

Pensionskassenanlagen aus volkswirtschaftlicher Sicht

Christoph Zenger

Die zweite Säule BVG baut mit den Sparbeiträgen von Arbeitnehmern und Arbeitgebern einen Kapitalstock auf, um den zukünftigen Konsum der Rentner zu finanzieren. Die AHV dagegen leitet diese Beiträge im Grundsatz direkt in den gegenwärtigen Konsum der Rentner. Volkswirtschaftlich betrachtet ist das Kapitaldeckungsverfahren der zweiten Säule dem Umlageverfahren der AHV nur dann überlegen, wenn es ihm gelingt, den zukünftigen Konsum der Rentner über jenes Mass anzuheben, das beim Umlageverfahren resultiert. Dies erfordert produktive Investitionen, die die zukünftige Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaft steigern. Sollte dies nicht der Fall sein, dann ist der volkswirtschaftliche Kuchen in beiden Fällen gleich und das Kapitaldeckungsverfahren verliert seinen Vorteil.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist demnach entscheidend, dass die Anlagen der Pensionskassen die Produktivität der Wirtschaft steigern. Die Regulationen des BVV2 müssten dieses Erfordernis mit Priorität sichern. Entsprechend sollten die Anlagestrategien, -stile und -praktiken der Vorsorgeeinrichtungen auf dieses Ziel ausgerichtet sein.

Währungsabsicherung

Ein besonders aktuelles Beispiel für die herrschenden Anlagepraktiken von Pensionskassen ist die Währungsabsicherung von ausländischen Obligationen- und Aktienanlagen. Auch renommierte Institute und Ökonomen legen den Vorsorgeinstitutionen noch heute nahe, ihre Auslandsanlagen entsprechend abzusichern. Eine Währungsabsicherung ist ökonomisch nichts anderes als ein (Termin)Verkauf von Fremdwährungen (insbesondere Euro und Dollar) gegen Schweizerfranken. In der heutigen Situation läuft sie darauf hinaus, eine heillos überbewertete Währung zu kaufen, die sich wahrscheinlich in einer spekulativen Blase befindet. Wenn es irgendeine überhitzte Dotcom-Aktie wäre, hielte sich der volkswirtschaftliche Schaden in Grenzen. Im Falle des Schweizerfrankens machen sich die absichernden Pensionskassen jedoch mitschuldig, das KMU-Fundament

unserer Volkswirtschaft zu unterminieren. Sie gehörten an den gesellschaftlichen Pranger gestellt, weil sie de facto an einem schneeballähnlichen Schenkungskreis für Hedge Fund Manager und andere Spekulanten teilnehmen (wenn nicht sogar an einer Verschwörung ausländischer Mächte gegen die Schweiz).

Eine systematische Währungsabsicherung der Auslandsanlagen dagegen ist volkswirtschaftlich viel weniger problematisch, weil sie in Krisenzeiten nicht mit einer prozyklischen Zusatznachfrage nach Schweizerfranken verbunden ist. Ob sie sich langfristig eher für die Pensionskassen oder die Absicherungen verkaufenden Finanzinstitute lohnt, bleibe dahingestellt.

Hedging von Aktienanlagen

Auch die Absicherung von Aktienanlagen hat in den letzten Wochen bei den Pensionskassen an Attraktivität gewonnen. Damit lässt sich das Aktienmarktrisiko ausschalten, ohne die Titel physisch verkaufen zu müssen. Mit einem Verkauf von Aktienfutures kann das kostengünstig und effizient für ein ganzes Portefeuille realisiert werden. Ökonomisch betrachtet handelt es sich aber dennoch um einen Verkauf von Aktien, der gerade in kritischen Marktphasen mit einem zusätzlichen Druck auf die Aktienmärkte verbunden ist. Ob eine solche prozyklische Strategie im Einklang mit den volkswirtschaftlichen Ansprüchen an die Pensionskassenanlagen steht, ist zumindest fraglich.

Jedenfalls hat sie nichts damit zu tun, der Volkswirtschaft langfristiges Produktiv- oder Risikokapital zur Verfügung zu stellen. Das erfordert Geduld, Durchhaltewillen und Durchstehvermögen. Der (zu günstige) Börsenhandel im Allgemeinen und die derivativen Märkte im Besonderen erlauben es dem individuellen Anleger, diese Anforderungen zu missachten. So hat sich die durchschnittliche Haltedauer von US-Aktien seit den sechziger Jahren von rund 7 bis 8 Jahren auf unter 1 Jahr zurückgebildet – was letztmals in den 20iger Jahren der Fall war! Nicht trotz, sondern wegen der massiven Zunahme von Vorsorge-

geldern, die an sich über einen langfristigen Zeithorizont verfügen (sollten)!

Im Gegensatz zur individuellen Optik lässt sich das Risiko des produktiven Kapitals volkswirtschaftlich nicht einfach beiseite schieben oder gar vermeiden. Wenn eine Vielzahl von Anlegern zum Aktienexit drängt, dann äussert sich dies in crashartigen Kursstürzen wie wir sie in den letzten Wochen erleben mussten. Die Marktpreise sind dann nicht mehr effizient, weil das Verhalten der Anleger untereinander zu stark (weil herdenmässig) korreliert. Dieses Marktversagen ist eine klassische Form der „Fallacy of Composition“ – wonach die optimalen Handlungen des Einzelnen nicht – wie im Falle der unsichtbaren Hand von Adam Smith – zu einem volkswirtschaftlichen Optimum führen. Jede Pensionskasse, die sich in einer solch kritischen Situation den Lemmingen anschliesst und Absicherungsgeschäfte tätigt, trägt unmittelbar und ursächlich einen Teil dieser volkswirtschaftlichen Verantwortungsllosigkeit.

Die kurzfristige Spekulationsoptik führt auch zu einer immer grösser werdenden Volatilität, einem markanten Über- und Unterschiessen der Aktienmärkte. Sie überzeichnen das effektive Risiko des produktiven Kapitals und führen dazu, dass letztlich immer mehr Pensionskassen den entsprechenden Anteil am Vermögen reduzieren (müssen). Damit senken sie zwar das (langfristig irrelevante) Volatilitäts- und Deckungsgradrisiko, gefährden gleichzeitig aber die Sicherstellung der zukünftigen Renten. Für die ist nur die Grösse des volkswirtschaftlichen Kuchens und nicht irgendeine Portfeuillevolatilität oder irgendein Deckungsgrad entscheidend.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht wäre es effizienter, wenn die Unternehmen anstelle börsengehandelter Aktien partiarische Darlehen platzieren würden, die den Pensionskassen neben einem minimalen Zins einen Gewinnbeitrag ausschütten, im übrigen aber bloss kündbar (mit einer vernünftigen Vorlaufzeit) und nicht handelbar wären. Dann müsste sich die Pensionskasse nicht mehr mit der für ihren Zeithorizont ohnehin irrelevanten Volatilität beschäftigen, was sich im Durchschnitt aller Kassen eh bloss für die Finanzinstitute lohnt. Der spekulative Zeitgeist wird einem solchen Finanzierungsvehikel allerdings keine Chance geben.

Hedge-Fund „Anlagen“

Volkswirtschaftlich betrachtet handelt es sich bei Hedge Funds nicht um produktive Anlagen. Sie lassen den Kuchen höchstens für ein paar Pensionskassen grösser erscheinen – nie aber für die gesamte Volkswirtschaft. Im besten Fall handelt es sich um ein Nullsummenspiel, wo der eine das gewinnt was der andere verliert. Die krampfhaften Versuche der modernen Finanztheorie, die Existenzberechtigung von Hedge Funds mit ihrer liquiditätsfördernden und kurseffizienzsteigernden Wirkung zu rechtfertigen, sind vor dem Hintergrund der Finanzkrise und der heutigen Turbulenzen doch kaum überzeugend. Es besteht viel mehr die begründete Vermutung, dass die Hedge Funds den volkswirtschaftlichen Kuchen in der Tendenz eher verkleinern denn vergrössern.

Dabei ist die Madoff'sche Variante noch eine der volkswirtschaftlich harmloseren. Hier wird nur umverteilt – zu sich selbst, zu anderen Anlegern und zu den vertreibenden Banken. Letzteren wurde nicht Sand, sondern Geld in die Augen gestreut, damit sie nicht einmal den langfristigen Kurschart konsultierten, der selbst einem Laien nahelegte, dass da etwas nicht stimmen kann. Mit einem Verbot von Retrozessionszahlungen, Vertriebsentschädigungen oder andersgenannten Schmiergeldzahlungen hätte man diese Variante doch etwas zurückbinden können.

Weil Madoff keine Anlagen tätigte, sondern bloss fiktive Abrechnungen erstellte, konnte er auch keinen besonderen volkswirtschaftlichen Schaden anrichten. Das ist bei den „richtigen“ Hedge Funds – so man sie als Nicht-Schneeballsystem überhaupt erkennen kann – nicht unbedingt der Fall.

Man denke in diesem Zusammenhang etwa an die Risikoprämien europäischer Staatsanleihen. Mit ihren Konvergenzstrategien waren es gerade die Hedge Funds, die die letzten Spreads aus den Märkten herausarbitragierten – mit grossem Hebel versteht sich. Das führte ursächlich zu der Kreditschwemme und zur heutigen Schuldensituation der Länder an der südlichen Peripherie Europas. Die Mutter aller Hedge Funds half Griechenland sogar, den Eurobeitritt betrügerisch zu erschleichen. Nur um ein paar Jahre später die entsprechende Information für den gegenteiligen und vorherrschenden Divergenzhandel zu verwenden, der nunmehr sogar Frankreich erreicht hat. Wer in den heutigen Verwerfungen an den europäischen Staatsanleihenmärkten einen

grösseren volkswirtschaftlichen Nutzen zu erkennen vermag, muss schon über ein geniales analytisches Denkvermögen verfügen. Mit der angeblichen Eurokrise und der damit verbundenen Panikmache haben die Hedge Funds in der Fluchtwährung und dem vermeintlichen Sicherheitshafen Schweizerfranken ein weiteres lukratives Betätigungsfeld gefunden. Hier hat sich ein Trend, wahrscheinlich sogar eine Blase gebildet, die auf Spekulanten schon seit jeher eine magische Anziehungskraft ausübt. Wohlwissend, dass der Schweizerfranken masslos überbewertet ist, sind die entsprechenden Hedge Fund Manager überzeugt, dass sie in der Zukunft einen Dümmeren (vielleicht sogar eine Pensionskasse) finden werden, der ihnen die teuren Franken zu einem noch höheren Kurs abnimmt. Gerade diese individualtheoretisch hoch effiziente „rational expectation“ Strategie macht den Markt ineffizient („fallacy of composition“). Das wäre an sich harmlos würde sie sich nicht auf den für die Schweizerische Volkswirtschaft bedeutsamen Franken beziehen, der auf dem heutigen Niveau insbesondere gegenüber dem Euro ein immenses Schadenspotenzial aufgebaut hat. Die Vorstellung, dass sich Schweizer Pensionskassen an solch schädlichen Strategien mitbeteiligen, ist unerträglich. Sie geben sich als Helfershelfer der Totengräber vieler Schweizer Arbeitsplätze hin

– daher gehörten sie alle an den gesellschaftlichen Pranger gestellt. Die vom Regulator erlaubten 15% in Hedge Funds sind 15% zuviel! Dass sie durch eine Reduktion der Immobilienquote überhaupt erst ermöglicht wurde, ist volkswirtschaftlich mehr als nur bedenklich. Immobilien sind ausgezeichnete Produktivanlagen, die – im Unterschied zu allen Wertschriften inkl. Immobilienfonds – einen direkten realen Güter- bzw. Dienstleistungstransfer in die Zukunft ermöglichen. Jeder Eigenheimbesitzer weiss, dass er mit einer altersgerechten und möglichst schuldenfreien Wohneinheit einen Grossteil seines Altersbudgets immunisieren kann. Wertschriften dagegen müssen in der Zukunft gegen Güter und Dienstleistungen getauscht werden, deren Preise man heute nicht kennt. Sollten sich die jüngsten Trends der Pensionskassen hin zu hedgefondsähnlichen und staatskonsumfinanzierenden Gebilden fortsetzen, dann sähen sich vermehrt auch liberale Kräfte dazu gezwungen, einer Umwandlung in umlagefinanzierende Vorsorgesysteme das Wort zu reden.

Dr. Christoph Zenger ist Ökonom, Vermögensverwalter und Mitinhaber der Covasys Wyttenbach & Zenger in Zug