

So nützen Pensionskassen wenig

Vorsorgeanlagen aus volkswirtschaftlicher Sicht – Rentenansprüche durch zyklisches Investieren neuen Gefahren ausgesetzt – Wirtschaft auf Risikokapital angewiesen

CHRISTIAN 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 das Mass anzuheben, das beim Umlageverfahren resultiert.

Dies erfordert produktive Investitionen, die die zukünftige Leistungsfähigkeit der Volkswirtschaft steigern. Ohne sie ist der volkswirtschaftliche Kuchen in beiden Fällen gleich, und das Kapitaldeckungsverfahren verliert seinen Vorteil. Die Regulationen des BVV2 sollten die Anlagestrategien, -stile und -praktiken der Vorsorgeeinrichtungen auf diesen volkswirtschaftlichen Anspruch ausrichten.

Heisse Währungsabsicherung

Ein besonders aktuelles Beispiel für die Investitionspraktiken von Pensionskassen ist die Währungsabsicherung von ausländischen Anlagen. In der heutigen Situation läuft sie darauf hinaus, eine heillos überbewertete Währung zu kaufen. Die absichernden Pensionskassen machen sich mitschuldig, das KMU-Fundament unserer Volkswirtschaft zu unterminieren. Sie gehörten an den gesellschaftlichen Pranger gestellt, weil sie de facto an einem schneeballähnlichen Schenkungskreis für 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 Franken verbunden ist. Ob sie sich langfristig eher für die Pensionskassen oder

die Absicherungen verkaufenden Finanzinstitute lohnt, bleibe dahingestellt.

Auch die Absicherung von Aktienanlagen hat in den letzten Wochen unter den Pensionskassen an Attraktivität gewonnen. Damit lässt sich das Aktienmarktrisiko ausschalten, ohne die Titel physisch verkaufen zu müssen. Mit dem Verkauf von Aktien-Futures kann das kostengünstig und effizient für ein ganzes Portefeuille realisiert werden. Ökonomisch betrachtet handelt es sich dennoch um einen Verkauf von Aktien, der gerade in kritischen Marktphasen mit einem zusätzlichen Druck auf die Aktienmärkte verbunden ist.

Hedging von Aktienanlagen

Die Praxis hat nichts damit zu tun, der Volkswirtschaft langfristiges Produktiv- oder Risikokapital zur Verfügung zu stellen. Ein solches Vorgehen erfordert Geduld, Durchhaltewillen und Durchstehvermögen. Der Börsenhandel im Allgemeinen und die derivativen Märkte im Besonderen erlauben es den Anlegern, diese Anforderungen zu missachten.

Im Gegensatz zur individuellen Optik lässt sich das Risiko des produktiven Kapitals volkswirtschaftlich nicht einfach beiseiteschieben oder gar vermeiden. Wenn eine Vielzahl von Investoren zum Aktienexit drängt, dann äussert sich dies in crashartigen Situationen wie in den vergangenen Wochen. 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 abwickelt, trägt unmittelbar und ursächlich einen Teil dieser volkswirtschaftlichen Verantwortungslosigkeit.

Die kurzfristige Spekulationsoptik führt auch zu einer immer grösser werdenden Volatilität, einem markanten Über- und Unterschneiden der Aktienmärkte. Sie

überzeichnen das effektive Risiko des produktiven Kapitals und haben zur Folge, 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 Portefeuillevolatilität oder irgendein Deckungsgrad entscheidend.

Hedge Funds misstrauen

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. Es besteht vielmehr die begründete Vermutung, dass sie den volkswirtschaftlichen Kuchen in der Tendenz eher verkleinern als vergrössern.

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 herausarbitrierten – mit grossem Hebel, versteht sich. Das führte ursächlich zur 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.

Den vermeintlichen Sicherheitshafen Franken wussten die Hedge Funds dank den Verwerfungen an den europäischen Staatsanleihenmärkten und der Panikmache um den Euro zudem für eine weitere lukrative Strategie zu nutzen. Unsere Währung weist seit einiger Zeit einen starken Haussetrend, möglicherweise sogar eine Blasenbildung auf. Solche Phänomene üben auf Spekulanten seit jeher

eine magische Anziehungskraft aus. Wohlwissend, dass der Franken masslos überbewertet ist, kaufen die Hedge Fund die Währung in der Überzeugung, dass sie in der Zukunft einen Dümmeren (eine Pensionskasse?) finden werden, der ihnen die teuren Franken zu einem noch höheren Kurs abnimmt. Diese aus individueller Sicht hoch effiziente Rational-Expectation-Strategie macht den Markt ineffizient (Fallacy of Composition), weil nicht alle einen Dümmeren finden können. Die Vorstellung, dass sich Schweizer Pensionskassen via Hedge Funds an solchen für unsere Volkswirtschaft schädlichen Strategien beteiligen, ist unerträglich. Die vom Regulator erlaubten 15% in Hedge Funds sind 15% zu viel.

Auf Immobilien setzen

Dass dies durch eine Reduktion der Immobilienquote überhaupt erst ermöglicht wurde, ist volkswirtschaftlich 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 Wohninheit 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 hedge-fund-ähnlichen und staatskonsumfinanzierenden Gebilden fortsetzen, dann sähen sich vermehrt auch liberale Kräfte dazu gezwungen, einer Umwandlung in umlagefinanzierende Vorsorgesysteme das Wort zu reden.

Dr. Chr. Zenger, Volkswirtschaftler, Vermögensverwalter und Geschäftsleitungsmitglied der Covasys in Zug. Eine ungekürzte Version des Beitrags finden Sie auf www.covasys.ch.



BILD: CAROKEYSTONE

Egal, wer gerade regiert, ob **Bulle oder Bär**: Pensionskassen müssen **langfristig** agieren.