

## **Medienkonferenz**

Grafenauweg 10, Postfach 7344, CH-6302 Zug  
T +41 41 757 67 67  
www.hslu.ch

Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ  
**Prof. Dr. Yvonne Seiler Zimmermann**

T direkt +41 41 757 67 42  
yvonne.seiler@hslu.ch

Universität Basel - WWZ  
**Prof. Dr. Heinz Zimmermann**  
heinz.zimmermann@unibas.ch

Seite 1/2

## **Kapitalgedecktes Vorsorgesystem im Nullzinsumfeld**

Wir untersuchen in unserer Studie die Frage, ob ein kapitalgedecktes Vorsorgesystem aus ökonomischer Sicht auch in einem Tiefzinsumfeld effizient ist und wie diese Frage im Kontext der drei Säulen des schweizerischen Vorsorgesystems zu beurteilen ist. Diese Frage stellt sich auf zwei verschiedenen Ebenen:

- **Finanzökonomische Ebene:** Die Leistungen der beruflichen Vorsorge sind mit Sicherheit zu erbringen, was sich aus den im BVG festgelegten Zielsetzungen ergibt (Fortführung des gewohnten Lebensstandards in angemessener Weise). Die Absicherung dieser Zielsetzung durch langfristige, risikolose Anlagen lässt sich im aktuellen Zinsumfeld nicht durch vertretbare Beiträge finanzieren. Positive erwartete Renditen können am Kapitalmarkt nur noch durch Risiko- und ggf. Liquiditätsprämien erwirtschaftet werden. Dies bedeutet, dass für die späteren Renten entsprechende Risiken in Kauf genommen werden müssen. Sichere Renten lassen sich somit mit einem kapitalgedeckten Vorsorgesystem nicht erwirtschaften: wir erachten variable Rentenmodelle als unumgänglich, wenn nicht weiterhin Umverteilungseffekte zwischen Generationen in Kauf genommen werden sollen.
- **Makroökonomische Ebene:** Ein kapitalgedecktes Vorsorgesystem gilt dann als ökonomisch effizient, wenn die Verzinsung des Kapitalstocks (der sog. Kapitalzins) über der Wachstumsrate der Löhne liegt. Im Tiefzinsumfeld scheint diese Bedingung verletzt, so dass argumentiert werden kann, dass umlagefinanzierte Systeme hinsichtlich Effizienz überlegen sind. In der Studie zeigen wir, dass dies nicht der Fall ist. Der Grund besteht darin, dass der volkswirtschaftliche Kapitalstock aus produktiven Investitionen besteht (hauptsächlich Aktien, Beteiligungen, Immobilien) und nicht aus nominellen Anlagen (wie bspw. Staatsanleihen). Die produktiven Investitionsanlagen sind von Natur aus risikobehaftet, so dass der Kapitalzins, der für die Effizienz des Kapitaldeckungsverfahrens ausschlaggebend ist, nicht dem risikolosen Zinssatz entspricht, sondern der Durchschnittsrendite eines breit diversifizierten Portfolios aus Vermögenanlagen. Die Verzinsung eines auf diese Weise definierten, «echten» Kapitalstocks liegt stets über dem Lohnwachstum. Das lässt sich empirisch einfach nachweisen.

Es kann somit das Fazit gezogen werden, dass aus makroökonomischer Sicht das schweizerische, kapitalgedeckte Vorsorgesystem durchaus effizient ist, nicht aber aus finanzökonomischer Sicht. Hier besteht das Problem des Sicherheitsanspruches und den damit verbundenen Mindestvorgaben im BVG, welche zu Umverteilungseffekte führen.

In unserer Studie identifizieren wir zwei Haupt-Umverteilungseffekte:

1. Heutige Aktive zugunsten *heutiger* Rentner:  $\approx 3$  Mrd. pro Jahr
2. Heutige und zukünftige Aktive zugunsten *zukünftiger* Rentner:  $\approx 4$  Mrd. pro Jahr

Pro Jahr führt dies total zu Umverteilungen von  $\approx 7$  Mrd. Das entspricht rund 1% des Kapitalstocks. Diese beiden Effekte haben mit unterschiedlichen regulatorischen Anpassungen in den letzten Jahren durchaus abgenommen, fallen jedoch immer noch substantiell aus.

Derweil wird argumentiert, dass Pensionskassen als Risikogemeinschaft Kapitalmarktrisiken durch das Kollektiv eliminieren könnten. So wird der Anspruch erhoben, dass eine Durchschnittsrendite auf einem gemischten Vermögen durchaus garantiert werden kann. Wir führen in unserer Studie aus, dass ein gewisser intertemporaler Ausgleich von Kapitalmarktrisiken zwischen Generationen möglich und ökonomisch effizient ist, aber dass sich mit dem Argument der Risikogemeinschaft keine Rendite über dem risikolosen Zinssatz für sämtliche Generationen und mit Sicherheit garantieren lässt. Daher stellen Durchschnittsrenditen von Kapitalmarktanlagen keinen geeigneten Referenzpunkt für die über Kapitalmarkt finanzierten Leistungsgarantien dar. Es wäre dringend erforderlich, dass die aktuarielle Praxis diesen Umstand berücksichtigt. Denn im Übrigen sind Renditeerwartungen, die über dem risikolosen Zinssatz liegen, nach dem finanzökonomischen Verständnis weitgehend als *Risikoprämien* zu interpretieren, und es gäbe keinen Grund, dass es diese Risikoprämien überhaupt gäbe, wenn Institutionen existierten, die die zugrundeliegenden Risiken durch einen intergenerationellen Ausgleich vollständig diversifizieren könnten.

Unsere Schlussfolgerungen lauten:

1. Die Stärke (ökonomische Effizienz) eines kapitalgedeckten Systems liegt im langfristigen Aufbau eines echten Kapitalstocks (Realkapital), nicht risikoloser Anlagen. Dazu müssen Risiken in Kauf genommen werden. Daher sind variable Rentenmodelle unvermeidlich.
2. Das Sicherheitsdenken muss sich hin zu einer Risikokultur bewegen, was ein Risikoverständnis resp. eine Risikobereitschaft seitens der Versicherten erfordert.
3. Dies erfordert, dass die Destinatäre Wahlmöglichkeiten haben und in eigener Verantwortung am Anlageprozess mitwirken.
4. Kapitalmarktferne Leistungsgarantien führen zu Umverteilungseffekten. Die Frage lautet: wie viel ist zumutbar?
5. Aus ökonomischer Sicht sollte ein Vorsorgesystem strikt zwischen sozialpolitischen Zielsetzungen (wie Sicherung des Existenzminimums) und Vermögensbildung unterscheiden.
6. Für sozialpolitische Anliegen ist die kapitalgedeckte Vorsorge nicht geeignet; umlagefinanzierte Modelle sind ordnungspolitisch adäquater. Ein duales System ist effizient, beruht auf ähnlichen wirtschaftlichen Voraussetzungen, aber erfüllt unterschiedliche Zielsetzungen.
7. Die Probleme sind unsichtbar, da wir auf einem grossen Kapitalstock sitzen und die Probleme weitgehend erst auf dem Papier bestehen. Die aktive Bevölkerung, vorab die junge Generation, ist wenig sensibilisiert über die effektive Belastung.