



Stefan Beiner, Chef des Asset-Managements bei Publica.

CH. RUCKSTUHL / NZZ

«Ich persönlich bin der Meinung, dass die zweite Säule eine gewisse Solidarität braucht.»

Stefan Beiner

«Mit unserer Bevölkerungsstruktur und den derzeitigen Beitrags- und Steuersätzen kommen wir langfristig finanziell nicht durch.»

Veronica Weisser

Neue Zürcher Zeitung



Neue Zürcher Zeitung
8021 Zürich
044/ 258 11 11
<https://www.nzz.ch/>

Medienart: Print
Medientyp: Tages- und Wochenpresse
Auflage: 96'109
Erscheinungsweise: 6x wöchentlich

Seite: 18
Fläche: 269'376 mm²

Auftrag: 3007101
Themen-Nr.: 999.222

Referenz: 77701199
Ausschnitt Seite: 2/8



Veronica Weisser, Vorsorgeexpertin bei der UBS.

CH. RÜCKSTUHL / NZZ



«Irgendwann schlägt die Verschuldung zurück»

Die Börsen haben sich vom Corona-Crash erholt, doch die Krise drückt am NZZ-Finanzmarkt- und Vorsorge-Roundtable die Stimmung. Die vier Experten zeigen sich im Gespräch mit Anne-Barbara Luft und Michael Ferber besorgt über die hohen Schulden sowie die schwierige Vorsorge für Familien

Der Ausbruch der Corona-Pandemie hat auch die Pensionskassen völlig überrascht. Wie haben sie in den ersten Wochen auf die Krise reagiert?

Stefan Beiner: Im März gab es für uns drei Krisen. Die erste war die Gesundheitskrise. Wir wollten die Dienstleistungen für unsere Kundinnen und Kunden jederzeit gewährleisten und zur Gesundheit der Mitarbeitenden Sorge tragen. Die zweite Krise war die Finanzkrise, mit einem massiven Einbruch der Aktien- und Ölpreise. Die Herausforderung lag zu dem Zeitpunkt in der Neugewichtung der Anlageklassen. Da wir einen systematischen, antizyklischen Rebalancing-Prozess haben, kauften wir im März für 900 Mio. Fr. Aktien. Mitte März kam schliesslich die dritte Krise, die Liquiditätskrise. In dieser Phase mussten wir Liquidität beschaffen, um die Aktien kaufen zu können. Das war finanztechnisch betrachtet die grösste Herausforderung. In dieser Marktphase konnte man nicht einmal mehr US-Staatsobligationen verkaufen. Mit den Massnahmen der US-Notenbank hat sich die Lage aber recht schnell entspannt.

Wie kritisch war der Liquiditätsengpass

an den Märkten?

Marco Bagutti: Es ist nicht die erste Krise, in der es zu einem Liquiditätsengpass kam. Wir haben allerdings davon profitiert. Die Auffangeinrichtung ist nicht nur eine Pensionskasse, sondern Freizügigkeitskonten sind unser grösster Bereich. Für diese müssen wir das Kapital garantieren und können deshalb keine Negativzinsen weitergeben. Daher sind wir sehr stark in liquide Mittel investiert und konnten sogar Liquidität zur Verfügung stellen. Die Auffangeinrichtung vergibt Kredite an Schweizer Gemeinden und Städte. Vor der Krise wurden diese Kredite zu -0,2 bis -0,6%

Stefan Beiner

abl./feb. · Stefan Beiner leitet seit 2013 den Bereich Asset-Management von Publica, der Pensionskasse des Bundes. Zuvor war er seit 2008 Portfoliomanager und stv. Leiter des Asset-Managements von Publica. Davor arbeitete er bei McKinsey als Projektleiter in der Einheit Corporate Finance. Beiner ist Lehrbeauftragter für Finance an der Universität St. Gallen und seit 2014 stv. Direktor von

Publica. Er doktorierte in Finanzmarkttheorie an der Universität St. Gallen.

vergeben. Aufgrund des Engpasses, der mit einer Verzögerung Ende März kam, sind die Zinsen auf null gestiegen.

Thomas Schönbächler: Wir mussten unsere Strategie nicht anpassen, ganz im Gegenteil. Unser mechanisches – nicht taktisches – Rebalancing findet nach vorgegebenem Rhythmus zweimal im Monat statt. Rückblickend war es Mitte März genau im richtigen Moment. Auch wir haben aufgrund der notwendigen Neugewichtung Risiko-Anlagen im Wert von rund 850 Mio. Fr. gekauft.

Während die Konjunkturdaten düster sind, steigen die Aktienkurse. Haben sich die Märkte von der Realwirtschaft entkoppelt?

Veronica Weisser: Ja, ein direkter Zusammenhang zwischen der Realwirtschaft und den Märkten besteht derzeit ganz sicher nicht. Diese Entkopplung ist auf die massiven Massnahmen von Zentralbanken und Regierungen zurückzuführen. Die Märkte werden ganz bewusst gestützt.

Aufgeblähte Märkte, die die Fundamentaldaten nicht spiegeln, drohen wohl eines Tages zusammenzubrechen.

Weisser: Nicht, solange die Regierungen und Notenbanken weiter einschreiten. Das werden sie auch bei einer zweiten Welle wieder tun. Allerdings löst das Stützen einzelner Märkte nicht die fundamentalen Probleme und erzeugt auf mittlere Sicht grosse Ungleichheiten, die weitere Schwierigkeiten mit sich bringen.

Werden die zügellosen Rettungsprogramme zu höherer Inflation führen?

Beiner: Mittelfristig ist die Deflationsgefahr grösser, langfristig sehe ich eine höhere Inflation als grosses Risiko. Viele Trends, die man bereits vor der Corona-

Veronica Weisser



abl./feb. · Veronica Weisser leitet bei der UBS den neu gegründeten Sektor Retirement & Pension Solutions. Sie ist seit 2006 für die Grossbank tätig, unter anderem leitete sie im Chief Investment Office das Team, das die Analyse der Schweizer Makroökonomie, der Sektoren sowie der Altersvorsorge verantwortete. Weisser wuchs in Südafrika auf und hat nach internationalen Studiengängen an der Universität Bern in Ökonomie promoviert.

Krise gesehen hat, wie die Verstärkung der Ungleichgewichte, die hohe Verschuldung, die expansive Geldpolitik und die Monetarisierung der Schulden, haben sich jetzt verstärkt. Kurzfristig müssen die Notenbanken diese Politik verfolgen, um den Deflationskräften entgegenzuwirken. In den nächsten zwei bis drei Jahren werden wir kaum eine Inflation sehen. Sobald aber die Kapazitätsgrenze der Realwirtschaft erreicht wird, ist die Gefahr einer Inflation gross. Die Inflation dann zwischen 1% und 2% zu halten, wird angesichts der hohen Liquidität schwierig sein.

Schönbächler: Wir haben sicher eine Inflation der Realwerte. Sonst sehe ich Inflation erst in weiter Ferne.

Es gibt derzeit keine Bundesobligation, die eine positive Rendite aufweist. Müssen Pensionskassen bei Obligationen höhere Risiken eingehen?

Schönbächler: Als Pensionskasse müssen und wollen wir ja Renten garantieren. Historisch war dies mit Hypotheken und Obligationen sichergestellt. In diesem Sinne sind die negativen Renditen ein Wahnsinn. Aber Obligationen bringen uns trotzdem Stabilität und Liquidität. Daher ist es für uns keine Alternative, höhere Risiken einzugehen. Das wahre Problem der Pensionskassen ist aber nicht die fehlende Performance, sondern das sind die Garantien.

Bagutti: Die Garantien sind ein Schlüsselpunkt. Wir haben vier Geschäftsbereiche bei der Auffangeinrichtung. Der grösste Bereich mit über 13 Mrd. Fr. sind die Freizügigkeitskonten mit Kapitalgarantie. Der Gesetzgeber verbietet

es, hier negative Zinsen weiterzugeben. Daher mussten wir in der derzeitigen Krise eine ganz massive Risikoreduzierung vornehmen, sonst könnten wir die Kapitalgarantie nicht gewährleisten.

Da hilft es nicht, dass man Geld nicht einmal mehr zu 0% sicher anlegen kann. Warum sollte man also überhaupt noch in Staatsobligationen investieren?

Bagutti: Wir müssen weiter in diese Obligationen investieren, mit denen man einen sicheren Verlust macht. Bei Schweizer Staatsobligationen mit einer Rendite von -0,4 % weiss ich zumindest, dass ich sicher nicht mehr verliere. Wir kaufen auch bewusst Unternehmensanleihen. Sie bieten wieder adäquate Risikoprämien, was man von Staatsanleihen wie Italien nicht behaupten kann. Die Corona-Krise hat den Trend verstärkt, dass Pensionskassen mehr in risikoreichere Anlageklassen investieren. Bis dato ist das aufgegangen. Wie lange noch?

Weisser: In diesem Negativzinsumfeld funktionieren Garantien auf der Basis positiver, sicherer Renditen nicht. Rein rechnerisch gesehen ist es fast ein Ding der Unmöglichkeit. Man kann als Pensionskasse dankbar sein, dass die Zentralbanken die Aktienmärkte aufblähen. Doch leider ist das Aufblähen unsicher, und die Verluste aufgrund der Negativzinsen sind sicher. Es ist gegenüber den Aktivversicherten nicht fair, wenn man eine Garantie ausspricht, aber die Rentner kein Risiko tragen. Eigentlich müsste für die Berechnung einer sicheren Rente ein negativer Zins verwendet werden.

Welches Risiko stellt die im Zusammenhang mit der Pandemie wachsende Verschuldung dar?

Bagutti: Mir macht eher das Vertrauen der Bevölkerung in die Währung Sorgen. In Deutschland gab es 1923 plötzlich eine galoppierende Inflation, weil das Vertrauen in die Währung verloren gegangen war. Die Reichsbank hatte den Staat finanziert. Staatsschuldenfinanzierung durch die Notenbank war dann für

Jahrzehnte absolut verpönt. Nun findet es wieder statt, zuerst unter einem Deckmantel und inzwischen ziemlich offensichtlich.

Beiner: Notenbanken können nur Zeit kaufen, sie können die eigentlichen Probleme nicht lösen. Und das ist global die grosse Frage: Werden die strukturellen Probleme gelöst? In der Schweiz stehen wir im Vergleich mit anderen Ländern gut da. Die Fiskalpolitik war vernünftig.

Ist die Lage der Schweiz nach der Corona-Krise tatsächlich noch so gut?

Schönbächler: Der Bundesrat hat in der Krise wirklich gut gehandelt. Aber in den vergangenen Wochen hat man gesehen, wie die Politik anfängt, sich einzumischen. Stichwort Mietzinsreduktion: Von so etwas sollte man die Hände lassen. Der Eigentümer hat mit dem Mieter zusammen das grösste Interesse daran, eine langfristig gute Lösung zu finden. Eingriffe machen das ganze System unnötig komplex.

Weisser: Zu Beginn der Corona-Krise lag die Verschuldung bei etwa 40% des BIP. In der AHV beträgt die Verschuldung aber ungefähr 136%, und die impliziten Schulden im Gesundheitssystem belaufen sich auf rund 200%.

Diese impliziten Schulden werden mit der Zeit explizit, und dieser Prozess beschleunigt sich derzeit. Das ist eine spannende gesellschaftliche Frage, denn Systeme, in denen hohe implizite Schulden vorhanden sind, sind einfach nicht nachhaltig aufgestellt. Das sehen wir im Ressourcenverbrauch genauso wie beim Lebensstandard. Der Lebensstandard, den wir haben, zehrt mehr, als nachhaltig möglich ist. Mit unserer Bevölkerungsstruktur und den derzeitigen Beitrags- und Steuersätzen kommen wir langfristig finanziell nicht durch. Das gilt für die Gesundheitsvorsorge, für die erste und auch für die zweite Säule.

Wir können uns unseren Lebensstandard also gar nicht leisten?

Weisser: Auf Dauer nicht, und zwar



weder auf der Ressourcenseite noch auf der finanziellen Seite. Wenn die Verschuldung schneller steigt, dann ist das immer ein Punkt, an dem wir riskieren, dass gesellschaftliche Konflikte ausbrechen. Schulden sind nicht nur eine Zahl. Irgendwann schlägt die Verschuldung zurück, jemand muss das über einen tieferen Lebensstandard in der Zukunft bezahlen.

AHV und Pensionskasse sollen ja nach der Pensionierung 60% des letzten Einkommens decken. Ist dies in Zukunft noch möglich?

Schönbächler: Die Definition vom letzten Einkommen passt nicht mehr ganz. Karrieren verlaufen ganz anders als früher. Nur jeder zweite 50-jährige Versicherte in der BVK wird auch bei uns pensioniert. Das finde ich eindrücklich. Ich bin ein grosser Fan des Schweizer Drei-Säulen-Systems. Was die Existenzsicherung betrifft, kann man auch über einen Ausbau der AHV diskutieren. In der zweiten Säule darf es aber keine Umverteilung bei den Altersleistungen mehr geben.

Beiner: Im Jahr 1985 lag die Lebenserwartung eines 65-jährigen Mannes bei 15 Jahren, heute sind es 20. Dies bedeutet, dass die Rente um einen Drittel länger ausbezahlt wird. Somit müssen entweder die Beiträge erhöht oder die Monatsrenten gekürzt werden.

Bagutti: In den letzten Jahrzehnten sind die Zinsen immer weiter gesunken. Dies hat alleine für gewisse Renditen gesorgt. Jetzt sind wir aber an einem Punkt angelangt, wo es linear nicht mehr weitergehen kann. Hinzu kommt, dass die Zinsen sehr viel beeinflussen, beispielsweise auch die Immobilienpreise.

Haben die ultraniedrigen Zinsen eine Immobilienblase geschaffen?

Schönbächler: Die BVK hat vor allem Liegenschaften an sehr guten Lagen, deshalb ist unsere Ausgangslage gut. Allerdings mache ich mir trotzdem Gedanken darüber, welche Folgen die Digitalisierung für unsere Standorte hat. Braucht beispielsweise eine Bank noch 2000 Arbeitsplätze an einem bestimm-

ten Standort? Oder arbeiten ihre Mitarbeiter in Zukunft drei Tage pro Woche von zu Hause aus? Rein von den Alternativen her mache ich mir aber bei unseren Immobilien keine Sorgen, was die Bewertungen betrifft.

Beiner: Wirklich entscheidend ist, was mit den Zinsen geschieht. Dabei spielt auch die künftige Inflation eine Rolle. Eine Immobilienblase haben wir in der Schweiz zurzeit nicht, obwohl wir starke Preisentwicklungen gesehen haben. Alle anderen Anlageklassen sind auch teurer geworden. Gute Lagen sind in der Schweiz ein knappes Gut. Man sieht allerdings, dass Immobilien an schlechteren Lagen zum Teil nicht mehr mit einer zusätzlichen Risikoprämie bewertet werden. Zwischen Retail- und Wohnimmobilien findet eine Unterscheidung der Preise statt, bei den Standorten weniger.

Die Umwandlungssätze der Pensionskassen sind in den vergangenen Jahren um durchschnittlich 20 bis 30% gesunken, die Renten fielen folglich dementsprechend niedriger aus. Werden die Sätze weiter sinken?

Beiner: Der durchschnittliche Umwandlungssatz aller Pensionskassen liegt momentan bei 5,7%. Im obligatorischen Bereich sind nach wie vor 6,8% vorgeschrieben. Die Faktenlage ist offensichtlich. Solange die Lebenserwartung zunimmt und die Zinsen

Thomas R. Schönbächler

abl./feb. · Thomas R. Schönbächler ist seit Mitte 2009 Vorsitzender der Geschäftsleitung der Pensionskasse BVK. Er ist Mitglied mehrerer Stiftungs- und Verwaltungsräte. Vorher war er mehrere Jahre für die Swiss Life tätig, zuletzt als Leiter des Kundendiensts Schweiz. Schönbächler ist Betriebsökonom FH und absolvierte an der University of Rochester (New York) den MBA.

fallen, müssen auch die Renten angepasst werden – es sei denn, man findet jemanden, der bereit ist, die Lücken zu finanzieren. Das kann der Arbeitgeber sein oder die Aktivversicherten. Die Rentenbeziehenden kommen in der Schweiz nicht infrage.

Die Probleme kontinuierlich auf die Jungen abzuschieben, ist ja wohl nicht die Lösung. Die Corona-Pandemie hat den Generationenkonflikt bereits verschärft.

Beiner: Laut der Oberaufsichtskommission betrug die Umverteilung von Aktiven zu Rentenbeziehenden in der beruflichen Vorsorge 2019 7 Mrd. Fr. Ich persönlich bin der Meinung, dass die zweite Säule eine gewisse Solidarität braucht. Eine mittelfristige Umverteilung, sprich eine Glättung des Umwandlungssatzes über die Zeit, ist tragbar. Allerdings ist es wichtig, dass man diese Umverteilung langfristig behebt und nicht systematisch einplant.

Bagutti: Wie viel Solidarität soll man zulassen? Dies ist eine Frage, die wir stellen müssen. Eine gewisse Zeit lang kann eine solche Umverteilung funktionieren, aber eben nicht über mehrere Jahrzehnte hinweg. Nach der Einführung des BVG im Jahr 1985 ging die Quersubventionierung in die andere Richtung, das darf man nicht vergessen. Die Zinsen waren in den neunziger Jahren über 4%, und es gab Umverteilungen von den Rentnern zu den Aktiven. Dies änderte sich erst nach der Jahrtausendwende. Aber selbstverständlich muss es im derzeitigen Umfeld weiter in die Richtung niedrigerer Umwandlungssätze gehen.

Die Menschen tun also gut daran, privat für das Alter vorzusorgen. In Bern wurde jüngst die Motion Ettlín zu rück-

Marco Bagutti

abl./feb. · Marco Bagutti leitet seit Dezember 2008 den Fachbereich Kapi-



talanlagen der Stiftung Auffangeinrichtung BVG. Bei der ASGA und der ABB-Pensionskasse ist er Mitglied des Anlage-Komitees, bei der «Schweizer Personalvorsorge» hat er die Fachverantwortung für das Ressort Kapitalanlagen. Vor 2008 war Bagutti 15 Jahre lang als Portfoliomanager und Kundenverantwortlicher für die Bank Pictet und andere Vermögensverwalter tätig.

wirkenden, steuerbegünstigten Einkäufen in die Säule 3a angenommen. Konkurrenzieren dies nicht die zweite Säule?

Schönbächler: Persönlich finde ich alles gut, was die Vorsorge attraktiver macht. Ob jemand einen Einkauf in der zweiten oder der dritten Säule macht, finde ich weniger wichtig als die Tatsache, dass man es macht.

Bagutti: Die dritte Säule muss man sich leisten können . . .

Das ist ja auch die Kritik an der Motion: Es heisst, sie begünstige vor allem Wohlhabende.

Weisser: Mir gefällt an der Motion Ettlins, dass sie der Tatsache Rechnung trägt, dass man im Leben nicht immer gleich viel Geld hat. So kann man rückwirkend noch einzahlen. Bei Familien mit einem Lohn ist es ja oft schwierig, in der dritten Säule vorzusorgen. Das Schweizer System macht es den Familien nicht leicht. Kinder gelten hierzulande ja als Privatsache, im Gegensatz zu anderen Ländern. Das mit der Privatsache gilt aber nur für die Kosten der Kinder. Die Vor-

teile der Kinder hat man hingegen sozialisiert, beispielsweise in der AHV, der beruflichen Vorsorge oder der Gesundheitsversorgung. Wer in der Schweiz ökonomisch rational handelt, der hat keine Kinder. Ist das wirklich ein sinnvolles Anreizsystem? Die Geburtenrate bei den Schweizerinnen liegt bei nur 1,4 Kindern pro Frau.

Schönbächler: So unattraktiv ist es jetzt auch wieder nicht, Kinder zu haben. Es gibt beispielsweise Familienzulagen, es gibt Steuerabzüge. Klar, die kompensieren nicht die ganzen Kosten, aber die öffentliche Hand zahlt doch enorm viel.

Beiner: Zudem ist in der Schweiz die Ausbildung sehr günstig.

Weisser: Natürlich kann man in Bezug auf Kinder nicht rein monetär orientiert sein. Aber die Einführung der sozialen Sicherungssysteme hat eine enorme Wirkung gehabt. Wir haben Staatsfinanzierungssysteme im Umlageverfahren aufgebaut, die sich selbst zunichtemachen, weil sie durch ihre Anreize dazu beitragen, dass die Bevölkerung weniger Kinder hat. Das ist schon ein wenig absurd.

Bagutti: Ich sehe andere Gründe dafür, dass die Geburtenrate abgenommen hat. Das hat auch mit dem steigenden Wohlstand zu tun, in anderen westlichen Ländern ist die Entwicklung ähnlich.

Dies ist eine gekürzte Version des NZZ-Roundtable, auf nzz.ch findet er sich in ganzer Länge.



Thomas R. Schönbächler, Vorsitzender der BVK-Geschäftsleitung.

CH. RUCKSTUHL / NZZ

«Das wahre Problem der Pensionskassen ist nicht die fehlende Performance, sondern das sind die Garantien.»

Thomas R. Schönbächler

«Die dritte Säule muss man sich leisten können . . .»

Marco Bagutti

Datum: 06.07.2020

Neue Zürcher Zeitung



Neue Zürcher Zeitung
8021 Zürich
044/ 258 11 11
<https://www.nzz.ch/>

Medienart: Print
Medientyp: Tages- und Wochenpresse
Auflage: 96'109
Erscheinungsweise: 6x wöchentlich

Seite: 18
Fläche: 269'376 mm²

Auftrag: 3007101
Themen-Nr.: 999.222

Referenz: 77701199
Ausschnitt Seite: 8/8



Marco Bagutti, Leiter Kapitalanlagen der Auffangeinrichtung BVG.

CH. RÜCKSTUHL / NZZ