

## Was können wir von Japan lernen?

Das japanische Altersvorsorgesystem befindet sich seit einigen Jahren in einer schwierigen Lage. Nach dem unglaublichen Aufschwung der japanischen Wirtschaft in den 70er und 80er Jahren folgte eine lange Phase wirtschaftlicher Herausforderungen. Der Höchststand des japanischen Aktienmarktes 1989 (der Nikkei-Index erreichte im Dezember einen Stand von 38'957 Punkten) wurde seither nie mehr erreicht. Aktuell liegt der Index-Stand bei ca. 19'700 Punkten. Selbst unter Berücksichtigung der Dividendenerträge ergab sich zwischen 1990 und 2015 nur eine Durchschnittsrendite (vor Kosten) von 1.9% p.a. in JPY. Zudem ist das Japanische Zinsniveau für 10jährige Staatsanleihen von 5.74% im Jahr 1990 auf aktuell 0.31% gefallen und ist momentan nur wenig höher als das Schweizer Zinsniveau. Dadurch sind zukünftig von den japanischen Obligationen keine wesentlichen Erträge zu erwarten. Da der Zusammenbruch des Immobilienmarktes eine der Hauptursachen für die wirtschaftliche Stagnation Japans war, waren auch die Renditen auf der dritten Hauptanlagekategorie in den letzten Jahrzehnten ungenügend.

Es lässt sich zusammenfassend festhalten, dass die Anlageerträge in Japan klar unter dem zur Stabilisierung des Altersvorsorgesystems benötigten Niveau lagen. Japan zeigt exemplarisch, dass Kapitalmarkterträge auch über eine sehr lange Phase von ihren erwarteten und benötigten Werten abweichen können. Gleichzeitig ist Japan eines der Länder mit der tiefsten Geburtenrate und der höchsten Lebenserwartung. Die Finanzierung der Altersvorsorge wurde daher in den letzten Jahren zunehmend zu einem kritischen Punkt.

Die Schweiz ist nicht Japan und selbstverständlich muss sich Japans Geschichte in der Schweiz auch nicht wiederholen. Allerdings ist das Zinsniveau in der Schweiz momentan tiefer als es in Japan je gewesen war und die Aktienerträge der letzten 10 Jahre entsprachen mit 3.8% p.a. auch nicht den Erwartungen. Insbesondere muss aufgrund des tiefen Zinsniveaus in den nächsten Jahren mit viel tieferen Renditen auf allen Anlagekategorien gerechnet werden als in der Vergangenheit. Entsprechend schwierig gestalten sich die Rahmenbedingungen für die Altersvorsorge auch in der Schweiz und es kann daher interessant sein, von Japan, welches ähnliche Probleme schon länger kennt, zu lernen.

## Was hat Japan getan um die Probleme zu entschärfen?

Anlageseitig wurde die traditionell konservative (60% Anleihen, davon der grösste Teil Staatsanleihen, und nur 24% Aktienanteil) auf japanische Anlagen fokussierte Anlagestrategie (77% Inlandanlagen) modifiziert. Der grösste Pensionsfonds der Welt, der japanische Government Pension Investment Fund (GPIF) (rund 1'000 Mrd. USD), investiert seit 2015 im Durchschnitt 50% seines Vermögens in Aktien und 40% seines Vermögens im Ausland (primär jedoch erfolgte dieser Wechsel bei den Anleihen). Dies erhöht die Renditeerwartung des Fonds. Es gilt jedoch zu beachten, dass es sich um einen Staatsfonds handelt, dessen nun höheres Risiko letztlich wieder die japanische Gesellschaft trägt. Wenn diese neue Anlagestrategie mit denjenigen von Schweizer Pensionskassen verglichen wird, dann haben die Schweizer Pensionskassen, soweit dies für sie möglich war, die wichtigste Veränderung (Internationalisierung der Anlagen und damit Abbau vom Heimmarktrisiko) schon vor vielen Jahren vollzogen. Aufgrund der gesetzlichen Rahmenbedingungen (Garantie der Renten, Mindestzinssatz, Mindestumwandlungssatz im BVG-Obligatorium) ist es den meisten

Schweizer Pensionskassen jedoch aufgrund ihrer begrenzten Risikofähigkeit unmöglich, eine ebenso risikoreiche Strategie zu verfolgen wie es der GPIF neu tut. Insgesamt sind die Differenzen zu Japan auf der Anlageseite aber relativ klein und ein möglicher Lerneffekt ist daher gering.

Die schon viel länger als in der Schweiz andauernde Anlagemisere zwang Japan auf der Leistungsseite zu wesentlich weitreichenderen Schritten, als dies in der Schweiz heute legal umsetzbar wäre. Vergleichbar ist der Trend weg vom Leistungsprimat hin zum Beitragsprimat (und somit die Verschiebung von Anlagerisiken weg vom Kollektiv auf den Einzelnen). Diese Massnahme allein hätte aber in einem Umfeld von ausbleibenden Aktien- und Immobilienrenten und Rekord tiefer Zinsen nicht gereicht um das System zu stabilisieren. Die japanischen Pensionskassen waren gezwungen ihre Leistungen inklusive laufender Renten massiv zu reduzieren. Dies galt insbesondere für Pensionskassen von Arbeitgebern, die in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten waren. Beispielsweise standen die Rentner der Japan Airlines vor der Wahl, entweder ihr Alterskapital selbst zu verwalten oder 30% tiefere Renten zu akzeptieren. Die Aktiven der Japan Airlines mussten sogar Einbussen von rund 50% akzeptieren!

Auf politischer Ebene versuchten diverse japanische Regierungen die Leistungen der Grundversicherung (vergleichbar mit unserer AHV) zu flexibilisieren und an die wirtschaftliche Leistung Japans zu koppeln. Zudem wurden die Beiträge erhöht. Da die Erwerbstätigkeit der Frauen in Japan vergleichsweise tief ist, wird versucht, sie zu erhöhen. Eine weitere Massnahme stellt die Förderung des privaten Sparens dar.

Da die Integration der Frauen in die Arbeitswelt in der Schweiz viel besser und somit die Erwerbsquote viel höher ist und das private Sparen schon seit langem gefördert wird, wären zusätzliche Massnahmen in diesen beiden Bereichen in der Schweiz nicht gleich wirkungsvoll wie in Japan.

Insgesamt ist es trotz dieser Massnahmen, die deutlich weiter gehen als was in der Schweiz angedacht ist, noch nicht gelungen, das Alterssicherungssystem in Japan zu stabilisieren. Die Ausgaben des ursprünglich als Kapitaldeckungsverfahren konzipierten staatlichen Pensionsfonds übersteigen die Einnahmen deutlich, sodass es absehbar wird, wann das System diesbezüglich zu einem reinen Umlageverfahren wird.

Als problematisch am Reformprozess stellte sich heraus, dass immer wieder mit zu optimistischen Annahmen gerechnet wurde (bspw. eine zu hohe Geburtenrate) sodass eine hohe Reformunwilligkeit entstand: Die Abfolge kleinerer Reformpakete, die als Problemlösung „verkauft“ wurden (und dann die Probleme bei weitem nicht lösten), hat zu einem grossen Vertrauensverlust in die Politik geführt. Da zudem die Überalterung der Gesellschaft und somit der Wähler fortschreitet, wird es politisch immer schwieriger weitere Massnahmen zu verabschieden. Japan zeigt exemplarisch, dass sich die Leistungen eines Alterssicherungssystems weder politisch verordnen noch von den realen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen abkoppeln lassen.

## Was kann nun die Schweiz von Japan lernen?

Aktien und Immobilien sind wichtige Träger der notwendigen Anlageerträge. Allerdings ist es möglich, dass sie auch über lange Fristen nicht die notwendigen Renditen abwerfen resp. gar an Wert verlieren. Da Altersvorsorgesysteme diese Erträge aber vernünftigerweise in ihren Leistungsversprechen eingeplant haben, müssen die Pensionskassen notfalls über die Flexibilität verfügen, ihre Leistungen zu kürzen. Es können nicht über eine längere Frist Erträge verteilt werden, die nicht erwirtschaftet werden. Die logische Alternative zum heutigen System wäre ein Pensionskassensystem, dessen Leistungen sich weitgehend risikolos finanzieren lassen. Allerdings wären die Leistungsversprechen erheblich tiefer als heute und würden auch laufend schwanken.

Die im heutigen System zwingend notwendige Flexibilisierung kann beispielsweise über ein System flexibler Renten umgesetzt werden. Diese könnten sich aus einem (tiefen) Garantieteil und einem variablen Bonusteil zusammensetzen. Richtig umgesetzt wäre dies ein transparentes und für alle Beteiligten sicheres System. Je riskanter (und somit ertragsreicher) eine Anlagestrategie ist, desto wichtiger wird diese Flexibilität.

Die Schweiz würde gut daran tun, ihre Altersvorsorge schon heute so zu verändern, dass sie auch in schwierigen wirtschaftlichen Phasen stabil ist und in der zweiten Säule nicht zu hohe Umverteilungseffekte zwischen den Generationen entstehen. Diese bergen die Gefahr, dass das System früher oder später sprunghaft der Realität angeglichen werden muss und Verlierergenerationen geschaffen werden. Je älter die Gesellschaft wird, desto schwieriger wird es, die notwendigen Reformen zu verabschieden.

Zürich, 12. November 2015

PPCmetrics AG

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Hansruedi Scherer', written over a light blue rectangular background.

Hansruedi Scherer

Dr. rer. pol.  
Partner