



## Wie sicher sind unsere Altersrenten?

Die Debatte um die Finanzierung der Altersvorsorge wird nicht nur in der Schweiz heftig geführt: Es ist global ein ungelöstes Problem. Entscheidend für den Erfolg unserer Vorsorgesysteme sind neben der heißdiskutierten Rentenhöhe und dem Pensionsalter auch zwei Größen, die sich weitgehend der politischen Diskussion entziehen: die langfristige Entwicklung von Inflation und Realrenditen.

VON MAGNUS PIROVINO, MANAGING DIRECTOR  
OPIRO CONSULTING AG, TRIESEN

«Soll ich das Kapital meiner Pensionskasse voll auszahlen lassen oder lieber eine lebenslange Rente davon beziehen?»

Diese Frage stellte mir kürzlich eine gute Bekannte, die in ein paar Jahren in Pension geht.

Zwar musste ich sie in Bezug auf eine persönliche Beratung enttäuschen, da ich kein Vermögensplaner bin. Aber ihre Frage hatte mein Interesse geweckt. Sie gibt Anlass sich auch über die sehr langfristigen Entwicklungen der Finanzmärkte Gedanken zu machen.

Noch bis vor wenigen Jahren wären die guten Argumente zur Frage «Rente oder Kapital?» wohl eher auf der Seite der «Rente» zu finden gewesen. Renten sind in den letzten dreißig Jahren aufgrund der fallenden Zinsen und der Desinflation (resp. sogar Deflation) permanent im Wert gestiegen und alle Pensionskassen waren froh um jeden Versicherten, den sie bei der Pensionierung loswurden: Durch die Auszahlung des gesamten Vorsorgekapitals konnten sie sich dem Risiko entziehen, dem Versicherten länger als erwartet einen fixen Jahresbetrag auszahlen zu müssen. Und die Rentner lebten – im Schnitt – wirklich immer länger.

Die Lebenserwartung spielt also eine wichtige Rolle. Bei der Pensionierung beträgt diese in etwa noch zwanzig Jahre: bei den Frauen etwas

mehr, bei den Männern etwas weniger <sup>[1]</sup>. Zwanzig Jahre ist folglich der Zeithorizont, den man hier mindestens berücksichtigen muss.

Betrachten wir als Modellbeispiel die Situation einer älteren erwerbstätigen Person – nennen wir sie Monika – die sich Gedanken über ihre Altersvorsorge macht. Nehmen wir an, Monika wird mit vierundsechzig Jahren pensioniert. Sie hat CHF 500'000.– in ihrer Pensionskasse angespart. Wählt sie den Kapitalbezug, bekommt sie den ganzen Betrag in einem Mal ausbezahlt. Wählt sie die Rente, erhält sie einen fixen Jahresbetrag von zum Beispiel CHF 30'000.–, so lange sie lebt. (Dies entspricht in diesem Beispiel einem Umwandlungssatz «Kapital/Rente» von 6%.)

Damit die Pensionskasse Monika diese Rente auszahlen kann, braucht sie eine durchschnittliche jährliche Verzinsung auf ihr angespartes Kapital von 2,5% bis 4%. (Bei 2,5% Verzinsung ist das Kapital schon nach gut zwanzig Jahren verbraucht, bei 4% etwa nach fünfundzwanzig Jahren.)

Diese Eckwerte geben Monika einen Rahmen für die Anlageziele, die sie mindestens erreichen muss, damit ein Vollbezug des Pensionskapitals für sie lohnt.

Bleiben die Zinsen weiterhin sehr tief, dann sollte ihre Anlagestrategie realistischerweise einen Aktienanteil von mindestens 30% halten um eine erwartete jährliche Rendite von 2,5% und mehr zu erwirtschaften. (Dies entspricht in etwa der durchschnittlichen Aktienquote einer

Schweizer Pensionskasse). Wenn sie auf eine jährliche Rendite von 4 % und mehr kommen möchte, dann muss sie bereit sein auch deutlich mehr Aktien zu halten – bis zu 50 % und mehr.

Sehr viele Privatanleger scheuen hohe Anlagerisiken, ihre Portfolios haben kaum mehr als 30 % Aktien. Wenn Monika ihr Kapital mit einer solch konservativen Strategie anlegt, dann fährt sie mit sehr großer Wahrscheinlichkeit schlechter als beim Rentenbezug. Der Kapitalbezug wäre für Monika also nur dann vorteilhaft, wenn sie auch bereit wäre höhere Anlagerisiken einzugehen. Dies ist im Alter eigentlich widersinnig. Deshalb würden ihr auch viele Leute raten: «Geh auf Nummer sicher und nimm die Rente!»

In diesem Kontext ist «Rente» also gleichbedeutend mit «Sicherheit». Was aber, wenn Monika – unsere fiktive angehende Pensionärin – den nicht ganz unüblichen Wunsch hegt, ihren jetzigen Lebensstandard für ihr Alter beibehalten zu können? Was muss Monika tun, um auch in Zukunft auf nichts verzichten zu müssen, was sie sich schon heute mit ihrer Rente leisten kann? «Sicher» wäre die Rente dann nur, wenn es keine Teuerung gäbe. Die Teuerung spielt also auch eine Rolle. In der Schweiz hatten wir in den letzten zwanzig Jahren kaum Inflation, oft gar Deflation, da nahm die Kaufkraft einer Rente nicht ab.

Aber was werden die nächsten zwanzig Jahre bringen?

Machen wir dazu eine kleine Gegenüberstellung: Bei einer jährlichen Teuerung von durchschnittlich 2 % schwindet die Kaufkraft einer fixen Jahresrente nach zwanzig Jahren auf zwei Drittel ihres ursprünglichen Werts. Bei 3 % Teuerung halbiert sich ihre Kaufkraft bereits. Und bei 5 % schmilzt sie auf nur noch ein Drittel.

Möchte Monika sich also ihren Lebensstandard sichern, so ist ihre Entscheidung «Rente oder Kapital» nicht mehr so klar. Sie muss sich Gedanken zur künftigen Teuerung und über die zu erzielenden Renditen am Kapitalmarkt machen.

Schon bei moderat höheren Inflationsraten kann sie ihren Lebensstandard nicht mehr nur aus einem reinen Rentenbezug finanzieren. Je weniger Privatvermögen sie besitzt, desto eher macht ein Kapitalbezug Sinn und desto höher muss auch die reale Rendite – also die Verzinsung nach Abzug der Inflation – auf diesem Kapital ausfallen. Geben die Anlagemärkte diese Realrenditen nicht her, so muss Monika länger arbeiten oder mit der Zeit wohl oder übel immer bescheidener leben.

**These 1: Entscheidend für eine erfolgreiche Vorsorgestrategie ist die langfristige Entwicklung von Inflation und Realrenditen.**

### Faktenlage Inflation

Was kann Monika von der Inflation erwarten? Monika ist ein Mitglied der sogenannten Babyboomer-Generation, der zahlenmäßig stärksten Bevölkerungsgruppe. In den Siebzigerjahren wollten die Babyboomer Auto fahren, Partys feiern und all die anderen Annehmlichkeiten der Konsumgesellschaft genießen. Sie waren aber noch nicht sehr produktiv, nur wenige hatten ihre Ausbildung schon abgeschlossen. Die Dinge, die sie konsumierten, konnten sie also kaum selbst herstellen.

Die Nachfrage war stärker als die Produktion. Dies wirkte inflationär. Die Desinflation setzte erst in den Achtzigerjahren ein, erst als die Babyboomer fertig ausgebildet und voll im Arbeitsleben waren.

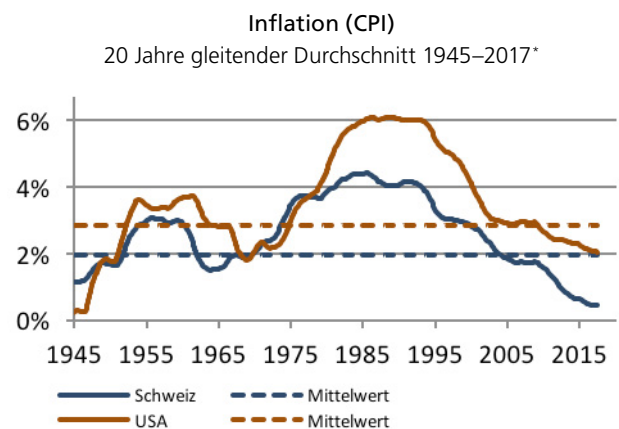
Jetzt gehen diese langsam in Pension. Was bedeutet das?

In einer Studie der renommierten *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* konnte ein signifikanter Zusammenhang zwischen Demografie und Inflation nachgewiesen werden<sup>[2]</sup>:

- Ein großer Anteil junger oder alter Menschen an der Gesamtbevölkerung wirkt inflationär.
- Ein großer Anteil von Leuten im arbeitsfähigen Alter wirkt desinflationär.

**Eine in Pension gehende Babyboomer-Generation wirkt also grundsätzlich inflationär.**

Muss Monika deshalb nun mit einer signifikant ansteigenden Inflation rechnen? Auf längere Sicht sicher. Aber vorerst wirken noch stark desinflationäre Kräfte. Die Globalisierung, aber auch die zunehmende Automatisierung/Digitalisierung sorgen nach wie vor für einen heftigen Preiskampf. Trotzdem wäre es naiv zu glauben, die Inflation sei damit ein für alle Mal besiegt. Am Ende werden sich die demografischen Kräfte durchsetzen. Genauso wie in der Vergangenheit. Folgende Grafik zeigt, dass es schon früher starke Verschiebungen der Inflation gab. (Die Schweiz und die USA stehen hier repräsentativ für die stabilen Länder der westlichen Welt, die ohne grundlegende Währungsreform in den letzten hundert Jahren ausgekommen sind). Damals wurden diese Verschiebungen durch plötzlich auftretende Einflüsse erklärt: Z.B. wurde die hohe Inflation der Siebzigerjahre durch den «Öl-Schock» erklärt oder die Deflation der Dreißigerjahre durch die «Große Depression». In Nachhinein konnte man immer aber auch sehen, dass sich die Inflation letztlich im Gleichtakt mit den demografischen Entwicklungen bewegt hatte.



\*Quellen: [www.bfs.admin.ch](http://www.bfs.admin.ch), [fred.stlouis.fed.org](http://fred.stlouis.fed.org)

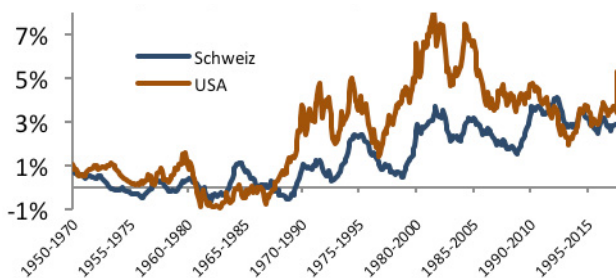
Monika tut daher gut daran im Laufe ihres Ruhestands mit einer signifikant höheren Inflation zu rechnen.

These 2: Auf Sicht von zwanzig Jahren wird die Inflation signifikant höher sein als heute. Verantwortlich dafür sind die demografischen Kräfte einer immer älter werdenden Bevölkerung. Verschiedene desinflationäre Gegenkräfte (Globalisierung und Automatisierung/Digitalisierung) sorgen dafür, dass dies nur langsam geschieht. Aber am Ende wird sich die Demografie durchsetzen.

### Faktenlage Realrenditen

Der zweite Punkt, der für Monikas Entscheidung wichtig ist, ist die künftige Entwicklung der Realrenditen (also der Verzinsung nach Abzug der Inflation). Auch hier vermittelt uns ein Blick in die Vergangenheit eine gute Orientierung. Folgende Grafik zeigt ein zweigeteiltes Bild. Auf der einen Seite profitierten die Neupensionierten der Achtziger- und Neunzigerjahre von sehr hohen und fallenden Realrenditen bei Staatsanleihen.

**Realrenditen Staatsanleihen**  
jeweilige 20-Jahresergebnisse 1950–2017\*



\*Quellen: OPIRO Research, [www.bfs.admin.ch](http://www.bfs.admin.ch), [fred.stlouisfed.org](http://fred.stlouisfed.org), [www.imf.org](http://www.imf.org)

Auf der anderen Seite hätten die zwischen 1950 und 1980 Neupensionierten mit negativen und am Ende steigenden Realrenditen bei Staatsanleihen zu kämpfen gehabt.

Auf welche Phase soll sich Monika nun einstellen? Eher auf erstere oder eher auf letztere?

Aufgrund der hohen Staatsverschuldung weltweit ist bereits jetzt die laufende Realverzinsung auf Staatsanleihen sehr tief, in manchen Fällen sogar negativ. Die Staaten haben jedes Interesse daran, dass die reale Verzinsung auf ihre Schulden tief bleibt und sogar negativ wird (und können dies durch die Notenbankpolitik auch durchsetzen). Damit können sie ihre Schuldenlast – unterstützt durch hoffentlich kräftiges Wirtschaftswachstum – über die Jahre langsam abtragen. In der Vergangenheit hatten wir diese Situation das letzte Mal nach dem

Zweiten Weltkrieg, als die Siegerstaaten zwar den Krieg gewonnen hatten, aber auf einem immensen Schuldenberg saßen.

Monika sollte deshalb ihre heutige Situation eher mit derjenigen von 1950 bis 1970 als mit den goldenen Achtziger- und Neunzigerjahren vergleichen.

**These 3: In den nächsten zwanzig Jahren werden die Realrenditen auf Staatsanleihen eher tief bleiben.**

Staatsanleihen sollte Monika daher nur zur Risikoreduktion einsetzen, nicht für die Erzielung einer realen Verzinsung. Staatsanleihen haben aber einen entscheidenden Vorzug gegenüber Geldmarktpapieren (die ebenfalls das Risiko eines Anlageportfolios reduzieren): Ihre Preise schwanken im Gegenschritt zu Aktien. Fallen Aktien, steigen Staatsanleihen und umgekehrt. Dieser zusätzliche Schutz durch Staatsanleihen würde es Monika sogar erlauben eine höhere Aktienquote zu halten als es mit reinen Geldmarktanlagen, die zur Risikoreduktion gehalten würden, möglich wäre.

Für die Erzielung einer positiven realen Verzinsung würde sie andere Investitionen als Staatsanleihen benötigen, z.B. Aktien oder Immobilien. Der Vergleich mit der Nachkriegszeit darf sie hier sogar hoffnungsvoll stimmen. Die Wirtschaft erlebte damals einen lang anhaltenden – noch nie dagewesenen – Boom, der viele interessante Investitionsmöglichkeiten mit hohen Realrenditen mit sich brachte. Kein Wunder, denn ein in Schutt und Asche gelegtes Europa musste schließlich neu aufgebaut werden.

Heute liegt Europa zwar nicht in Schutt und Asche. Aber seien wir ehrlich, sind wir – wollen wir einer zunehmenden Zahl von Klimaforschern Glauben schenken – nicht auf dem besten Weg unseren Planeten zu zerstören? Auch wenn es nicht zur großen Katastrophe kommt, so muss ein «nachhaltiger» Planet wieder neu hergerichtet werden. Birgt ein solcher «Wiederaufbau» nicht Investitionen mit attraktiven Realrenditen von einem Ausmaß, das dasjenige im Nachkriegs-Europa um ein Vielfaches übersteigt? Welche konkreten Investitionsmöglichkeiten dies sein werden, wissen wir noch nicht. Dies hängt vom künftigen technologischen – und auch sozialen – Fortschritt ab. Der Bereich Infrastruktur gehört sicher dazu. Aber auch Themen der effizienten Nutzung von Energie sowie der sozialen Organisation. Ganz allgemein werden Aktien und Immobilien davon profitieren.

**These 4: In den nächsten zwanzig Jahren werden sich interessante Investitionsmöglichkeiten mit hohen Realrenditen in einem nie dagewesenen Ausmaß ergeben. Vor allem Aktien, aber auch Immobilien werden davon profitieren.**

## Anlagekonklusion

Welche Anlagestrategie soll Monika nun wählen?

Zu einer endgültigen und angemessenen Entscheidung wird sie nur durch eine genauere Analyse in einem persönlichen Gespräch mit ihrer Bank, einem Vermögensplaner, resp. ihrem Steuerberater gelangen.

Aber ein paar Gedanken können auch andere langfristige Anleger aus diesen Überlegungen mitnehmen.

Wer auf eine lebenslange Rente angewiesen ist, der wird mit hoher Wahrscheinlichkeit in den nächsten zwanzig Jahren bescheidener leben müssen.

Seinen Lebensstandard sichern kann er nur,

- wenn er entweder bereit ist länger zu arbeiten,
- wenn er über andere Mittel verfügt (Privatvermögen, andere Renten, etc.) oder
- wenn er willens ist und die Risikofähigkeit dazu hat, sein (Pensions-) Kapital mit höherem Aktien- und Immobilienrisiko anzulegen.

Eine solide Altersvorsorge basiert auf einem gesunden Mix aus allen diesen Wahlmöglichkeiten. Entscheidend ist die individuelle Situation eines jeden. Dabei spielen ebenfalls Überlegungen eine wichtige Rolle, in wie weit jemand bereit ist, sich auch der Fürsorge anderer – der Familie oder der Gesellschaft – anzuvertrauen.

Wie eine Lösung in Detail aussieht, mag für uns hier unerheblich sein. Aber etwas können wir aus diesen Überlegungen sicher lernen: Vorsorgeentscheidungen verlangen heute mehr denn je eine hohe Selbstdisziplin und Verantwortungsbewusstsein sich selbst, aber auch anderen und der Gesellschaft gegenüber.

### WICHTIGER HINWEIS

Diese Publikation dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offert-Stellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Außerdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schließen uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus – sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden –, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.

<sup>[1]</sup> Zur Lebenserwartung in der Schweiz siehe auch: <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/bevoelkerung/geburten-todesfaelle/lebenserwartung.html>

<sup>[2]</sup> Juselius, M and Takáts, M.: Can demography affect inflation and monetary policy?, BIS Working Papers No 485, Monetary and Economic department, 2015. <http://www.bis.org/publ/work485.pdf>

### IMPRESSUM

AUSGABE: November 2017

HERAUSGEBER: OPIRO Consulting AG, Landstrasse 40, FL-9495 Triesen

REDAKTION: Magnus und Lea Pirovino

GESTALTUNG: agentur mehrwert, Zeltweg 34, CH-5405 Baden

FOTO: Magnus Pirovino, Saganserland

© 2017 OPIRO Consulting AG, Triesen (FL), [www.opiro.li](http://www.opiro.li)