

Rettung von Banken und Staaten schwächt Vorsorgesysteme

Auf dem Weg in die Pensions-Krise?

Die Geldschwemme der Zentralbanken treibt Pensionskassen und Lebensversicherer in riskantere Anlagen. Dies könnte in vielen Ländern Schäden bei der Altersvorsorge anrichten. Was droht den Bürgern?

von Michael Ferber
23.7.2015

Die von den Zentralbanken künstlich niedrig gehaltenen Zinsen dürften weltweit die Altersvorsorge von Hunderten von Millionen Bürgern schmälern. Diese bezahlen so indirekt die Zeche für die Rettung von maroden Banken und Staaten. Wird sich daraus eine ausgewachsene «Pensions-Krise» entwickeln? Diese Frage beschäftigt zunehmend Ökonomen und Finanzexperten. Schliesslich wird die demografische Entwicklung die Probleme der Altersvorsorgesysteme in den kommenden Jahren noch verschärfen.

Schwierige Wiederanlage

Die anhaltend niedrigen Zinsen bedrohten die Zahlungsfähigkeit von Pensionsfonds sowie Versicherungen und schufen erhebliche längerfristige Risiken, hat die OECD in ihrem Ende Juni vorgestellten «Unternehmens- und Finanzausblick» mitgeteilt. Vorsorgeeinrichtungen und Lebensversicherer könnten die Renditeversprechen aus Zeiten mit hohen Zinsen nur dann gewährleisten, wenn sie auf ertragsstarke Anlagen auswichen. Derzeit legen Pensionsfonds und -kassen in vielen Ländern im Durchschnitt rund 40% ihrer Gelder in Obligationen an, Versicherungen sogar noch mehr. Da als sicher geltende Anleihen im derzeitigen Umfeld kaum Zinsen bringen, ist die Wiederanlage von Geldern schwierig, wenn bestehende Bonds auslaufen.

Die Nullzinspolitik, mit der die Zentralbanken marode Banken und Staaten stützen, hat so zur Folge, dass Investoren geradezu in riskantere Anlagen wie Aktien oder alternative Anlagen wie Private Equity, Hedge-Funds oder Rohstoffe getrieben werden. Die «Suche nach Rendite» in anderen Anlageklassen – hervorgerufen durch den «Anlagenotstand bei Obligationen – sehen die OECD-Ökonomen skeptisch, denn solche Strategien bürden grosse Risiken. So könne dies die Solvenzsituation von Pensionsfonds und Versicherungen im Falle eines negativen Schocks – beispielsweise einer Phase mit mangelnder Liquidität in bestimmten Märkten – ernsthaft gefährden, schreiben sie. Allerdings zeigten bisherige Daten nicht, dass die Jagd nach Rendite in riskanteren Anlageklassen bereits in einem grossen Umfang stattfinde – von Grossbritannien abgesehen. Dort sei der Trend zu beobachten, dass Vorsorgeeinrichtungen in riskantere Anlagen investierten.

Alexander Friedman, Chef der Vermögensverwaltungsgesellschaft GAM, geht hingegen davon aus, dass Pensionsfonds und Versicherungen weltweit bereits erhebliche Anpassungen in ihren Portfolios vorgenommen haben. Er zitiert eine Studie des US-Vermögensverwalters State Street Global Advisors von April dieses Jahres, laut der 63% der Investoren weltweit in den sechs Monaten davor ihre Anlagen in Aktien von Unternehmen aus Industrieländern erhöht hatten. Auch sehr konservative Investoren gingen bei der Vermögensanlage mittlerweile höhere Risiken ein, sagt Friedman. Als Beispiel nennt er den weltgrössten, 1,1 Bio. \$ schweren japanischen Pensionsfonds Government Pension Investment Fund und kleinere Fonds. Diese hätten im vierten Quartal 2014 japanische Staatsobligationen im Wert von 5,56 Bio. Yen (46 Mrd. \$) verkauft, das entspricht dem höchsten Volumen seit dem Jahr 1998. Dafür habe der Pensionsfonds grössere Investitionen in ausländische Aktien und Obligationen getätigt.

Zwingende Korrektur

Die Bewertungen an gewissen Aktienmärkten seien nach dem mehrjährigen «Bullenmarkt» bereits recht hoch, sagt Friedman. Ab einem bestimmten Punkt sei zwingend eine Korrektur fällig. Wenn diese schliesslich kommen sollte, treffe sie die Vorsorgeeinrichtungen in einer Situation, in der sie aufgrund ihrer veränderten Anlagepolitik den Schwankungen des Aktienmarkts stärker ausgeliefert seien als je zuvor.

In der Tat gehen Ökonomen davon aus, dass die derzeit an den Märkten zu beobachtende Inflation der Vermögenspreise nicht nachhaltig sein wird. Die Geldschwemme hat Aktienkurse und Immobilienpreise in die Höhe getrieben und dabei für Fehlallokationen von Kapital gesorgt, die sich irgendwann bereinigen dürften. Die Zentralbanken stehen in dieser Hinsicht vor einem Dilemma. Belassen sie die Zinsen noch lange auf Nullniveau, bilden sich immer grössere Blasen; erhöhen sie jene, könnten die Vermögenspreise deutlich korrigieren, was einen neuen Crash auslösen könnte. Beide Szenarien hätten negative Folgen für die Altersvorsorgesysteme in vielen Ländern. Eine weitere negative Folge der Entwicklung ist, dass Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungen wegen der niedrigen Zinsen bereits heute auf einen Teil des Zinseszins effekts verzichten müssen. GAM-Chef Friedman geht davon aus, dass ein zusätzlicher Prozentpunkt Rendite bei Pensionsfonds und Pensionskassen weltweit jährliche Einnahmen von 40 Mrd. bis 50 Mrd. \$ generieren würde.

Ungünstige Demografie

Auch der Rückversicherer Swiss Re hat sich in einer Studie zu den «unbeabsichtigten Folgen» der künstlich niedrig gehaltenen Zinsen geäussert. Laut dem Rückversicherer wirkt die expansive Geldpolitik der Zentralbanken auf die Sparer wie eine Steuer, da ihnen Erträge entgehen. In den USA hätten die Leitzinsen gemäss der Studie im Zeitraum 2008 bis 2013 rund 1,7 Prozentpunkte höher liegen müssen. Gemeinsam mit anderen Faktoren hätten die entgangenen Zinsen amerikanische Sparer so in dieser Periode 470 Mrd. \$ gekostet.

Diese «Finanzielle-Repression-Steuer» habe vor allem wohlhabende Anleger getroffen. Diese hätten aber auch von den in die Höhe getriebenen Aktienkursen und Immobilienpreisen profitiert. Als weitere Folgen der finanziellen Repression sieht Swiss Re die mögliche Bildung von Blasen bei Vermögenspreisen, die Konvergenz von sonst heterogenen Asset-Allokations-Strategien von Finanzmarktteilnehmern sowie grössere ökonomische Ungleichheit. Je länger die unkonventionelle Geldpolitik anhalte, desto schwieriger werde der Ausstieg.

Als wäre die Situation nicht heikel genug, dürfte die demografische Entwicklung die Pensionssysteme in vielen Ländern in den kommenden Jahren empfindlich treffen. Die immer höhere Lebenserwartung der Bürger, gekoppelt mit einer Verweigerung nötiger Reformen durch die Politik, könnte sich so als weiterer Schock für die sozialen Sicherungssysteme äussern – und dies in einer Zeit, in der beispielsweise viele europäische Länder bereits hoch verschuldet sind. Friedman befürchtet wachsende politische Instabilität im kommenden Jahrzehnt als Folge der Entwicklung. Auch die Altersvorsorgesysteme in Japan und China sieht er vor einer schwierigen Situation. Die Entwicklung werde auch das Rentensystem der USA treffen, allerdings sei die demografische Situation dort besser.