



PPCmetrics AG  
Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research. [www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)

---

# Negativzinsen: Was bedeuten sie für Pensionskassen?

Immer mehr Finanzinstitute verzinsen grössere Geldbeträge mit Negativzinsen. Diese negative Verzinsung wird oftmals euphemistisch als «Guthabenkommission» bezeichnet. Bisher waren die direkten Auswirkungen auf die Pensionskassen in den meisten Fällen gering. Sie haben, um die offerierten Freigrenzen (das heisst den maximalen Betrag, der noch nicht negativ verzinst wird) optimal auszuschöpfen, ihre Liquidität auf mehrere Konten bei der gleichen Bank oder gar auf verschiedene Banken verteilt. Seit einigen Wochen verschärfen jedoch einige Banken ihre Praxis und senken diese Freigrenzen. Zudem werden die Kundenguthaben vermehrt konsolidiert über die verschiedenen Konten betrachtet. Es muss daher damit gerechnet werden, dass in Zukunft viele Pensionskassen mit Sicherheit negative Erträge auf ihrer Liquidität verzeichnen werden.

Es gibt leider kein einfaches Allheilmittel zur Umgehung dieser negativen Zinsen. Ab und zu bietet sich die Chance, dass Banken Festgelder zu etwas besseren Konditionen annehmen. Aber das waren bisher Einzelfälle. Eine Alternative zu den Konten sind Geldmarktfonds, deren implizite Verzinsung ist jedoch auch negativ. Zudem sollte beachtet werden, dass viele dieser Fonds zwar diversifiziertere, aber dennoch höhere Gegenparteirisiken im Finanzbereich aufweisen. Der etwas höhere Ertrag muss zudem meist mit einem entsprechenden Risiko erkaufte werden.

Bargeldhaltung ist eine weitere mögliche Alternative. Allerdings ist diese auch nicht gratis (Transport, Versicherung, Aufbewahrung) und alles andere als risikolos. Wer garantiert beispielsweise, dass die gehorteten 1000-Franken-Noten nicht ohne höhere Kommissionen in den elektronischen Kreislauf zurückgebracht werden können? Es ist zu erwarten, dass die SNB einschreiten wird, sollten Pensionskassen versuchen, die Geldpolitik mit Bargeldhaltung zu umgehen.

Liquiditätsanlagen im Ausland in Form von Cash oder Geldmarktinstrumenten sind ebenfalls nur beschränkt attraktiv, da das Zinsniveau auch in den meisten andern Ländern sehr tief ist und das zusätzliche Währungsrisiko aus Anlegersicht oft nicht erwünscht ist. Wenn das Währungsrisiko abgesichert wird, dann reduzieren sich die Renditen wieder auf die Renditen, welche auch mit Liquidität in Schweizer Franken erzielt werden können. Da sich die Währungsrisiken in den letzten Monaten nicht verringert haben, sprechen aus Risikosicht auch wenige Argumente für die Option, dass heute strategisch auf eine Absicherung verzichtet werden sollte.

Allerdings ist zu beachten, dass die meisten Pensionskassen nur einen geringen Teil ihres Vermögens in Form von Liquidität halten. Daher sind die Auswirkungen der negativ verzinsten Liquidität auf die Gesamrendite gering, weshalb die einzelnen Vorsorgeeinrichtungen nicht zu viel Zeit für dieses Randproblem aufwenden sollten. Viel weitreichender ist die Tatsache, dass die negativen Kurzfristzinsen nur Ausdruck einer Zinskurve sind, die über weite Teile ausserordentlich tief ist. Somit ist die erwartete Rendite auf allen Anlagen niedrig, da sich diese aus dem risikolosen Zins plus Risikozuschlag respektive -prämie zusammensetzt. Dies ist im festverzinslichen Bereich gut

---

## Es gibt kein Allheilmittel zur Umgehung der negativen Zinsen.

sichtbar, da auch die Credit Spreads (Risikozuschläge für das Eingehen von Kreditrisiken) im historischen Vergleich tief sind. Es gibt zudem auch keine Indizien dafür, dass sich die Risikoprämien auf Aktien oder Immobilien vergrössert haben, wenn, dann ist eher das Gegenteil der Fall. Die im langfristigen Vergleich momentan hohen Bewertungen von Aktien und Immobilien deuten darauf hin, dass das tiefe Zinsniveau zu einem entsprechenden Wertanstieg auch bei diesen Anlagekategorien geführt hat. Nicht umsonst wurde der Begriff «Asset Inflation» geprägt.

Grundsätzlich führt dies dazu, dass die Renditeerwartungen bei den Pensionskassen-Portfolios heute deutlich tiefer sind als noch vor ein paar Jahren (vgl. Darstellung, welche die Entwicklung der Rendite- und Risikoerwartungen von PPCmetrics für den Pictet BVG 25 Index über die Jahre zeigt). Bereits 2006 dachten die Anleger, dass die Renditeerwartungen rekordtief seien ... Da sich die Sollrenditen der Pensionskassen nicht im gleichen Mass reduziert haben, wie die erwartete Rendite auf den Anlagen sank, besteht heute bei vielen Pensionskassen ein erhebliches Renditedefizit. Dieses ist kurzfristig nicht sonderlich dramatisch, da es im Erwartungswert nur zu einem langsamen Rückgang des Deckungsgrads führt. Aber langfristig befinden sich die betroffenen Pensionskassen nicht im Gleichgewicht und es besteht konkreter Handlungsbedarf. Glücklicherweise sind aber selten kurzfristige Notmassnahmen erforderlich, sodass genügend Zeit für eine individuelle Problemanalyse und eine durchdachte Lösungsfindung bleibt.

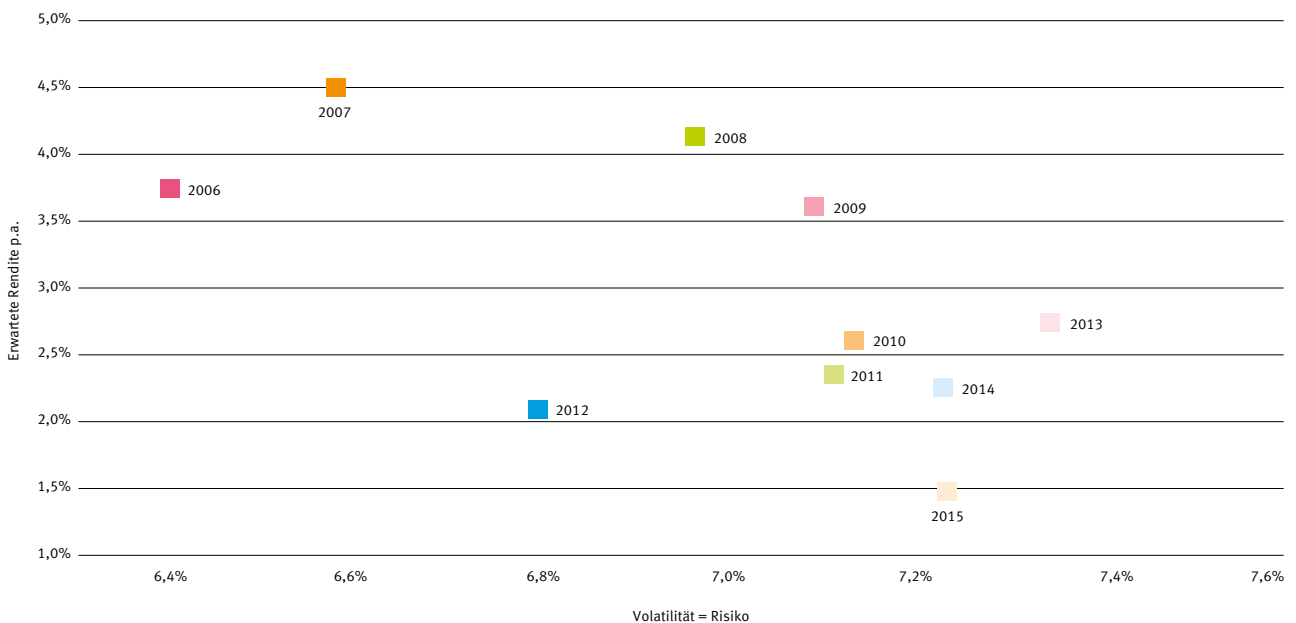
Was aber könnte überhaupt unternommen werden? Um diese Frage beantworten zu können, muss man den Kern des Problems verstehen: Der Hauptgrund für die tiefen Renditeerwartungen ist die für die Zukunft erwartete tiefe Inflation respektive die aktuelle Deflation (vgl. Darstellung). In den meisten Leistungen, welche die Pensionskassen in der Vergangenheit versprochen haben, ist jedoch

eine Inflationsrate von 1% bis 3% p.a. mit eingerechnet. Das Problem ist nicht neu: Obwohl die Kapitalmärkte in den letzten 20 Jahren eine Realrendite lieferten, die über den ursprünglichen Erwartungen lag, konnte die «fehlende» Inflation damit nicht kompensiert werden. Es ist auch unwahrscheinlich, dass dies den Pensionskassen in Zukunft gelingen wird. Daher liegt der Schlüssel zur Beseitigung des Ungleichgewichts zwischen Sollrendite und tiefer erwarteter Anlagerendite primär in einer Neudefinition der zukünftigen Leistungen.

Der Hauptgrund für die tiefen Renditeerwartungen ist die für die Zukunft erwartete tiefe Inflation respektive die aktuelle Deflation.

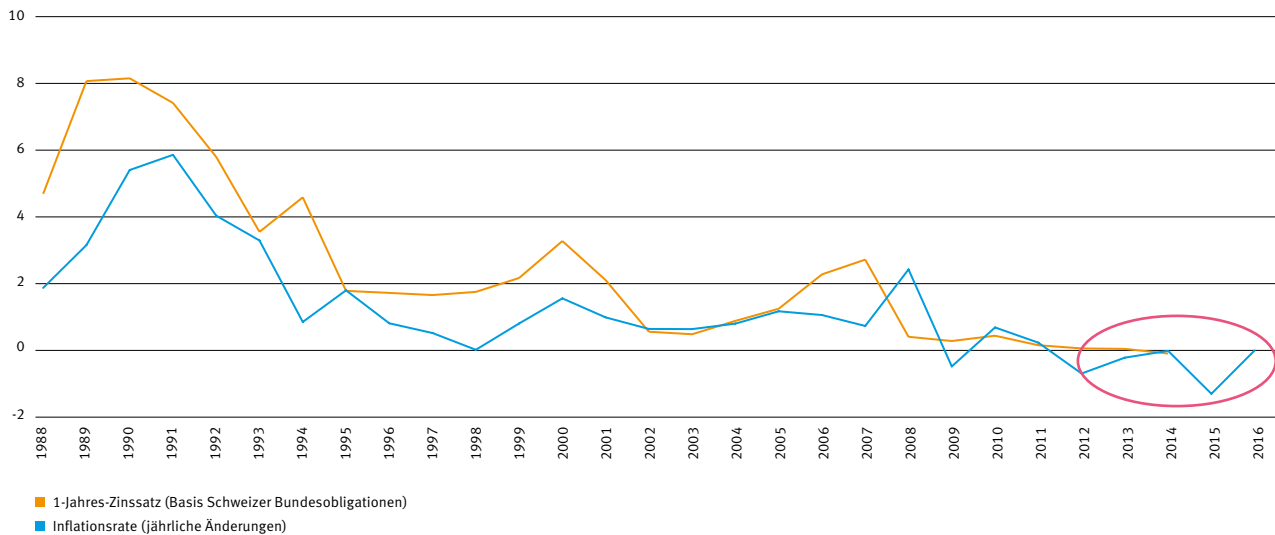
Selbstverständlich sollte jede Pensionskasse ihre heutige Anlagestrategie kritisch hinterfragen und prüfen, ob sie zusätzliche Risiken eingehen kann oder ob es noch weitere Risikoprämien gibt, welche sie in der Vergangenheit nicht oder nur zu einem kleinen Teil zu erwirtschaften versuchte. Es ist beispielsweise ein deutlicher Trend sichtbar, dass Anlagekategorien, welche eine sehr tiefe Liquidität (Immobilien Ausland, Infrastruktur etc.) aufweisen, momentan

#### Erwartete Rendite für den Pictet BVG 25 (Rendite- und Risikoannahmen von PPCmetrics).



## Inflationsrate 1988–2016

in %



ein Revival erleben. Jede gelungene Optimierung der Anlagetätigkeit bringt einen mehr als nur willkommenen Beitrag zur Problemschärfung. Allerdings sollte auch immer kritisch hinterfragt werden, ob die erforderliche Risikofähigkeit für das Eingehen der zusätzlichen Risiken tatsächlich vorhanden ist. Zudem sollte sichergestellt sein, dass die Mechanismen der allfällig neuen Anlagekategorie wirklich verstanden wurden – was teilweise auch für Experten nicht einfach ist – und dass sie sich effizient umsetzen lassen. Der Renditedruck birgt die Gefahr, dass wieder ähnliche Fehler wie nach dem Jahr 2002 gemacht werden, die sich früher oder später rächen werden. Beispielsweise sind viele Anleger heute bereit, eine tiefere Kreditqualität bei den Obligationen zu akzeptieren. Dies ist nicht per se falsch, aber neben den generell höheren Risiken sollte beachtet werden, dass sich damit auch eine Risikoüberschneidung mit den Aktien ergibt.

Leider werden in den meisten Fällen die Massnahmen auf der Anlageseite nicht ausreichen, um das Gleichgewicht wieder herzustellen. Bekanntlich können in der Vergangenheit gewährte Leistungen (Renten) nicht oder nur in wenigen Ausnahmen verändert werden. Die Differenz zwischen diesen versprochenen impliziten Renditen und den zu erwirtschaftenden Renditen muss in irgendeiner Form von den Risikoträgern der Vorsorgeeinrichtung, d.h. durch aktive Versicherte und durch den Arbeitgeber, getragen werden. Hingegen können zukünftige Leistungen verändert werden. Die Stiftungsräte müssen sich daher wohl oder übel über das Leistungsziel (nominal und real) und dessen Finanzierung Gedanken machen. Bedauerli-

cherweise führt wahrscheinlich kein Weg daran vorbei, die nominellen Leistungen zu senken.

Es gibt jedoch einen Trost: Sollte das Inflationsniveau tatsächlich so tief bleiben, wie es heute von den Kapitalmärkten prognostiziert wird, dann führen auch tiefere nominelle Leistungen zu im historischen Vergleich attraktiven realen Renten und die ursprünglichen realen Leistungsziele werden vielleicht sogar übertroffen – jedoch nicht so stark wie in den letzten Jahren. Letztendlich ist die reale Rente, also die Kaufkraft der nominellen Rente, für den einzelnen Versicherten entscheidend! Je früher sich ein Stiftungsrat auf den schwierigen Weg der Problemlösung begibt, desto grösser ist sein Handlungsspielraum – gerade die guten Renditen der letzten Jahre helfen ihm dabei, sozialverträgliche Lösungen zu finden.

Diego Liechti und Hansruedi Scherer, PPCmetrics AG



## Publikationen

**der Tragfähigkeit**  
 ...  
 ...  
 ...  
 ...  
 ...  
 ...

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

## Videos



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



**Stiftungszweck und Anlagepolitik**  
 ...  
 ...

## Tagungen

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



## Website



PPCmetrics AG  
 Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**