

Stabilität der beruflichen Vorsorge in Gefahr?

Die gegenwärtige Finanzkrise hat zu verschiedensten Befürchtungen bezüglich der Stabilität der beruflichen Vorsorge geführt. Tatsächlich sind die Deckungsgrade infolge der massiven Anlageverluste stark gesunken. Das muss aber nicht bedeuten, dass die Stabilität des Systems generell gefährdet ist. Man muss unterscheiden zwischen strukturellen und kurzfristigen Defiziten, selbst wenn diese Unterscheidung nicht immer einfach ist. Die Stabilität wird letztlich vor allem durch strukturelle Defizite gefährdet.



Philipp Rohrbach
Bundesamt für Sozialversicherungen

Grundsätzliche Überlegungen

Um die Stabilität der beruflichen Vorsorge beurteilen zu können, muss vorab ein Referenzzustand definiert werden, gegen den das System im Idealfall mittel- bis langfristig tendieren sollte. Sowohl aus ökonomischer als auch aus sozialpolitischer Sicht entspricht dieser Zustand dem globalen aktuariellen Gleichgewicht, in welchem Finanzierung und Leistung äquivalent sind.

Führt man nun den Deckungsgrad¹ als Quotient aus dem Vorsorgevermögen und dem Vorsorgekapital ein, dann erhält man ein Mass, das eine konkrete Beurteilung verschiedener Zustände erlaubt. Offensichtlich wäre ein Deckungsgrad von 100 Prozent identisch mit dem gleichgewichtigen Zustand, zumindest bei Annahme vollständiger Information. In der Praxis geht man aus verschiedenen Gründen davon aus, dass der gleichgewichtige Zustand mit einem anderen, vorläufig unbestimmten Deckungsgrad erreicht wird. Das liegt im Wesentlichen an potenziellen Schätzfehlern in Bezug auf

die Anlagerträge² bzw. der Tatsache, dass der Planungshorizont zwar langfristig, aber eben nicht unendlich ist. Hinzu kommen eine später noch thematisierte Verlustaversion und praktische Probleme, z.B. im Zusammenhang mit Teilliquidationen. Die konkrete Höhe des Deckungsgrades zu einem bestimmten Zeitpunkt ist für die Beurteilung der Stabilität ohnehin nicht von grosser Relevanz. Von Bedeutung ist vielmehr, ob die vor dem Hintergrund des allgemeinen Leistungsziels festgelegten Finanzierungs- und Leistungsparameter die mittel- bis langfristige Entwicklung des Systems gegen den Gleichgewichtszustand überhaupt zulassen. Ist das nicht der Fall, so stellt dies eine hinreichende Bedingung für das Zustandekommen einer Stabilitätskrise dar.

Eine institutionelle Problematik, die eine allgemeine Gleichgewichtsbetrachtung erschwert, ist im Kontext der beruflichen Vorsorge immer hervorzuheben. Im Gegensatz zur AHV existiert eine Fülle von Versichertenkollektiven, die sich in ihrer Zusammensetzung zum Teil erheblich unterscheiden. Folglich sind Ungleichgewichte auf Stufe der einzelnen Vorsorgeeinrichtungen auch dann möglich, wenn sich das Gesamtsystem im Gleichgewicht befindet. In einem System mit allgemein verbindlichen Leistungsparametern müssen ebendiese letztlich immer ausgehend von einem fiktiven Gesamtkollektiv festgelegt werden. Die Gleichgewichtsbedingung, also die Äquivalenz von Finanzierung und Leistung, gilt aber selbstredend auch auf Stufe der einzelnen Vorsorgeeinrichtung, wobei die gleichgewichtigen Deckungsgrade je nach einrichtungsspezifischen Ertragsunsicherheiten unterschiedlich sein können. Diese Überlegungen zeigen auch, weshalb statische Deckungsgradbetrachtungen auf Stufe der einzelnen Einrichtungen ohne Berücksichtigung struktureller Unterschiede im Allgemeinen zu kurz greifen. Aus Gründen der Einfachheit wird von dieser Problematik im vorliegenden Artikel allerdings weitestgehend abstrahiert. Die Überlegungen basieren also grundsätzlich auf dem fiktiven Gesamtkollektiv.

Nicht zuletzt um das System der beruflichen Vorsorge organisatorisch einigermaßen praktikabel zu gestalten, werden die Leistungsparameter (für das BVG-Obligatorium) vom Gesetzgeber allgemein verbindlich fest-

1 Vgl. Art. 44 Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen und Invalidenvorsorge.

2 Unsicherheiten bzw. Risiken bezüglich Leistungen werden im Gegensatz zu Ertragsunsicherheiten im Allgemeinen innerhalb des Vorsorgekapitals berücksichtigt. Sie führen folglich nicht zu einer Abweichung des gleichgewichtigen Deckungsgrades von 100 Prozent.

gelegt. Damit soll insbesondere auch verhindert werden, dass diese Parameter, die im Gegensatz zum Leistungsziel versicherungstechnischer und nicht sozialpolitischer Natur sind, kurzfristig zu stark schwanken. Solche zufälligen Besser- oder Schlechterstellungen einzelner Generationen wären sozialpolitisch unbefriedigend, würden sich in einem System mit vollständig flexiblen Parametern aufgrund der Unsicherheiten allerdings nicht vermeiden lassen. Das heisst indessen nicht, dass die allgemein verbindlichen Parameter beliebig festgelegt werden können. Gerade vor dem Hintergrund der Systemstabilität lassen sich bestimmte Effizienzerfordernisse durchaus formulieren. Um dies zu veranschaulichen, werden im Folgenden zwei verschiedene Arten von möglichen Defiziten diskutiert. Beide haben bei statischer Betrachtung die gleichen Auswirkungen auf den Deckungsgrad, sind jedoch im Hinblick auf die Entwicklung des Systems unterschiedlich zu beurteilen.

Ein **strukturelles Defizit** entsteht im Wesentlichen innerhalb des Systems der beruflichen Vorsorge selbst. Es ist in kontinuierlichen Abweichungen der Leistungsparameter von der langfristigen Entwicklung der zugrunde liegenden exogenen ökonomischen und demografischen Variablen begründet. Trotz immer vorhandenen Unsicherheiten sollten die langfristigen Entwicklungen mit den einschlägigen statistischen Methoden relativ gut erklärt werden können, was theoretisch auch die regulatorische Reaktion erleichtern würde. Ein strukturelles Defizit entsteht demzufolge nicht aufgrund der Entwicklung der exogenen Variablen, sondern weil sich das System nicht schnell genug an diese Entwicklungen anpasst. Ein **kurzfristiges Defizit** hingegen hat seinen Ursprung primär ausserhalb des Systems der beruflichen Vorsorge und ist in zeitweiligen Abweichungen der exogenen Variablen von ihrer langfristigen Entwicklung begründet.

Im Folgenden wird, vermutlich etwas idealisierend, davon ausgegangen, dass sich die verschiedenen Ertrags- und Leistungsunsicherheiten quantifizieren lassen. Es ist darauf hinzuweisen, dass sowohl das Erwartungswertprinzip an sich, das im Finanzmarktkontext oft für die Schätzung der langfristigen Entwicklung verwendet wird, als auch die häufig unterstellten Prozessannahmen eine nicht unerhebliche Fehlerquelle darstellen können. Diese und andere Probleme führen in der Praxis zur Bildung von Schwankungsreserven.

Strukturelle Defizite und Risiken

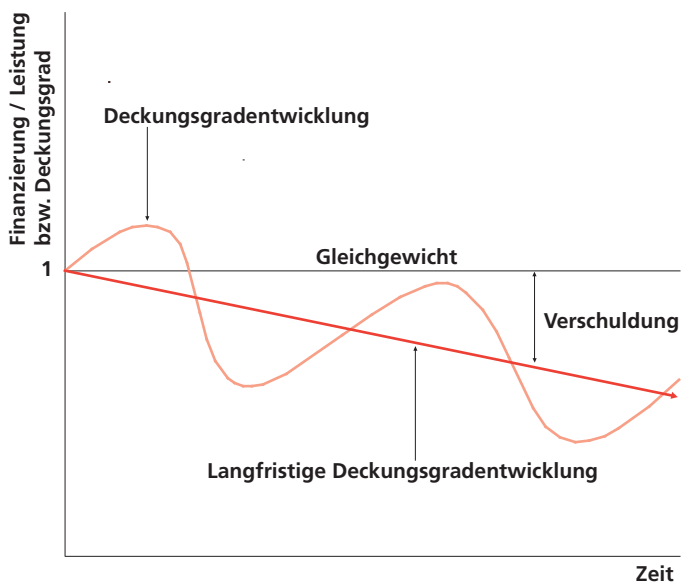
Der Mindestumwandlungssatz eignet sich für die Skizzierung eines strukturellen Defizits besonders gut, da dieser Leistungsparameter mittel- bis langfristiger Natur ist und sich dessen Bestimmungsfaktoren relativ gut isolieren lassen. Die für den «fairen» Umwandlungssatz primär relevanten exogenen Variablen sind die langfristige Anlagerendite und die Lebenserwartung. Der faire Umwandlungssatz sinkt mit zunehmender Lebenserwartung bzw. sinkender Anlagerendite.

Die langfristige Entwicklung der Lebenserwartung ist empirisch gut erklärt. Die Schätzung der «langfristigen» Anlagerendite, also der Grundlage der technischen Verzinsung, ist etwas schwieriger. Neben Zinskomponenten sind auch Aktienmarkt-, Immobilien- oder Fremdwährungskomponenten zu berücksichtigen. Unabhängig von einzelnen methodischen Problemen in Zusammenhang mit den Schätzverfahren hat man festgestellt, dass die Anlagerenditen aufgrund der stabil tiefen Teuerung seit Mitte der Neunzigerjahre tendenziell sinken. Der «faire» Umwandlungssatz ist folglich ebenfalls im Sinken begriffen. Nun besteht aber kein Automatismus bezüglich dem allgemein verbindlichen Mindestumwandlungssatz, da dieser nicht regelgebunden festgelegt wird. Eine entsprechende Anpassung setzt immer auch einen sozialpolitischen Konsens voraus.

Was für Auswirkungen wären zu erwarten, wenn die Anpassung nun nicht vollzogen wird? Ein technisch zu hoher Umwandlungssatz impliziert, dass ein gewisser Teil der Leistungen für die RentnerInnen nicht mehr durch die Anlageerträge finanziert werden kann. Die Leistungen für die aktiven Versicherten müssten folglich permanent auf oder zumindest nahe an das gesetzliche Minimum reduziert werden, um die Defizite auszugleichen. Das bedeutet letztlich ein Abweichen vom «individuellen» aktuariellen Gleichgewicht. Dies ist eine Form von intergenerationellen Umverteilungen³, die im System der beruflichen Vorsorge nicht vorgesehen ist. Aus sozialpolitischer Sicht sollten solche Abweichungen deshalb in jedem Fall vermieden werden, da sie einen permanenten und intransparenten Leistungsabbau für die aktiven Versicherten darstellen. Geht man vom Vorsorgekapital der aktiven Versicherten per Ende 2006 aus⁴, so entspricht eine Zinsreduktion um einen Prozentpunkt rund 2,7 Mia. Franken nur für das Jahr 2007. Aus Sicht der Systemstabilität ist die Beurteilung etwas schwieriger. Es ist theoretisch denkbar, dass die Stabilität des Gesamtsystems durch die Umverteilung nicht tangiert wird, nämlich dann, wenn der Umverteilungsbeitrag kleiner ist als die Differenz zwischen den Leistungen, die den aktiven Versicherten aus dem individuellen aktuariellen Gleichgewicht zustehen und dem gesetzlich definierten Minimum.

3 vgl. Kommission für Konjunkturfragen (2005), Jahresbericht 2005, Wirtschaftliche Auswirkungen einer alternden Bevölkerung, Bern, oder Brunner-Pathey, O. und R. Wirz (2005), Vergleich zwischen der AHV und der beruflichen Vorsorge (BV) aus wirtschaftlicher Sicht, Forschungsbericht des BSV Nr. 5/05, Bern.

4 Bundesamt für Statistik (2008), Pensionskassenstatistik, Neuenburg

Strukturelles Defizit und Verschuldung des Systems **G1**

Quelle: eigene Darstellung

System ohne strukturelles Defizit und Verschuldung **G2**

Quelle: eigene Darstellung

In der Realität muss man aber davon ausgehen, dass diese Differenz nicht ausreicht, um die Umverteilungsbeiträge zu finanzieren. In einem solchen Fall ist denn auch die Stabilität des Gesamtsystems nicht mehr gewährleistet. Es kommt zu einem in der Tendenz sinkenden Deckungsgrad, also einer ceteris paribus unumkehrbaren Bewegung weg vom aktuariellen Gleichgewicht. Letztlich stellt ein solches strukturelles Defizit nichts anderes dar als eine stetig wachsende Verschuldung der beruflichen Vorsorge (vgl. Grafik **G1**), die früher oder später in Sanierungsmassnahmen mündet. Diese Massnahmen müssen wiederum als intergenerationale Umverteilungen interpretiert werden, haben aber noch zusätzliche negative Folgen. Sanierungsmassnahmen können aus Sicht der aktiven Versicherten bzw. der Arbeitgeber grundsätzlich als Steuern interpretiert werden, da sie nicht mit einer konkreten Gegenleistung verbunden sind. Sie stellen im Übrigen auch kein Umlageelement dar, wie oft argumentiert wird, wobei Umlageelemente in der beruflichen Vorsorge ohnehin nicht vorgesehen sind. Ein Umlagesystem würde nämlich zumindest einen Anspruch auf eine zukünftige Leistung begründen. Diese zusätzlichen und intransparenten Steuern wirken sich nun sowohl auf das Arbeitsangebot wie auch auf die Arbeitsnachfrage negativ aus, sind also auch sozialpolitisch nicht legitimierbar. Hinzu kommt die Problematik, dass für Arbeitgeber mit stark defizitären Vorsorgeeinrichtungen die Personalrekrutierung zunehmend schwieriger wird. Dabei ist es im Übrigen unerheblich, ob die Sanierungsmassnahmen sofort ergriffen oder aufgeschoben werden. Da ein strukturelles

Defizit letztlich ausschliesslich über Sanierungsmassnahmen behoben werden kann, werden diese trotz einer allfälligen Aufschiebung antizipiert. Die sozialpolitisch unerwünschten Effekte treten sofort ein. Es ist auch zu erwähnen, dass die Systemstabilität durch Sanierungsmassnahmen nicht verbessert wird. Eine nachhaltige Stabilisierung kann nur über eine Anpassung der Leistungsparameter erreicht werden. Eine Erhöhung der «ordentlichen» Beitragssätze könnte zwar allenfalls die Systemstabilität wiederherstellen, hätte aber ebenfalls die oben beschriebenen Umverteilungseffekte zur Folge, da sie nur von den aktiven Versicherten bzw. den Arbeitgebern entrichtet werden müssen.

Es stellt sich nun noch die Frage, wie in der Praxis mit den bereits angesprochenen Problemen in Zusammenhang mit möglichen Schätzfehlern umgegangen werden kann. Schätzfehler könnten ebenfalls dazu führen, dass die Leistungsparameter vom versicherungstechnisch «fairen» Wert abweichen (wobei man das erst ex-post definitiv feststellen kann). Aus Gründen der Systemstabilität ist es nun sinnvoll, ausreichend hohe Risikomargen einzurechnen (vgl. Grafik **G2**). Die paritätische Zusammensetzung der Stiftungsräte garantiert, dass die Entwicklung hin zum Gleichgewicht trotzdem stattfindet und keine «Hortung» von überschüssiger Finanzierung erwartet werden muss. Die Entscheidung über die Verwendung von freien Mitteln liegt ausschliesslich in der Verantwortung des Stiftungsrates. Man kann davon ausgehen, dass das aktuarielle Gleichgewicht in einem stiftungsratsinternen Verhandlungsprozess die dominante Verteilungslösung darstellt. Risikomargen

sind folglich aus sozialpolitischer Sicht nicht per se illegitim.

Kurzfristige Defizite und Risiken

Kurzfristige Defizite entstehen, wie einleitend bereits erwähnt, primär durch exogene Schocks bzw. temporäre Abweichungen der exogenen Variablen von ihrer langfristigen Entwicklung. Es sei an dieser Stelle der Einfachheit halber angenommen, dass die langfristige Entwicklung selbst dadurch nicht tangiert wird.

Um die Auswirkungen dieser Abweichungen besser aufzeigen zu können, sei vorab der Begriff der «Sollrendite» kurz erörtert. Die Sollrendite ist jene Rendite, welche mindestens erzielt werden muss, um den Deckungsgrad konstant zu halten und beträgt gegenwärtig im Durchschnitt rund 4,2 Prozent⁵ p.a. Sie setzt sich im Beitragsprimat etwas vereinfachend dargestellt aus dem Mindestzinssatz und der technischen Verzinsung zusammen, jeweils gewichtet mit den jeweiligen Deckungskapitalien. Das Deckungskapital der aktiven Versicherten wird für die Gewichtung des Mindestzinssatzes, jenes der Rentner für die Gewichtung des technischen Zinssatzes verwendet. Der Mindestzinssatz ist wie der Umwandlungssatz ein bedeutender Leistungsparameter. Faktisch wird er seit seiner «Flexibilisierung» im Rahmen der 1.BVG-Revision jährlich vom Bundesrat festgelegt, wobei die Höhe nicht explizit regelgebunden bestimmt wird. Im Allgemeinen ist der Mindestzinssatz tiefer als die technische Verzinsung. Darin liegt im Übrigen auch eine mögliche Quelle von Differenzen, die im vorherigen Kapitel beschrieben wurden und es ermöglichen, Umverteilungen ohne Auswirkung auf den Deckungsgrad vorzunehmen. Die Frage, wie hoch die Differenz zwischen der Mindestverzinsung und der technischen Verzinsung sein darf, ohne dass es zu «ungewollten» Umverteilungseffekten kommt, ist nicht einfach zu beantworten. Darauf wird im vorliegenden Artikel auch nicht weiter eingegangen, wobei man aber festhalten kann, dass in diesem Bereich noch erheblicher Forschungsbestand bestehen würde. Gegenwärtig beträgt die Zinsdifferenz noch immer rund 2 Prozentpunkte. Konzentriert man sich ausschliesslich auf die Systemstabilität, so ist die langfristige Sicherstellung der Sollrendite offensichtlich die zentrale Bedingung. Ist sie nicht erfüllt, so entspricht dies einem strukturellen Defizit.

Nun liegt es in der Natur von Finanzmarktvariablen, dass diese starken kurzfristigen Schwankungen unter-

liegen, selbst wenn die langfristige Entwicklung als bekannt vorausgesetzt wird. Diese Schwankungen schlagen sich definitionsgemäss auch im Deckungsgrad nieder, da die Anlagerendite ein bedeutender Finanzierungsparameter darstellt. Besondere Beachtung muss hierbei den Ausschlägen gegen unten geschenkt werden. Obwohl sie sich, wenn kein strukturelles Defizit vorliegt, im Zeitablauf theoretisch mit den Ausschlägen gegen oben ausgleichen, werden sie dennoch oft anders wahrgenommen. Diese Art der Verlustaversion ist in der beruflichen Vorsorge, wo ein sehr langfristiger Anlagehorizont besteht, mit gewissen Gefahren verbunden. Sie kommt vermutlich daher, dass das System vor allem statisch betrachtet wird und führt dann gelegentlich zu der Forderung, die Anlagerisiken vollständig zu minimieren. Bei einer dynamischen Betrachtung muss ein kurzfristiger Ausschlag gegen unten jedoch keinesfalls zwingend dazu führen, dass das System tendenziell vom Gleichgewichtspfad abweicht. Es gibt ferner auch gewichtige sozialpolitische Gründe, die gegen eine Minimierung der Anlagerisiken sprechen. Die Überlegungen zum strukturellen Defizit haben gezeigt, dass bei einer Minimierung der Anlagerisiken auch die Zinskomponenten in den Leistungsparametern massiv gesenkt werden müssten, da es ansonsten zwingend zu einer Stabilitätskrise kommen würde. Es ist schlicht unmöglich, einen Umwandlungssatz in der gegenwärtigen Höhe ohne die Inkaufnahme gewisser Anlagerisiken zu finanzieren. Der empirisch sehr gut untermauerte Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko kann nicht durchbrochen werden, was im Übrigen gerade die aktuelle Finanzkrise anschaulich gezeigt hat.

Es ist ferner auch nicht davon auszugehen, dass die Versicherten bzw. die Arbeitgeber unendlich risikoavers sind. Die Vollversicherungslösung, die eine jederzeitige hundertprozentige Deckung der Leistungen garantiert und dafür in der Regel tiefere Leistungen generiert (insb. im überobligatorischen Bereich), müsste ansonsten die dominante Vorsorgeform darstellen. Einschränkend muss erwähnt werden, dass die Argumentation über die Risikoaversion etwas heikel ist, denn für die Versicherten sind die Minimalleistungen garantiert, wobei Defizite nicht zu äquivalenten individuellen Verlusten führen⁶. Durch die Leistungsgarantien entsteht folglich eine gewisse Asymmetrie, die vermutlich Teil der Begründung sein sollte, warum eine Senkung von nominalen Leistungsparametern in der Praxis so schwierig ist.

Die Inkaufnahme von Anlagerisiken hat sich in der Vergangenheit auch sozialpolitisch bewährt. Das lässt sich gut zeigen, wenn man annimmt, die berufliche Vorsorge bestehe nur aus aktiven Versicherten. Die Sollrendite entspricht dann dem Mindestzinssatz, und die Problematik von Umverteilungseffekten kann umgangen werden. Die «goldene Regel» – die zentrale Rechenan-

5 Vgl. Swisscanto (2008), Schweizer Pensionskassen, Bern.

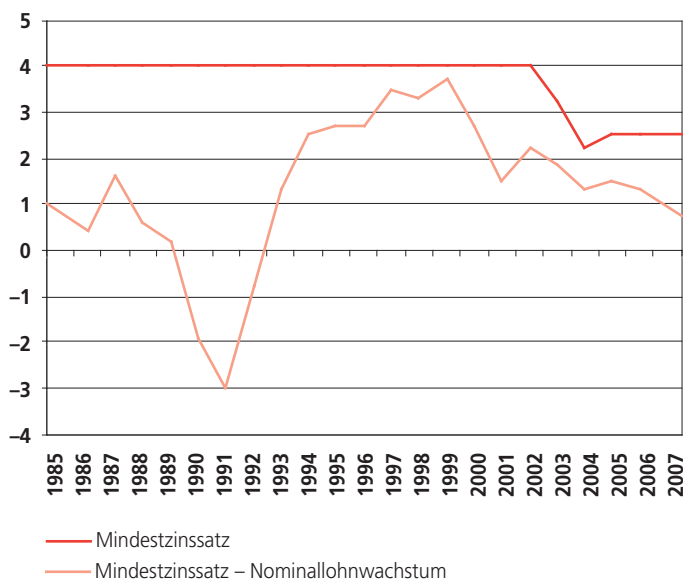
6 Im Falle einer Teilliquidation (vgl. Weirmeille F., Keller T. und P. Payot [2004], Gleichbehandlung von Teilliquidation und Freizügigkeit, Forschungsbericht des BSV Nr. 04/05, Bern) stellt sich dieser Sachverhalt unter Umständen anders dar.

nahme bei der ursprünglichen Ausgestaltung der beruflichen Vorsorge – verlangt, dass die Verzinsung der Sparkapitalien mindestens dem Nominallohnwachstum entsprechen muss. Nur so kann ein ex-ante definiertes Leistungsziel bzw. eine bestimmte Erwerbsersatzquote erreicht werden. Entspricht die Verzinsung zusätzlich auch der Teuerung, so findet kein Kaufkraftverlust auf den Sparkapitalien statt. Die reale Mindestverzinsung bzw. die Differenz aus Mindestzins und Nominallohnwachstum sollte aus sozialpolitischer Sicht demnach nicht negativ sein. Konnte dieses Erfordernis trotz den erheblichen Schwankungen der Anlageerträge mittel- bis langfristig sichergestellt werden? Grafik G3 zeigt, dass es nicht nur sichergestellt, sondern mittel- bis langfristig entschieden übertroffen wurde, trotz einer Phase mit hoher Teuerung und hohem Nominallohnwachstum zu Beginn der Neunzigerjahre. Nicht einbezogen sind reglementarisch oder freiwillig gewährte Verzinsungen, die über den Mindestzins hinausgehen. Diese «Überschussverzinsung» erhöht den Realertrag zusätzlich, ist vor dem Hintergrund des individuellen versicherungsökonomischen Gleichgewichts aber grundsätzlich absolut legitim. Keel und Frauendorfer (2003)⁷ zeigen, dass ein permanenter Realzins (unter der Annahme, dass die Teuerung dem Nominallohnwachstum entspricht) von 1 Prozent p.a. die Erwerbsersatzquote bei einer Versicherungsdauer von 40 Jahren von 36 Prozent auf rund 42 Prozent erhöht. Mit einer risikolosen Anlagestrategie wäre ein derartiges Übertreffen des Leistungsziels nicht möglich. Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass Anlagerisiken und andere kurzfristigen Schwankungen nicht per se eine Gefahr für die Systemstabilität darstellen. Zudem haben sie bis heute zu einem sozialpolitischen Positivsummenspiel geführt.

Wie bereits verschiedentlich erwähnt, kann auch ein kurzzeitiger Ausschlag des Deckungsgrades unter 100 Prozent trotz theoretischer Erholungsmöglichkeit ein Problem darstellen. Neben den bereits thematisierten Gründen besteht auch die Eventualität eines tatsächlichen Trendbruchs. Das gilt vor allem für den Anlagekontext, wo die Entwicklungen im Allgemeinen weniger stabil sind als beispielsweise im demografischen Kontext. Ausreichende Schwankungsreserven schützen das System in einem solchen Fall vor unangenehmen Sanierungsmassnahmen. Nun ist aber bei der Bildung von Schwankungsreserven ebenfalls ein Konflikt mit sozialpolitischen Aspekten vorhanden. Geht man davon aus, dass der gleichgewichtige Deckungsgrad bei rund 115 bis 120 Prozent liegt, dann müssten über Vermögenserträge Reserven im Umfang von rund 87,5 Mrd. bis 116 Mrd. Franken finanziert werden (Zahlen per Ende 2006). Schwankungsreserven werden in der Regel ausschliesslich über die Anlageerträge geüffnet, was die Leistungen für die RentnerInnen und vor allem für die aktiven Versicherten während der Aufbauphase nach

Mindestzinssatz, Differenz Mindestzinssatz und Nominallohnwachstum

G3



Quelle: Bundesamt für Sozialversicherungen, SECO, Bundesamt für Statistik

unten drückt. Dieses Dilemma zu lösen, wird eine der grossen Herausforderungen im Hinblick auf die Zeit nach der Krise sein.

Mögliche Gefahren durch die aktuelle Finanzkrise

Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass die aktuelle Finanzkrise im Gegensatz zu den bisherigen, eher partiellen Krisen, sehr wohl einen Einfluss auf die langfristige Entwicklung der exogenen Variablen haben könnte. Das gilt sowohl für die Entwicklung der Anlagerendite als auch für die mittelfristige Entwicklung der Teuerung. Aus heutiger Sicht drängen sich aber dennoch keine kurzfristigen regulatorischen Eingriffe ins System der beruflichen Vorsorge auf. Dafür sprechen vor allem zwei Gründe:

1. Die der beruflichen Vorsorge durch die Krise erwachsenden Risiken sind nicht systemischer Natur. Anders als im Bankbereich, wo die staatlichen Stabilisierungsmassnahmen letztlich ohne Alternative waren, wären ähnliche Interventionen (Garantien, Darlehen usw.) in der beruflichen Vorsorge mit dem ökonomischen Effizienzverständnis nicht vereinbar. Die Vorsorgeeinrichtungen vergeben gegenseitig keine kurz-

⁷ Keel, A. und K. Frauendorfer (2003), Studie über die kurz- und mittelfristigen Finanzierungsrisiken von Vorsorgeeinrichtungen. Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Einflusses der technischen Parameter, St.Gallen.

fristigen Kredite, sondern führen ihr Liquiditätsmanagement autonom durch. Sie sind auch nicht mit grossen, unerwarteten Abzügen von Sparkapitalien konfrontiert, die sie zur Realisierung von Buchverlusten zwingen würden. Des Weiteren kommt den Vorsorgeeinrichtungen bezüglich des gesamtwirtschaftlichen Kreditangebots nur eine marginale Rolle zu.

2. Kurz- bis mittelfristig besteht das Hauptrisiko für die berufliche Vorsorge in einer anhaltenden und starken Zunahme der Teuerung. Der Druck auf den Mindestzinssatz würde bei einem solchen Szenario stark zunehmen, ob er nun nominal finanzierbar ist oder nicht. Das lässt sich insbesondere mit der bereits erwähnten Asymmetrie zwischen individueller Rendite und individuellem Risiko begründen. Grundsätzlich kann man durchaus davon ausgehen, dass sich in einem Inflationsszenario auch die Anlageerträge erhöhen würden. Kurzfristig müsste aber dennoch von erheblichen Abweichungen ausgegangen werden, da die kurzfristige Korrelation von Anlageerträgen (auf dem Benchmark-Portfolio) und der Teuerung nicht sehr stabil ist. Nun ist aber eine stark zunehmende Teuerung kein Automatismus, welcher der gegenwärtig expansiven Geldpolitik zwingend folgen muss. Zweifellos ist auch die Schweizerische Nationalbank gewissen Sachzwängen unterworfen, welche in Konflikt mit dem «Inflationsziel» stehen können. Zu erwähnen ist vor allem die Wechselkursproblematik, welche eine unilatera-

le Straffung der «geldpolitischen Zügel» erschwert. Wenn es der Nationalbank aber gelingt, und dafür sprechen viele Argumente, die ins System gebrachte Liquidität rechtzeitig wieder zurückzuführen, muss das Inflationsszenario nicht zur Realität werden.

Fazit

Wichtig ist für eine stabile Zukunft der beruflichen Vorsorge primär, dass die noch vorhandenen strukturellen Defizite möglichst rasch beseitigt werden. Das gilt sowohl auf Stufe der einzelnen Einrichtungen, als auch auf Stufe des Gesamtsystems. Zudem sollten die verschiedenen Finanzierungs- und Leistungsunsicherheiten in Form von realistischen Rückstellungen und Reserven abgesichert werden. Gerade im Bereich der Wertschwankungsreserven waren die bisherigen Annahmen vermutlich etwas zu optimistisch. Ein Verlust von rund 10 Prozent auf dem Referenzportfolio (Pictet-BVG-25 Index) sollte, selbst wenn man die Sollrendite mit einbezieht, nicht zwingend zu Sanierungsmassnahmen führen müssen.

Philipp Rohrbach, M. sc. ec., Finanzierung und Systementwicklung
BV, Geschäftsfeld Alter und Hinterlassene, BSV.
E-Mail: philipp.rohrbach@bsv.admin.ch