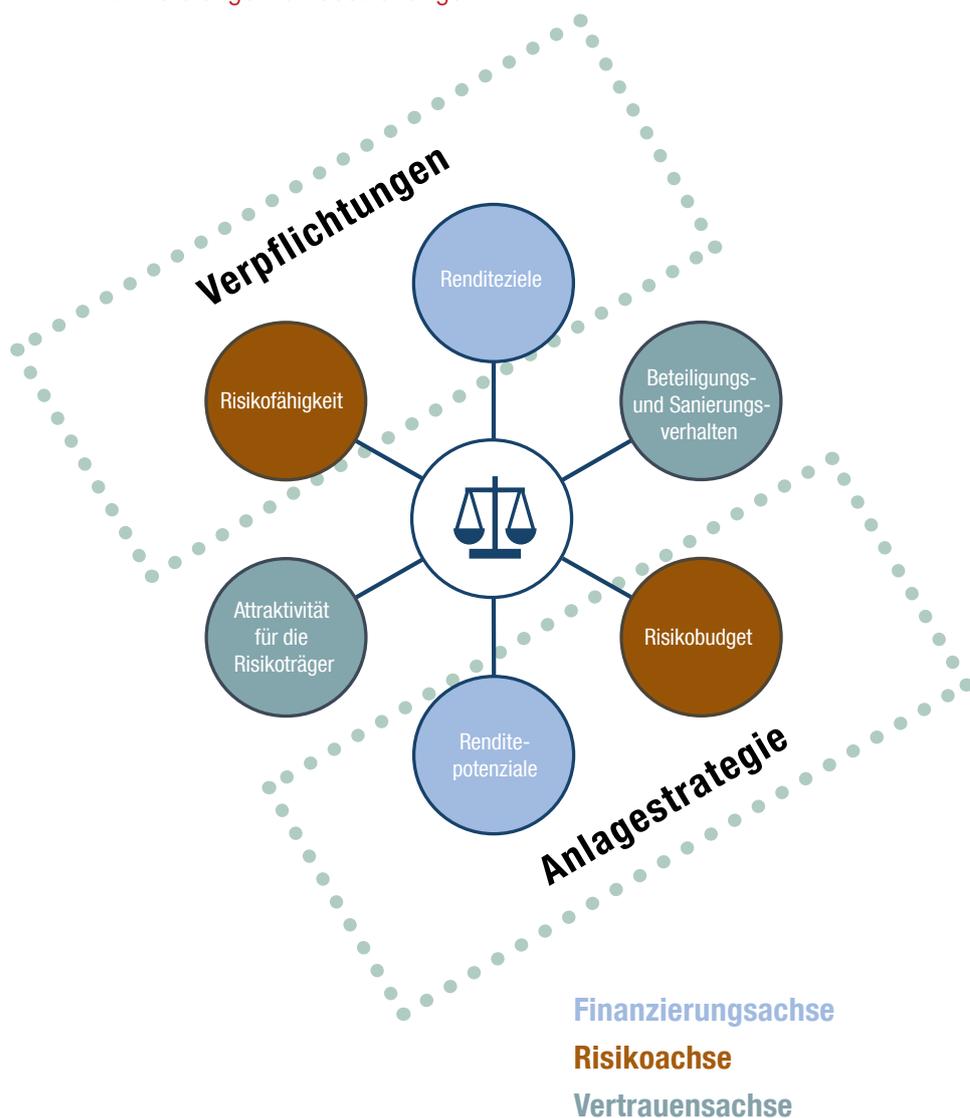


Entwicklung nominales und reales Zinsniveau Franken



Quelle: SNB, Refinitiv/Datastream, Berechnungen ECOFIN Investment Consulting

ALM-Gleichgewichtsbeziehungen



TAKE AWAYS

- Über Jahrzehnte waren Pensionskassen gehalten, «kurzfristige» Zinsänderungen aufgrund des langfristigen Charakters der Verpflichtungen zu ignorieren.
- Diese Haltung ist überholt, wovon auch die FRP 4 mit ihrer marktnahen Ausrichtung des technischen Zinses zeugt.
- Während die Finanzierung der Leistungen durch den jüngsten Zinsanstieg erleichtert wird, stellt die Teuerung Pensionskassen hinsichtlich Leistungen und Verzinsung vor neue Herausforderungen.
- Die berufliche Vorsorge sollte sich nicht auf ein «neues» Zinsniveau ausrichten, sondern gegenüber allen Zinsentwicklungen flexibler werden.

Zinsen auf die Gleichgewichtsbeziehungen aus?

Normalisierung im Bereich der Finanzierung, neue Herausforderung

Mit den gestiegenen Zinsen, die im 2022 zu Bewertungsverlusten führten, sind im Gegenzug die erwarteten Renditen festverzinslicher Anlagen gestiegen. Dadurch haben sich frühere Ungleichgewichte im Finanzierungsbereich mit zu hohen Renditeanforderungen bei zu tiefen Renditeerwartungen aufgelöst. Mit höheren Zinsen ist die Finanzierung der Verpflichtungen leichter.

Schwieriger geworden ist hingegen das Festlegen von sinnvollen Renditezielen, auf die die Anlagestrategie ausgerichtet werden soll. Die Inflation ist zurück und es werden zunehmend reale Leistungsziele verlangt. Und diese Ziele sind schwieriger finanzierbar geworden, denn die Teuerung ist bislang deutlich stärker angestiegen als die nominalen Zinsen.

Diskussionen im Bereich Risiko

Die im Vorjahr gesunkenen Deckungsgrade befeuern Diskussionen, ob eine tiefere finanzielle Risikofähigkeit eine Reduktion des Risikobudgets der Anlagestrategie zur Folge haben sollte. Für die nominale Finanzierung der Verpflichtungen ist dank höheren Zinsen nun weniger Risiko notwendig. Hier gilt es, sowohl die Chancen als auch die Risiken einzubeziehen, die vom Anlageumfeld ausgehen.

Immerhin haben die gestiegenen Zinsen zu einer Entspannung in der Debatte geführt, welche Deckungsgradmethodik

für die Beurteilung der finanziellen Lage korrekterweise heranzuziehen sei. Die vormals sehr grossen Abweichungen zwischen technischen und ökonomischen Deckungsgradkonzepten sind zumindest aktuell weniger akut.

Noch immer ist unbefriedigend, dass vom obersten Organ ad hoc entschieden wird, wann und wie der technische Zins im Rahmen der grossen Spielräume angepasst wird. Es wäre ein guter Moment, die Empfehlungen zum technischen Zins gemäss FRP 4 künftig konzeptbasiert umzusetzen.¹

Neue Themen im Bereich Vertrauen

In den letzten Jahren wurde intensiv an Konzepten gearbeitet, die die Beteiligung der Destinatäre am Anlageerfolg regeln. Generationen, die unter der tiefen Verzinsung und den gesunkenen Umwandlungssätzen bei den erforder-

lichen Anpassungen auf eine Tiefzinswelt gelitten hatten, sollen in üppigen Zeiten kompensiert werden. Aktive sollen zeitnah am Anlageerfolg partizipieren, damit sie dank mehr Zinseszins die schmerzhaften Leistungsreduktionen der letzten Jahre aus gesunkenen Umwandlungssätzen auffangen können.

Mit den gestiegenen Zinsen und den gesunkenen Deckungsgraden findet nun die Kehrseite der Beteiligungsdiskussion, das Sanierungsverhalten, erneut den Weg in die ALM-Debatte: Wieviel Wertschwankungsreserven braucht es effektiv, wie lässt sich eine Unterdeckung beheben und wie belastet eine Sanierung die Attraktivität der Vorsorgeeinrichtung für die Arbeitgeber und die Arbeitnehmer?

Wiederum zeigen sich in den Modellen die Interdependenzen und die Zielkonflikte: Eine hohe Zinspartizipation erfordert ein entsprechendes Risikobudget, das im Sanierungsfall angesichts einer sinkenden Risikofähigkeit auf die Probe gestellt wird. Hier helfen die ge-

stiegenen Zinsen insofern, als mit dem höheren Nominalertrag die Sanierungsdauer verkürzt wird.

Zinsveränderungen sind kein Novum

Als Fazit lässt sich festhalten, dass die ALM-Modelle schon längst Zinsveränderungen als wesentliche Risikogrösse erkannt und einbezogen haben. Im Zuge der gestiegenen Zinsen sollte das Bewusstsein gestärkt werden, dass die berufliche Vorsorge nicht auf ein «neues» Zinsniveau einzustellen ist, sondern auf eines, das sich inhärent in beide Richtungen verändern kann. |

¹ Siehe dazu auch Artikel Dichter/Bühler, Seite 44.

WERBUNG

PUBLICITÉ

Teilhabe an zukunftsgerichteten Anlagechancen.

Jetzt teilhaben unter:



Unser Private-Equity-Produkt ermöglicht Ihnen einen einzigartigen und globalen Zugang zu nicht kotierten Wachstums-Unternehmen, die einen Beitrag zu einer kohlenstoffreduzierten Wirtschaft bezwecken.

Diese Angaben dienen ausschliesslich Werbezwecken und stellen keine Anlageberatung oder Offerte dar. Alleinverbindliche Grundlage für Anlagen sind die Statuten, Reglemente, Anlagerichtlinien und allfälligen Prospekte der Swisscanto Anlagestiftung oder Swisscanto Anlagestiftung Avant. Diese können bei den Swisscanto Anlagestiftungen, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zürich, oder unter swisscanto.com kostenlos bezogen werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von den Herausgebern mit grösster Sorgfalt zusammengestellt. Die Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Trotz professionellen Vorgehens können die Herausgeber die Richtigkeit, Vollständigkeit sowie die Aktualität der Angaben nicht garantieren. Die Herausgeber lehnen daher jede Haftung für Investitionen, die sich auf dieses Dokument stützen, ausdrücklich ab. © 2023 Swisscanto Anlagestiftung. Alle Rechte vorbehalten.