

Liquiditätsprobleme bei Pensionskassen und Anlagestiftungen 2

Wirkungslose Massnahme

Im ersten Teil des Artikels in der Septemбераusgabe wurde dargelegt, dass Pensionskassen durch Liquiditätsvorschriften der Banken und durch Negativzinsen belastet werden. Im Folgenden wird aufgezeigt, dass die Negativzinsen ihre erhoffte Wirkung auf Pensionskassen verfehlt haben.

IN KÜRZE

Die Negativzinsen der SNB brachten Pensionskassen nicht dazu, mehr Geld im Ausland zu investieren. Die Massnahme sollte daher aufgehoben werden.

Spricht man von Negativzinsen auf Pensionskassenguthaben, wird sogleich gefordert, man möge den negativen Effekt in Schweizer Franken quantifizieren. Dies ist jedoch gar nicht so leicht. Gemäss verschiedenen publizierten Berechnungen betragen die Renditeeinbussen von Pensionskassen aufgrund des Negativzinses lediglich rund 100 Mio. Schweizer Franken. Nach einem verbesserten Berechnungsmodell mit verfeinerter Datengrundlage wirken sich die Negativzinsen in Form von Renditeeinbussen im Umfang von mindestens 300 Mio. Franken per annum aus. Ohne auf die Details dieser Berechnungen einzugehen, muss darauf hingewiesen werden, dass jede Kalkulation mit Vorsicht zu geniessen ist.

Berechnungen können nicht exakt sein

Dass die genannten Beträge nicht präzise sein können, lässt sich einfach veranschaulichen. Die Berechnungsmodelle lassen nämlich ausser acht, dass Banken mit Pensionskassen oft Einzelvereinbarungen über zu bezahlende Negativzinsen treffen. So sind nicht nur die Höhe der Negativzinsen, die Höhe der Freibeträge oder die Tarifstufen von Bank zu Bank unterschiedlich, sondern selbst die Konditionen bei derselben Bank sind für einzelne Pensionskassen unterschiedlich.

Hochrechnungen aufgrund von Monats- oder Jahresendbeständen sind überdies irreführend. Der Ausweis der Liquidität am Monatsende liegt systembedingt um ein Vielfaches höher als der durchschnittlich gehaltene Bestand. Lohnzahlungen des Arbeitgebers erfolgen meistens um den 25. bis 28. Tag des laufenden Monats. Die Auszahlung an die Rentner erfolgt jedoch bei den meis-

ten Pensionskassen im Folgemonat. Die Erhebung der Liquiditätsbestände am Monats- oder Jahresende, die meist als Grundlage für die Berechnungsmodelle dient, ist deshalb nicht geeignet.

Solche Berechnungen helfen auch nicht bei der Beantwortung der Frage, ob die Pensionskassen mit ihrem Verhalten zur geldpolitischen Zielerreichung der SNB beitragen. Für die Beantwortung dieser Frage ist eine andere Betrachtungsweise notwendig.

Die Massnahmen der SNB greifen

Die Negativzinsen haben Anlagen in Schweizer Franken weniger interessant gemacht. Sie haben die Attraktivität von Anlagen in Fremdwährungen erhöht und dadurch Schweizer Investoren unter Druck gesetzt, ihre Gelder vermehrt in Fremdwährungen anzulegen. In der Folge ist der Schweizer Franken seit Januar 2015 gegenüber allen Hauptwährungen (ausser dem Pfund, aufgrund des Brexit) schwächer geworden.

Die Entwicklung der Fremdwährungskurse gegenüber dem Schweizer Franken zeigt, dass die Ziele der Schweizerischen Nationalbank (SNB) grösstenteils erreicht wurden. Doch wieviel davon ist einer quasi natürlichen Korrektur nach dem kurzfristigen Überschiessen des Schweizer Frankens zuzurechnen und wieviel den nachträglichen Interventionen der SNB auf dem Devisenmarkt?

Aber welche Massnahme wirkt wie?

Um ihr geldpolitisches Ziel zu erreichen, ergriff die SNB verschiedene, auch flankierende Massnahmen und Eingriffe in die Schweizer Wirtschaft. Die Nationalbank musste den Teppich breit auslegen und auf Sonderbehandlungen ein-



Roland Kriemler
Geschäftsführer
des Verbands der
Anlagestiftungen KGAST

zelter Institute verzichten. Das Direktorium der Nationalbank war überzeugt, dass eine der Massnahmen oder eine Kombination verschiedener Massnahmen zum Ziel führen würden.

Bei solchen Eingriffen darf aber der Grundsatz der Erforderlichkeit nicht unberücksichtigt bleiben. Dieser Grundsatz besagt, dass eine Massnahme geeignet sein muss, um das angestrebte Ziel zu erreichen. Was also ist zu tun, wenn man feststellt, dass die eine oder andere Massnahme nicht greift, nichts zur Zielerreichung beiträgt und deshalb nicht erforderlich ist? Man setzt sie aus und fokussiert auf die anderen, wirkungsvollen Massnahmen.

Gerade bei dem Punkt «Aussetzen einer Massnahme, wenn sie nicht greift» ist die SNB in die Pflicht zu nehmen. Denn die Pensionskassen tragen aufgrund der eingeführten Negativzinsen wenig zu den geldpolitischen Zielen der Nationalbank bei. Um diese Aussage zu überprüfen, sind jedoch nicht die von Pensionskassen effektiv bezahlten Negativzinsen zu berechnen, sondern die von den Pensionskassen gehaltene Fremdwährungsquote und deren Veränderung heranzuziehen.

Schweizer Investoren investieren mehr im Ausland ...

Dazu ein Rückblick auf die Zeit vor der Einführung der Negativzinsen. Erhebungen der SNB zeigen, dass der Schweizer Franken nicht so sehr an Wert gewann, weil verängstigte ausländische Investoren ihre Gelder massenhaft im sicheren Hafen Schweiz und in Schweizer Franken anlegten. Es waren vielmehr die Schweizer Anleger selber, die zur Frankenstärke beigetragen haben.

Gemäss den SNB-Daten flossen in den Quartalen vor Einführung der Negativzinsen keine Gelder ins Ausland. Der Schweizer Franken war bei den Schweizer Investoren gesucht. Sie wollten ihre Auslandsinvestitionen aufgrund der Unsicherheiten im Euroraum und speziell in Euro reduzieren. Der Schweizer Franken wurde dadurch immer stärker, weshalb sich die SNB schliesslich zur

Aufgabe des Mindestkurses und zur Einführung von Negativzinsen genötigt sah.

Die eingeleiteten Massnahmen fruchteten, was die statistischen Publikationen der SNB auch klar aufzeigen: Gleich nach dem Entscheid vom 15. Januar 2015 floss vermehrt Kapital ins Ausland (Kapitalabflüsse schwächen den Schweizer Franken, Kapitalzuflüsse stützen die Nachfrage nach Schweizer Franken). Der Kapitalabfluss für das Jahr 2015 war sodann der höchste seit 2007. Dies belegt, dass Schweizer Investoren ihr Verhalten änderten. Sie verringerten ihre Absicherungspositionen, repatriierten ihre Erträge in Fremdwährungen nicht mehr, sondern reinvestierten sie im Ausland. Dadurch erhöhte sich ihr Fremdwährungsexposure.

«Die SNB muss den Pensionskassen und Anlagestiftungen erlauben, ihre operativ notwendige Liquidität auf Girokonti ohne Zinsbelastung anzulegen.»

... Pensionskassen jedoch nicht

Diesen Effekt, die Erhöhung des Fremdwährungsexposures,

müsste man auch bei der Fremdwährungsquote der Pensionskassen erkennen können, wenn die Pensionskassen vermehrt Auslandsinvestitionen getätigt und dadurch zur Schwächung des Schweizer Frankens beigetragen hätten.

Hätten die Negativzinsen die Pensionskassen dazu gebracht, vermehrt im Ausland zu investieren und somit auch die geldpolitischen Ziele der SNB zu unterstützen, hätte sich auch die Fremdwährungsquote der Pensionskassen ab dem 15. Januar 2015 erhöhen müssen. Betrachtet man aber die Entwicklung der Fremdwährungspositionen bei Pensionskassen, so stellt man fest, dass sich deren Quote über die letzten Jahre – auch 2015 und 2016 – sehr stabil zwischen 21.4 und 22.6 Prozent bewegt hat.

Pensionskassen haben also nicht mitgeholfen, den Schweizer Franken weniger attraktiv zu machen. Hingegen verursachen die negativen Zinsen auf den Girokonti der SNB (wie im ersten Teil des Artikels in der Septemerausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» dargestellt) Aktivitäten bei den Pensionskassen und Anlagestiftungen, die vor allem Kosten verursachen und die Renditen verschlechtern.

Handlungsbedarf bei Liquiditätsverordnung und SNB-Girokonti

Reflektiert man heute über die Auswirkungen der Liquiditätsverordnung und die Einführung von Negativzinsen auf Girokonti der SNB, muss man unweigerlich zum Schluss gelangen, dass dringender Handlungsbedarf besteht. Um die Attraktivität von Pensionskassengeldern zu verbessern, müssen die Beurteilungskriterien der Liquiditätsverordnung den effektiven Gegebenheiten bei den Pensionskassen und ihren Cashbeständen angepasst werden. Eine Neubeurteilung der Abflusswahrscheinlichkeiten und eine erneute Teilrevision der Liquiditätsverordnung sind deshalb notwendig.

Damit die Renditen der Pensionskassen nicht unnötigerweise noch weiter geschmälert werden, muss den Pensionskassen und Anlagestiftungen geholfen werden, ihre operativ notwendige Liquidität nicht zu künstlich tief gehaltenen Zinsen halten zu müssen. Der Lösungsweg ist klar: Die Nationalbank muss ihre getroffene Massnahme «Negativzinsen auf Girokonti ohne Ausnahmen» auf Erforderlichkeit überprüfen und entsprechend anpassen. Schliesslich muss sie den Pensionskassen und Anlagestiftungen erlauben, ihre operativ notwendige Liquidität auf Girokonti ohne Zinsbelastung anzulegen.

In der beruflichen Vorsorge sind die Versicherten zu staatlichem Zwangssparen verpflichtet. Der Bund muss deshalb für Rahmenbedingungen sorgen, die es den Vorsorgeeinrichtungen ermöglichen, mit ihrem Anlagevermögen eine adäquate Rendite zu erzielen und gleichzeitig eine hohe Sicherheit der Anlagen und Transparenz in der Vermögensverwaltung sicherzustellen. Ertrag und Rendite rücken dabei leider zu oft in den Hintergrund. Dies zeigt sich beispielhaft bei den undifferenziert erhobenen Negativzinsen oder den unzumutbaren Vorgaben der Liquiditätsverordnung. Beides führt dazu, dass bei Pensionskassen Cash nicht mehr King ist. |