

# Trügerische Sicherheiten und Scheingewinne

Das Tiefzinsumfeld setzt den Pensionskassen zu und macht strukturelle Probleme sichtbar. Yvonne Seiler Zimmermann und Markus Hübscher sind sich uneinig darüber, ob in der 2. Säule Garantien angebracht sind.

## Seit längerer Zeit sinken die Zinsen und seit fünf Jahren verlangt die SNB sogar Negativzinsen. Kann die kapitalgedeckte 2. Säule unter diesen Voraussetzungen noch funktionieren?

*Seiler Zimmermann:* Aus makroökonomischer Sicht funktioniert das kapitalgedeckte Vorsorgesystem effizient, wenn die Verzinsung des Kapitalstocks über der Lohnwachstumsrate liegt. Der Grund dafür ist, dass der volkswirtschaftliche Kapitalstock aus produktiven Investitionen besteht, wie beispielsweise Aktien oder Beteiligungen. Diese Anlagen sind risikobehaftet. Daher ist nicht mehr der risikolose Zinssatz relevant, sondern der Durchschnitt aus den breit diversifizierten Portfolios aus Vermögensanlagen. Aus finanzökonomischer Sicht funktioniert die 2. Säule nur noch bedingt. Das Problem ist der Sicherheitsgedanke. Wenn man das Ziel hat, möglichst sichere Renten garantieren zu können, müsste man diese auch risikolos finanzieren können. Bei einem Zinsniveau von null Prozent oder tiefer funktioniert das nicht.

*Hübscher:* Die 2. Säule hat bewiesen, dass sie die Zielvorgaben in den vergangenen Jahren nicht nur erfüllen konnte, sondern sogar übertreffen. Im BVG wurde eine Ersatzquote von 34 Prozent angestrebt. In der Vergangenheit wurden 40 Prozent erreicht. Wenn man etwas übertroffen hat und dann wieder auf die Zielgrösse zurückkommt, wird das auch als Einbusse empfunden. Wir bewegen uns von einem System mit nominalen Garantien, die auch die Teuerung ein-

gebaut hatten, hin zu einem realen System, in dem mit einer Inflation von 0 Prozent gerechnet wird. Dieser Anpassungsprozess ist schmerzhaft, aber notwendig. Auch im Tiefzinsumfeld macht die kapitalgedeckte 2. Säule durchaus Sinn.

## Was passiert, wenn die Zinsen noch weiter sinken?

*Hübscher:* Der Anpassungsprozess an die heutige Zinslandschaft ist noch nicht abgeschlossen. Die Lücke zwischen dem technischen Zins sowie dem im Umwandlungssatz enthaltenen Zinsversprechen und dem Marktzins ist noch zu gross. Wenn die Zinsen bleiben, wo sie sind, werden sich der technische Zins und der Umwandlungssatz noch weiter den Realitäten annähern müssen. Wenn die Zinsen weiter sinken, umso mehr. Darum ist man gut beraten, der Versuchung zu widerstehen, einen Teil des vermeintlichen Gewinns in Form einer höheren Verzinsung auszuschütten. Ein Beispiel: Wir haben heute in der Pensionskasse SBB eine Anlagerendite von rund 8 Prozent.<sup>1</sup> Wenn wir den technischen Zins den Marktzinsen annähern (zum Beispiel um 0,5 Prozent), würde das circa 3 Prozent Deckungsgrad kosten. Von der Performance 2019 kommen bei uns zudem etwa 40 Prozent von den Obligationen, was de facto Scheingewinne sind.

<sup>1</sup> Das Gespräch wurde Mitte November 2019 geführt.



*«Das Problem ist,  
dass die Vorgaben völlig  
kapitalmarktfremd sind.»*

Prof. Dr. rer. pol. **Yvonne Seiler Zimmermann** ist Dozentin und Projektleiterin an der Hochschule Luzern – Wirtschaft, Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ.



*«Auch im Tiefzinsumfeld  
macht die kapitalgedeckte  
2. Säule durchaus Sinn.»*

**Markus Hübscher** ist seit mehr als zehn Jahren Geschäftsführer der PK SBB.

*Seiler Zimmermann:* Wenn die Zinsen weiter sinken, kann man die Renten nicht mehr garantieren. Man muss die Renditen über andere Anlagen als Staatsobligationen erwirtschaften. Sprich, man muss risikobehafteter investieren. Die Zinsgarantien können nicht mehr risikolos erwirtschaftet werden.

*Hübscher:* Es wäre fatal, wenn man mehr Anlagerisiken einginge, nur, weil der erwartete Ertrag nicht ausreicht, um die Leistungen zu finanzieren. Konsequenz zu Ende gedacht, hätte man die Umwandlungssätze gar nicht senken müssen, sondern einfach mehr Anlagerisiken eingehen können. Zum Glück haben das die Pensionskassen nicht gemacht! Trotzdem: In der 2. Säule wurden die Anlagerisiken tatsächlich erheblich erhöht, ohne dass die Pensionskassen in den letzten zehn, zwölf Jahren risikofähiger geworden wären. Zwar sind die Deckungsgrade gestiegen. Dies aber oft nur, weil die technischen Zinssätze nicht konsequent an die finanziellen Realitäten angepasst wurden.

*Seiler Zimmermann:* Das Problem ist, dass die Vorgaben völlig kapitalmarktfremd sind. Wäre dem nicht so, hätten wir diese Probleme gar nicht. Dann könnte jede Kasse so viele Risiken eingehen, wie sie denkt, dass es für sie gut ist. Ich finde sogar, dass das nicht die Kasse bestimmen sollte, sondern dass die Versicherten als Risikoträger die Wahl haben sollten, wie riskant sie anlegen möchten. Die kapitalmarktfremden Vorschriften führen auch dazu, dass gewisse Kassen, die eine ältere Struktur haben oder BVG-nah sind, gar keinen Handlungsspielraum haben. Sie können keine Querfinanzierung vom Überobligatorium ins BVG vornehmen. Daher ist es für einzelne Kassen schwieriger, mit den Vorgaben umzugehen.

### **Müsste es für Pensionskassen eine Befreiung von Negativzinsen geben?**

*Seiler Zimmermann:* Das würde den Kassen bestimmt etwas bringen, aber das eigentliche Problem nicht lösen.

*Hübscher:* Wir haben in der PK SBB seit Einführung der Negativzinsen im Jahr 2015 total 11 Millionen für Negativzinsen bezahlt. Hätten wir das nicht bezahlen müssen, hätte sich der Deckungsgrad um knapp 0,1 Prozent verbessert. Das würde uns also finanziell nicht wirklich

helfen. Sorgen machen mir die politischen Akteure, die sich für die Befreiung der Pensionskassen von den Negativzinsen einsetzen und dann das Gefühl haben, das Problem der 2. Säule sei gelöst. Unser Problem wäre aber noch immer das gleiche: das tiefe Zinsniveau.

### **Dem tiefen Zinsniveau stehen – gerade im vergangenen Jahr – hohe Renditen gegenüber. Sind die tiefen Zinsen gar nicht so schlimm für die Pensionskassen?**

*Hübscher:* Das Unglückliche in der 2. Säule ist heute, dass die Geschäftsführer mit dem linken Auge auf den technischen und mit dem rechten Auge auf den ökonomischen Deckungsgrad schauen. Unser technischer Deckungsgrad zum Beispiel ist von 101 auf 109 Prozent gestiegen. Der ökonomische Deckungsgrad hat sich aber kein Jota bewegt. Man kommuniziert den technischen Abschluss und argumentiert mit dem ökonomischen Deckungsgrad. Klar versteht das der Mann auf der Strasse nicht. Aber wir müssen uns an der ökonomischen Realität orientieren, nicht an der technischen.

*Seiler Zimmermann:* Als die 2. Säule eingeführt wurde, sind die technischen Parameter so festgelegt worden, dass sie mit risikolosen Anlagen finanziert werden konnten. Alles darüber war «nice to have». Die Gefahr ist, dass die Leute glauben, die aktuelle Performance von 9 Prozent komme im Jahr 2020 automatisch wieder.

### **Aber die guten Renditen der vergangenen Jahre helfen den Kassen, die gesetzlichen Garantien zu finanzieren.**

*Seiler Zimmermann:* Die Garantien führen zu Umverteilungen. Momentan geht die Umverteilung von Jung zu Alt. Wenn die Zinsen aber wieder steigen, kann es genau umgekehrt sein. Man sollte die Garantien aus der 2. Säule herausnehmen. In einem reichen Land wie der Schweiz müsste man Renten garantieren können, aber man sollte es sozialpolitisch lösen und nicht in einem kapitalgedeckten Vorsorgesystem.

*Hübscher:* Die 2. Säule kann durchaus mit Garantien arbeiten. Die Parametrisierung zu Beginn war jedoch rückblickend falsch. Sie war zu optimistisch und hat die Inflation a priori eingerechnet.

Man ist davon ausgegangen, dass es immer Inflation geben wird. Wir sind in einem Anpassungsprozess, der zu einer realen Parametrisierung führt. Wenn die Parametrisierung konservativ genug ist, minimieren wir die Gefahr einer unerwünschten Umverteilung.

### **Haben die Negativzinsen auch etwas Gutes ausgelöst oder neue Möglichkeiten eröffnet?**

*Seiler Zimmermann:* Die Negativzinsen und das Tiefzinsumfeld haben dazu geführt, dass sich die strukturellen Probleme akzentuiert haben und man sie wahrnimmt. Es hilft sicher, darüber nachzudenken, wie man das Vorsorgesystem aufstellen kann, sodass es langfristig finanzierbar ist. Generell führten die Negativzinsen zu Fehlallokationen, unter denen die Wirtschaft und somit auch die Pensionskassen im Nachgang leiden werden.

*Hübscher:* Die Negativzinsen haben das Bewusstsein der Akteure geschärft, was Garantien bedeutet. Man hat nie gedacht, dass im System Umverteilungseffekte im Umfang von jährlich 6 bis 7 Milliarden entstehen könnten. |

### **Interview und Fotos: Gregor Gubser**

Den zweiten Teil des Gesprächs mit Yvonne Seiler Zimmermann und Markus Hübscher lesen Sie auf unserer Website ([www.vps.ch](http://www.vps.ch) unter Zeitschriften > Schweizer Personalvorsorge > Akzent). Themen im zweiten Teil sind das Vertrauen der Versicherten in die Vorsorge und die BVG-Reform.