

Resultate des Complementa Risiko Check-up

# Rendite – woher kommt sie, wohin fliesst sie?

Trotz historisch tiefem Zinsniveau erzielten Pensionskassen in den letzten fünf Jahren eine durchschnittliche Rendite von 5.1 Prozent. Die aktiv Versicherten hingegen erhielten im gleichen Zeitraum mit durchschnittlich 1.9 Prozent eine historisch tiefe Verzinsung der Sparkapitalien.

## IN KÜRZE

Der 23. Complementa Risiko Check-up zeigt, dass aktiv Versicherte insbesondere dann eine hohe Verzinsung erhalten, wenn ihre Pensionskasse eine günstige Versichertenstruktur besitzt.

Die Aussichten vor dem Anlagejahr 2016 waren für Schweizer Pensionskassen eher düster. Sichere Anlagen, wie etwa 10-jährige Eidgenossen, rentierten Anfang 2016 mit 0.0 Prozent. In den Jahresrechnungen der Pensionskassen findet man dennoch mit 3.6 Prozent eine hohe durchschnittliche Rendite. Tatsächlich erwirtschaftet die 2. Säule in der jüngeren Vergangenheit sehr gute Erträge. Die durchschnittliche Rendite der letzten fünf Jahre liegt – trotz und teilweise auch wegen des Tiefzinsumfelds<sup>1</sup> – bei historisch überdurchschnittlichen 5.1 Prozent p.a.

Im ersten Teil dieses Artikels wird beschrieben, mit welchem Anlagemix Pensionskassen diese Rendite erzielten und mit welchen Anlagen sie versuchen, künftig Rendite zu erwirtschaften. Im zweiten Teil wird der Frage nachgegangen, welchen Einfluss das Anlageergebnis der letzten Jahre auf die Verzinsungen der aktiv Versicherten hatte.

## Anlagemix im Wandel

Der Anlagemix hat sich in den letzten fünf Jahren schleichend, aber für die 2. Säule in grossem Ausmass verändert. Während Ende 2011 noch 44 Prozent des Vermögens in festverzinslichen Anlagen alloziert waren, waren es Ende 2016 nur noch 37.1 Prozent. Parallel dazu wurden die Liquiditätspositionen

um 2 Prozent abgebaut, was ebenfalls der Zinssituation geschuldet ist. Zusammen wurden dadurch 8.9 Prozent des Anlagevermögens frei. Bei der Umschichtung dieses Kapitals sind folgende Punkte bemerkenswert:

- Die *Aktienquote* steigt um 5 Prozent auf 30.8 Prozent. Das ist zwar der höchste Wert seit 2001, jedoch liegt er nicht deutlich über dem langjährigen Durchschnittswert (1995–2016) von 29.4 Prozent.
- Die *Immobilienquote* steigt um 1.5 Prozent auf 18.5 Prozent. Das ist der höchste Wert seit 1996. Es ist zu vermuten, dass die Quote noch höher liegen würde, wenn der Zugang zu Immobilien einfacher wäre. In der Risiko-Check-up-Studie 2014 gaben über die Hälfte der Pensionskassen mit einem grossem Immobilienportfolio an, dass sie Probleme haben, ihre gewünschte Immobilienquote zu erfüllen. Der Weg ins Ausland scheint daher mehr und mehr auch bei den Immobilien ein Thema zu sein. Ausländische Immobilien wurden von 1.5 Prozent auf 2 Prozent überproportional aufgebaut.
- Die *Quote der alternativen Anlagen* steigt um 2.4 Prozent auf 9.2 Prozent. Der Höchstwert des Vorjahrs ist damit nochmals deutlich übertroffen. Mit Insurance-Linked Securities, Private Debt und Infrastrukturanlagen erweiterte sich das Spektrum innerhalb der alternativen Anlagen.
- Obwohl vermehrt Investitionen im Ausland gesucht sind, sichern Pen-



**Jürgen Rothmund**  
Studienleiter,  
Complementa  
Investment-Controlling AG



**Andreas Niedermann**  
Leiter  
Reporting und Analytics,  
Complementa  
Investment-Controlling AG

<sup>1</sup> Die gesunkenen Zinsen haben sowohl zu höher bewerteten Obligations- und Immobilienbeständen als auch zu einer gestiegenen Nachfrage nach Aktien geführt.

sionskassen das *Fremdwährungsrisiko* zunehmend ab. Die Fremdwährungsquote sank in den letzten fünf Jahren um 1.3 Prozent auf 17 Prozent. Das ist ein historischer Tiefstwert.

### Neuer Mix mit mehr Risiken

Die Grafik «Renditeperspektive vs. Risiko» visualisiert die Vermögensumschichtungen der letzten Jahre, indem für jeden gemessenen Anlagemix seit 1995 ein historisches Risiko und eine aktuelle Renditeperspektive berechnet

wird. Je höher ein Punkt liegt, desto grösser sind seine Renditeaussichten. Je weiter rechts ein Punkt liegt, desto grösser ist das Risiko. Zielführend ist demnach eine Allokation möglichst weit links oben.

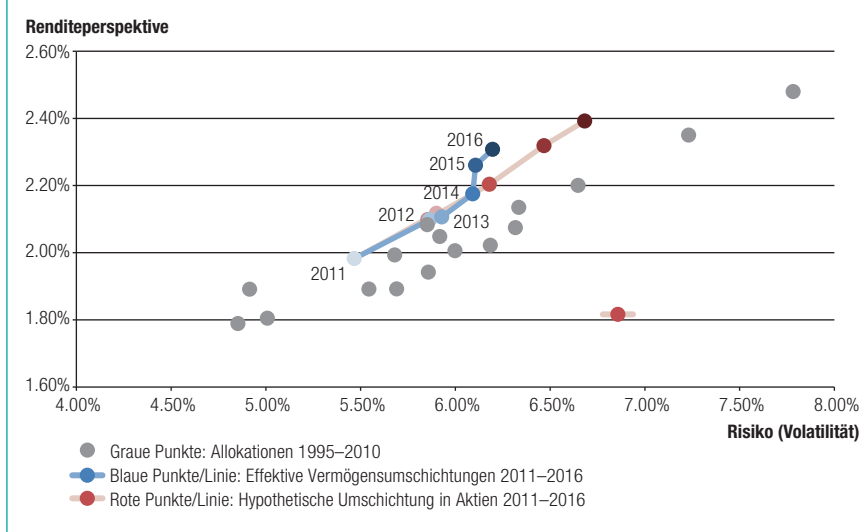
Hervorzuheben sind die folgenden Schlüsse, welche sich aus der Grafik ergeben:

– Ohne Umschichtungen, also mit dem Vermögensmix von 2011, läge die Renditeperspektive unter 2 Prozent. Das würde nicht ausreichen, um die

notwendige Sollrendite zu erwirtschaften. Pensionskassen waren gewissermassen gezwungen, in renditeträchtigeren Anlagen umzuschichten.

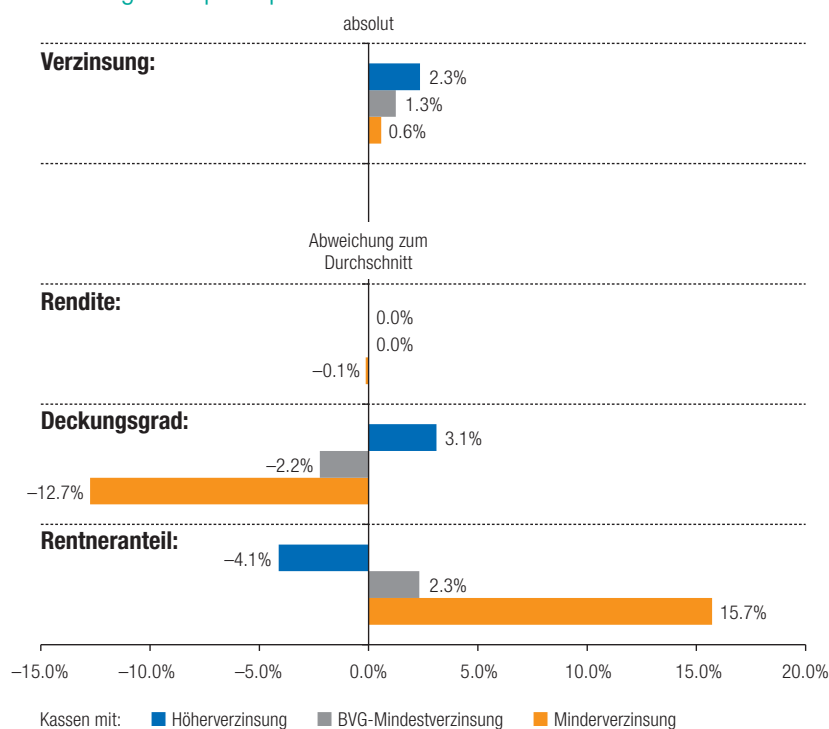
- Mit der blauen Linie dargestellt sind die effektiven Vermögensumschichtungen. Diese lassen die Renditeperspektive im Vergleich zur Allokation von 2011 um 0.3 Prozent ansteigen. Gleichzeitig erhöht sich das Risiko um 0.9 Prozent.
- Mit der roten Linie dargestellt ist eine hypothetische Umschichtung: Was wäre, wenn das freiwerdende Vermögen einseitig in Aktien gesteckt worden wäre, ohne die Quote der Immobilien und alternativen Anlagen<sup>2</sup> zu erhöhen? Es zeigt sich, dass diese Variante ein weiteres Zehntel Renditeperspektive eingebracht hätte. Der Preis wäre jedoch ein zusätzlicher Anstieg des Risikos von fünf Zehnteln.

### Renditeperspektive vs. Risiko (Allokationen 1995–2016)



Die höhere Immobilienquote und die Beimischung von alternativen Anlagen haben den Anlagemix diversifiziert. Diese zunehmende Diversifikation führt zu einem besserem Rendite-Risiko-Profil. Gleichwohl stellen diese Anlagen höhere Anforderungen aufgrund ihrer Komplexität bei der Auswahl und der Überwachung. Wie sich Pensionskassen dieser Herausforderung organisatorisch stellen, ist eine Frage, die wir in der nächsten Ausgabe detailliert beschreiben werden.<sup>3</sup>

### Verzinsung der Sparkapitalien 2016



### Wohin floss die Rendite?

Während die Vermögenserträge der letzten fünf Jahre mit 5.1 Prozent p.a. erfreulich hoch ausfielen, erhielten Arbeitnehmer auf ihren Sparkapitalien eine historisch tiefe Verzinsung von 1.9 Prozent p.a. Wohin ist die Rendite dann geflossen?

- Zuerst müssen die unwiderrufflichen Leistungen sprich die Renten finanziert werden. Zwar wurde der technische Zinssatz in den letzten fünf Jah-

<sup>2</sup> Die Fremdwährungsquote wurde in der alternativen Berechnung analog der tatsächlichen Steuerung gesenkt. Die Differenz zwischen roter und blauer Linie enthält also keine Währungseffekte.

<sup>3</sup> Der Artikel «Führungsverantwortung in einem anspruchsvollen Umfeld» erscheint in der Oktober-Ausgabe 2017 der «Schweizer Personalvorsorge».

ren von 3.6 Prozent auf 2.5 Prozent gesenkt, dennoch lag der durchschnittliche technische Zinssatz in dieser Periode bei 2.9 Prozent deutlich über der Verzinsung der aktiv Versicherten. Hinzu kommen Pensionierungsverluste infolge zu hoher Umwandlungssätze.

- In zweiter Priorität sind Pensionskassen bedacht, Wertschwankungsreserven aufzubauen und wenn möglich die technischen Parameter den ökonomischen und demografischen Realitäten anzupassen. Der durchschnittliche Deckungsgrad ist seit 2011 von 96.2 Prozent auf 104.4 Prozent gestiegen, obwohl die Reduktion des technischen Zinssatzes um 1.1 Prozent und vielfach die Umstellung von Perioden- auf Generationentafeln Deckungsgrad gekostet haben.

Letztlich versuchen Pensionskassenverantwortliche, den Arbeitnehmern Verzinsungen über der BVG-Mindestverzinsung zu gewähren. Dieser Wert lag

vor fünf Jahren bei 1.5 Prozent, stieg 2014 nochmals auf 1.75 Prozent und sank 2016 auf ein historisches Tief von 1.25 Prozent. Sechs von zehn Kassen haben im vergangenen Jahr höher verzinst als das Minimum von 1.25 Prozent. Die durchschnittliche Verzinsung dieser Gruppe lag bei 2.3 Prozent. Auf der anderen Seite verbleiben aber auch acht Jahre nach der Finanzkrise und trotz rekordtiefer BVG-Mindestverzinsung 5 Prozent aller Studienteilnehmer mit einer Minderverzinsung. Die Verzinsung dieser Teilgruppe liegt 2016 im Schnitt bei 0.6 Prozent und damit deutlich unter der Durchschnittsverzinsung aller Kassen von 1.8 Prozent.

### Renten kommen zuerst

Analysen zeigen, dass eine Minderverzinsung oft mit einem tiefen Deckungsgrad in Verbindung mit einem überdurchschnittlichen Rentneranteil einhergeht. Die zweite Grafik «Verzinsung der Sparkapitalien» (Seite 6) stellt die Resultate exemplarisch für das Jahr 2016 dar.

Die Kassen mit einer Minderverzinsung hatten einen um 12.7 Prozent tieferen Deckungsgrad. Kassen mit einer Höherverzinsung besaßen hingegen einen um 3.1 Prozent höheren Deckungsgrad als der Durchschnitt. Grosse Differenzen sind beim Anteil Rentnerkapitalien zu beobachten: Kassen mit einer Minderverzinsung besitzen einen um 15.7 Prozent höheren Rentneranteil als der Durchschnitt. Zu betonen ist, dass tiefe Verzinsungen nicht in Zusammenhang mit aktuell tiefen Anlagerenditen stehen. Die Renditen liegen bei den drei Gruppen über Jahre nahe beisammen.

Das Ziel einer paritätischen Verzinsung zwischen aktiv Versicherten und Rentnern ist somit besonders durch die Versichertenstruktur in Verbindung mit den gewährten (zu hohen) Leistungen an die Rentnergeneration gefährdet. Plakativ zusammengefasst: Je mehr die Leistungen der Rentner den gesamten Vermögensertrag auffressen, desto geringer fällt die Verzinsung für die Arbeitnehmer aus. **I**