

Pensionskassenstatistik – Berufliche Vorsorge – 2015

Offene Fragen

Josef Hunkeler, April/Mai 2017

Die Zahlen der 2. Säule (Pensionskassenstatistik) für 2015, welche mit einiger Verspätung im Februar 2017 publiziert wurden¹, erstaunen mit einem enormen Performanceeinbruch (-88.7%) bei der Bewirtschaftung der Kapitalanlagen. Dies ist besonders bemerkenswert, als die Performance der grossen Versicherungsanstalten, aber auch die Zinskosten des Bundes für die Staatsanleihen nur unwesentlich gesunken sind. Man kann sich des Eindrucks nicht verwehren, dass die publizierte Kapitalrenditen der Anlagen der 2. Säule an den marginalen Grenzzinssätzen des Kapitalmarktes (und nicht an den echten erwirtschafteten Erträgen) ausgerichtet werden (erwartete Performance) oder dass die Vermögensverwalter der 2. Säule besonders schlecht operieren.²

Dies ist um so störender, als die Verwaltungskosten seit drei Jahren massiv gestiegen sind (angeblich nur eine Folge besserer Erfassung), die Details der Ertragsseite der Kapitalanlagen seit zwei Jahren aber nicht mehr publiziert werden. Zwar wird die „Bewertungsänderung“ dieser Kapitalanlagen, das wichtigste Element der Performancemessung der 2. Säule, weiterhin erfasst, aber nur noch in graphischer Form präsentiert.³ Zahlen findet man in der BFS-Publikation zu diesem Thema allerdings nicht mehr.

Bei dieser Statistik handelt es sich immerhin um einen der grössten Vermögensanteile der Nation (120% des BIP, 85% des gesamten CH-Hypothekarvolumens), bzw. der wichtigsten Form nationalen Zwangssparens und es wäre schön, wenn die betroffene Bevölkerung auch über die echte Lage in diesem Geschäft informiert würde. Dies um so mehr, als die Rentenreform 2017 kaum als Erfolgsaktion in die Geschichte eingehen dürfte.

Die eben veröffentlichte Medienmitteilung der OAK-BV vom 9.05.2017⁴ ist im wesentlichen eine Kopie des Textes des Vorjahres. Obwohl der ausgewiesene Anlagenenertrag fünfmal höher als 2015 ausgefallen ist, bleibt die Ertragserwartung pessimistisch und die Forderung nach weiteren „Sicherheitsreserven“ wird unvermindert aufrechterhalten, ja sogar noch ausgebaut. Ist das der Ausdruck der Schweizer-Vollkasko Mentalität ?

Um R. Aliber⁵ zu paraphrasieren „Sie schufen Geld auf dass sie Inflation haben könnten“ – natürlich ist hier das Instrument für soziale Transfers das Thema – könnte man in bezug auf die 2. Säule sagen „Sie schufen Wertschwankungsreserven und überhöhte Risikoszenarien auf dass sie Unterdeckung haben könnten“. Gemeint sind natürlich auch hier die sozialen Transfers, welche durch Gewinnauslagerungen in der grössten Zwangssparübung des Landes praktiziert wird. Diese Gedanken dienen als Hintergrund für die aktuelle Untersuchung, welche einmal mehr offen gelassene Fragen der Diskussion um die „Berufliche Vorsorge“ thematisiert.⁶

¹ Medienmitteilung vom 20.2.2017
<https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/kataloge-datenbanken/medienmitteilungen.assetdetail.1983250.html>

² K-Tipp Nr. 17 19. Oktober 2016, „Viele Pensionskassen sind schlechte Vermögensverwalter“.

³ Vgl. Fussnote 17, S.6.

⁴ http://www.oak-bv.admin.ch/fileadmin/dateien/Regulierung/Mitteilungen/de/Mediendokumentation_09052017_Deutsch.pdf

⁵ R. Z. Aliber, *The International Money Game- How it works and who sets the rules*, London, Macmillan, 2nd ed. 1977

⁶ Der Autor bearbeitete seit 1990 in seiner Tätigkeit bei der Preisüberwachung die Dossiers Hypothekarzinsen, Gebäudeversicherungsprämien, Fragen der Sozialversicherungen insb. der Krankenversicherung.

Inhalt

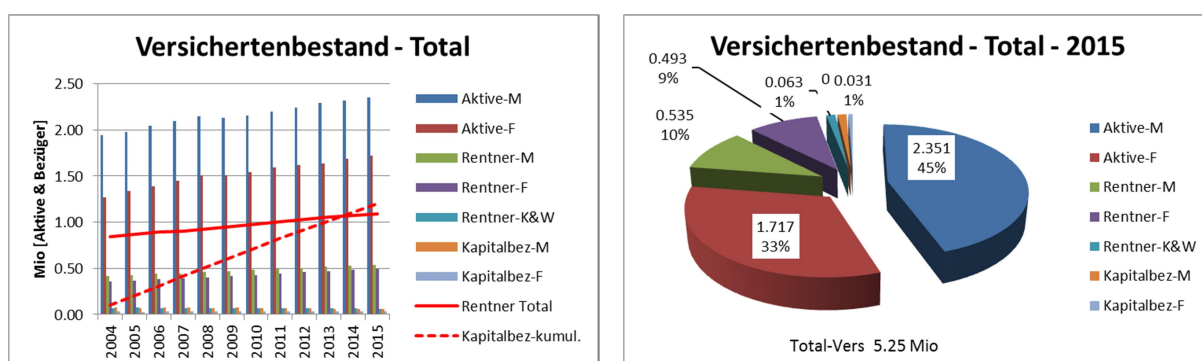
| | |
|---|----|
| 1. Einführung | 3 |
| Graphik 1 : Evolution der Versichertenzahlen 2004-2015 – alle Vorsorgeeinrichtungen | 3 |
| 2. Die aktuelle Diskussion | 3 |
| 3. Lebenserwartung | 4 |
| a. Empirische Erfahrung vs Modellisierung zukünftiger Entwicklungen | 4 |
| b. Evolution der Lebenserwartung 1981-2015 | 5 |
| Graphik 2 : Entwicklung der Lebenserwartung 1981-2015 – Alter 65 | 5 |
| Graphik 3 : Lebenserwartung Alter 65 – 1991-2005 vs 2003-2015 | 5 |
| 4. Kapitalerträge | 6 |
| a. Evolution der ausgewiesenen BV-Kapitalerträge | 6 |
| Graphik 4 : Anlageertrag der in der BV-Statistik erfassten Vorsorgeeinrichtungen | 6 |
| Graphik 5 : Anlageertrag der BV-Anlagen in % der Anlagekategorien – 2004-2015 | 6 |
| b. Renditevergleich Pensionskassen vs Lebensversicherer | 7 |
| Graphik 6 : Kennzahlen der Anlageverwaltung – Pensionskassen vs Lebensversicherer | 7 |
| c. Langfristiger Zinszerfall, Performance & Volatilität | 8 |
| d. Die Messung der Performance | 9 |
| Graphik 7 : Performance unterschiedlicher Anlageportefeuilles 2006-2017 | 9 |
| e. Sinn und Unsinn des Volatilitätsmasses | 9 |
| 5. Leakages | 9 |
| Graphik 8 : Verwaltungskostenpotential im aktuellen BV-Umfeld | 10 |
| Graphik 9 : Verwaltungskosten in % der Anlageerträge 2004-2015 | 10 |
| 6. Fazit | 11 |
| Anhang 1 Evolution der Versichertenzahlen – 2004-2015 | 12 |
| a. Nach Primat-Typ | 12 |
| Graphik 10 : Anteile der Aktiven Versicherten nach Primat-Typ 2004-2015 | 12 |
| b. Nach Rechtsform und Art der Risikodeckung – Aktive vs Leistungsbezüger | 12 |
| Graphik 11 : Privatrechtlich organisierte Vorsorgeeinrichtungen | 12 |
| Graphik 12 : Öffentlich-rechtlich organisierte Vorsorgeeinrichtungen | 13 |
| c. Der Rentenausstieg | 13 |
| Graphik 13 : „kollektive“ Vorsorgeeinrichtungen | 13 |
| Graphik 14 : „autonome“ Vorsorgeeinrichtungen | 13 |
| Anhang 2 Entwicklung der Vorsorgegelder | 14 |
| Graphik 15 : Entwicklung des Versicherungskapitals 2004-2015 | 14 |
| Graphik 16 : Vorsorgekapital 2015 | 14 |
| Anhang 3 Struktur der Kapitalanlagen | 15 |
| Graphik 17 : Versicherungskapital nach Anlagekategorien – 2004-2015 | 15 |
| Graphik 18 : Evolution der Anlagekategorien – 2004-2015 | 15 |
| Anhang 4 Kennzahlen der Anlageverwaltung der Lebensversicherer | 16 |
| Graphik 19 : Kennzahlen der Anlageverwaltung der Lebensversicherer – 2008-2015 | 16 |
| Anhang 5 Ertragsmöglichkeiten vs Volatilitätsrisiken | 17 |
| Graphik 20 : Pictet-BVG-Index 2005 | 17 |
| Graphik 21 : Performance der Aktienmärkte 1990-2016 – mit und ohne „Ausreisser“ | 17 |
| Graphik 22 : Performance der Aktienmärkte 1990-2016 – 10-Jahres-Durchschnitte | 18 |
| Graphik 23 : Performance der Aktienmärkte 1990-2016 – 5-Jahres-Durchschnitte | 18 |

1. Einführung

Die Diskussion um die Altersvorsorge hat mit der „Rentenreform 2020“ wieder an Aktualität gewonnen und die Abstimmung im Sep. 2017 wird zweifellos helfen, etwas mehr Licht auf die Mechanismen und Interessenlagen im Bereich dieser grössten Zwangssparmassnahme der Schweiz zu werfen.

Die mögliche Inadäquation zw. Rentenversprechen und Finanzierbarkeit ist dabei das Grundproblem des ganzen Konstruktes. Die Bewegung weg vom Leistungsprimat zum Beitragsprimat hat hier die demographisch bedingte Generationenproblematik jeden Pensionsystems zwar entscheidend entschärft, die möglichen Widersprüche zw. Finanzbedarf und Finanzierungsmöglichkeit aber nicht ganz ausgeräumt. Der mögliche Generationenkonflikt, bekannt aus der Umlageversicherung AHV – weniger aktive, welche einen immer höheren Rentenbedarf garantieren müssen – wird aber kurioserweise systeminhärent gelöst. In der Tat haben sich zw. 2004 und 2015 mehr Versicherte ihr angespartes Kapital auszahlen lassen (das Generationenproblem „internalisiert“) als es 2015 noch Rentner gibt. Das Verhältnis der Rentner zur Anzahl aktiv Versicherter bleibt praktisch stabil bei etwas über 26%.⁷

Graphik 1 : Evolution der Versichertenzahlen 2004-2015 – alle Vorsorgeeinrichtungen



Zugegebenermassen ist das Problem bei den öffentlich-rechtlichen Kassen etwas anders. Hier ist die „Auslaufproblematik“ reell und die teilweise noch starke Beibehaltung des „Leistungsprimates“ für die Altersvorsorge verschärft tendenziell das Problem. Der Kapitalbezug zw. 2004 und 2015 betrifft weniger als 60% der Rentner von 2015. Das Verhältnis der Rentner zu den aktiv Versicherten stieg in dieser Periode von 42% auf 48%. (Vgl. Anhang 1)⁸

2. Die aktuelle Diskussion

Die BFS-Medienmitteilung vom 20.2.2017 unterstreicht die Abnahme des Leistungsprimates, erläutert die relative Stabilität der Unterdeckung und erwähnt schliesslich den Einbruch von 87% der Erträge der BV-Kapitalanlagen.

Es mag signifikant sein, dass der Verlust der Vermögenserträge nur marginal erwähnt wird. Immerhin entspricht dieser Verlust 85% der gesamten Versicherungsbeiträge des Jahres, bzw. 6.5% des reglementarischen Vorsorgekapitals. Das in erster Position erwähnte Leistungsprimat betrifft noch 6.5% der Versicherten und ist definitiv ein Auslaufmodell (vgl. Anhang 1). Die „Unterbuchung“ schliesslich betrifft aus historischen Gründen v.a. öff-rechtl. Vorsorgeeinrichtungen (VE), ist in den übrigen Bereichen aber weitgehend eine statistisch manipulierbare Residualgrösse (vgl. Anhang 2).

Was in dieser Diskussion seit über einem Jahrzehnt erstaunt, ist die permanente „Doomsday“ Ankündigung und die daraus abgeleitete Folgerung Leistungen zu reduzieren.

⁷ Auch wenn nicht alle Kapitalbezüger das volle angesparte Alterskapital beanspruchen (Teilbezug bei Pensionierung; zur Wohnbauförderung) bzw. einen Teil davon als Eintrittsleistung wieder dem System zuführen (z.B. bei Scheidungen), wird der Rentenanspruch signifikant reduziert. Die Rücklaufquoten sind nach dem Tief 2009 wieder etwas angestiegen. Der Teilbezug bei der Pensionierung bleibt weitgehend stabil.

⁸ Öff-rechtl. organisierte Kassen betreffen 2015 aber nur noch 14% der aktiven Versicherten, bzw. 26% der Rentner. Die Frauenanteile sind etwas höher (19%, bzw. 30%).

Die Frage nach dem Generationenkonflikt haben wir bereits erwähnt. Die Entwicklung des „Altersquotienten“, welcher im realen Leben ein Problem darstellen kann, wird im Umfeld der Beruflichen Vorsorge (BV) offensichtlich durch eine wachsende „opting-out“ Quote entschärft, so dass die Anzahl der Rentner im Vergleich zu den eventuell für eine Kassensanierung zuständigen aktiven Versicherten effektiv konstant geblieben ist.⁹

Die weiteren Themen dieses Domsday-Szenarios betreffen die Alterung der Gesellschaft, bzw. die kontinuierliche Erhöhung der Lebenserwartung sowie der „eindeutig negative langjährige Trend der Kapitalrendite“¹⁰. Dabei wird die Notwendigkeit, die Portfolio-Allokation zu optimieren, in der Regel mit grösserer Volatilität gleichgesetzt und über Solvenz-Überlegungen für weitere nur bedingt begründete Immobilisationen verbunden.¹¹ Ganz sicher zuwenig thematisiert werden aber die „Leakages“, die systemimmanenten Reibungsverluste des ganzen PK-Konstruktes. Wir werden im folgenden versuchen, einzelne Aspekte dieser Themen zu beleuchten.

3. Lebenserwartung

In allen Diskussionen zur Altersvorsorge wird unterstrichen, dass der zu finanzierende Kuchen immer grösser werde. Fortschritte der Medizin, der Ernährung, der allgemeinen Lebenshaltung... Der wachsende Altersquotient wird durch die kontinuierlich steigende Lebenserwartung per definitionem herbeigeredet.

Selbst wenn die erwähnte „opting out“ Quote im Bereich der Pensionskassen dieses Problem entschärft, verdient die Fragestellung nähere Analyse.

a. Empirische Erfahrung vs Modellisierung zukünftiger Entwicklungen

Die traditionell verwendeten Sterbetafeln verwenden die aktuelle Altersstruktur, um die Lebenserwartung der einzelnen Altersgruppen zu eruieren. Die jüngst vermehrt angewendeten Kohortensterbetafeln (Generationensterbetafeln) basieren auf dem jeweiligen Geburtsjahr und verwenden mathematische Modelle, um die zukünftige Entwicklung der einzelnen Altersgruppen zu prognostizieren. Daraus resultiert in der aktuellen Praxis eine implizite Verlängerung der Lebenserwartung von etwa zwei Jahren (die Sterbewahrscheinlichkeit kleiner Jahrgänge wird in der historischen Perspektive vergrössert, diejenige der älteren Leute hingegen auf der Basis statistischer Hypothesen verkleinert).^{12 13}

Ob diese Sicht der Dinge realistisch ist, sollte hinterfragt werden. In der jüngsten Generationensterbetafel wird für 65-jährige per 2015 eine durchschnittliche Überlebensdauer von 24.4 (Frauen) bzw. 21.6 (Männer) Jahren prognostiziert. Per 2060, bei Alter 110, wird für mehrere hundert überlebende Männer und Frauen noch eine Lebenserwartung von knapp zwei Jahren erwartet.

⁹ Der Altersquotient („66+“ / „21-65J“) stieg insgesamt – dank einem relativ jungen Ausländeranteil – von 25.4% per 2004 auf 29.7% per 2015, bei der „nur-CH“-Bevölkerung allerdings von 30.2% auf 36.9%. Der Quotient Rentner/Aktive-Vers. stieg in dieser Periode aber nur von 26.4% auf 26.8%.

¹⁰ Botschaft des Bundesrates, 19.11.2014, S.30, Graphik 1-6
https://www.bsv.admin.ch/dam/bsv/de/dokumente/ahv/gesetze/altersvorsorge_2020botschaftbundesbeschlussundgesetztext.pdf.download.pdf/altersvorsorge_2020botschaftbundesbeschlussundgesetztext.pdf

¹¹ Auf der Basis des Solvenz-Prinzips“ wurden auch die Reserven der Krankenkassen von Amtes wegen seit 2012 praktisch verdoppelt. In diesem Fall ist die ökonomische Rationalität der Massnahme noch geringer als im BV-Bereich, die Opportunität Liquiditäten quasi zum Null-Tarif anzuhäufen aber genauso reell. Es ist davon auszugehen, dass der Nutzen dieses Zwangssparens nicht für alle Marktteilnehmer verlorengeht. Anstelle der früher üblichen Fristentransformation kann auch die Risikotransformation für Finanzintermediäre durchaus ertragreich sein.

¹² BFS, https://www.pxweb.bfs.admin.ch/DownloadFile.aspx?file=px-x-0102020300_101
https://www.pxweb.bfs.admin.ch/DownloadFile.aspx?file=px-x-0102020300_102

¹³ Im Bericht 2015 der OAK-BV wird darauf hingewiesen, dass die höhere implizite Lebenserwartung einen Risikozusatz enthalte, welcher bei Verwendung durch traditionelle Sterbetafeln durch eine zusätzliche Risikoreserve kompensiert werden müsste. Die Realität dieser statistischen Wachstumserwartung wird also nicht hinterfragt, sondern als Faktum postuliert. (Vgl. z.B. Kapitel 4.1 Biometrische Grundlagen, SS. 21f,49
http://www.oak-bv.admin.ch/fileadmin/dateien/Themen/Erhebung_finanzielle_Lage/2015/Bericht_finanzielle_Lage_2015_Deutsch.pdf

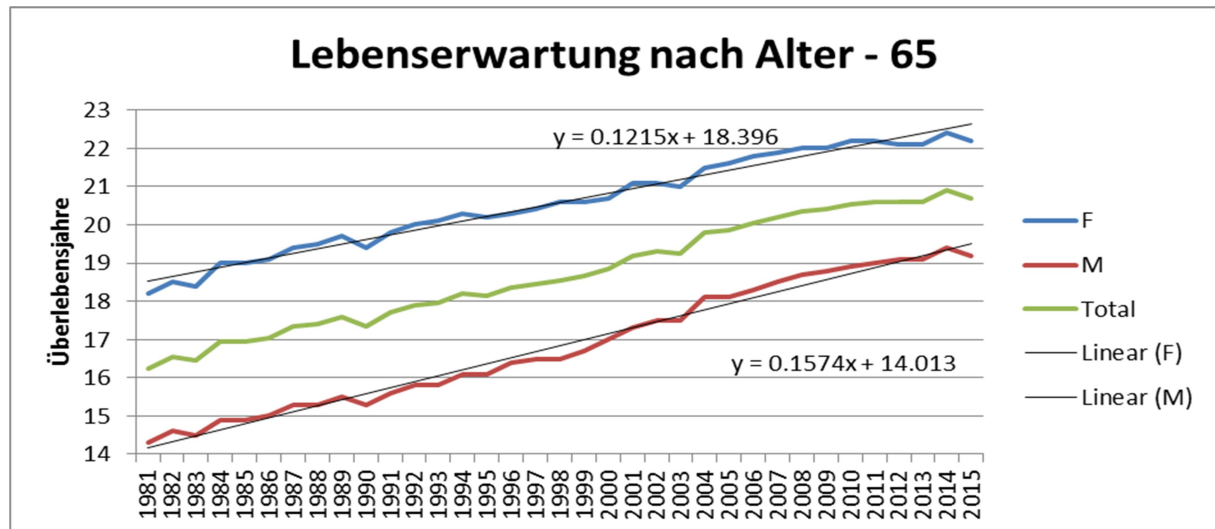
b. Evolution der Lebenserwartung 1981-2015

Betrachten wir die traditionelle Sichtweise der Periodensterbetafeln, können wir feststellen, dass die Entwicklung der Mortalität weder uniform noch linear verläuft.

Auch gibt es grosse Unterschiede nach regionaler Herkunft und Geschlecht.

Das BFS publiziert solche Tabellen zur Lebenserwartung nach Geschlechtern und ermöglicht so die historische Entwicklung der Altersstruktur aufzuzeigen.¹⁴ Für die Überlebenserwartung bei Alter 65 ergibt sich folgendes Bild:

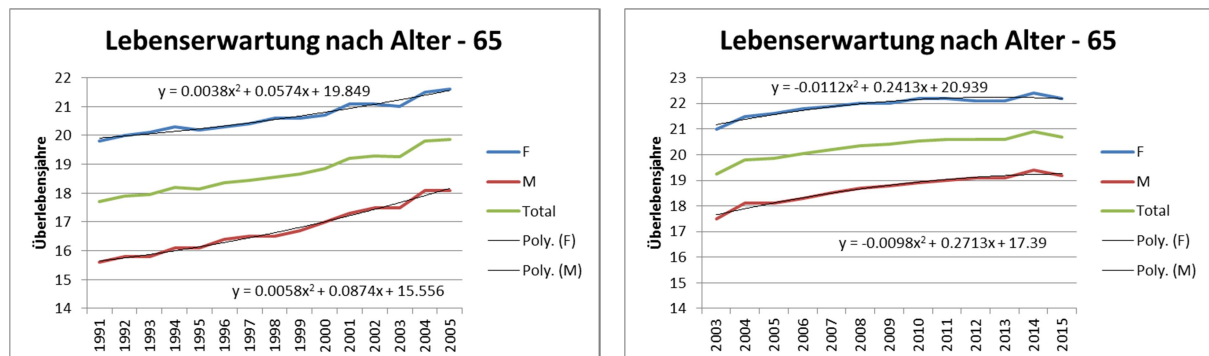
Graphik 2 : Entwicklung der Lebenserwartung 1981-2015 – Alter 65



Die Überlebenserwartung der Frauen stieg von 18.2 Jahren per 1981 auf 22.2 Jahre per 2015, d.h. im Durchschnitt um 1.4 Monate pro Jahr. Bei den Männern liegen diese Werte bei 14.3 und 19.2 Jahren bzw. 1.7 Monaten Steigerung pro Jahr.

Die linearen Trendlinien zeigen, dass die Steigerung v.a. die Periode 1990 bis 2008 betrifft.

Graphik 3 : Lebenserwartung Alter 65 – 1991-2005 vs 2003-2015



Die beigefügten Zahlen (Polynome Trends) zeigen klar eine Periode der Beschleunigung (1991-2005) und eine Periode der Verlangsamung der Entwicklung der Lebenserwartung.

Wie auch Bäume nur beschränkt in den Himmel wachsen, scheint auch die Lebenserwartung Limiten zu haben bzw. möglicherweise asymptotisch einen plausiblen Höchstwert anzustreben. Die gezeigten Trendlinien suggerieren immerhin eine Plafonierung schon vor 2020.

Der Realismus der BFS-Zahlen wird übrigens auch im Kt. FR offiziell in Frage gestellt. Nicht zuletzt die Migrationshypothesen erscheinen massiv überzeichnet.¹⁵

¹⁴ Tabellen „Lebenserwartung nach Alter“ (su-d-01.04.02.03.02, Männer; su-d-01.04.02.03.03, Frauen) für die Periode 1981-2015. [Neue Referenznummern. ex su-d-1.2.2.3.2.5 & 6]

¹⁵ FriStat 24.03.2017: http://www.fr.ch/sstat/fr/pub/actualites.cfm?fuseaction_pre=Detail&NewsID=59660
Fribourg erwartet für 2045 18% weniger Einwohner als das „mittlere Szenario“ des BFS.

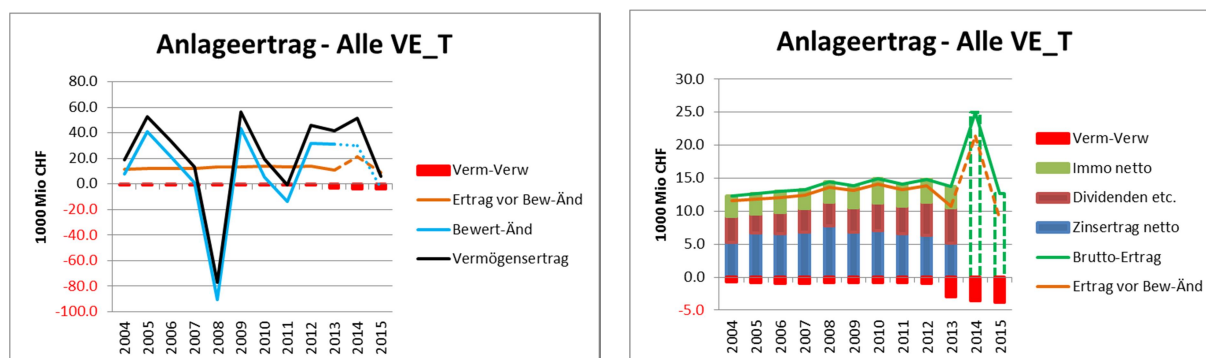
4. Kapitalerträge

Gemäss Pensionskassenstatistik verwalten die Pensionskassen 2015 direkt insgesamt 788 Mia Versicherungsgelder (vgl. Anhang 2).¹⁶ Zusammen mit dem von der Finma erfassten BVG-Deckungskapital der Lebensversicherer (155 Mia) entspricht dieses Alterskapital 146% des BIP bzw. 102% der inländischen Hypothekarkredite. Die Erträge dieser Immobilisationen sind als „Dritter Beitragszahler“ ein wesentlicher Bestandteil des BV-Konstrukts.

a. Evolution der ausgewiesenen BV-Kapitalerträge

Die BV-Statistik hat bis 2013 Details nach Investitionskategorien publiziert und auch Bewertungsänderungen (Änderungen der Buchwerte) pauschal für jede VE-Gruppe angegeben. Seit 2014 enthält diese Statistik nur noch das Gesamtergebn, sowie die Kosten der Vermögensverwaltung. Die Bewertungsänderung ist nur noch im Aggregat für den Gesamtmarkt aus einer separat publizierten Graphik zu entnehmen.¹⁷

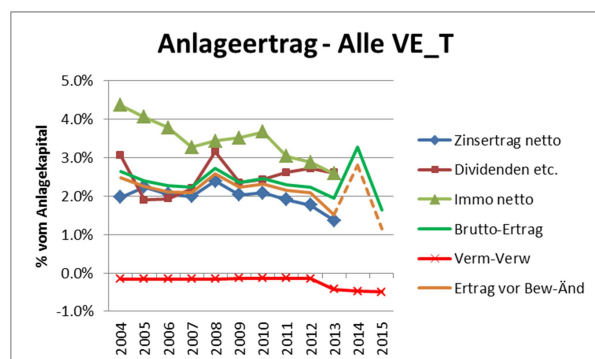
Graphik 4 : Anlageertrag der in der BV-Statistik erfassten Vorsorgeeinrichtungen



„Alle VE“ = Alle Vorsorgeeinrichtungen (autonom, teilautonom, kollektiv...); „T“ = alle Rechtsformen

Der gesamte publizierte Vermögensertrag (schwarze Linie) beinhaltet den realisierten Bruttoertrag, die Kosten der Vermögensverwaltung sowie die Bewertungsschwankungen. Für 2014 ergab sich ein gesamter Vermögenserfolg von 55 Mia CHF. Bei einer geschätzten Bewertungsänderung von +30 Mia (aus Graphik „0549“, Fussnote 17) ergibt sich als Residualgrösse ein Bruttoertrag der Kapitalanlagen von 25.0 Mia CHF. Analog ergibt sich für 2015, bei einem publizierten Vermögenserfolg von 9.7 Mia und einer geschätzten Bewertungsänderung von -3 Mia, ein Bruttoertrag von 12.7 Mia CHF usw. Die Graphik rechts (grüne Linie) zeigt diese Entwicklung in Mia CHF. Für den (impliziten) Renditesprung per 2014 fehlt jede Erklärung.

Graphik 5 : Anlageertrag der BV-Anlagen in % der Anlagekategorien – 2004-2015



In Prozenten der jeweiligen Anlagekategorie ausgedrückt ergibt sich 2015 – vor Bewertungsänderung – eine Brutto-Rendite von 1.6%. Der Vermögensverwaltungsaufwand beträgt 0.5% des gesamten Anlagevermögens. So bleiben noch 1.1% als *realisierte* Netto-Rendite im Anlagegeschäft.

Die früher beobachteten Rendite Unterschiede nach der Rechtsform können bei den aggregierten Zahlen nicht mehr gezeigt werden.

¹⁶ Davon werden 452 Mia (57.4%) in „kollektiven Anlagen“ geführt, bzw. an finanzielle Intermediäre ausgelagert. Details der Anlagestruktur im Anhang 3. Separate Ertragsangaben werden nicht publiziert.

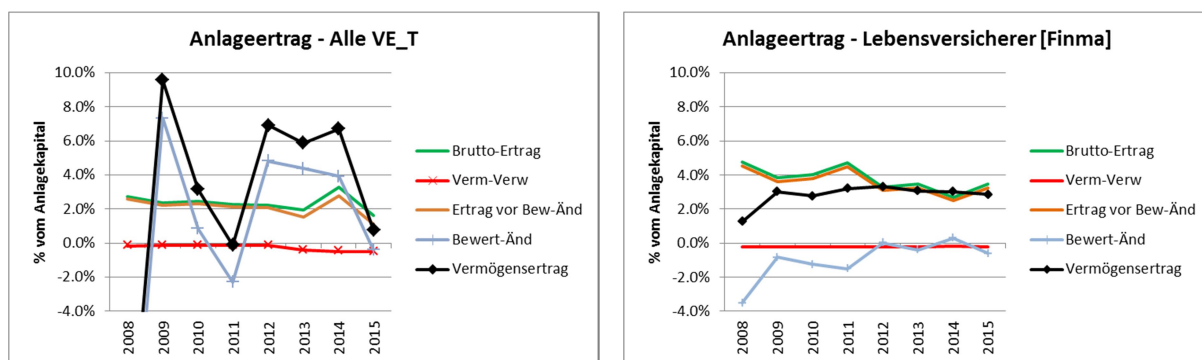
¹⁷ Betriebsrechnung Aufwand-Ertrag aus Vermögensanlage [BFS-Tabelle C.17.1.Z] : <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/soziale-sicherheit/berufliche-vorsorge.assetdetail.1960426.html>, Die Ertrags-Details, welche bis 2013 publiziert wurden, sind neu durch den Gesamtwert – inklusive Bewertungsänderungen – ersetzt. Nur eine Graphik zeigt noch die Kursgewinne/-Verluste der Pensionskassen <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/soziale-sicherheit/berufliche-vorsorge.gnpdetail.2016-0549.html>

b. Renditevergleich Pensionskassen vs Lebensversicherer

Es wäre zweifellos von Interesse, direkt vergleichbare Renditeindikatoren für die beiden Partner im Pensionskassengeschäft zu haben. Während die Finma für jeden einzelnen Versicherer detaillierte Kennzahlen sowohl zu den nominellen als auch realisierten Elementen der Anlageverwaltung publiziert, werden leider für die umsatzmässig immer noch wesentlich bedeutsameren Akteure der 2. Säule nur noch pauschalisierte Ergebnisse publiziert. Die – wie Graphik 4 : zeigt – alles dominierenden Bewertungsänderungen werden seit 2014 nicht einmal mehr in Zahlen sondern nur noch in graphischer Form öffentlich gemacht. Es sind aber gerade diese Buchwertänderungen, welche die Deckungsraten der Kassen und somit die ganze folgende Diskussion um Umwandlungs- und Technische Zinssätze präjudizieren.

Wir haben versucht, die Kennzahlen der Pensionskassen und der Lebensversicherer in vergleichbarer Form darzustellen.¹⁸

Graphik 6 : Kennzahlen der Anlageverwaltung – Pensionskassen vs Lebensversicherer



Pensionskassen leben offenbar nicht in der gleichen Welt wie die Lebensversicherer.

Lag der Bewertungsverlust 2008 bei 17% der Anlagewerte bei den Pensionskassen, verloren die Lebensversicherer netto nur gerade 3.5%. Lag der (realisierte) Bruttoertrag der Lebensversicherer 2015 bei 3.5%, erreichten die Pensionskassen in unserer Hochrechnung nur gerade 1.6%. Zeigten die Lebensversicherer über die ganze Periode Vermögensverwaltungskosten in der Grössenordnung von 0.2% der Anlagewerte, stieg dieser Wert bei den Pensionskassen von 0.16% auf 0.5%, d.h. von 0.8 auf 3.8 Mia, bzw. von 170 auf 745 CHF pro Versicherten (Aktive & Rentner). Bei den Lebensversicherern liegen die Vermögensverwaltungskosten pro Police (Gesamtgeschäft) über die ganze Periode unter 100 CHF.

Die massive Steigerung der Vermögensverwaltungskosten ab 2013 wird durch eine „bessere Erfassung der effektiven Kosten“ erklärt.¹⁹ Der Parallelismus zu den übrigen erratischen Bewegungen dieser Statistik weist aber offensichtlich weiter auf ein Transparenzproblem hin. Die Unterschiede zu den Lebensversicherern sind erklärungsbedürftig.

¹⁸ Für die Details der Finma-Angaben, vgl Anhang 4.

¹⁹ Gemäss Pensionskassenstatistik 2014, S.8 sind 2.6 Mia von 3.6 Mia erfassten Verwaltungskosten 2014 neu erfasste „TER“-Kosten der Kollektiven Anlagen (Total Expense Ratio inkl. Management-, Performance-, Depot-, Administrations-, Benchmarking-, Analyse- und Servicegebühren), welche direkt vom verbuchten Ertrag zurückbehalten würden. Direkte Verwaltungskosten bleiben gegenüber dem Vorjahr unverändert bei 1 Mia. Vgl. auch die Medienmitteilung OAK-BV 23.04.2013 <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-48603.html>
Die so verbuchten Intermediärkosten werden aber offenbar nicht als Anlageerträge gegenverbucht.

c. Langfristiger Zinszerfall, Performance & Volatilität

Die offizielle Diskussion um die Altersvorsorge geht davon aus, dass die Kapitalmärkte die Rolle als drittem Prämienzahler immer weniger erfüllen können, einerseits wegen langfristig sinkender Kapitalerträge bzw. sinkender „Performance“, aber auch wegen steigender Volatilität und damit entsprechend grösserem Wertschwankungsreservebedarf. Beide Argumente können nur bedingt überzeugen.

In Bezug auf festverzinsliche Wertpapiere – Staatsanleihen gelten immer noch als mündelsichere „risikoarme“ Anlagevehikel – ist der Sinkflug der Erträge evident. Zugegebenermassen ist die Referenzperiode Ende der 80er, Anfang der 90er Jahre in dieser Hinsicht kaum besonders relevant, da die Zinsen nach einigermaßen exotischen Geldmengenreduktionen Höchstwerte erreicht hatten, welche auch politisch nicht tragbar erschienen.²⁰

In der Optik des OAK-BV – auch in seiner neuesten Medienmitteilung vom 9.5.17 – ist diese Erwartung unverändert, obwohl die rapportierten Erträge von 0.8% auf 3.7% gestiegen sind. Mit dem Hinweis auf jüngst sogar negative Zinssätze für 10-Jahres Bundesobligationen werden düstere Perspektiven gezeichnet deren Relevanz seriös in Frage gestellt werden muss.

Die Tendenz nur marginale Zinssätze fürs Neugeschäft in die Diskussion einzubringen hat Tradition. Schon bei der Einführung der Preisüberwachung im Hypothekarbereich haben selbst Mitarbeiter der Nationalbank auf solche Werte hingewiesen, um die effektiven Zinsmargen kleinzureden. Für Versicherungsanstalten, welche nicht zuletzt auch intertemporäre Schwankungen ausgleichen sollten, kann aber nur der effektive Wert des über die Jahre aufgebauten Portefeuilles als Referenzgrösse dienen. Quartalsbilanzdenken darf hier keinen Platz haben.²¹

Die von der Finma publizierten Zahlen der Lebensversicherer scheinen zu belegen, dass die Kapitalmärkte als ganzes sehr wohl in der Lage sind eine vernünftige Kapitalrendite zu generieren. Wenn die Geldpolitik der Nationalbanken festverzinsliche Anlagen zu definitiven Verlustgeschäften macht, muss die Anlagepolitik sich eben an realitätsbezogenen Werten wie Aktien und Immobilien orientieren. Aber auch eine Zinswende bei festverzinslichen Werten kann längerfristig nicht ausgeschlossen werden.

Die Notwendigkeit in ertragreichere Anlagen zu investieren wird aber von der OAK offenbar als Synonym für grösseres Risiko interpretiert. Dies dürfte aber nicht zuletzt eine Frage der Diversifikation und des finanziell absicherbaren Zeithorizontes sein.

Im Gegensatz zur vorherrschenden Meinung in der BV-Diskussion, können wir aus den Marktindizes keinen säkularen Zerfall der Kapitalerträge erkennen und auch die grössere Volatilität, welche höhere Aktienanteile in solchen Investitionspaketen zu begleiten scheint, dürfte langfristig nur beschränkt ein Problem sein.

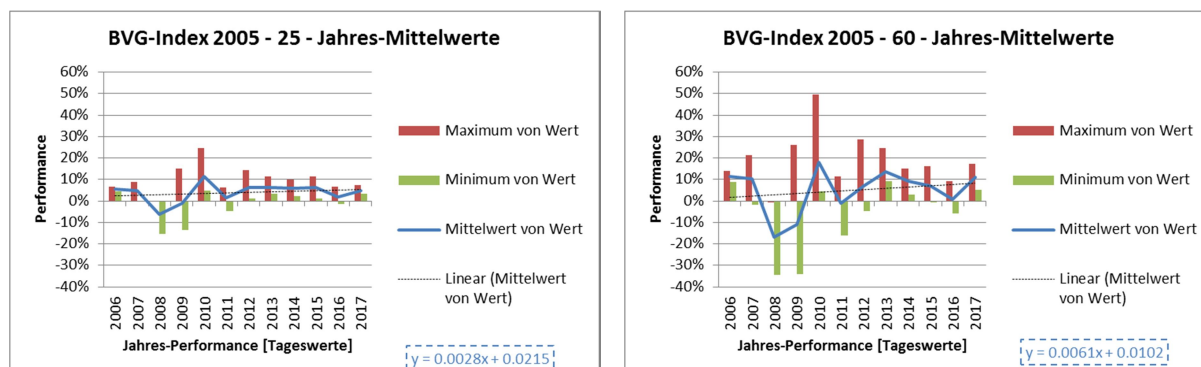
²⁰ So wurden die Hypothekarzinsen 1990 der Preisüberwachung unterstellt.

²¹ In der Diskussion um die Prämien der Gebäudeversicherungen Mitte der 90er Jahre war es auch den Versicherungsmanagern klar, dass eine kurzfristige Schwankung der Ertragslage nicht als Argument für eine Prämienhöhung benutzt werden dürfe. Die Buchungsregeln, welche die Pensionskassen befolgen müssen scheinen ein solches Junktim aber geradezu institutionalisiert zu haben. Eine Erholung der Märkte müsste konsequenterweise auch zu einem Ausbau der Leistungen – z.B. einer Steigerung der Umwandlungssätze – bzw. einer Senkung der Beiträge führen. Dies ist kaum Gegenstand der aktuellen Diskussion.

d. Die Messung der Performance

Die Pictet-Indices zeigen klar, dass höhere Aktienanteile mit höheren erwarteten Renditen verbunden sind. Nur muss der Anleger eventuelle Durststrecken überleben können.²²

Graphik 7 : Performance unterschiedlicher Anlageportefeuilles 2006-2017



Die blaue Linie zeigt die durchschnittliche Jahres-Performance basiert auf den Tageswerten der Pictet-Indices. Die Säulen zeigen die jeweiligen Jahres-Höchst und –Tiefstwerte. Ihre Spanne kann als Indikator der Volatilität interpretiert werden.

Die Version 25 – Aktienanteil von 25% – zeigt eine mittlere Rentabilität von 3.9% aber auch maximale Abweichungen von -15% bis +24% (Graphik links).

Die Version 60 – Aktienanteil von 60% – zeigt eine mittlere Rentabilität von 5.0% aber auch maximale Abweichungen von -33.9% bis +49.4% (Graphik rechts).

Eine höhere Gewichtung der Aktien in einem Portefeuille bringt so eine mögliche Erhöhung der Volatilität, aber auch der erwarteten Rendite. Die erwartete Rendite ist wie die Trendwerte zeigen in beiden Szenarien positiv. Die Spanne der Ausschläge – die marktspezifische Volatilität – scheint aber seit der Finanzkrise 2008/09 definitiv rückläufig zu sein.

e. Sinn und Unsinn des Volatilitätsmasses

Volatilität vergleicht die Standardabweichung einer Datenserie mit deren Mittelwert. Dieser Wert mag in einem stabilen Umfeld sinnvoll sein, wenn Abweichungen vom Mittelwert als zufallsgeneriert betrachtet werden können. Ganz anders ist es aber, wenn die unterliegende Variable einen Trend ausweist. Steigt die Performance oder fällt sie, das Mass für die Volatilität ist identisch. Die ökonomische Implikation für die Reservebildung ist aber diametral verschieden. Eine Schwankungsreserve kann nur sinnvoll sein, wenn es gilt kurzfristige Kursverluste im Falle eines Liquiditätsbedarfs zu überbrücken.

Die höhere Volatilität bei „risikoreicheren“ Anlageprofilen ist kaum ein Indikator für grösseren Reservebedarf. Bei den „mündelsicheren“ Bundesanleihen ist im Neugeschäft bereits der Verlust garantiert. Die entsprechend kleine Volatilität zeigt aber nichts von Interesse für den Anleger. Diese Indikatoren, welche prominent in die BV-Diskussion eingebracht wurden, sollten auf ihre Nachhaltigkeit überprüft werden.

5. Leakages

Zwei Parameter prägen die offizielle Diskussion : Umwandlungssatz und technischer Zinssatz. Ein dritter Punkt wird aber regelmässig ausgeblendet ; „Leakages“ in Form von Verwaltungskosten und Ertragsminderungen der Kapitalanlagen.

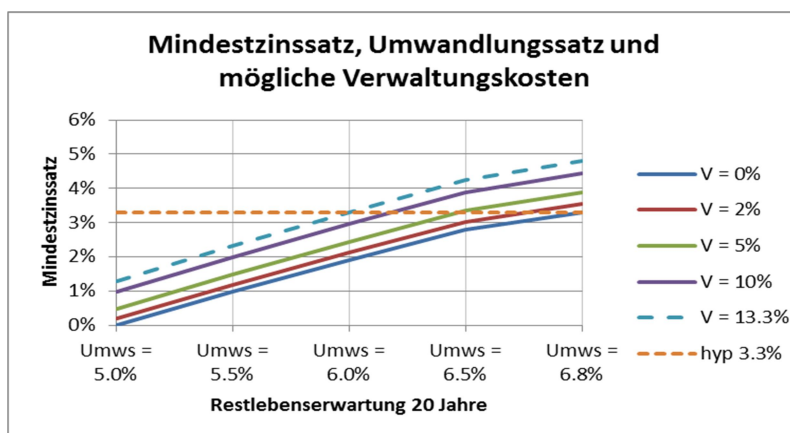
Das Problem der Pensionskassen, wenigstens im Bereich des Beitragsprimates ist die Verteilung über Zeit einer fix vorgegeben Summe. Bei einer „Überlebenserwartung“ von durchschnittlich zwanzig Jahren, muss dieses Alterskapital in einer vernünftigen Weise auf die 20x12 erwarteten Rentenmonate verteilt werden. So ergibt sich bei 120'000 CHF eine Rente von 6000 CHF pro Jahr, bzw. 500 CHF pro Monat. Der Umwandlungssatz ist $1/20 = 5\%$.

²² Der Anhang 5 - Ertragsmöglichkeiten vs Volatilitätsrisiken gibt Details zu Performance-Indizes.

Dies ist die Lösung, wenn der Kapitalmarkt 0% an Zinsen beiträgt und die Verwaltung 0% an Kosten auf die ausbezahlten Renten erhebt.

Die folgende Graphik zeigt die Relation zw. den drei grundlegenden Parametern des Pensionskassengeschäftes.²³

Graphik 8 : Verwaltungskostenpotential im aktuellen BV-Umfeld



Beim hypothetischen Umwandlungssatz von 5% und 0% Kapitalertrag wird das Alterskapital in 20 Jahren vollständig aufgebraucht und es bleibt kein Geld für Verwaltungskosten. Steigen die Kapitalerträge so gibt es aber die Möglichkeit diese an die Rentner zu verteilen – indem der Umwandlungssatz erhöht wird – oder finanzielle Intermediäre zu finanzieren.

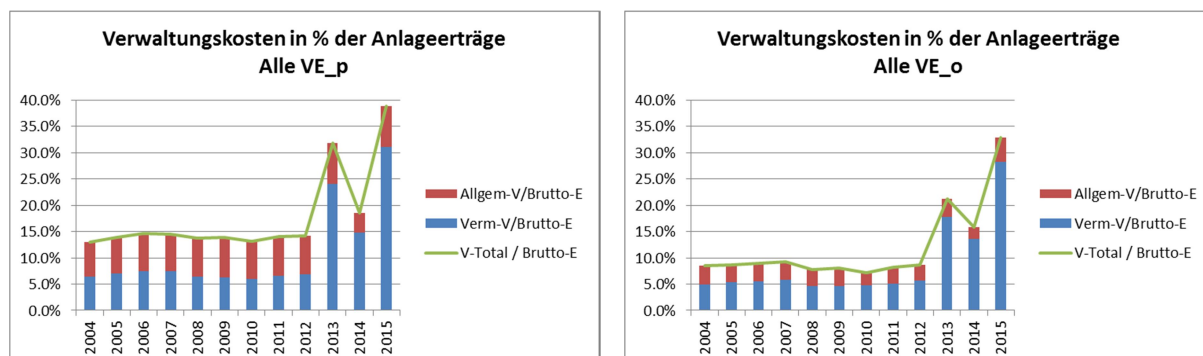
In unserem einfachen Modell genügt ein Zinsertrag von 3.3% den aktuellen Umwandlungssatz von 6.8% zu finanzieren (bei 0 Verwaltungskosten; blaue Linie, letzte Spalte), d.h. eine Jahresrente von 6.8% der ursprünglichen 120'000 CHF, also 8160 CHF pro Jahr bzw. 680 CHF pro Monat auszus zahlen.

Bei 2% an Verwaltungskosten (rote Linie) müsste – beim Zinsertrag von 3.3% – der Umwandlungssatz auf 6.66%, bzw. die Renten auf 666 CHF pro Monat gekürzt werden. Alternativ müsste der realisierte Zinsertrag auf 3.54% steigen, um den Umwandlungssatz von 6.8% und die 2% Verwaltungskosten gleichzeitig finanzieren zu können.

Natürlich könnte man auch den Umwandlungssatz kürzen, z.B. auf 6%. In diesem Szenario verbliebe eine Rente von 600 CHF pro Monat, die Verwaltung und andere „Leak“-Stakeholders könnten sich aber eine schöne Dividende von 13.3% der Rentensumme verdienen. Dies wäre mit 19'000 CHF fast die Hälfte (44.4%) des in 20 Jahren erwirtschafteten Kapitalertrages, bzw. 20% des ursprünglichen Alterskapitals.

Die Verwaltungskosten, insbes. die Vermögensverwaltungskosten haben Niveaus erreicht, die hinterfragt werden müssen. Dies kann nicht alles durch buchhalterische Erfassungsprobleme begründet werden. Die folgende Graphik kann das illustrieren.

Graphik 9 : Verwaltungskosten in % der Anlageerträge 2004-2015



Die 44% des Anlageertrages an „Leakages“ in unserem Modell scheinen nicht mehr allzuweit von der Realität entfernt zu sein, v.a. in privatrechtlich organisierten Vorsorgeeinrichtungen (Graphik links).

²³ Wir haben hier „Leakages“ mit Verwaltungskosten gleichgesetzt. Fiktionelle Verluste sind aber auf mehreren Ebenen, vor allem im Bereich der Auslagerung der Anlagen der Altersgelder, aber auch in der kollektiven Verwaltung solcher Anlagen möglich.

6. Fazit

Die offenen Fragen zum Altersvorsorgekonstrukt der „2. Säule“ suchen Antworten und dies möglichst bevor mit Hybridlösungen auch noch die erste Säule, die AHV in weitere Gefahr gebracht wird.

Wir haben gezeigt, dass die demographischen Vorgaben der OAK-BV nicht über alle Zweifel erhaben erscheinen und dass die Problematik der Alterung der Gesellschaft, selbst wenn sie im postulierten Rahmen fortschreiten sollte, durch die „Aussteiger“ in bezug auf die Rentenfinanzierung deutlich entschärft wird.

Die pessimistische Haltung in bezug auf die Rolle der Anlageerträge in der Zusatzfinanzierung zukünftiger Renten entbehrt weitgehend realistischer Grundlagen und kann nur in einer historisch verankerten Weltsicht „mündelsicherer“ Anlagen, bzw. der Priorität festverzinslicher Anlagen gefunden werden. Dies mag bis zu einem gewissen Grad institutionelle Rahmenbedingungen reflektieren, kann aber in einer Zeit steigender Geldmarktmanipulationen nicht mehr als optimale Strategie für die Altersvorsorge akzeptiert werden.²⁴

So wie das Zinsdifferenzgeschäft durch das Gebühren- und Kommissionsgeschäft ersetzt wird, muss sich auch die Anlagepolitik der Pensionskassen der sich ändernden Umwelt anpassen. Direktinvestitionen in reale Werte können die Erträge weitgehend von den Zentralbankmanipulationen der Märkte der Nominalwerte isolieren, bzw. können die Erträge der Pensionskassengelder auf die reale Wirtschaftsleistungsfähigkeit begründen und so die Altersvorsorge harmonisch in der Wirtschaft integrieren.²⁵

Es ist wohl kaum Aufgabe der Altersvorsorge durch Auslagerung der Vorsorgegelder in unrentable Anlagegefässe finanzielle Intermediäre über die Risikotransformation zu subventionieren. Der unnötige Aufbau von ökonomisch wenig sinnvollen Wertschwankungsreserven (Vorwegnahme möglicher Verluste) führt kaum zu nachhaltigen Investitionen, welche die Sicherheit zukünftiger Renten absichern könnten. Der Anteil an liquiden Geldern scheint seit der Einführung der Negativzinsen zwar etwas kleiner geworden zu sein. Diese geerbte Liquiditätspräferenz machte aber ökonomisch schon in früheren Jahren nicht viel Sinn. Die Kapitalmärkte haben sich seit den Gründerjahren „verflüssigt“ und nicht zinstragende Anlagen müssen wohl auch in der Altersvorsorge als Verlustgeschäft betrachtet werden.

Fehlende Anlagenenerträge in der Grössenordnung von 1 bis 2% der Anlagewerte sind keine Bagatellen. Es geht hier immerhin um Milliardenbeträge, welche potentiell der Altersvorsorge entzogen werden. Dies sollte ernsthaft überdacht werden.²⁶

²⁴ Die Anekdote ist vielleicht bezeichnend für die Grundhaltung der Verantwortlichen der BV. So lesen wir im OAK-Bericht zu finanziellen Lage 2016 vom 19.05.2017, S. 5 „Die **Jahresrendite** der 10-jährigen Bundesobligationen in CHF **erhöhte** sich im Jahr 2016 geringfügig von rund -0.30% Anfang Berichtsjahr auf **-0.14% per Ende Berichtsjahr**.“ Für die meisten Leute handelt es sich hier klar um einen **Verlust**.

²⁵ Das gibt natürlich neue, nicht unbedingt erwünschte, Machtpositionen und Manipulationsmöglichkeiten in der Welt der grossen börsennotierten Unternehmen. Hier ist der soziale Wandel auch nach der „Abzockerinitiative“ erst angelaufen.

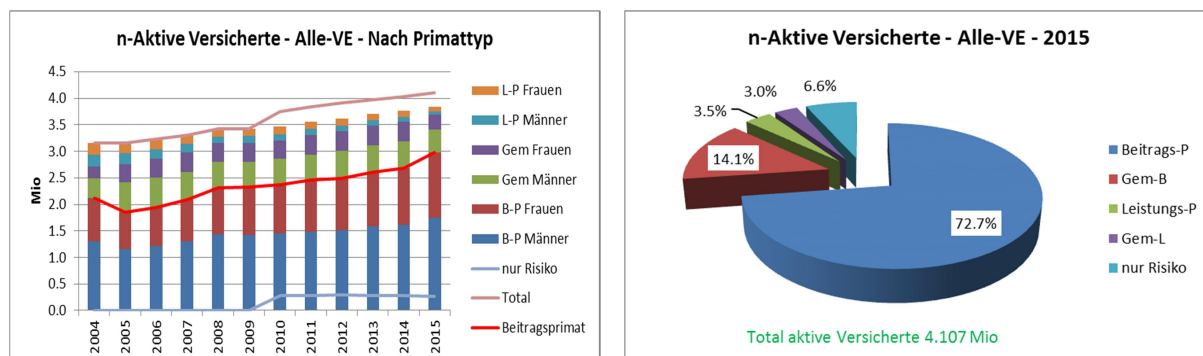
²⁶ Infosperber (3.5.17) und K-Tipp (19.4.17) haben auf mögliche Missstände hingewiesen.
<http://www.infosperber.ch/Artikel/Gesellschaft/2-Saule-Zehnmal-hohere-Verwaltungskosten-kurzen-die-Renten>
<https://www.ktipp.ch/artikel/d/2-saeule-versicherte-zahlen-milliarden-zu-viel/>

Anhang 1 Evolution der Versichertenzahlen – 2004-2015

a. Nach Primat-Typ

Von den insgesamt 4.1 Mio aktiven Versicherten sind 3.5 Mio privat-rechtl. und 0.6 Mio öff-rechtl. versichert. Die BV-Statistik unterscheidet hier auch nach dem Primat-Typ.

Graphik 10 : Anteile der Aktiven Versicherten nach Primat-Typ 2004-2015

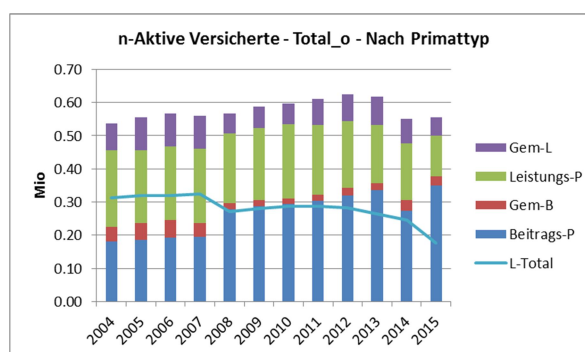


Das Beitragsprimat für die Altersleistung gilt mittlerweile für 86.8% der aktiven Versicherten. Hier basiert die versprochene Altersleistung auf den effektiv einbezahlten Beiträgen.

Der Anteil der für die Altersleistung im Leistungsprimat versicherten Aktiven hat seit 2004 von insgesamt von 22% auf 7% abgenommen. (Altersleistung auf der Basis des letzten Lohnes).

Im öff-rechtl. Bereich („Total_o“) hat diese Versicherungsform eine grössere Bedeutung behalten. Der Anteil fiel aber auch hier von 58% auf 32% (Graphik rechts, blaue Linie).

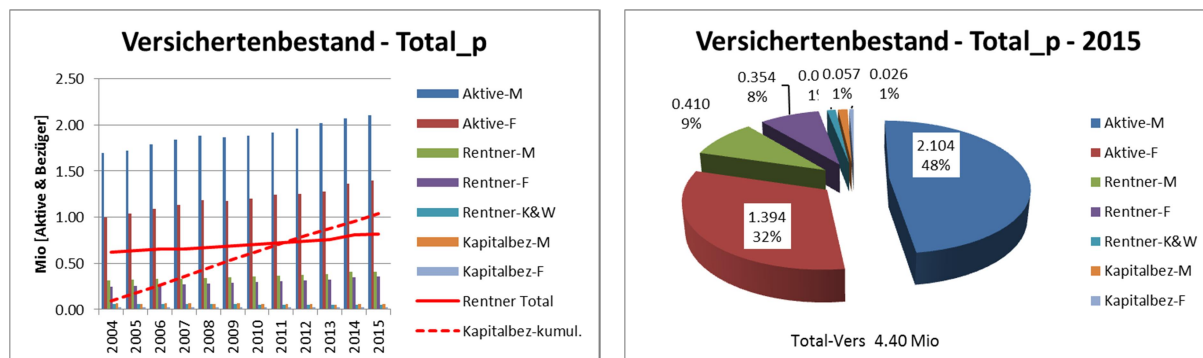
Leider gibt es keine entsprechend aufgeschlüsselten Zahlen weder zu den Versicherungsleistungen noch zu den betroffenen Leistungsbezüglern. Hier kann nur ein Vergleich auf der Basis der Rechtsform bzw. der Art der Risikodeckung der PK weiterführen.



b. Nach Rechtsform und Art der Risikodeckung – Aktive vs Leistungsbezüger

Bei den privatrechtlich organisierten Pensionskassen („Total_p“) ist der Anteil der Rentner in der Periode 2004-2015 praktisch stabil geblieben. Die Zahl der Versicherten, welche sich ihr Alterskapital auszahlen liessen, übersteigt in der Tat die Zahl der verbleibenden Rentner.

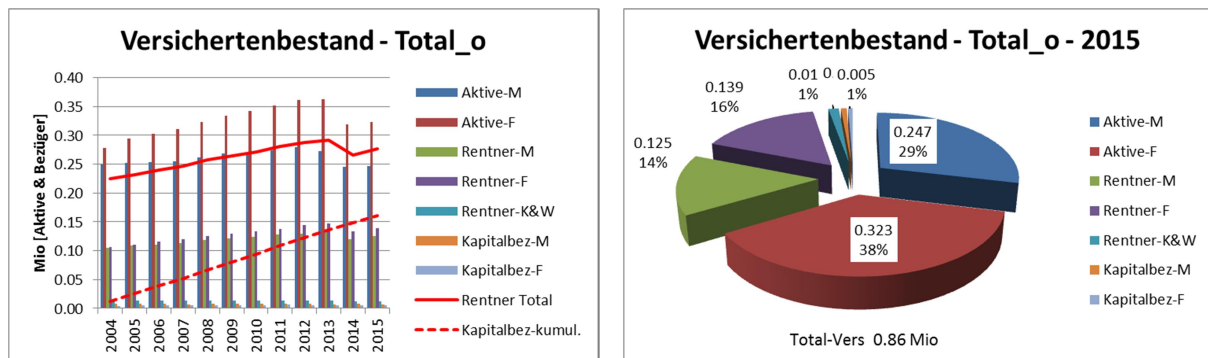
Graphik 11 : Privatrechtlich organisierte Vorsorgeeinrichtungen



Bei den öff-rechtl. PKs sind Renten – wohl dank des Leistungsprimates, möglicherweise auch wegen des grösseren Frauenanteils – populärer geblieben. Hier steigt der Anteil der Rentner gegenüber den Aktiven von 42% auf 48%.

Im Gesamtmarkt hingegen blieb dieser Anteil stabil zw. 26% und 27%.

Graphik 12 : Öffentlich-rechtlich organisierte Vorsorgeeinrichtungen

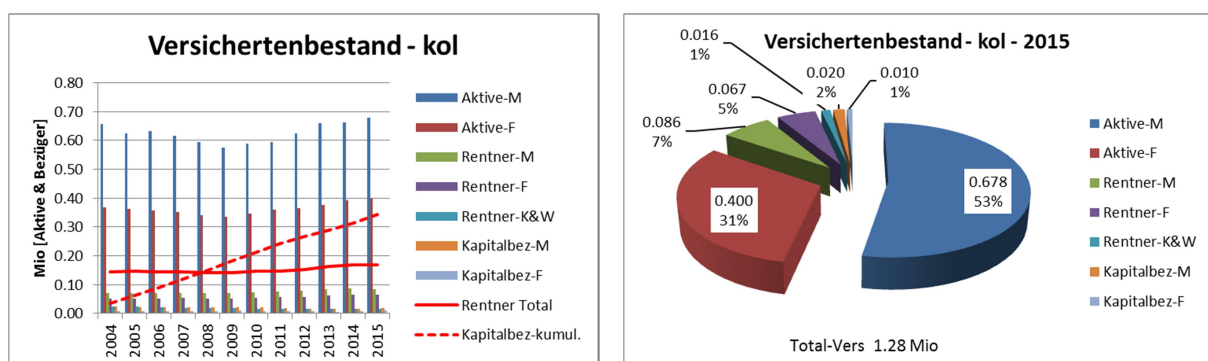


Das Phänomen der Rentenaussteiger betrifft naturgemäss die als Spareinrichtungen konzipierten Pensionskassen. Diese Versicherungsform ist aber 2015 praktisch vom Markt verschwunden. Bei den übrigen Institutionen, welche durch die Diskussion um Rentenkürzungen (Senkung des Umwandlungssatzes, Senkung des technischen Zinssatzes) besonders betroffen sind, scheint aber der Rentenausstieg an Bedeutung zu gewinnen. Die Diskussion um einen möglichen Rentenzwang dürfte diese Tendenz verstärken.

c. Der Rentenausstieg

Die „kollektiven“ Vorsorgeeinrichtungen (24% der Versicherten), welche alle Risiken an Versicherungen auslagern, zeigen die höchste „Ausstiegsrate“. In der Tat ist die Zahl der Kapitalbezüger seit 2004 doppelt so hoch, wie die Zahl der verbleibenden Rentner.

Graphik 13 : „kollektive“ Vorsorgeeinrichtungen

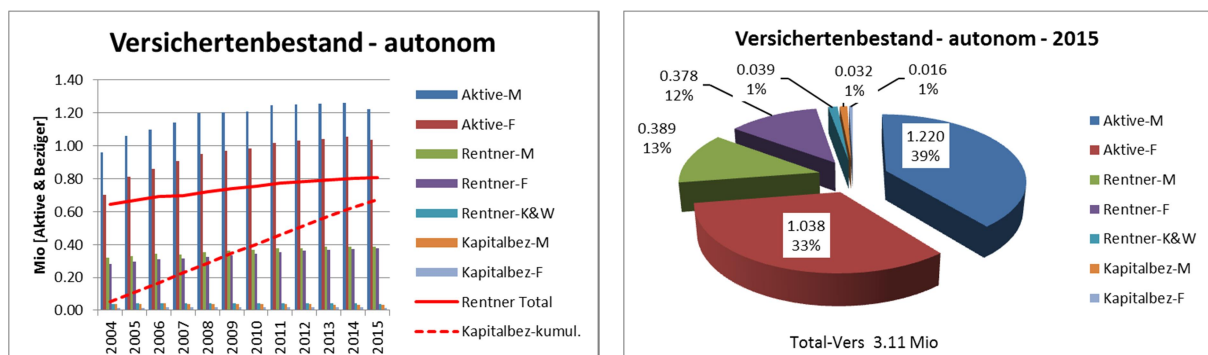


Das Verhältnis Rentner / Aktive stieg seit 2004 leicht von 14.0% auf 15.6%.

Bei den „teilautonomen“ (nur Tod- und Invaliditätsrisiko ausgelagert) liegt die Ausstiegsrate 2004-15 bei 150%. Der Anteil der Rentner liegt 2015 bei 16.2% der aktiven Versicherten.

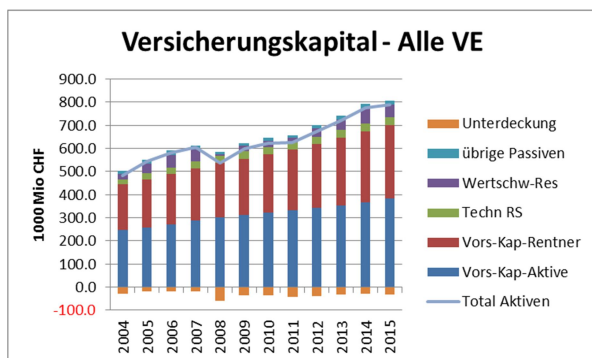
Bei den „autonomen“ Kassen, welche ihre Leistungen eigenständig absichern (51% der privatrechtl. Vers.; 99% der öff-rechtl. Versicherten), betrifft der „Ausstieg“ 2004-2015 „nur“ 84% der 2015 verbleibenden Rentner. Das Verhältnis Rentner zu aktiven Versicherten ist in dieser Periode von 38.7% auf 35.7% gefallen (Tendenz aktuell erneut leicht steigend).

Graphik 14 : „autonome“ Vorsorgeeinrichtungen



Anhang 2 Entwicklung der Vorsorgegelder

Graphik 15 : Entwicklung des Versicherungskapitals 2004-2015



Die Bilanz der erfassten Pensionskassen hat 2015 ein Total von 788 Mia CHF erreicht.

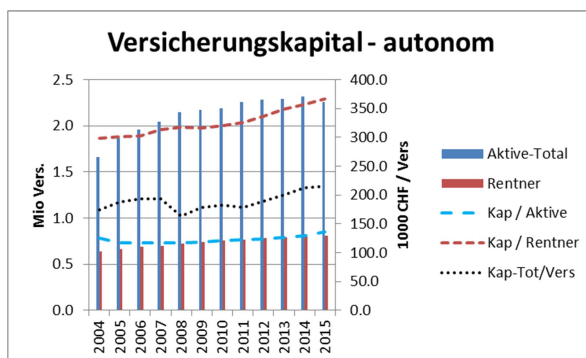
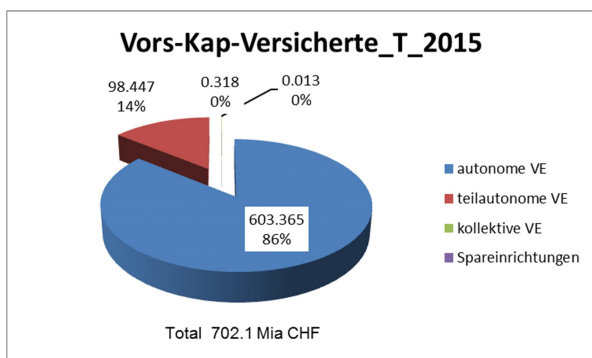
Die Passivseite der Bilanz enthält die aktuariell berechneten Vorsorgegelder (702.1 Mia), technische Rückstellungen sowie insbesondere „Wertschwankungsreserven“.

Als Residualgrösse figuriert die „Unterdeckung“.

Die kollektiven Versicherungen führen keine Vorsorgegelder in ihrer Bilanz, werden in dieser Zusammenstellung also ignoriert.²⁷

Die Aufschlüsselung nach „Art der Risikodeckung“ zeigt, dass die Frage der Vorsorgekapitalien und somit die Frage der Unterdeckung im Rahmen der PK-Statistik nur „autonome“ und z.T. „teilautonome“ Vorsorgeeinrichtungen betrifft.

Graphik 16 : Vorsorgekapital 2015



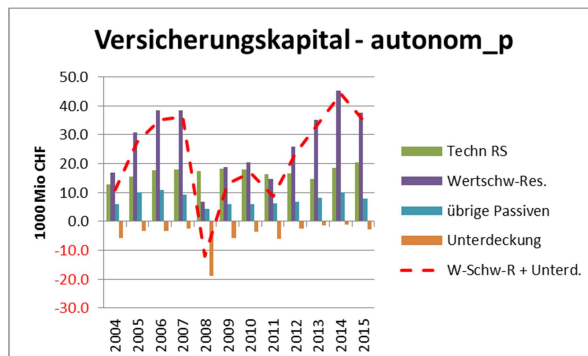
Bei den „autonomen“ VE, welche alle Risiken selbst abdecken (59% der Vers.) beträgt das Alterskapital 2015 für aktive Versicherte 136 tausend CHF/Vers., für Rentner im Durchschnitt aber doch schon 366 tausend CHF (rote gestrichelte Linie, Graphik rechts).

Bei den „teilautonomen“ liegen diese Werte bei 103 und 193 tausend CHF/Vers. Der Rest des Risikos sowie das entsprechende Alterskapital wurden offensichtlich an Versicherungen ausgelagert. Dazu gibt es in der PK-Statistik allerdings keine Angaben.

Die Frage nach der Unterdeckung stellt sich bei dieser Datenlage statistisch also nur bei den „autonomen“ VE.

Wie die Graphik rechts zeigt spielen hier die Wertschwankungsreserven eine entscheidende Rolle, bzw. erlauben im privatrechtl. Bereich erst eine buchhalterische „Unterdeckung“ zu konstruieren.

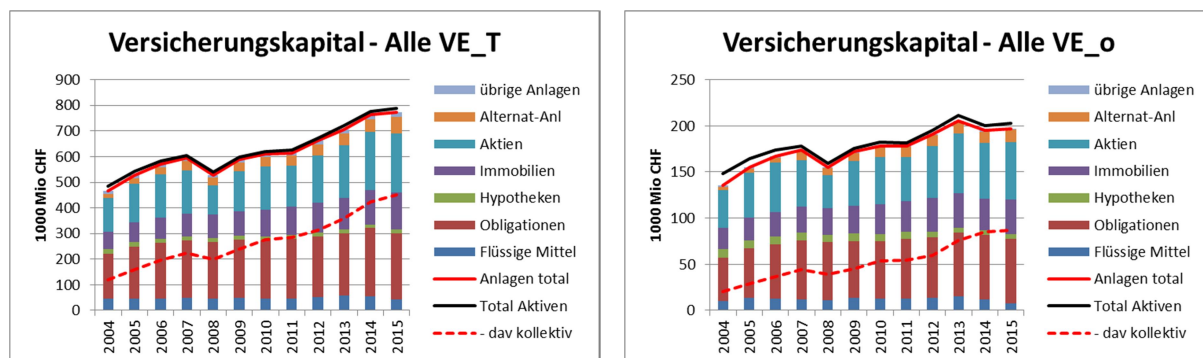
Die rote gestrichelte Linie zeigt die Netto-Reserven.



²⁷ Vgl. Pressemitteilung des BFS zur Beruflichen Vorsorge 2002 vom 15.4.2004. Die Rückkaufswerte bei den Kollektivversicherungen wurden damals auf 121 Mia CHF geschätzt.
<https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/kataloge-datenbanken/medienmitteilungen.assetdetail.16517.html>
 Die Pensionskassenstatistik 2014 gibt für „Aktiven/Passiven aus Versicherungsverträgen einen Betrag von 127.9 Mia CHF (Tabelle T4.1)
 Die Finma weist per 2015 155 Mia CHF an entsprechenden BVG-Deckungskapitalien der Lebensversicherer aus. <http://www.versichererreport.finma.ch/reportportal>, Tabellen: AL14D und AL14A.

Anhang 3 Struktur der Kapitalanlagen

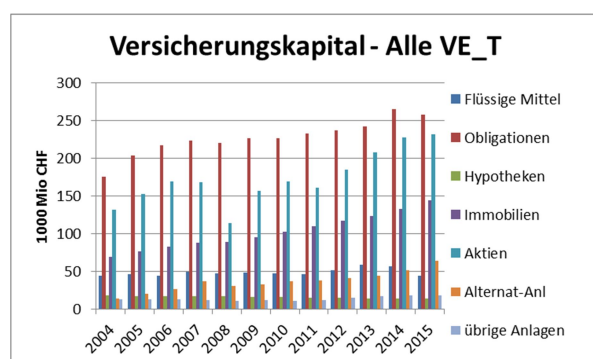
Graphik 17 : Versicherungskapital nach Anlagekategorien – 2004-2015



Die gezeigten Versicherungskapitalien betreffen, wie bereits erwähnt, fast ausschliesslich „autonome“ Vorsorgeeinrichtungen, welche keine Risiken an Versicherungen „auslagern“.

Der Anteil der Immobilisationen, welche kollektiv verwaltet werden, also welche an finanzielle Intermediäre ausgelagert werden, ist von 25.8% per 2004 auf 58.5% angestiegen. Bei den öff-rechtl. VE hat sich dieser Anteil von 15.2% auf 44.3% praktisch verdreifacht, bleibt aber noch spürbar unter der Auslagerungsquote der privat-rechtl. organisierten VE (63.3%). Die Kosten der Auslagerung können so offenbar in Grenzen gehalten werden.

Graphik 18 : Evolution der Anlagekategorien – 2004-2015



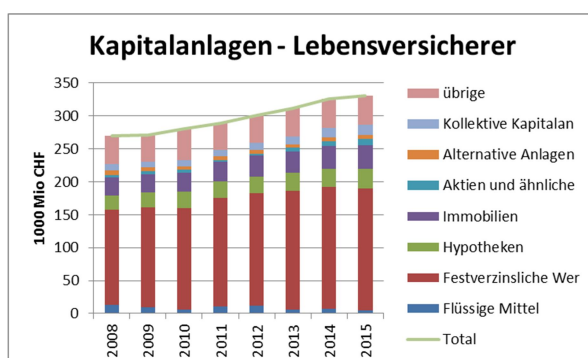
Obwohl die Zentralbanken in den letzten Jahren alles daran setzen den Obligationenmarkt unattraktiv zu machen, bleiben die Pensionskassen dieser „risikoarmen“ Investitionsform treu.

Tatsache ist aber, dass – v.a. im Neugeschäft – Zinserträge durch permanent steigende Bankenkommissionen ersetzt werden, oder die Anlagen gar mit Negativzinsen belegt werden. Der Verlust ist garantiert.²⁸

In einem Kontext monetärer Manipulationen („quantitative easing“) bleibt nur der effektive Realitätsbezug – weg von Nominalwerten – eine echte Werterhaltungsstrategie. Aktien und Immobilien müssten sehr viel stärker gewichtet werden, als das immer noch der Fall ist, und immer noch als optimale Strategie postuliert wird.

Die Auslagerung der Investitionen durch die Plazierung in festverzinsliche Wertpapiere oder gar in liquide Dépôts dürfte die Ertragsmöglichkeiten der Pensionskassen auf die Dauer weiter schmälern. Es ist aber auch plausibel, dass finanzielle Intermediäre daran interessiert sind, diese Risikotransformationsmöglichkeiten auf möglichst weiter Basis für sich selbst erhalten zu können.

Die Anlagepalette der von der Finma beaufsichtigten Lebensversicherungen beinhaltet mehr als 50% an festverzinslichen Wertpapieren. Kursgewinne bei festverzinslichen Papieren dürften bei einer Zinswende kaum Bestand haben. Der Aktienanteil ist 2015 noch relativ bescheiden, Hypotheken und Immobilien sind traditionell etwas höher gewichtet.



²⁸ Gemäss Swisscanto konnte die Einführung von Negativzinsen durch Diversifikation der Dépôts und Reduktion der liquiden Positionen offenbar weitgehend entschärft werden.
https://www.swisscanto.com/media/pub/1_vorsorgen/pub-105-pensionskassenmonitor-ch-deu.pdf S.40

Anhang 4 Kennzahlen der Anlageverwaltung der Lebensversicherer

Die durch die Finma beaufsichtigten Lebensversicherer verwalten den Grossteil der von den Pensionskassen ausgelagerten BVG-Gelder. Seit der Neugestaltung der Finma-Statistiken 2008 ist zwar auch hier die Zuordnung der Kapitalerträge nach Anlagekategorien nicht mehr möglich. Die funktionelle Aufschlüsselung und insbesondere die getrennte Präsentation nach realisierten und nominellen Buchwerten gibt aber neue interessante Einblicke.²⁹

Tabelle 1 : Kennzahlen zur Anlagenverwaltung der Lebensversicherer 2008-2015

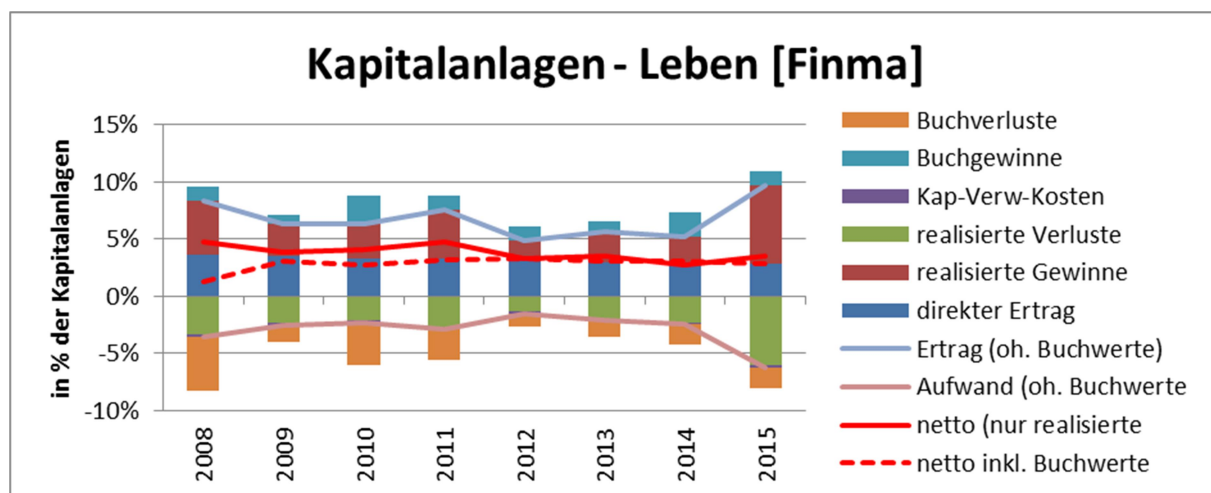
| Anlageertrag - Kennzahlen der Lebensversicherer | | | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Rubrik | Jahr | | | | | | | |
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Ertrag (oh. Buchwerte) | 8.4% | 6.4% | 6.3% | 7.6% | 4.9% | 5.6% | 5.2% | 9.7% |
| - direkter Ertrag | 3.6% | 3.5% | 3.3% | 3.2% | 3.1% | 3.0% | 2.9% | 2.9% |
| - realisierte Gewinne | 4.8% | 2.9% | 3.0% | 4.4% | 1.8% | 2.6% | 2.3% | 6.8% |
| Aufwand (oh. Buchwerte) | -3.6% | -2.5% | -2.3% | -2.9% | -1.6% | -2.2% | -2.5% | -6.3% |
| - realisierte Verluste | -3.4% | -2.3% | -2.1% | -2.7% | -1.4% | -2.0% | -2.3% | -6.1% |
| - Kap-Verw-Kosten | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.2% |
| netto (nur realisierte Werte) | 4.8% | 3.8% | 4.0% | 4.7% | 3.3% | 3.5% | 2.7% | 3.5% |
| Buchgewinne | 1.1% | 0.7% | 2.5% | 1.2% | 1.2% | 1.0% | 2.1% | 1.2% |
| Buchverluste | -4.6% | -1.5% | -3.7% | -2.7% | -1.2% | -1.4% | -1.8% | -1.8% |
| netto inkl. Buchwerte | 1.3% | 3.0% | 2.8% | 3.2% | 3.3% | 3.1% | 3.0% | 2.9% |

2015 wurde ein Netto-Ertrag von 3.5% der Anlagewerte erreicht. Dieser betrifft nicht nur die direkten Erträge der Anlagen, sondern auch die realisierten Gewinne und Verluste der Portfeuilleverwaltung (+0.7%) sowie die im Aufwand verbuchten Kapitalverwaltungskosten. Gewinne dürften insbesondere Kursgewinne festverzinslicher Wertpapiere betreffen, welche vor Ende der nominellen Laufdauer realisiert wurden. Kursverluste dürften v.a. Spuren schlechter Performance im Aktienportfeuille sein.

Zusammen mit den Buchwertänderungen (-0.6%) ergibt sich für 2015 ein buchhalterischer Gesamtertrag von 2.9%. Bei den Pensionskassen ergab sich ein Resultat von 0.8%.

Die Graphik zeigt die Entwicklung dieser Werte für die Gesamtheit der Anlagen der Lebensversicherer für die Periode 2008-2015.

Graphik 19 : Kennzahlen der Anlageverwaltung der Lebensversicherer – 2008-2015



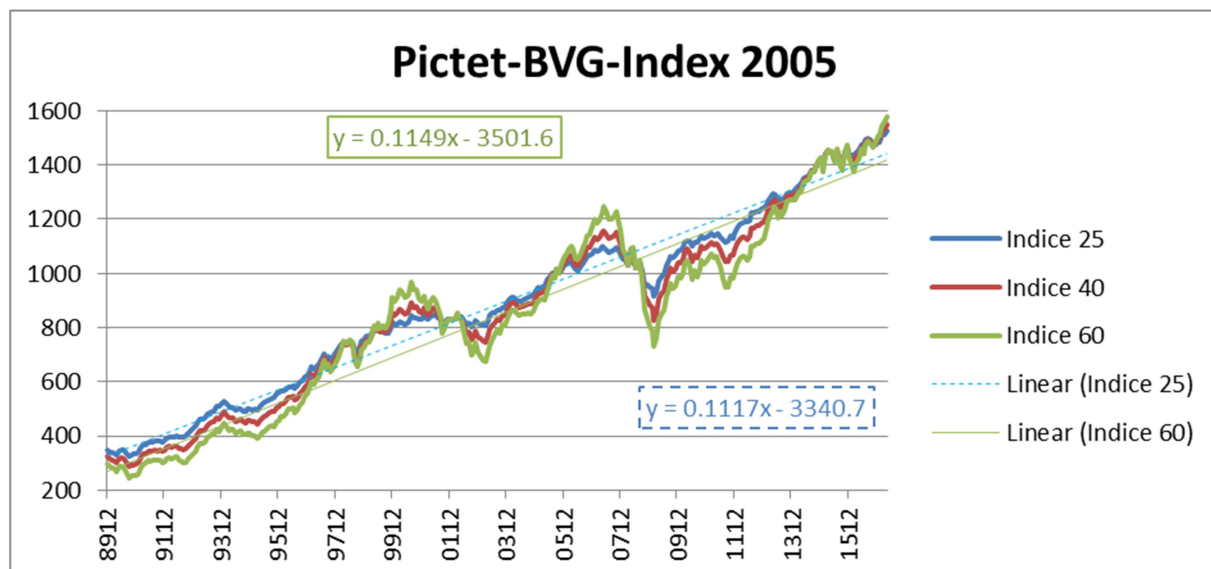
²⁹ Vgl. <http://www.versichererreport.finma.ch/reportportal>, Bilanz & Erfolgsrechnung, aggregierte Zahlen. Der Jahresbericht 2015 vom 7.9.2016 gibt auf S.9 eine Kapitalmarktrendite für den Gesamtmarkt von 4.07%, für die Lebensversicherer von 3.09%. Für 2014 waren die Werte 3.64% und 3.29%.

Anhang 5 Ertragsmöglichkeiten vs Volatilitätsrisiken

Es gibt diverse Publikationen zu BV-relevanten Börsenindizes. Nicht alle basieren ihre historischen Vergleiche wie der Credit-Suisse auf historischen Maximalwerten.³⁰

Die Pictet-Indizes zeigen verschiedene Anlage-Alternativen mit steigendem Aktienanteil.

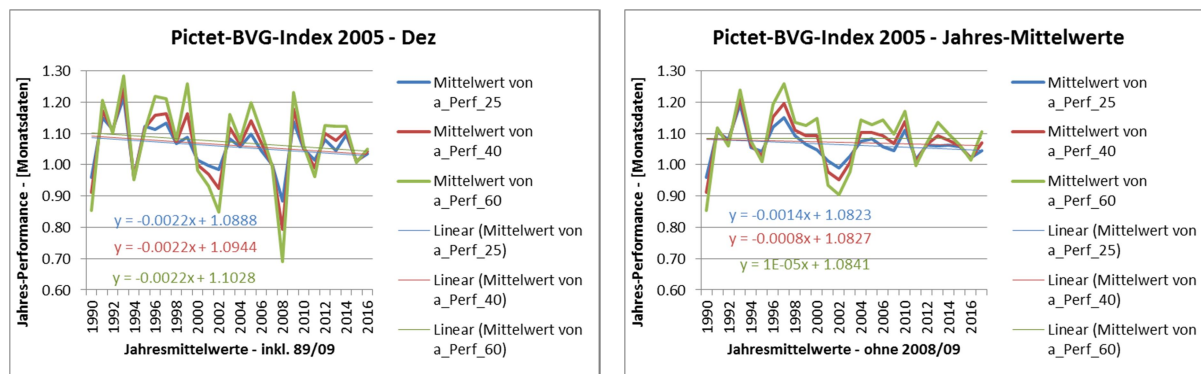
Graphik 20 : Pictet-BVG-Index 2005



Der Index zeigt die Performance von drei Portefeuilles mit 25, 40 und 60% Aktienanteil. Die Trendlinien suggerieren eine leicht höhere Steigerung für die Version mit dem grössten Aktienanteil, aber die Unterschiede der Wachstumsraten bleiben relativ bescheiden.

Auf dieser Basis können Masszahlen für die Performance und für die Volatilität dieser Performance berechnet werden. Die Wahl der Periodizität und der Stichdaten kann aber diese Kennzahlen massiv beeinflussen.

Graphik 21 : Performance der Aktienmärkte 1990-2016 – mit und ohne „Ausreisser“



In der Standardversion – Stichdatum Ende Dezember – zeigt die Statistik zwar enorme Schwankungen, bestätigt aber die OAK-Aussage über tendenziell fallende Kapitalerträge.

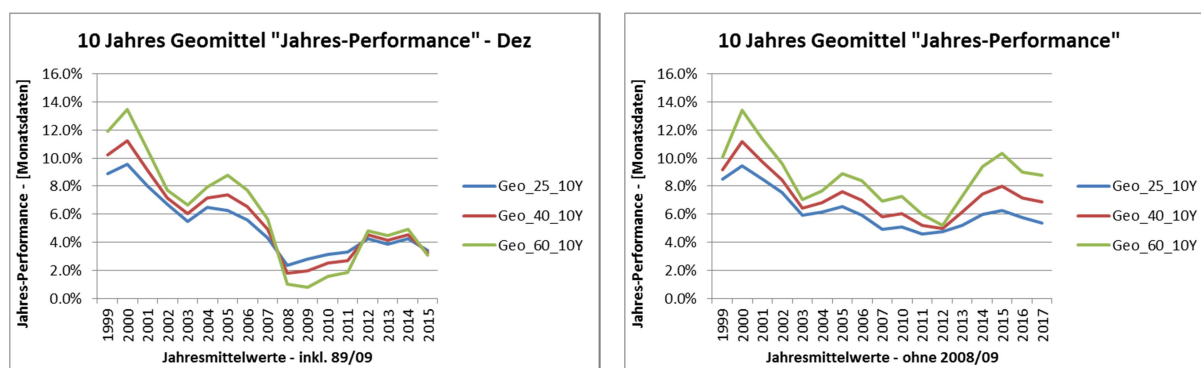
Werden aber die Ausreisser 2008/09 ignoriert und Jahresmittelwerte verwendet, ist das Resultat wesentlich weniger evident.

Auch die gemessene Volatilität hängt weitgehend von den gewählten Formulierungen und Stichdaten ab. Höhere Performance ist nicht zwingend mit höherer Volatilität und somit höherem Risiko verbunden. Die „Ausreisser“-Jahre 2008/09 bestimmen weitgehend die von der OAK-BV vorgebrachten risikobestimmenden Masszahlen.

³⁰ So nimmt z.B. der Credit-Swiss Pensionskassen Index 2017Q1, S. 2 das gute Jahr 2000 als Referenzgrösse. So kann gezeigt werden, dass die BVG-Mindestverzinsung nur sehr schwer erreicht werden kann. <https://www.credit-suisse.com/media/assets/private-banking/docs/ch/unternehmen/institutional-clients/pk-index-1-2017-de.pdf>

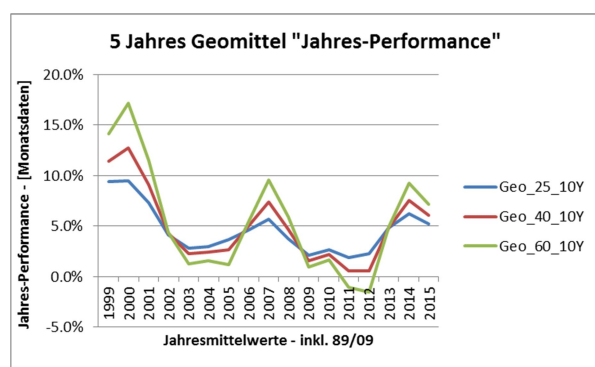
In der langfristigeren Perspektive mit 10-Jahres Durchschnittswerten der Performance wird dieser Unterschied noch deutlicher sichtbar.

Graphik 22 : Performance der Aktienmärkte 1990-2016 – 10-Jahres-Durchschnitte



Die erfassten Werte sind die Jahresperformance-Angaben auf der Basis von Monatsdaten. Für die Graphik wird das 10-Jahres Geomittel verwendet. Die Graphik links zeigt deutlich das Gewicht der Finanzkrise in dieser Statistik. Die Anlagevariante mit 60% Aktien zeigt hier während Jahren die schlechteste Performance, obwohl das im längerfristigen Zeitrahmen klar nicht der Fall ist. Ignorieren wir diesen „Ausreisser“ 2008/09 werden die Performanceperspektiven einiges besser und die intuitive Erfahrung, dass höhere Erträge durch höhere Risiken „erkauft“ werden, wird bestätigt.³¹ Selbst in der Darstellung „Ausreisser inklusive“ darf darauf hingewiesen werden, dass spätestens 2019 der Basis-Effekt voll durchschlägt und Bilder wie die Graphik rechts produziert. Das 5-Jahresmittel kann dies illustrieren.

Graphik 23 : Performance der Aktienmärkte 1990-2016 – 5-Jahres-Durchschnitte



Der säkulare negative Trend der Performance der Kapitalmärkte dürfte etwas überzeichnet sein. Selbst eine stärkere „Marktkorrektur“ dürfte die langfristigen Trends nur wenig verändern.

Den Anlagen ertrag als „Dritten Prämienzahler“ abzuschreiben, scheint etwas verfrüht zu sein. Dies dürfte auch in der Diskussion um die Rentenreform etwas mehr zum Ausdruck kommen.

³¹ Gemäss Pictet zeigen die drei Anlagevarianten durchschnittliche Volatilitäten von 5%, 7% und 10%. https://www.group.pictet/content/dam/pictet_documents/pdf_documents/indices/Pictet_LPP_Indices_2015_de.pdf