

Inflation als entscheidender Umverteilungsfaktor in der 2. Säule

Tieferen Umwandlungssatz mit indexierten Renten kompensieren

Ein neuartiger Vorschlag weist einen Ausweg aus der festgefahrenen politischen Diskussion über die Parameter der beruflichen Vorsorge: Ein tieferer Umwandlungssatz bei gleichzeitiger Indexierung der Renten. Denn die durchschnittliche Teuerung ist der entscheidende Faktor bei der Umverteilung zwischen aktiv Versicherten und Rentnern.

Von Benno Weber*

Die aktuellen Renditen an den Kapitalmärkten reichen nicht aus, um die langfristigen Verpflichtungen der 2. Säule zu finanzieren. Alleine schon der BVG-Mindestzins von 1,5% ist bei einer Rendite von 0,5% auf zehnjährigen Eidgenossen sportlich angesetzt. Auch unter optimistischen Annahmen zu verschiedenen Risikoprämien liegen die laufenden Portfoliorenditen deutlich unter den Sollrenditen der Pensionskassen.

Über die Bedeutung dieser Beobachtung gehen die Meinungen auseinander. Für die meisten Experten haben die aktuellen Bedingungen die Ausgangslage verändert. Die Rentenversprechen seien zu hoch, eine Kombination von tieferem Um-

wandlungssatz und höherem Rentenalter darum unumgänglich. Die Linke wehrt sich gegen solche Forderungen. Sie hält Werteschriftenerträge von durchschnittlich 5% für durchaus realistisch und stützt sich dabei auf lange historische Zahlenreihen. Eine Anpassung der Parameter der 2. Säule sei folglich unnötig und bedeute einen Rentenklau.

Realrendite langfristig stabil

Während die politische Debatte teilweise emotional und gehässig geführt wird, lässt sich die Diskussion über die unterschiedlichen wirtschaftlichen Annahmen auf eine einfache Frage reduzieren: Folgen die Finanzmärkte künftig dem Muster der

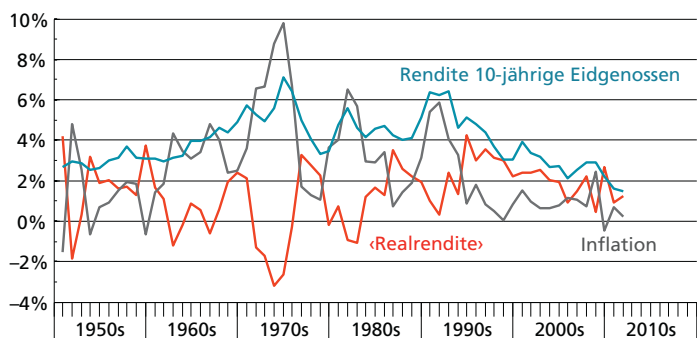
letzten zwölf Jahre oder kehren sie zurück zu den Bedingungen der vorhergehenden drei Jahrzehnte? Niemand kann diese Frage heute beantworten. Hingegen lässt sich festhalten, dass sich die beiden Perioden in erster Linie in einer Messgrösse unterscheiden, nämlich der Inflation. Nach den keynesianischen Episoden der 60er und 70er Jahre wiesen fast alle entwickelten Volkswirtschaften hohe Inflationsraten auf. Diese waren verantwortlich für die hohen Nominalrenditen. Die folgende Desinflationsphase der späten 80er und 90er Jahre wiederum erklärt die aussergewöhnliche Performance der Obligationen über die letzten zwei Jahrzehnte. Mit der tiefen Inflation der letzten zwölf Jahre bewegten sich seither die laufenden Renditen auf tiefem Niveau.

Im Vergleich zur Inflationsrate sind die anderen Parameter der Finanzmärkte relativ stabil. So bewegte sich beispielsweise die Realrendite (gemessen an der laufenden Rendite 10-jähriger Eidgenossen minus der laufenden Inflationsrate; Grafik 1) seit dem letzten Weltkrieg über einen Wirtschaftszyklus hinweg nahe um 1,4%; die letzten zwölf Jahre unterscheiden sich da nicht von den vorhergehenden Jahrzehnten. Auch hinsichtlich der Aktien beobachten wir eine relativ stabile Risikoprämie um 3–4%. Für langfristige Prognosen über die Kapitalmärkte und die finanziellen Perspektiven der beruflichen Vorsorge bleibt der Inflationspfad damit die grösste Unbekannte.

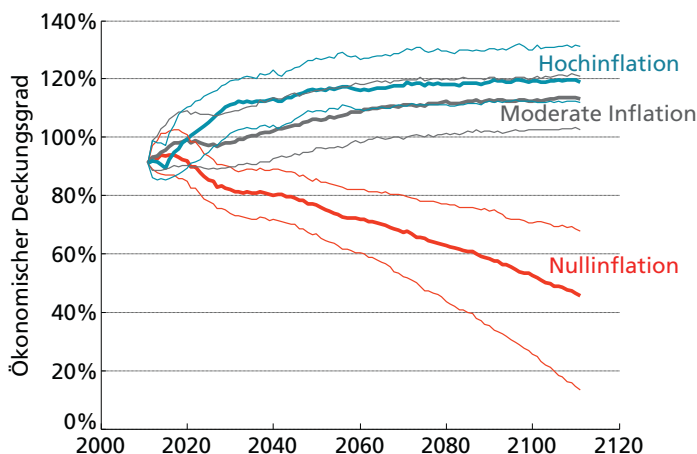
Auswirkungen der Teuerung im Modell

Wie aber reagiert die 2. Säule auf eine Veränderung der Teuerung? Wir haben die Frage mit Hilfe des stochastischen Pensionskassenmodells der Swisscanto für die nächsten 100 Jahre untersucht. Natürlich sind wir uns bewusst, dass Aussagen über einen so langen Zeithorizont höchst unsicher sind. Andererseits haben die Pensionskassen heute Mitglieder, welche über die kommenden 40 Jahre Beiträge leisten und danach weitere 30 Jahre von ihrer Rente leben wollen. Dieser Generation sind wir zumindest einen ehrlichen Versuch schuldig, die finanziellen Realitäten des Generationenvertrags zu quantifizieren.

Die Übungsanlage präsentiert sich wie folgt: Aufgrund historischer Daten seit 1948 bestimmen wir empirisch den Zusammenhang zwischen Inflation, Realzinsen, Realwachstum und den Aktienmärkten. Darauf abstützend generieren wir numerisch 1000 ökonomische Szenarien über



Grafik 1: Inflation, Renditen und Realzinsen (in%) 1950 bis heute. Quelle: Swisscanto



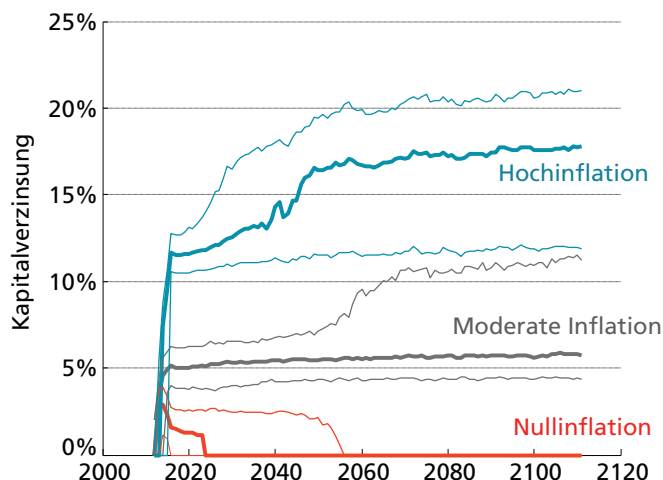
Grafik 2: Einfluss der Inflation auf die Entwicklung des Deckungsgrades. Quelle: Swisscanto

jeweils 100 Jahre. Dies erstellen wir für drei verschiedene langfristige Inflationsraten: «Nullinflation» (0%), «Moderate Inflation» (3,5%) und «Hochinflation» (10%). Wir wählen dann eine repräsentative Pensionskasse. Ihr technischer Deckungsgrad beträgt heute 103%, ihr ökonomischer Deckungsgrad rund 90%, ihr Umwandlungssatz 6,8%. Optimistisch gehen wir davon aus, dass die Kasse die Verwaltungskosten auf Null gesenkt hat. Schliesslich verfolgt sie eine konservative Anlagepolitik mit einem Aktienanteil von 25%.

Entwicklung des Deckungsgrads

Die Grafik 2 zeigt die Entwicklung des ökonomischen Deckungsgrades unserer Kasse über die nächsten 100 Jahre bei den 3x 1000 Szenarien. Dargestellt ist jeweils der Medianwert (50% der Szenarien liegen darüber, 50% darunter) sowie das 10. und 90. Perzentil (10% liegen über der oberen feinen Linie, 10% unter der unteren feinen Linie). Wie erwartet entwickeln sich die Deckungsgrade höchst unterschiedlich. Im Fall der Nullinflation rutscht die Kasse sehr schnell in die finanzielle Schieflage. Wir haben in unsere Simulation eine Reaktionsfunktion eingebaut: Die Kasse führt eine Nullverzinsung ein, sobald der ökonomische Deckungsgrad unter 90% fällt. Offensichtlich genügt diese Sanierungsmassnahme jedoch nicht: Obwohl ab Mitte 2020er Jahre das Kapital der aktiven Mitglieder mit null Prozent verzinst wird (Grafik 3), fällt der Deckungsgrad unbarmherzig weiter. Unsere Analyse ergibt, dass der Umwandlungssatz bei Nullinflation auf etwa 4,8% gesenkt werden müsste, damit die Kasse den Deckungsgrad langfristig

Grafik 3: Einfluss der Inflation auf die Verzinsung des Kapitals der aktiv Versicherten.
Quelle: Swisscanto



bei 100% stabilisieren kann. Andererseits steigt der Deckungsgrad im Hochinflationsumfeld auf über 120% an. Auch hier reagiert die Kasse – diesmal mit Sondergutschriften auf das Sparkapital. Unter der Annahme einer moderaten Inflation pendelt sich der Deckungsgrad im Median-szenario schliesslich bei etwa 110% ein.

Provisorische Schlussfolgerung: In der politischen Diskussion haben beide Lager recht. Sollte die Inflation über die nächsten Jahrzehnte nicht anziehen, fährt die 2. Säule gegen die Wand. Findet die Inflation hingegen ein neues Gleichgewicht um 3,5%, wird die aktuelle ökonomische Unterdeckung mittelfristig wieder geschlossen.

Genügt also ein diskreter Auftrag vom BSV an die Schweizerische Nationalbank, um die Sorgen der zukünftigen Rentner auszuräumen? Die Grafik 4 gibt darauf eine erste Antwort. Sie zeigt, wie sich Löhne und Renten in unseren Szenarien real (in Kaufkraft von heute) entwickeln.

Entwicklung der Löhne und Renten

Betrachten wir zuerst die Reallöhne. Unsere Szenarien weisen eine durchschnittliche jährliche Zunahme der realen Wirtschaftsleistung um etwa 1,5% auf. Diese geben wir in unserem Modell direkt an die Arbeitnehmer weiter – zusammen mit Lohnanpassungen mit steigendem Alter. Schliesslich gewähren wir den vollen Teuerungsausgleich. Dieser führt dazu, dass die Entwicklung der Reallöhne vom Niveau der Inflation nicht wesentlich beeinflusst wird. Entsprechend unterscheiden sich die Reallöhne zwischen den Szenarien mit Nullinflation und Hochinflation nur minimal. Ganz anders sieht die Situation jedoch bei den Renten aus. Im Fall der Nullinflation erhält ein heute 25-jähriger bei seiner Pensionierung eine Rente von etwa 60 000 Franken. Das ist nur unwesentlich höher als die Rente eines heute in Pension gehenden Durchschnitts-Arbeitnehmers.

Fortsetzung auf Seite 8

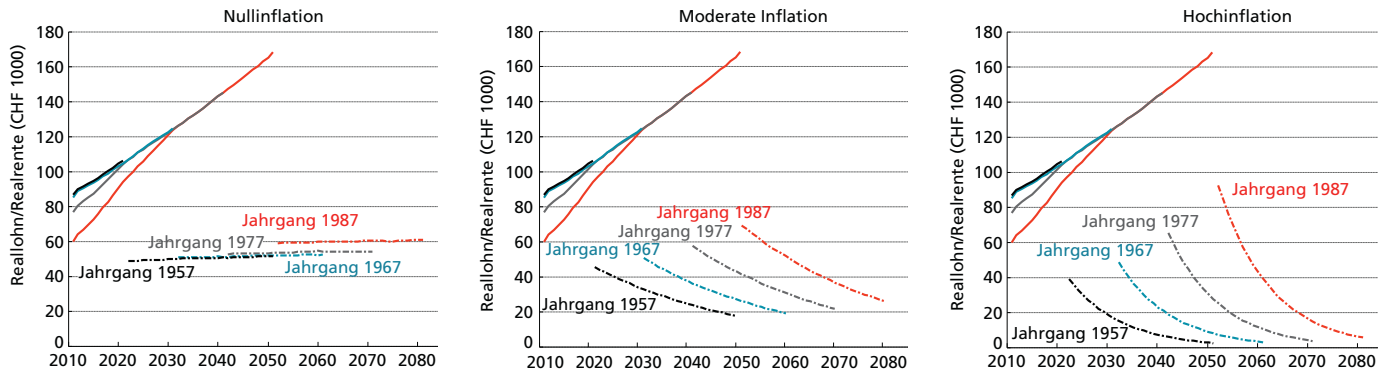
Weshalb ist die PKRück keine gewöhnliche Versicherung?

- Weil die den Neid anderer Versicherer wecken?
- Ich halte das für Marketing-Geschwätz!
- Weil die auf Innovationskraft setzen.

Die PKRück bietet Vorsorgeeinrichtungen eine echte Alternative für die Deckung der Risiken Invalidität und Tod. Kontaktieren Sie uns (044 360 50 70) und lernen Sie die Vorteile unserer Versicherungslösungen kennen!

PKRück
Lebensversicherungsgesellschaft
für die betriebliche Vorsorge AG
info@pkruock.com
www.pkruock.com

pk:rück
Rückdeckung von Pensionskassen



Grafik 4: Reallohne (in 1000 CHF) und reale Renten bei unterschiedlichen Teuerungsszenarien (Kaufkraft 2011, Umwandlungssatz 6,8%). Quelle: Swisscanto

Fortsetzung von Seite 7

Das Realwachstum der nächsten 40 Jahre – kumuliert rund 80% – findet seinen Weg also nicht ins Portemonnaie der Generation 1987, sondern versickert in den Löchern der 2. Säule. Das ist passiert: Unter der Nullinflation erwirtschaften die Aktiven der Kasse nicht die Sollrendite; folglich fällt der Deckungsgrad; folglich reagiert die Kasse mit Sanierungsmassnahmen (in Form von Minderverzinsung); folglich fehlt für die jungen Generationen der dritte Beitragszahler; folglich verschlechtert sich das Verhältnis von Rente zu letztem Lohn. Bei Nullinflation wird die junge Generation also enteignet, damit die Kasse ihre Versprechen gegenüber der älteren Generation halten kann. Und auch das ist noch zu optimistisch: Wie wir oben gesehen haben, sinkt trotz Nullverzinsung der Deckungsgrad, und es bräuchte zusätzliche Sanierungsmassnahmen, um für die zukünftigen Generationen das Niveau der Realrenditen zu halten.

Im Fall der Hochinflation sieht die Sache umgekehrt aus. Die Kasse erzielt dann im Medianszenario Portfolioerträge, die deutlich über der Sollrendite liegen. Das Kapital der Rentner übt somit eine positive Hebelwirkung aus. Die Kasse kann sich problemlos real höhere Renten leisten – über das Realwachstum hinaus. Die Rente des heute

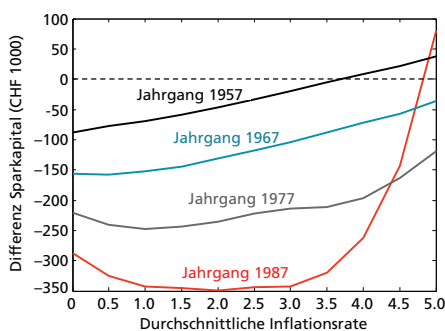
25-jährigen beträgt rund 100 000 Franken zu heutigen Preisen. Allerdings führt die Inflation dazu, dass die Kaufkraft der nominal fixierten Renten nach der Pensionierung rapide fällt. Wir können das in der Grafik sehen, aber auch eine einfache Rechnung zeigt: Bei 10% Inflation halbiert sich die Kaufkraft der Renten alle 7½ Jahre. Die heute junge Generation feiert also bei Hochinflation auf dem Rücken der älteren Rentner.

Je nach durchschnittlicher Inflationsrate verursacht die berufliche Vorsorge also eine signifikante Umverteilung in der 2. Säule. Diesen Effekt können wir mit unserem Modell quantifizieren. Wir berechnen dazu die Entwicklung des PK-Sparkapitals der vier repräsentativen Versicherten für unsere 1000 Szenarien bei verschiedenen langfristigen Inflationsraten. Den Wert im Moment der Pensionierung vergleichen wir mit einer Investition aller Beiträge in ein Portfolio, welches dieselbe Anlagestrategie wie die Pensionskasse verfolgt. Grafik 5 zeigt, dass unser heute 25-jähriger Arbeitnehmer im Median-Szenario bei Nullinflation einen Solidaritätsbeitrag von rund 300 000 Franken leistet. Ab einer Inflation von durchschnittlich 3% verbessert sich die Bilanz. Eine langfristige Inflation von 3,5% stabilisiert die PK langfristig. Die heutige aktive Generation zahlt jedoch für die Lücke der bereits pensionierten Mitglieder.

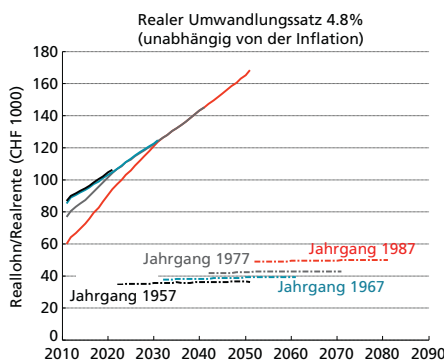
Renten an die Teuerung koppeln

Wir haben es also mit einem klassischen Nullsummenspiel zu tun. Je nach Inflationsrate werden die realen Vermögen im Topf der PK zwischen den Generationen verteilt. Kein Wunder, dass die Konsensfindung höchst schwierig ist. Es gäbe jedoch eine einfache Lösung: Der Einfluss der Inflation auf das finanzielle Gleichgewicht liesse sich eliminieren, indem die Renten an die Teuerung gekoppelt werden. Im Gegenzug für Anpassungen über Zeit, würde der Umwandlungssatz gesenkt. Wie wir gesehen haben, wäre bei Nullinflation ein Umwandlungssatz von 4,8% finanziell nachhaltig. Bei diesem Satz könnten die künftigen Renten an die Inflation gekoppelt werden. In Grafik 6 sehen wir, wie sich diese Parameter auswirken. Im Gegensatz zu Grafik 4 sind die so berechneten Renten nicht mehr von der Inflationsrate abhängig – die Rentner haben also die Gewissheit, dass ihre Kaufkraft bis zum Tod erhalten bleibt. Andererseits sind die Renten etwas tiefer. Gegenüber der Annahme einer Nullinflation von Grafik 4 sehen sie auf den ersten Blick sogar unattraktiv aus. Dabei sollte aber nicht vergessen werden, dass bei einem Umwandlungssatz von 6,8% die Verpflichtungen der Kasse nicht mehr gedeckt sind und spätere Generationen die Rechnung letztlich begleichen müssen – 100 Jahre sind eben ein zu kurzer Horizont ...

Fazit: Eine inflationsindexierte Altersrente würde einen grossen Teil der Unsicherheit über die finanzielle Zukunft der beruflichen Vorsorge eliminieren. Insofern bietet der Vorschlag einen Ausweg aus der verfahrenen politischen Diskussion. ♦



Grafik 5: Solidaritätsbeitrag bei Pensionierung. Quelle: Swisscanto



Grafik 6: Realrenten bei einem Umwandlungssatz von 4,8%. Quelle: Swisscanto

*Benno Weber ist Leiter Obligationen bei der Swisscanto Asset Management AG (www.swisscanto.ch). Daneben doziert er unter anderem im MAS in PK Management des Instituts für Finanzdienstleistungen in Zug.