

Editorial

Die Zukunft privatrechtlicher kollektiver Versorgungssysteme

Wer heute über die Zukunft privatrechtlicher kollektiver Versorgungssysteme spricht, kann an der gegenwärtigen Krise der Finanzmärkte nicht vorbeigehen. Wer den Absturz der Börsen 2008/9, die Turbulenzen an den Anleihenmärkten und Rohstoffmärkten als das übliche zyklische Schwanken dieser Märkte, als die normale Abfolge von Übertreibungen und Korrekturen sieht, berücksichtigt u. E. nicht die Außergewöhnlichkeit der Ereignisse. Mit dem Zusammenbruch renommierter Brokerhäuser, mit dem Beinahekonkurs von Großbanken, der nur durch massive staatliche Interventionen verhindert werden konnte, mit dem zeitweisen Erliegen des Interbankenmarktes, mit den Rettungsversuchen für ganze Staaten ist eine tiefe Vertrauenskrise entstanden, die noch lange ihre Nachwirkungen zeigen wird. Die tiefgreifenden Veränderungen auf den Finanzmärkten in den letzten zehn Jahren und die Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds müssen ebenfalls beachtet werden:

Seit zehn Jahren ist der Derivathandel geradezu explodiert, das Volumen macht heute schon das Zehnfache des Weltaktienhandels aus. Dieses Volumen kann nicht zur Gänze durch die Sicherung von Schwankungsrisiken erklärt werden, sondern ist offenbar hochspekulativer Natur. Die USA beziffert offiziell das Volumen dieser als hochriskant eingestuften Finanzprodukte mit 450 Billionen Dollar. Dieses Kapital entzieht sich als Folge neoliberaler Finanzmarktderegulierung, aber auch als Folge der Globalisierung jeglicher Kontrolle.

Das ökonomische Grundproblem dabei ist, dass es heute nicht zu wenig veranlagungssuchendes Kapital gibt, sondern viel zu viel, um es in reale Werte investieren zu können. Mit dem Zusammenbruch der kommunistischen Wirtschaftssysteme hat sich dieses Problem potenziert. Schlagartig veränderte sich fast in der Hälfte der Welt die Einkommensverteilung, es kam zu gewaltigen Kapitalkonzentrationen in den Händen weniger, von denen die sprichwörtlichen russischen Oligarchen nur ein kleiner Teil sind. Auch in der alten Welt kam es zu markanten Verschiebungen in der Vermögensverteilung zugunsten der großen Vermögen. Daraus entwickelte sich eine neue Nachfragestruktur am Kapitalmarkt; es sind Nachfrager, die die Entwicklung virtueller Finanzprodukte vorantreiben und ihren aggressiven Einsatz verlangen.

Selbstverständlich sind die Finanzmagnaten nicht die einzigen Akteure auf den Finanzmärkten: Pensionskassen, institutionelle Anleger, Unternehmen und Staaten sind noch immer die größten Akteure, aber für den aggressiv spekulativen Einsatz neuer Finanzprodukte spielen die Finanzmilliardäre eine ganz besondere Rolle.

Das bedeutet für die Entwicklung der Finanzmärkte, dass die Amplituden der Wertentwicklung immer größer werden und dass in immer kürzeren Abständen extreme Ausschläge kommen werden, die mit der realen Entwicklung der Wirtschaft nur mehr wenig zu tun haben. Derzeit sind alle Volatilitätsindices auf den Finanzmärkten sehr hoch, und damit sind auch die Unsicherheiten und Risiken hoch.

Für die Entwicklung der Pensionskassen sind aber nicht die Amplituden entscheidend, sondern die trendmäßige Wertentwicklung auf längere Sicht. Dafür sind unsere Erwartungen sehr gedämpft. In Europa beginnt Anfang 2011 ein kollektives Sparprogramm, um die Budgetsalden, die fast durchwegs durch massive Bank- und Konjunkturstützungsprogramme aus dem Lot geraten sind, zu normalisieren. Der europäische Inlandskonsum wird also nicht zum Wachstumsmotor werden. Aufgrund der in Europa zu niedrigen Wachstumsraten und aufgrund des Stellenabbaus im öffentlichen Dienst wird in absehbarer Zeit die Arbeitslosigkeit weiter steigen, was den Inlandskonsum auch nicht stärkt. In den USA kommt dieselbe Entwicklung nur zeitvershoben. Auch dort wird man früher oder später das Budgetdefizit und den überbordenden Schuldenstand in den Griff bekommen müssen. Ob das höhere Wachstum in China und Indien ausreichen wird, um die Exporte auf das frühere Niveau zu bringen, ist fraglich, wobei in diesen Ländern das Platzen der Gewerbeimmobilienblase nicht eine Frage des Ob, sondern eine Frage des Wann ist.

Wachstum kann nicht nur durch Inlandsnachfrage, sondern auch durch eine Vielzahl anderer Faktoren, wie z. B. durch Erschließen neuer Märkte, durch technische Innovation, durch Bevölkerungswachstum, durch eine besondere Investitionskonjunktur, durch Lageraufbauzyklen generiert werden:

* Das Erschließen neuer Märkte, das den Kapitalmarktboom der 90er-Jahre zu einem guten Teil erklärt, scheint nun auf lange Zeit abgeschlossen zu sein. Die asiatischen und lateinamerikanischen Märkte werden noch stark wachsen, aber es wird keine neu erschlossenen Märkte mehr geben. In Osteuropa treten die Märkte allmählich in eine Reifephase ein.

* Auf dem Gebiet der technischen Innovation gibt es laufend Produktinnovationen, aber die zündende Idee, die das Lebensumfeld verändert und so einen langfristigen Aufschwung garantiert, wie etwa seinerzeit der Explosionsmotor oder wie in den 90er-Jahren die Internet- und

Handytechnologie, scheint zu fehlen. Bis zur Marktreife von Elektroautos wird es noch lange dauern.

* In den meisten Industriestaaten liegt die Fertilitätsrate deutlich unter 2, d. h. die Bevölkerung schrumpft. Dieses Manko kann nur durch Zuwanderung bzw. durch ständig steigende Lebenserwartung ausgeglichen werden. Steigende Lebenserwartung erhöht jedoch nicht die Zahl der Erwerbspersonen, und steigende Zuwanderung stößt immer mehr an die Grenzen der sozialen Akzeptanz.

* Die demografische Entwicklung in den USA, durch die immer mehr Angehörige der *Baby-Boom*-Generation in die Pensionsphase kommen, macht dem Pensionsfondswertpapiermarkt zu einem Verkäufermarkt. Deshalb bemühen sich die USA politisch, ihr Pensionsfondsmodell zu exportieren und im Ausland neue Aktiennachfrage zu schaffen. Irgendwann stößt dieser Prozess aber an seine Grenzen.

* Investitionen werden der Theorie nach getätigt, wenn sie sich rechnen und Gewinn versprechen. Da aber niemand den Strom der künftigen Preise und Absatzmengen genau berechnen kann, werden in der Praxis Investitionen dem Wesen nach aus drei Motiven getätigt: Erweiterung, technische Innovation und Ersatz. Die Kapazitätsauslastung in den westlichen Industriestaaten ist noch immer schwach, die Tendenz zur Standortverlegung ist hoch, sodass mit einer Konjunktur der Erweiterungsinvestitionen nicht zu rechnen ist. Wie schon erwähnt, fehlt es in der technischen Innovation am entscheidenden Funken. Der Ersatz von Anlagen bewirkt per se noch keinen Investitionsboom.

* Was den Lagerzyklus betrifft, befinden wir uns in den Industriestaaten schon wieder in der Abschwungphase.

Wenn die Überlegungen richtig sind, dann wird das Wachstum in den westlichen Industrieländern auf absehbare Zeit sehr gedämpft verlaufen. Die Aktienmärkte nehmen diese Entwicklungen vorweg und überzeichnen sie. Das bedeutet, dass nach einer Phase des Booms, der von der Erwartung einer starken Wirtschaftserholung getragen war, der nächste *Crash* vorprogrammiert ist. Auch mittelfristig wird deshalb auf den Aktienmärkten nur eine sehr bescheidene Rendite möglich sein. Die lange Kapitalmarktbaiss in Japan stellt ein Beispiel dafür dar.

Was bedeutet das für die Zukunft der kapitalgedeckten Systeme? Das Problem einer verstärkten Volatilität auf den Kapitalmärkten ist noch relativ einfach zu lösen: Man nimmt Risiko heraus. In den laufenden Verhandlungen zu einer Pensionskassenovelle wurde ein Modell einer Sicherheits-Veranlagungs- und Risikogemeinschaft entwickelt, das mit einer garantierten Pension in der Pensionsphase kombiniert werden kann. Damit kann dem Wunsch der Anwartschafts- und Leistungsberechtigten nach einer planbaren Pension im Alter Rechnung getragen werden, die Renditebäume werden aber nicht in den Himmel wachsen,

und die ursprünglichen Erwartungen werden nicht erfüllbar sein. Wenn an den Aktienmärkten und an den Rohstoffmärkten im Saldo nichts mehr zu verdienen sein wird, dann haben auch Beimischungen solcher Instrumente zur Renditeaufbesserung keinen Sinn mehr. Immer mehr wird der Vorwurf lauter, dass man mit einer selbst durchgeführten Veranlagung genauso viel verdienen kann und deshalb das Geld ausbezahlt haben will. Bereits jetzt schon wird in den Gewerkschaften der Ruf laut, die Veranlagung ausschließlich in der Bundesschuld zu tätigen und das den gesetzlichen Sozialversicherungssystemen zu überlassen, die das mit äußerst schlanker Kostenstruktur abwickeln könnten. Je länger die Krise am Kapitalmarkt dauert, desto stärker werden diese Tendenzen werden.

Viele Anwartschafts- und Leistungsberechtigte stehen dem Pensionskassenwesen trotz Ärger über bestimmte Missstände grundsätzlich noch immer positiv gegenüber, denn es ist klar, dass das Schicksal ihrer Betriebspension als direkte Pensionszusage noch unsicherer wäre. Doch auch sie stellen sich immer mehr die Frage, welchen Sinn es macht, wenn ihr Geld in amerikanischen Investmentfonds verbrennt. Die Pensionskassen sind gut beraten, wenn sie über alternative Wege in der Veranlagung nachdenken. Intelligente Finanzierungen des heimischen Wohnbaus, Kredite an österreichische Unternehmen, für die die Banken eine Risikoabsicherung übernehmen, Finanzierungen der Gebietskörperschaften sind mögliche Ansatzpunkte. Damit werden zwar überzogene Renditeerwartungen nicht befriedigt, aber es wird nach menschlichem Ermessen auch kein Kapital vernichtet. Es entsteht zumindest das Gefühl, dass mit den Pensionsgeldern etwas Sinnvolles gemacht wird, was die gesamtgesellschaftliche Akzeptanz des Systems erhöhen wird.