

Inflation: Eine ökonomische Betrachtung – Was heisst das für die Pensionskasse?

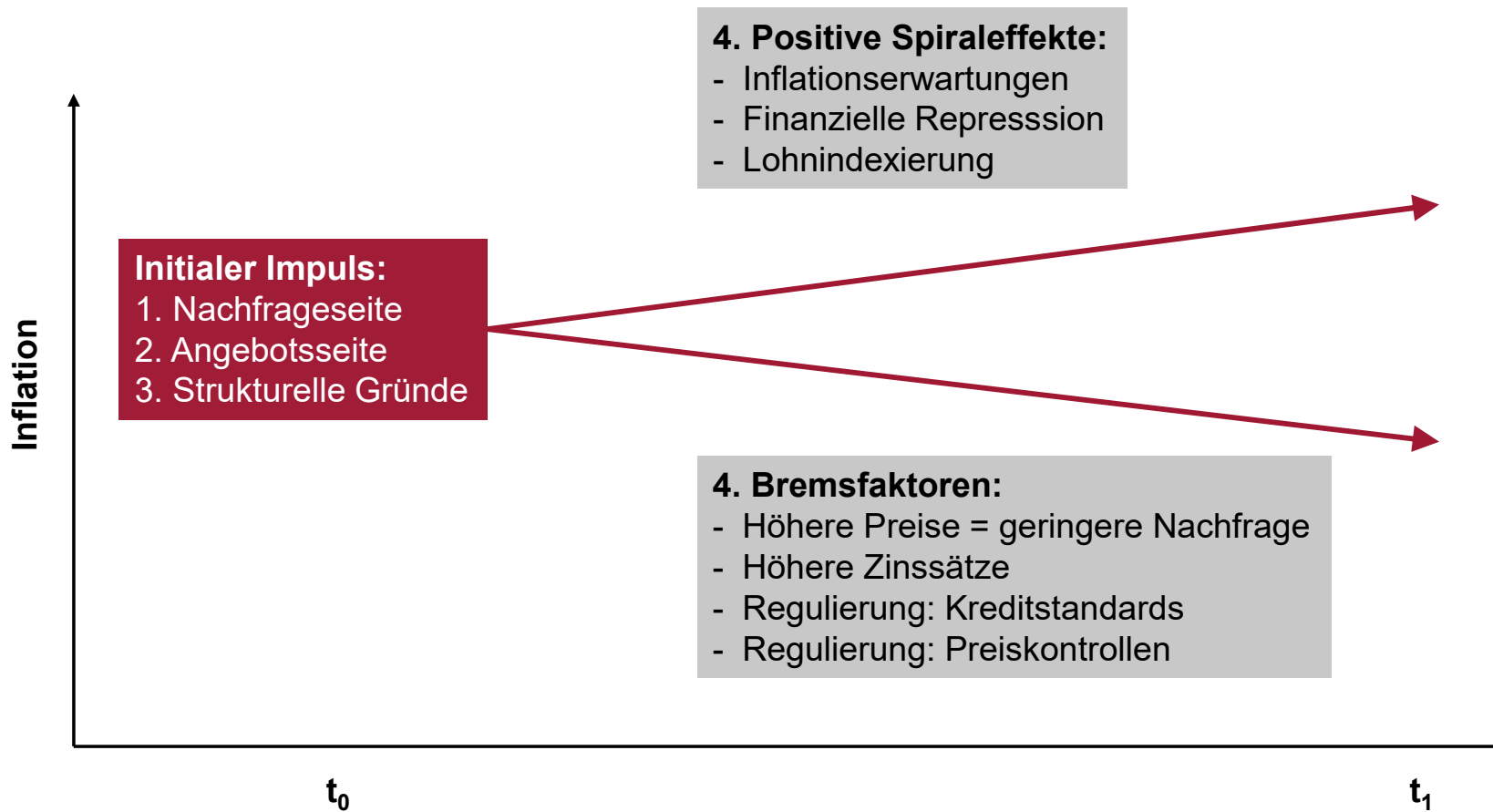
Alvaro Juan Lahiguera, Quantitative Analyst
Swiss Life Asset Managers

Branko Poljak, eidg. dipl. Pensionsversicherungsexperte
Swiss Life Pension Services AG

Luzern, 7. September 2022

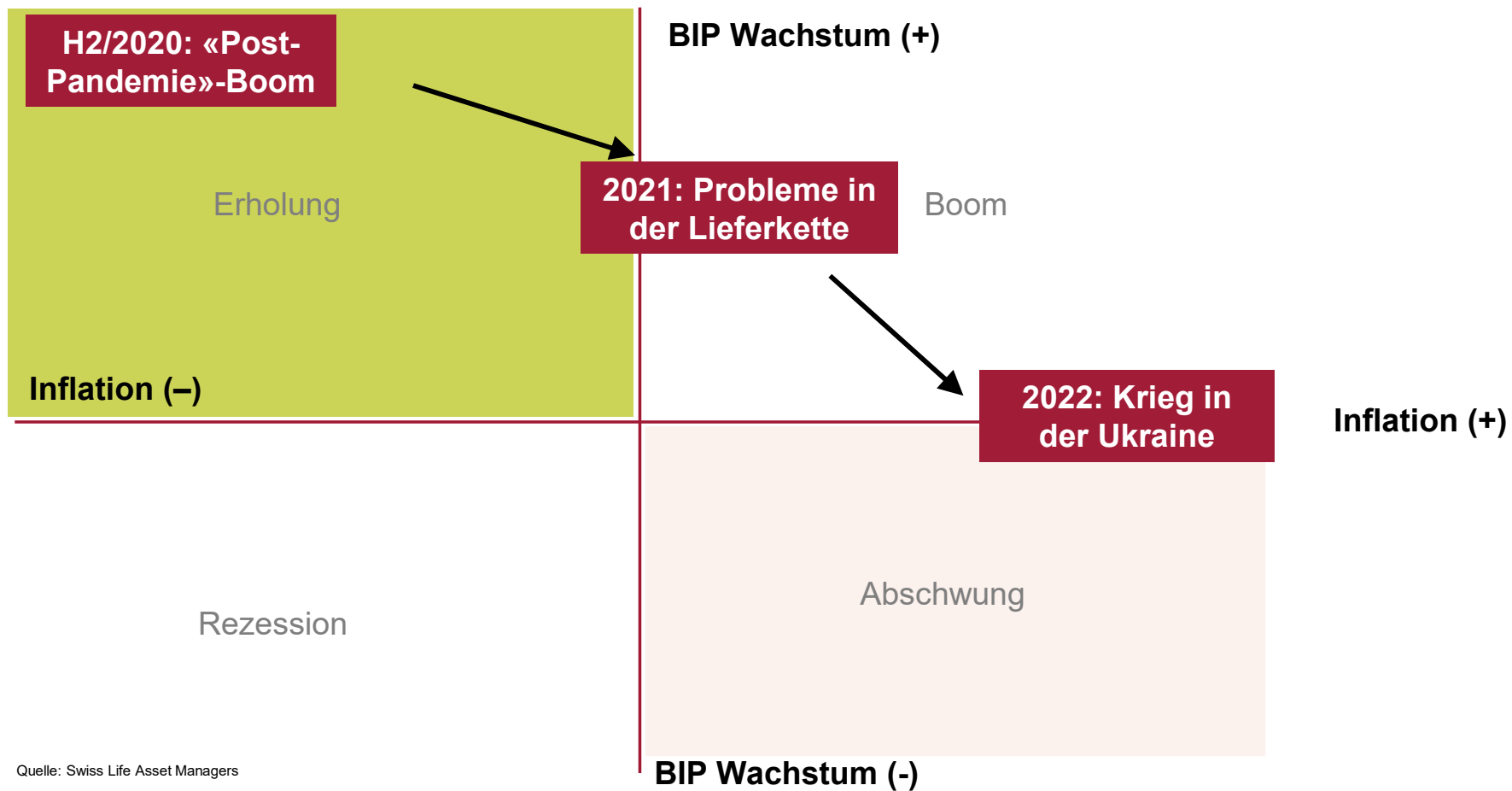
Inflationsentstehung und Ausblick

Entstehung und Treiber der Inflation



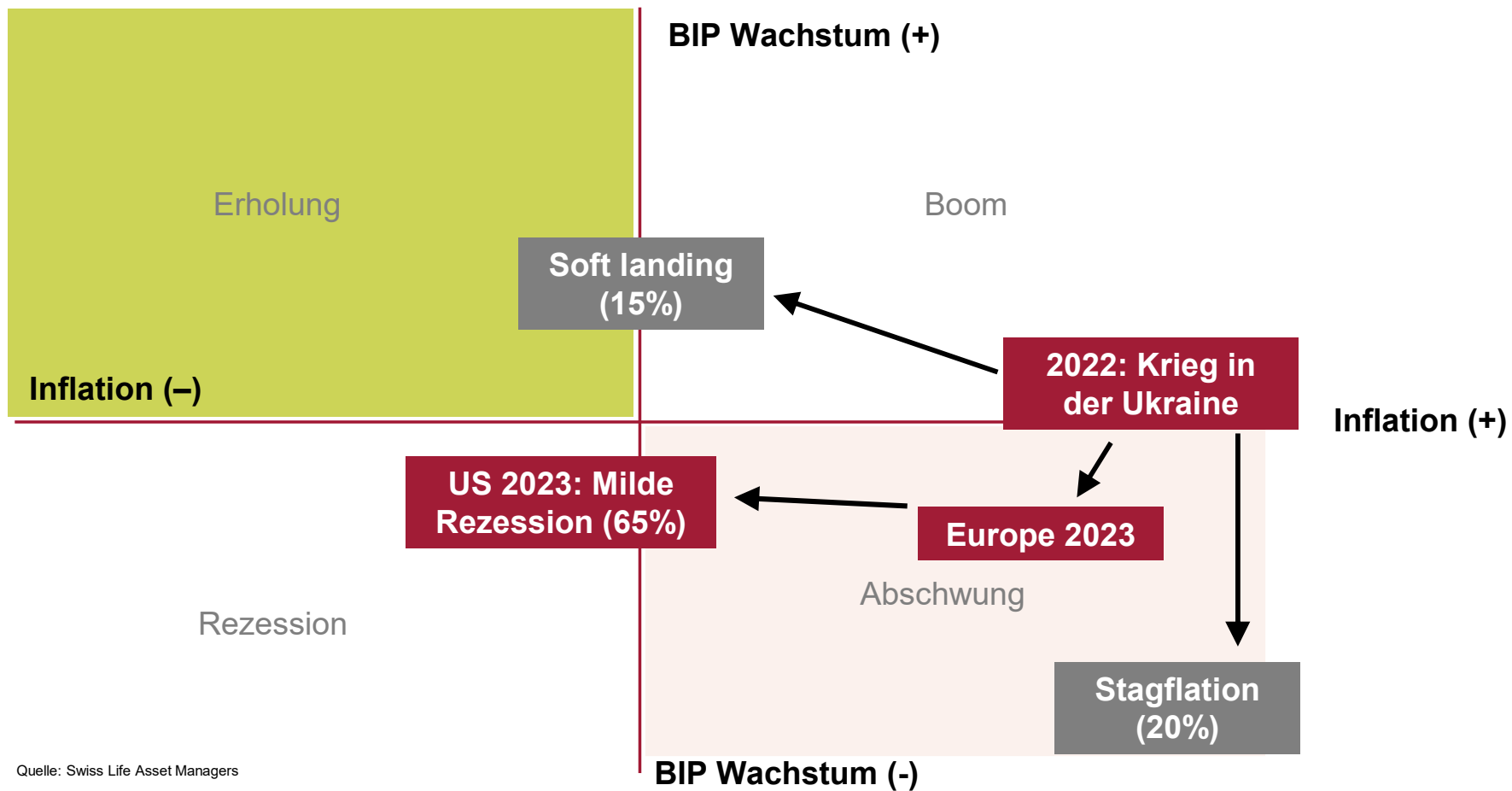
Quelle: Swiss Life Asset Managers

Bisherige Entwicklung



Quelle: Swiss Life Asset Managers

Aktuelle Einschätzung



Quelle: Swiss Life Asset Managers

Unsere Prognosen 2022 & 2023

	BIP-Wachstum		Inflation	
	2022	2023	2022	2023
USA	1.6%	0.6%	8.2%	3.9%
Eurozone	3.0%	0.9%	7.9%	4.3%
Deutschland	1.6%	0.6%	7.7%	4.8%
Frankreich	2.4%	1.0%	5.4%	3.5%
Grossbritannien	3.5%	0.1%	9.1%	6.8%
Schweiz	2.5%	1.1%	2.8%	1.7%
Japan	1.3%	1.4%	2.0%	1.2%
China	3.3%	5.3%	2.2%	2.0%

Quelle: Swiss Life Asset Managers, 22. August 2022

Auswirkungen auf die Anlagen

Theoretische Überlegungen

- Der Wert einer Anlage entspricht den **abdiskontierten** zukünftigen **erwarteten Cashflows (Geldflüsse)**.
 - Die **erwarteten Cashflows** hängen von der Anlageklasse ab.
 - **Anleihen**: In der Regel fixe nominale Coupon- und Nennwertzahlungen.
 - **Aktien**: Zukünftige Unternehmensgewinne (Dividendenzahlungen).
 - **Immobilien**: Zukünftige Nettoeinnahmen (Mietzinse – Kosten).
 - Die **Diskontierung** entschädigt für den Zeitwert des Geldes und beinhaltet verschiedene Komponenten:
 - (ex ante) **Realzins**: Risikofreie Verzinsung nach Abzug der erwarteten Inflation.
 - **Erwartete Inflation**
 - **Risikoprämien**: Falls die künftigen Cashflows unsicher sind, verlangen die Investoren zusätzliche Aufschläge. Diese entschädigen Investoren bspw. für die Kreditausfallrisiken bei den Anleihen.
- Der Wert einer Anlage:
 - Steigt bei steigenden erwarteten Cashflows.
 - Fällt bei steigenden Diskontierungssätzen.
- Die Inflation hat sowohl Auswirkungen auf die **zukünftigen Cashflows** wie auch auf die **Diskontierung**.

Theoretische Überlegungen - Diskontierung

- Ein **höherer Diskontsatz**:
 - **reduziert den heutigen Wert** eines künftigen Geldflusses.
Der Wertverlust ist höher:
 - Je weiter in der Zukunft der Geldfluss liegt.
 - Je tiefer der ursprüngliche Diskontsatz war.
 - **erhöht die künftige erwartete Rendite der Anlage.**

Theoretische Überlegungen – Aktien (I/II)

- Auswirkungen der Inflation auf die **Cashflows** (Unternehmensgewinne):
 - **Unternehmensebene**: Positiv. Über eine mittlere Frist steigen sowohl die Umsätze (Preisanpassungen) wie auch die Kosten. Die erwarteten nominalen Unternehmensgewinne steigen mit der Inflation. Unterschiede zwischen den Unternehmen sind denkbar:
 - **Sektor**: Bspw. entsteht Inflation oft durch höhere Energiepreise. Energie- und Materialunternehmen können ihre Erlöse überdurchschnittlich stark erhöhen.
 - **Preisgestaltungsmacht**: Wettbewerb, Verfügbarkeit von Ersatzprodukten, ...
 - **Finanzierungsstruktur**: Unternehmen mit langfristigen nominalen Schulden profitieren. Das Unternehmen wird in der Lage sein, die Einnahmen nominal zu erhöhen. Schulden hingegen sind in der Regel nominal fix und werden daher leichter zu bedienen.
 - **Gesamtwirtschaftliche Ebene**: Unklar. Die Inflation kann sowohl ein Zeichen für eine starke wie auch für eine schwache Wirtschaft sein.
 - Inflation ist getrieben durch eine starke Gesamtnachfrage → Expansion der realen Gewinne
 - Inflation ist getrieben durch Angebotsschocks (z. B. Ölpreis in den 1970er Jahren, 2022) → Sowohl höhere Preise als auch schwächere Wirtschaft («Stagflation»).

Theoretische Überlegungen – Aktien (II/II)

- Auswirkungen der Inflation auf die **Diskontierung**:
 - **Realzinsen**: Die Zentralbanken könnten gezwungen sein, die Zinsen zu erhöhen, wenn die Inflationserwartungen steigen. Die Realzinsen steigen tendenziell bei restriktiver Geldpolitik.
 - **Erwartete Inflation**: Falls die Marktakteure eine höhere Inflation erwarten, werden sie entsprechende Entschädigungen verlangen und künftige Geldflüsse stärker abdiskontieren.
 - **Risikoprämien**:
 - Eine hohe erwartete Inflation fällt in der Regel mit Zeiten höherer Unsicherheit über das reale Wirtschaftswachstum zusammen, was die Risikoprämie für Aktien erhöht (Brandt und Wang (2003), Bekaert und Engstrom (2009)).
 - In Zeiten hoher Inflationserwartungen nimmt auch die Unsicherheit über die Inflationsentwicklung tendenziell zu. Empirisch hat sich gezeigt, dass die Inflationsrisikoprämie in Jahren, in denen die Zentralbank weniger glaubwürdig war, höher waren (z. B. 1980er Jahre, Goodfriend (1993)).
- Insgesamt ist zu erwarten, dass die **Diskontierungssätze** steigen.
 - Unterschiede zwischen den Firmen sind denkbar. Die zukünftigen Gewinne von Wachstumsaktien liegen tendenziell weiter in der Zukunft. Diese Titel leiden mehr.
- **Die Diskontierungseffekte überragen die Cashflow Effekte**. Dies führt in einem ersten Schritt zu negativen Renditen (**Wertverlust**).

Theoretische Überlegungen – Anleihen

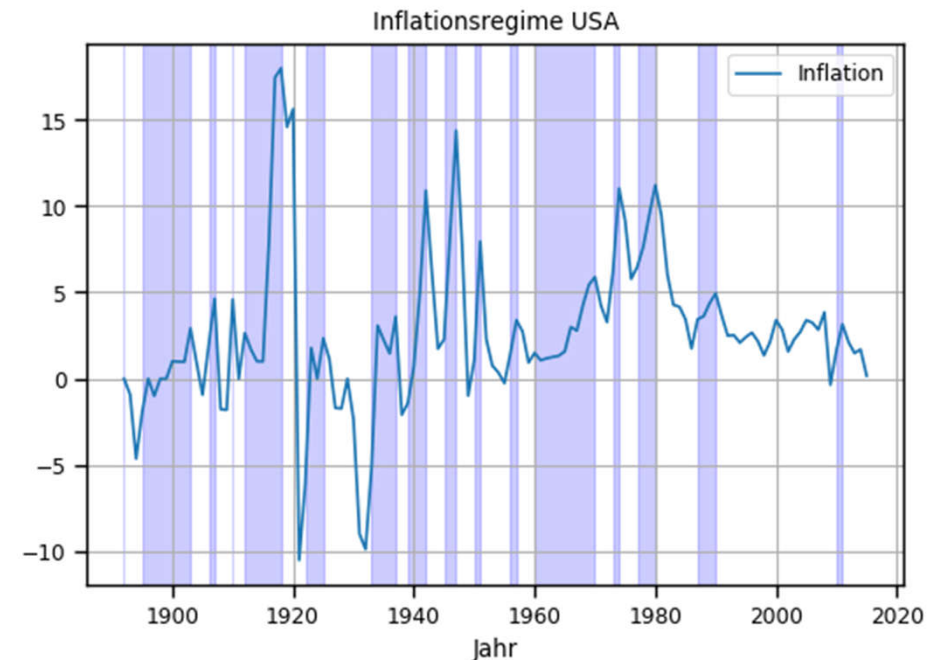
- Auswirkungen auf die **Cashflows**:
 - Die Cashflows der Anleihen sind in der Regel nominal fix. Die Auswirkungen der Inflation sind tendenziell tief.
 - Allerdings gibt es auch hier Effekte:
 - Kreditqualität: Schuldner mit schlechter Bonität profitieren von einem Anstieg der erwarteten Inflation. Das Unternehmen wird in der Lage sein, die Einnahmen nominal zu erhöhen. Schulden hingegen sind in der Regel nominal fix und werden daher leichter zu bedienen.
 - Spezielle Anleihen: Bspw. Inflationsgeschützte Anleihen (Cashflows hängen direkt von der Inflationserwartung ab), variabel verzinsliche Anleihen, ...
- Auswirkungen auf die **Diskontierung**:
 - Dieselben Effekte (höhere Realzinsen, höhere Inflationserwartung, höhere Risikoprämien) wie bei den Aktien spielen auch hier. Allerdings sind die Auswirkungen der Risikoprämien bei den Anleihen tendenziell tiefer als bei den Aktien.
- **Unmittelbar kommt es zu Wertverlusten** auf Grund der höheren Diskontierung:
 - Bei kurzlaufenden Anleihen fällt der Einfluss der höheren Diskontierung weniger stark ins Gewicht als bei Anleihen mit langer Laufzeit.
 - Höhere Diskontsätze implizieren auch eine höhere erwartete nominale Rendite für die Zukunft.

Theoretische Überlegungen – Immobilien

- Auswirkungen auf die **Cashflows**:
 - Die Cashflows von Immobilien entsprechen den zukünftigen Mieteinnahmen abzüglich der Kosten.
 - Die Frage ist, ob und wie die Mietzinsen an die Inflation angepasst werden. Hierfür gibt es je nach Land und Sektor unterschiedliche Mechanismen:
 - Indexierung der Mietzinsen.
 - Umsatzmieten: Bei Verkaufslokalen ist die Miete teilweise direkt vom Umsatz des Lokals abhängig.
 - Referenzzinssatz: Die erwartete Inflation erhöht die Nominalzinsen und mit einer Verzögerung auch den Referenzzinssatz.
- Auswirkungen auf die **Diskontierung**:
 - Dieselben Effekte (höhere Realzinsen, höhere Inflationserwartung, höhere Risikoprämien) wie bei den Aktien spielen auch hier.
- **Die Diskontierungseffekte überragen die Cashflow-Effekte.** Dies führt in einem ersten Schritt zu negativen Renditen (**Wertverlust**).

Empirische Analyse (I/III)

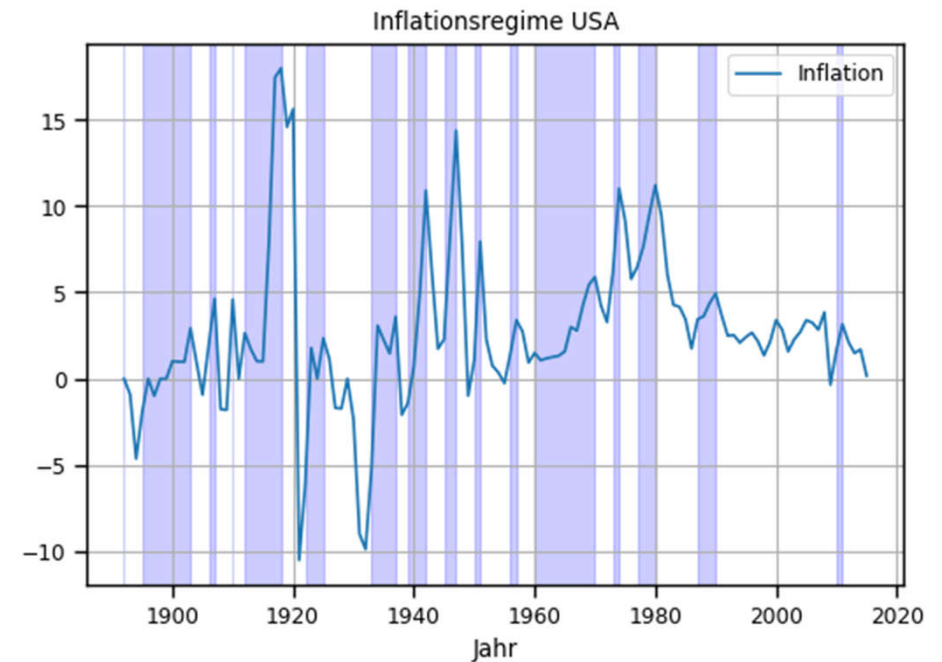
- Herausforderungen bei empirischen Untersuchungen:
 - In den meisten Industriestaaten gab es **in den vergangenen Jahren keine wesentliche Inflation**.
 - Einzelne **jährliche** Änderungen der Inflation können auf temporäre Faktoren (bspw. Schwankungen der Rohstoffpreise) zurückzuführen sein und sind nicht unbedingt repräsentativ für ein **«Inflationsregime»**. Für den Anleger steht nicht unbedingt der jährliche Kaufkraftverlust im Vordergrund, sondern eher die Fähigkeit des Portfolios längere **«Inflationsregime»** zu überstehen.
 - Wirtschaftsakteure können sich an die Inflation gewöhnen und die Inflation in ihre täglichen Entscheidungen einbeziehen. Ein Zeitraum mit stabil hoher Inflation ist weniger anspruchsvoll als ein Zeitraum mit **stark steigender oder fallender Inflation**.



Inflation in den USA seit 1890.
Die blau schattierten Flächen bezeichnen die Inflationsregime.
Quelle: Swiss Life Asset Managers

Empirische Analyse (II/III)

- Lösung:
 - Wir verwenden einen **langen Datensatz** (Macrohistory, Daten für die USA seit 1891, Schweiz seit 1900).
 - Definition von **Inflationsregimes** (Zeiträume in denen die Inflation deutlich ansteigt).
 - Vergleich der Renditen der Anlageklassen während Inflationsregimes zur Rendite in Normalzeiten.



Inflation in den USA seit 1890.
 Die blau schattierten Flächen bezeichnen die Inflationsregime.
 Quelle: Swiss Life Asset Managers

Empirische Analyse (III/III)

- In der Tabelle werden die durchschnittlichen realen und nominalen Anlagerenditen in Regimen steigender und fallender Inflation gezeigt.
- Die Inflation hat negative Auswirkungen auf die Realrenditen sämtlicher Anlageklassen.
- **Kurzfristige Anleihen, Aktien** und **Immobilien** weisen selbst in inflationären Zeiten im Schnitt positive reale Renditen auf.
- **Langfristige Anleihen** können die Kaufkraft in einem inflationären Umfeld nicht erhalten.
- **Immobilien** erzielen relativ stabile reale Anlagerenditen.

		Steigende Inflation		Fallende Inflation	
		USA	CH	USA	CH
Nominale Renditen	Anlageklasse				
	Kurzlaufende Anleihen	4.1%	3.6%	4.0%	2.4%
	Staatsanleihen	3.2%	2.8%	6.5%	5.7%
	Aktien	8.5%	6.2%	13.6%	10.8%
Reale Renditen	Immobilien	9.0%	8.5%	8.7%	7.5%
	Kurzlaufende Anleihen	0.7%	-0.1%	2.4%	1.9%
	Staatsanleihen	-0.2%	-0.8%	4.8%	5.0%
	Aktien	5.1%	2.4%	11.7%	10.0%
	Immobilien	5.3%	4.5%	6.9%	6.6%

Vergleich der durchschnittlichen nominalen und realen Renditen während Zeiten steigender und fallender Inflation.

USA: Daten seit 1891. Schweiz: Daten seit 1900.

Quelle: Swiss Life Asset Mangers

Zusammenfassung Anlagen

- Steigende Inflationserwartungen führen zu einer **höheren Diskontierung** und zu veränderten **Cashflows**:
 - Die höhere Diskontierung führt **zu unmittelbaren Verlusten** bei den meisten Anlageklassen.
 - Die höhere Diskontierung **erhöht die künftige erwartete nominale Rendite** der Anlagen.
 - Die **Veränderungen der Cashflows** hängen von den Anlageklassen ab.
- Empirische Beobachtungen:
 - Inflation führt tendenziell zu höheren **Nominalrenditen** bei Immobilien und kurzlaufenden Anleihen.
 - Die **Realrenditen** aller Anlageklassen leiden tendenziell.
 - **Aktien**:
 - Aktien haben auch während Inflationsperioden tendenziell positive reale Erträge generiert.
 - Sektorale Unterschiede: Energie, Gesundheitswesen und Materialien schneiden im Schnitt besser ab.
 - **Anleihen**:
 - Anleihen mit kurzer Duration konnten die Kaufkraft während Inflationsperioden im Schnitt halten. Anleihen mit langer Duration nicht.
 - Kreditqualität: Anleihen mit schlechter Kreditqualität profitieren tendenziell von steigender Inflation.
 - **Immobilien**:
 - Immobilien erzielen von der Inflation relativ unabhängige stabile reale Renditen.
 - Sektorale Unterschiede: Retail, Office und Industrie bieten tendenziell einen etwas stärkeren Inflationsschutz als Wohnen.

Auswirkungen auf die Anlagestrategie

- Durch den starken Anstieg der Inflationserwartungen und des Zinsniveaus haben sich **erwarteten Renditen der Anlageklassen signifikant verändert**:
 - Für ein gegebenes Risiko lassen **sich höhere nominale (und reale) Renditen** erzielen.
 - Die **relative Attraktivität der Anlageklassen** hat sich verändert.
- Für eine Anpassung der Anlagestrategie spricht, dass:
 - der Optimierungsspielraum durch relative Veränderungen der Anlageklassen tendenziell hoch ist.
 - das Risiko der Anlagestrategie tendenziell gesenkt werden kann und die Leistungen in der Erwartungen immer noch gedeckt werden können.
- Gegen eine Anpassung der Anlagestrategie spricht, dass
 - ein grosser Teil der Bewegungen unserer Meinung nach vom Markt bereits vorweggenommen wurden.
 - bei einer Risikoreduktion auf mögliche Renditen verzichtet wird, welche den Destinatären weitergegeben werden könnten.

Auswirkungen auf die Verpflichtungen / Teuerungsausgleich

Verpflichtungen

- **Nominelle Veränderungen**

- Anpassungen der laufenden BVG-Minimalleistungen für Invalidität und Tod (Art. 36 Abs. 1 BVG) gemäss gesetzlichen Vorgaben
 - begrenzte Wirkung bei Pensionskasse
- Anpassung an Preisentwicklung sonstiger laufenden Rentenleistungen entsprechend der finanziellen Möglichkeiten der Pensionskasse
 - Teuerung hat begrenzte direkte Wirkung auf laufende Rentenleistungen
 - Begrenzte Erhöhung der Verpflichtungen (Vorsorgekapitalien, Rückstellungen)
 - Inflation bewirkt höhere Zinsen, was den Druck zur Senkung des technischen Zinssatz senkt

Verpflichtungen

- **Technischer Zinssatz**

- Der empfohlene technische Zinssatz soll mit einer angemessenen Marge unterhalb der **erwarteten Nettorendite** der Anlagestrategie liegen.

- Die **Obergrenze** bestimmt sich durch den durchschnittlicher Zinssatz der **10-jährigen CHF Bundesobligationen** der letzten 12 Monatsendwerte per 30. September (+ Zuschlag 2.5%, - Abschlag Langlebigkeit)

- Bei steigenden Zinssätzen und erwarteten Renditen besteht Möglichkeit, den technischen Zinssatz anzuheben

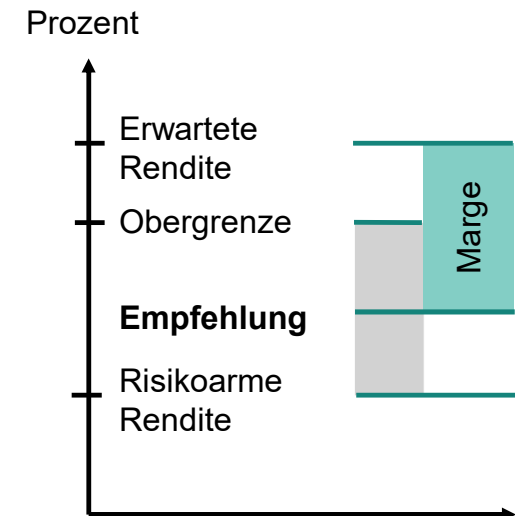
- Besteht Handlungsdruck für die Pensionskasse?

- Die Höhe des technischen Zinssatzes soll mittel- / längerfristig beibehalten werden

- Wichtig ist, dass der technische Zinssatz auf die Struktur und die Merkmale der Kasse abgestimmt ist

- Ist der risikoarme Zinssatz höher als der technische Zinssatz, dann Erhöhung: freie Mittel nicht verstecken

- Tempo der Anpassung: Geschwindigkeit der Erhöhung analog der Geschwindigkeit der Senkung



Verpflichtungen

- **Umwandlungssatz**

- Der Umwandlungssatz wird bestimmt durch die **Lebenserwartungen** und die **Leistungshöhen** für die Hinterbliebenen sowie einem **Zinsversprechen**
- Die Pensionierung sollte für die Versicherten zeitlich planbar sein: reglementarische Übergangsgenerationen, Kompensationsmassnahmen
- Vermeidung von Verlierergenerationen: Das Zinsversprechen im Umwandlungssatz beinhaltet auch eine Inflationserwartung
 - ➔ Ist die berücksichtigte Inflationserwartung zu tief, verliert die Rente ab Beginn fortlaufend Kaufkraft.
- Die Erhöhung des Umwandlungssatzes infolge höherer Zinsen wird begrenzt durch die Angemessenheit (in Vergangenheit wurden stellenweise die Sparbeiträge erhöht): Leistungsziel ist zu beachten
- Lösungsmöglichkeit: Einführung einer variablen Rente
 - ➔ Grundrente mit heutigem Umwandlungssatz
 - ➔ Variable Rentenanteil: Performance-abhängiger Teil, um bei steigenden Renditen den Kaufkraftverlust der Rente indirekt zu kompensieren

Teuerungsausgleich bei Renten

- **Teuerungsausgleich mit permanenter oder temporärer Erhöhung der Zahlungen**
 - Auszahlung einer 13. Monatsrente → vorübergehende Erhöhung
 - Grundrente erhöhen → permanente Erhöhung
 - Reglementarische variablen Renten → performance-abhängige Erhöhung

Sprechen Sie mit uns!

Alvaro Juan Lahiguera

Quantitative Analyst
Financial Engineering

Telefon +41 43 547 66 22

alvaro.lahiguera@swisslife-am.com

Branko Poljak

Senior Consultant
eidg. dipl. Pensionsversicherungsexperte
Dipl. Ing. ETH

Mobile +41 79 920 85 41

Telefon +41 58 311 21 13

branko.poljak@slps.ch

Swiss Life Pension Services AG **die Beratungsfirma von Swiss Life**

Bern

Zentweg 13
3006 Bern

Zürich

General Guisan Quai 40
Postfach
8022 Zürich

Tel: 0800 00 25 25

pension.services@slps.ch

www.slps.ch

*Wir unterstützen Menschen dabei,
ein selbstbestimmtes Leben zu führen.*