

«Die Zahl selber ist sowieso falsch»

Welche Rolle spielen Renditeerwartungen für Pensionskassen und wie zuverlässig sind sie? Für Roger Baumann ist die Auseinandersetzung mit dem Thema wichtiger als die konkreten Ergebnisse.

Können Pensionskassen wissen, welche Rendite sie in den nächsten Jahre zu erwarten haben?

Nein. Aber es gibt Anlageklassen, beispielsweise Nominalwerte, aber auch Immobilien, für die sich genauere Aussagen machen lassen, weil man mehr Indizien hat und mehr ökonomische Zusammenhänge kennt, als bei anderen Anlagekategorien.

Können Sie dies ausführen?

Wenn ich eine Obligation eines sicheren Schuldners bis zum Verfall halte, weiss ich sehr genau, was ich damit verdiene. Die Unsicherheit nimmt zu, wenn ich mehr Kreditrisiken nehme, wenn bei Immobilien Leerstandsrisiken dazu kommen oder wenn ich wie bei Aktien zusätzlich massive Bewertungsrisiken habe.

Je weiter man sich von der Bundesobligation entfernt, desto unsicherer wird es.

Genau. Je mehr ich mich von einem Geschäft entferne, in dem sehr klar geregelt ist, wieviel ich in welcher Zeit verdienen kann, desto unsicherer wird die Prognose.

Der Wetterbericht ist kurzfristig sehr zuverlässig, langfristig völlig unzuverlässig. Verhält es sich bei Renditeprognosen ähnlich?

Im Gegenteil: Wenn ich eine Obligation habe mit einer Laufzeit von zehn Jahren, dann ist der sicherste Prognosehorizont zehn Jahre. Was in einem Jahr damit passiert, weiss ich nicht, je nach Zinsbewegung kann die Bewertung schwanken. Die Volatilität einer zehnjährigen Bundesobligation ist nicht null, sondern relativ hoch. Aber auf zehn Jahre ist die Unsicherheit null. Generell:



Roger Baumann ist Dr. oec. HSG, Aktuar SAV und Pensionskassen-Experte. Er ist Gründungspartner der c-alm AG, die Pensionskassen unter anderem im ALM-Bereich unterstützt. Er hat verschiedene Lehraufträge an der Universität St. Gallen und ist dort Modulverantwortlicher für den CAS «Berufliche Vorsorge».

Kurzfristig werden Renditeverläufe durch kaum prognostizierbare Preisbewegungen bestimmt, langfristig tendieren die realisierten Renditen jedoch zu ihren fundamentalen Ertragseseigenschaften.

Zu dieser Aussage passt auch die Annahme, dass Aktien auf lange Sicht besser rentieren als Obligationen, während dies auf kurze Sicht nicht unbedingt so ist.

Bei Sachwerten führt dies zur Frage, ob es so etwas wie Mean Reversion gibt, also dass Übertreibungen an den Märkten sich über die Zeit korrigieren und die Sachwerte zu einer gewissen Normalität zurückfinden. Wenn dies der Fall ist – und davon würde ich ausgehen – dann ermöglicht natürlich ein sehr langer Zeithorizont auch wieder zuverlässigere Prognosen als ein kurzer, bei dem die Bewegungen stark geprägt sind von Herdenverhalten und kaum erklärbaren Bewertungsanpassungen. Man kann die Prognosen auch aufteilen: Ein Teil lässt sich konzeptionell aus dem Kapitalertrag ableiten, und ein Teil stellt einfach eine Störgrösse dar, die niemand wirklich voraussagen kann.

Wenn ich die Entwicklung der Pensionskassenportfolios der letzten Jahre anschau, so wird diese unberechenbare Störgrösse immer grösser, weil man sich tendenziell aus den Obligationen zurückzieht.

Das ist so, ja. Die «unberechenbare Störgrösse» kann man ganz einfach übersetzen mit «Risiko». Ja, das Risiko wird grösser und das Risiko ist für eine Pensionskasse diese Unberechenbarkeit und nicht die Volatilität. Diese Unberechenbarkeit ist bei Sachwerten viel

höher als bei Nominalwerten und bei Realwerten irgendwo dazwischen. Wenn man das Fundament, auf dem die Prognosen aufbauen, versteht, dann kann man mit den Schwankungen leben, die sich Jahr für Jahr manifestieren. Volatilität ist für Pensionskassen das falsche Risikomass, weil es Risiko auf eine stark vereinfachende Zahl für einen zu kurzen Zeithorizont reduziert.

Einer Pensionskasse stellt sich die Frage: Wenn ich eine Renditeprognose brauche, wer kann mir diese am zuverlässigsten liefern?

Für diese Frage ist es wesentlich zu sehen, dass der Anspruch an eine Prognose nicht sein kann, eine Punktlandung zu erreichen – egal, wer die Prognose liefert. Dafür ist die Welt zu unsicher. Entscheidend ist der Weg zur Prognose.

Der Weg ist das Ziel?

Respektive die Auseinandersetzung mit der Fragestellung. Dies ist ein wichtiger Teil bei Prognosen. Es muss ein ökonomisches Argumentarium verwendet werden, das konsequent und im Ergebnis konsistent ist. Dieses Argumentarium muss aus meiner Sicht auch ein Stiftungsrat in den Grundzügen verstehen und mittragen, nicht nur der Anlageausschuss. Auf welchen Eckpfeilern baut eine Prognose auf: Ist es ein Risikoprämienansatz, ist es ein Gleichgewichtsansatz, ist es ein fundamentaler Ansatz? Ist die Prognose nur aus historischen Zeitreihen abgeleitet? Wie auch immer die Methodik ist, in den Grundzügen müsste der Stiftungsrat verstehen, welcher Prognoseansatz seinen Investitionen zugrunde liegt.

Und versteht er es in der Praxis auch?

Ich befürchte, dass bei vielen Kassen der Anlageausschuss die Endstation ist, wenn es um diese Thematik geht. Aber ich würde mir sehr wünschen, dass Stiftungsräte sich die Zeit dazu nehmen, zumindest so nachzufragen, dass sie die Grundzüge verstehen. Und dann muss man sich zu einem Ansatz bekennen.

Dann kann man sagen: Wir fällen die Entscheide auf Basis dieses Denkmusters.

Ist dies nicht ein frommer Wunsch? Das Bekenntnis zu einem Denkmuster müsste sich ja im Entscheid für den Anbieter der ALM-Studie manifestieren. Setzen sich die Kassenverantwortlichen für diesen Entscheid wirklich mit der Prognosephilosophie des Anbieters auseinander?

«Die Auseinandersetzung, das Verständnis der Zusammenhänge ist wichtiger als das Ergebnis. In den Ergebnissen irrt man sich bei ökonomischen Fragen grundsätzlich, das liegt in der Natur der Sache.»

Für die Auswahl von jemandem, mit dem man strategische Entscheide trifft, müsste man sich zumindest die Frage stellen, wie die mit dem Problem umgehen, solche Prognosen machen. Denn Prognosen müssen alle machen, es ist ein entscheidender Teil des Business, in dem Pensionskassen sich bewegen. Also gehört dieses Element in die Auswahl, in die Prüfung von Offerten für eine ALM-Studie.

Und geschieht dies?

Meine Erfahrung ist, dass es leider wenig gemacht wird. Eher wird die Auswahl des ALM-Anbieters über kleine Preisdifferenzen gemacht als aufgrund der Philosophie der Anbieter.

Gibt es unter den Anbietern in dieser Hinsicht denn einen Ideenwettbewerb?

Eindeutig, ja! Und das ist gut so.

Er geht einfach am Kunden vorbei, der sich nicht wirklich dafür interessiert.

Die Prognosephilosophie ist gerade bei kleinen und mittleren Pensionskassen leider immer noch zu selten ein Thema. Das mündet dann oft darin, und nun komme ich zurück auf die Frage nach dem zuverlässigsten Anbieter, dass einfach jemand diese Prognose macht und das Gremium sich auf die Zahl verlässt. Ob dies nun der Experte ist, der Banker, der ALM-Spezialist, und wie sie zustande gekommen ist – das spielt eine untergeordnete Rolle, Hauptsache, man hat die Zahl. Es kann sein, dass das Gremium diese Prognosen gar nie thematisiert. Das ist schade.

Ist es denn entscheidend, wer die Zahl liefert?

Es ist meines Erachtens problematisch, wenn man sich einfach auf eine Zahl konzentriert, ohne den Hintergrund anzuschauen. Die Zahl selber ist sowieso falsch. Wenn man sich nur auf die Zahl konzentriert, kann es sein, dass man abweichende Nutzerfunktionen ignoriert.

Wie meinen Sie das?

Was ist der Hintergrund dieser Prognosen, wenn sie ein Vermögensverwalter oder ein Anbieter von Anlageprodukten macht? Was ist der Hintergrund, wenn sie ein Experte macht? Hinter der Zahl stehen vielleicht auch Anreize und Absichten. Wenn Berater, um sich zu schützen, ihre Renditeannahmen zunehmend reduzieren, was nicht generell der Fall ist, dann muss man das als Pensionskasse beurteilen können. Wenn es dann sogar so weit geht, dass die Kammer der Pensionskassen-Experten oder die Obergerichtskommission, also eine zentralisierte Organisation, solche Prognosen machen würden, was wäre dann deren Anreiz? Was würde dies auslösen? Zentralisierte Vorgaben würden in der Tendenz sehr vorsichtig ausfallen und dazu einladen, sich hinter diesen Prognosen zu verstecken, was ein systemisches Risiko ist.

Sie sagen, es gehe häufig einfach darum, eine Zahl zu haben. Geht es denn auch darum, eine hohe oder eine tiefe Zahl zu haben?

Meine Erfahrung ist nicht, dass die Pensionskassen einen Berater bezüglich der Renditeprognosen manipulieren wollen, um besser dazustehen. Ich glaube auch nicht, dass die Pensionskasse die Auswahl des Beraters aufgrund der Prognoseergebnisse trifft, die sie sich erhofft. Bei einzelnen Sammel-einrichtungen, für die vielleicht der Wettbewerb der Leistungsparameter sehr wichtig ist, kann es schon einmal sein, dass sie die Wahl so treffen, dass sie etwas besser wegkommen als bei anderen.

Ihr Unternehmen schaut sich die Einschätzungen der Finanzinstitute genauer an und verdichtet diese zu einer Konsensus-Prognose. Lassen sich Unterschiede erkennen zwischen den Prognosen von Finanzinstituten und denjenigen von ALM-Anbietern?

Es gibt diese Differenzen, ja. Bei den Sachwerten schätzen die Vermögensverwaltungsinstitute die Renditen typischerweise immer etwas höher ein als die Berater. Auch bei nicht liquiden, eher teureren Anlagekategorien haben sie eher höhere Renditeerwartungen. Hingegen haben die Berater häufig höhere Erwartungen an Schweizer Immobilien als Vermögensverwaltungsinstitute. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Anbieter von Neuinvestitionen ausgehen, während wir in der Branche von bestehenden Portfolios ausgehen, die in der Regel höhere Ertragswerte haben. Bei Nominalwerten decken sich die Prognosen weitgehend.

Wenn eine Pensionskasse sieht, dass die Prognosen sich über Jahre nicht bewahrheiten: Was kann, was soll sie unternehmen?

Meines Erachtens reicht der Zeithorizont noch nicht, um eine Prognose komplett zu verurteilen, egal wie sie gemacht worden ist. Die ökonomische Welt ist eine Welt mit lauter Struktur-

brüchen. Und ein solcher Strukturbruch kann jede Prognose stören.

Beispielsweise?

Dass die Nationalbank plötzlich negative Zinsen zulässt, damit konnte niemand rechnen. Da kann man niemandem vorwerfen, dass seine Prognose nicht zutraf, weil das nicht voraussehbar war. Aber was eine Pensionskasse machen kann: Alle paar Jahre, nach einem gewissen Zyklus, sollte sie die

«Kurzfristig werden Renditeverläufe durch kaum prognostizierbare Preisbewegungen bestimmt, langfristig tendieren die realisierten Renditen jedoch zu ihren fundamentalen Ertragseigenschaften.»

Prognosen kritisch hinterfragen, zusammen mit dem Anbieter, mit dem sie sie erarbeitet hat. Die Verantwortungsträger der Kasse sollten dabei beurteilen, ob es ein konzeptionelles Problem ist, sprich ob man systematisch danebenliegt, oder ob äussere Faktoren die Ursache sind, die schlicht und einfach nicht voraussehbar waren. Letztlich ist es dabei wie bei allen ökonomischen Fragestellungen: Die Auseinandersetzung, das Verständnis der Zusammenhänge ist wichtiger als das Ergebnis. In den Ergebnissen irrt man sich bei ökonomischen Fragen grundsätzlich, das liegt in der Natur der Sache.

Macht denn das übliche Vorgehen, eine Sollrendite zu errechnen und mit der erwarteten Rendite zu vergleichen, die sich aus der Anlagestrategie ergibt, überhaupt Sinn, wenn die erwartete Rendite wohl nie eintreten wird?

Aus meiner Sicht führt einfach kein Weg daran vorbei. Es gibt keinen Weg für eine strategische Planung ohne Renditeerwartung. Die ganzen Parameter auf der Passivseite basieren auf der Annahme, was sich auf der Aktivseite erwirtschaften lässt. Damit ist diese Annahme ein zentrales Element in der Planung. Anders gesagt: Wenn es keine Wetterprognose gäbe, müsste ich am Morgen trotzdem überlegen, ob ich einen Schirm mitnehme.

Wenn ein Stiftungsrat nun dieses Gespräch gelesen hat und erschüttert feststellt, dass er ja noch gar nie über die Renditeerwartungen seiner Kasse nachgedacht hat – was soll er machen?

Ich würde ihm empfehlen, dass er im Gremium anregt, sich zwei Stunden mit den verschiedenen Ansätzen auseinanderzusetzen, auf denen die Renditeerwartungen basieren. Das ist der beste Weg, sich mit diesem Thema zu beschäftigen. Häufig ist zu viel Vertrauen in die Anbieter und zu wenig Zeit oder Mut vorhanden, sich selber mit solchen nicht ganz einfachen Fragen auseinanderzusetzen. |

Interview und Foto: Kaspar Hoehler

red. Im Newsletter «Vorsorge Aktuell» 8/18, der parallel zu dieser Ausgabe erscheint, lesen Sie mehr dazu, wie Renditeerwartungen nach den Vorstellungen von Roger Baumann in die Herleitung des technischen Zinseszinses integriert sind.