

dpn

DEUTSCHE PENSIONS
& INVESTMENTNACHRICHTEN

FÜNFTE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE
ALTERSVERSORGUNG
№ 3 / 2018 / 8,- €

HERAUSGEGEBEN IN
KOOPERATION MIT

LEITERbAV



Politische Risiken



*Und wenn morgen
die Welt unterginge*

...

A publication from the **Financial Times**



4 197843 508001

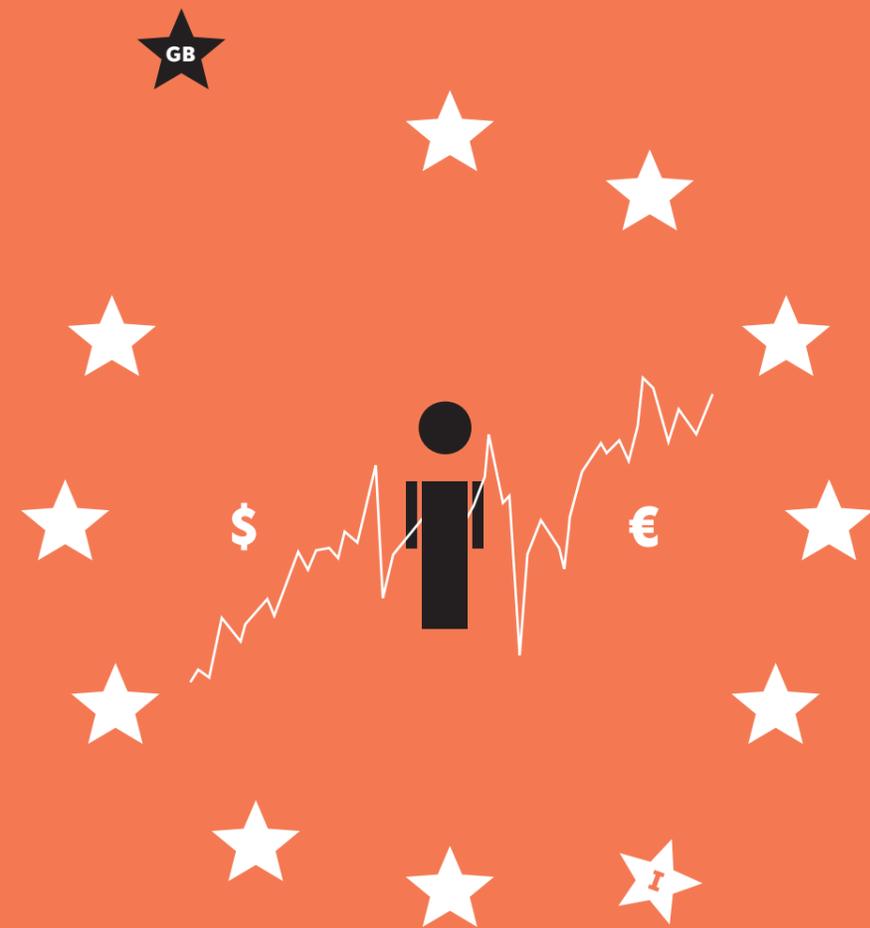


ERFAHRUNG.

INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT.
WENN 60 JAHRE ACTIVE, 40 JAHRE
ALTERNATIVES UND 20 JAHRE PASSIVE
ZUSAMMENKOMMEN, DANN...

...ist diese jahrzehntelange Erfahrung das Fundament für eine lösungsorientierte Plattform. Ganz gleich, ob Sie ein Unternehmen oder eine Institution aus dem öffentlichen oder gemeinnützigen Sektor sind: Wir unterstützen Sie mit holistischen Konzepten, die exakt auf Ihre Bedürfnisse zugeschnitten sind. Profitieren Sie von unserer Flexibilität bei der Umsetzung nachhaltiger Anlagestrategien mit aktiv gemanagten Fonds, passiven Investments, alternativen Anlagen oder institutionellen Mandaten. Mehr erfahren unter dws.com

The Alphabet of Asset Management.



*Der Pensionsinvestor im
unsteten Umfeld.*

Editorial

»Die Geldpolitik manifestiert sich als politisches Risiko bereits seit rund einem Jahrzehnt, und man kann durchaus davon ausgehen, dass sie es zumindest in Euroland ohne weiteres noch ein zweites Jahrzehnt tun wird.«

Michael Lennert und Pascal Bazzazi

LIEBE LESERIN, LIEBER LESER,

— »Politische Risiken – Und wenn morgen die Welt unterginge...«, so Titel und Untertitel der jüngsten dpn-Sonderausgabe zur bAV, die Sie heute in den Händen halten. Wer mag, kann dort Pessimismus reinlesen, und hier und da ist dieser in diesen unseren unstillen Zeiten sicher auch nicht unangebracht.

Schließlich sind es vor allem politische Risiken – vom Krieg über Zentrifugalkräfte bis zur verschleppten Staatsschuldenkrise und politisch manipulierten Geldpolitik – die zu den berühmten Fat Tails führen. Und an diesen Risiken herrscht derzeit erdballweit kein Mangel.

»Derzeit« ist gut. Die ausufernde Geldpolitik manifestiert sich als politisches Risiko bereits seit rund einem Jahrzehnt, und man kann durchaus davon ausgehen, dass sie es zumindest in Euroland ohne weiteres noch ein zweites Jahrzehnt tun wird.

Dass die Zeiten also nach wie vor nicht einfach sind, diskutieren die Teilnehmer in dem Roundtable dieses Heftes ausführlich – mit vielen guten Anregungen, Ideen, Strategien und Taktiken, doch selbstverständlich ohne eine allübergreifende Lösung zu entwickeln. Denn die gibt es offenkundig und unstrittig nicht.

Und überhaupt: Schwer war es auch früher. Nachdem unser Autor Nikolaus Bora in seiner Serie zu der Geschichte der bAV in der vergangenen Sonderausgabe die Zeit vor, während und nach dem I. Weltkrieg behandelt hat, widmet er sich diesmal den dunklen Jahren nach der Machtergreifung der Nationalsozialisten, in denen die bAV nicht nur der totalitären Willkür des Regimes ausgesetzt war, sondern nicht zuletzt auch dessen amtlichem Behörden-Chaos.

Auch der FT Comment in diesem Heft beschäftigt sich mit den politischen Risiken, schon fast ein wenig traditionell steht hier die Geldpolitik im Zentrum der Überlegungen.

Politische Risiken hin, schwere Zeiten her, auch der regulatorische Alltag des Pensionsinvestors schläft nicht. Dass das Ende vergangenen Jahres veröffentlichte BaFin-Kapitalanlagerungsberichte mit leichter Verspätung kam und auch nicht alles für den Pensionsinvestor einfacher macht, soll hier mal nicht als »Politisches Risiko« gebucht werden. Gleichwohl muss mit dem Rundschreiben umgegangen werden, und wie, das erläutert Sofia Harrschar in ihrem Beitrag.

Mit der vorliegenden Ausgabe erscheint die Sonderausgabe der dpn zum institutionellen Pensionswesen in Kooperation mit LEITER bAV bereits zum fünften Mal.

In diesem Sinne: dpn und LEITER bAV wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Herzlichst

Michael Lennert und Pascal Bazzazi



Michael Lennert

Chefredakteur

dpn



Pascal Bazzazi

Chefredakteur und
Herausgeber

LEITERbAV

08

ROUNDTABLE

POLITISCHE RISIKEN

Und wenn morgen die Welt unterginge ...

Benedikt Köster — DEUTSCHE POST DHL GROUP
Stefan Nellshen — BAYER-PENSIONSKASSE VVaG / BAYER AG
Olaf John — INSIGHT INVESTMENT
Dennis Hänsel — DWS
Monika Ritter — AXA INVESTMENT MANAGERS
Nader Purschaker — BNP PARIBAS
Pascal Bazzazi — LEITER bAV und dpn

28

FT COMMENT

VON FLÜCHEN, WÖLFEN UND LEMMINGEN ...

Pascal Bazzazi — LEITER bAV und dpn

30

SPOTLIGHT

REGULIERUNG: *Auf dem Weg in die richtige Richtung*

Sofia Harrschar — UNIVERSAL-INVESTMENT

32

HINTERGRUND

750 JAHRE bAV *Das Dritte Reich – zwischen Diktatur und Polykratie*

Nikolaus Bora — LEITER bAV und dpn

42

IMPRESSUM

dpn
BETRIEBLICHE ALTERSVERSORGUNG

Fünfte Sonderausgabe — № 3 / 2018

The title 'Politische Risiken' is rendered in a large, bold, black sans-serif font. The word 'Politische' is on the top line and 'Risiken' is on the bottom line. The letter 'i' in 'Politische' is replaced by a dollar sign '\$', and the letter 'e' in 'Risiken' is replaced by a Euro symbol '€'. Several orange five-pointed stars are scattered around the text. One black five-pointed star at the top left contains the letters 'GB'. The overall design is clean and modern.

Politische Risiken

Vielfalt und Anzahl der geo- und geldpolitischen Risiken, denen sich heute Pensionsinvestoren ausgesetzt sehen, scheinen groß wie lange nicht. Oder hat es diese Art von Herausforderungen für institutionelle Anleger schon immer gegeben, nur werden sie derzeit intensiver wahrgenommen? An der bloßen Existenz vieler politischer Risiken kann es dagegen kaum einen Zweifel geben. Was tun also? Kann man überhaupt etwas tun? Sind Risiken vielleicht immer auch Chancen? Und wie ist die Perspektive? Diese breite Gemengelage diskutierte Pascal Bazzazi im Bonner Post Tower mit *Monika Ritter, Olaf John, Dennis Hänsel, Nader Purschaker, Stefan Nellshen und Benedikt Köster.*

Roundtable
Bonn am Rhein, im Frühling 2018



Die Diskutanten im Hause der Deutschen Post DHL Group (v.l.n.r. und v.h.n.v.):

Dennis Hänsel — DWS, **Nader Purschaker** — BNP PARIBAS, **Stefan Nellshen** — BAYER-PENSIONSKASSE VVaG / BAYER AG,
Benedikt Köster — DEUTSCHE POST DHL GROUP, **Pascal Bazzazi** — LEITER bAV UND dpn,
Monika Ritter — AXA INVESTMENT MANAGERS, **Olaf John** — INSIGHT INVESTMENT

SPONSOREN



POLITISCHE RISIKEN

Und wenn morgen die Welt unterginge ...

Guten Morgen Frau Ritter, die Herren – die Welt ist schlecht! Ich zähle nur beispielhaft auf: Brexit-Verlauf weiter unklar, Donald Trump geo-, industrie- und handelspolitisch ständig agiler, man könnte auch sagen: aggressiver. Dann die Italienwahl mit weiter unklaren Folgen – und an internationalen Krisenherden herrscht ohnehin kein Mangel. Täusche ich mich, oder nehmen Kadenz sowie anhaltende Wirkung der politischen Risiken eher zu als ab?

Nellshen — Nun, wir kommen aus einer jüngeren Vergangenheit, die möglicherweise etwas einfacher war. In der zweiten Hälfte der 90er Jahre, bis zu den Anschlägen von New York am 11. September 2001, haben sehr stark wirtschafts- und innenpolitische Themen die Landschaft dominiert. Und nun wird uns wieder bewusst, dass auch die internationale Politik die Welt um uns und damit auch das Rahmenumfeld der Kapitalanlage massiv beeinflussen kann. Aber war das in den 70er und 80er Jahren, im Kalten Krieg, denn anders? Deshalb glaube ich nicht, dass wir generell in einer besonders schwierigen Zeit leben. Ich glaube vielmehr, dass eben außen- und geopolitische Risiken, die man zeitweise überwunden geglaubt hatte, zurückgekehrt sind – und deshalb auch wieder entsprechend Beachtung von uns erfordern.

Purschaker — Ebenso ist es wichtig, zwischen lokalen und globalen Risiken zu unterscheiden. Der Brexit und die italienischen Wahlen sind für die entsprechenden Länder äußerst relevant – die getroffenen Entscheidungen könnten sich erheblich auf den Lebensstandard in diesen Ländern und damit auf konkrete Vermögenswerte auswirken. Jedoch ist es sehr unwahrscheinlich, dass diese Ereignisse einen großen Einfluss auf die Aktivitäten und Vermögenswerte auf einem globalen Niveau haben.

Wir waren in der Dekade vor dem 11. September in einer Wohlfühlzone und kassierten die Bonusprämie nach Ende des Kalten Krieges? Und jetzt kehren wir zur Normalität zurück?

Nellshen — So würde ich das in Bezug auf außenpolitische Risiken in etwa sehen, ja.



Nader Purschaker – Head of Institutional Asset Management – BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT
 » Geopolitische Risiken sollten Teil einer jeden Anlageanalyse sein, und es gilt immer abzuwägen, ob die erwartete Rendite einer Anlageklasse das Risiko einer Investition wert ist.«

Nader Purschaker ist verantwortlich für das institutionelle Asset Management der französischen Großbank in Deutschland. Der 50-jährige Diplom-Kaufmann Purschaker begann seine Karriere 1995 im Asset Management der Commerzbank, war dann viele Jahre in leitenden Funktionen sowie in der Geschäftsleitung bei Metzler Asset Management, bevor er 2015 zur BNP Paribas kam. Der Schwerpunkt seiner Expertise liegt auf diskretionären und auf quantitativen Investment-Lösungen. BNP Paribas Asset Management ist der Investment-Management-Arm der BNP Paribas, einer der weltgrößten Finanzinstitutionen. BNP Paribas Asset Management bietet eine umfassende Palette an Investment-Lösungen, sieht seine Expertise in nachhaltigen Anlagen insbesondere in den Bereichen Private Debt & Real Assets, quantitative Strategien, lösungsbasierte, individuelle Anlagestrategien und Geldmarktanlagen. Insgesamt werden 570 Milliarden Euro verwaltet (Stand: März 2018). Der Fokus liegt auf dem deutschen Markt, in dem der Bereich Asset Management stark wachsen will.

Hänsel — Die Volatilitäten der letzten Jahre im MSCI World waren die niedrigsten, die wir je hatten. Die einzigen Unsicherheiten, die entstanden sind, waren tatsächlich durch geopolitische und geldpolitische Risiken getrieben. Vielleicht wird durch diese mediale Aufmerksamkeit auch die Wahrnehmung verstärkt. Auch in den 90er Jahren hatten wir zuweilen höhere Volatilitäten. Diese standen jedoch nicht unmittelbar stichtagsbezogen mit einzelnen politischen Events im Zusammenhang. Im derzeitigen Marktumfeld mit einem hohen Anteil an chancenreichen Anlagen und geringen Diversifikationseffekten durch Staatsanleihen sind die Auswirkungen von höheren Volatilitäten auf die Portfolios unserer Investoren höher als in den Jahren zuvor.

Ritter — Verkürzt man den Blickwinkel etwas, dann denke ich, dass in diesem Jahr die Volatilität an den Märkten zugenommen hat. Dass dies auch mit der Politik zu tun hat, belegen die Kurs- und Wechselkursschwankungen, die auf jüngst in Davos gemachte Statements folgten, die dann zu erheblicher Bewegung an den Devisenmärkten geführt haben. Und trotz des Konjunkturoptimismus gehen wir davon aus, dass es in diesem Jahr auch erhebliche Volatilitäten geben wird, wie zum Beispiel eben bei den Währungen oder auch infolge steigender Inflation. Wir sehen auch Gefahren bei einer Beschränkung des Welthandels. Um zu sehen, dass dies erhebliche Folgen haben kann, genügt ein Blick auf die zentrale Rolle der Handelsbeschränkungen bei Ausbruch der Weltwirtschaftskrise Ende der 20er Jahre des vergangenen Jahrhunderts. Damals wurde 1929 im Repräsentantenhaus der Smoot Hawley Tariff Act beschlossen, mit dem neue Zölle erhoben wurden. Der Welthandel brach ein, und nicht zuletzt dadurch entstand dann die Weltwirtschaftskrise.

Nellshen — Ja, der Welthandel ist damals fast zum Erliegen gekommen.

Ritter — Insofern darf man das Risiko einer Einschränkung des Welthandels und mögliche negative Folgen für das Weltwirtschaftswachstum nicht unterschätzen.

Köster — Auch früher hat es immer wieder Krisen unterschiedlichster Natur gegeben, in großer Zahl und schneller Folge: in den 80er Jahren atomares Patt, kalter Krieg, NATO-Doppelbeschluss und Friedensbewegung. Heute sind wir mit Staatsschuldenkrisen konfrontiert, die manchen Ländern immer noch stark zu schaffen machen und deren Lösungen sehr komplex und schwer zu durchschauen sind. Daher haben einige Menschen das Gefühl von Ungewissheit.

John — Hinzugesellt hat sich derzeit möglicherweise ein Trend zu politischen Zentrifugalkräften. Sehen Sie die Entwicklungen in Großbritannien, in Italien, in Spanien und Katalonien. Und nun kommen die von Monika Ritter schon erwähnten möglichen Handelskriege zwischen den großen Wirtschaftsblöcken hinzu. Dies gepaart mit einer in ihren Dimensionen in der Tat neuen Geld- und Staatsschuldenpolitik könnte meines Erachtens durchaus beizeiten in eine Vertrauenskrise münden, die sich dann letztlich vielleicht



ähnlich entwickeln könnte, wie wir das 1981 gesehen haben. Damals sind innerhalb weniger Tage die Aktien um 20 Prozent gefallen, die Spreads gestiegen, und der französische Franc musste in den folgenden Monaten 20 Prozent abwerten.

Beginnen wir mit den schweren Fällen: Wie sieht es mit politischen Risiken aus, die nicht direkt auf der ökonomischen, sondern auf der sicherheits- und militärpolitischen Ebene liegen und damit nur mittelbare, dafür gegebenenfalls aber umso größere wirtschaftliche Folgen haben? Da wären beispielsweise der vermutlich nicht endgültig beigelegte Atomkonflikt zwischen Nordkorea und den USA, dann Russland versus Ukraine samt Konflikt mit der NATO, der syrische Bürgerkrieg mit seinen zahlreichen Akteuren, der überhaupt kontinuierlich instabile Nahe Osten et cetera. Kann man solche Konflikte und ihre im Prinzip völlig unkontrollierbaren Folgen überhaupt in seine Überlegungen als Pensionsinvestor einfließen lassen? Beispielsweise indem man bestimmte Regionen untergewichtet?

Ritter — Wir behalten zumindest stets im Auge, welche Folgen die jeweiligen politischen, zuweilen auch militärischen Konflikte und ihre Verläufe auf den Ölpreis haben. Dabei geht es allerdings nicht um Investitionen in Rohstoffe, sondern darum, dass der Ölpreis als Risiko vor allem für Schwellenländer relevant ist, die hier sensibler sind als die großen Industrienationen, genaugenommen Dollar-sensibler.

»Die Volatilitäten der letzten Jahre im MSCI World waren die niedrigsten, die wir je hatten. Die einzigen Unsicherheiten waren tatsächlich durch geo- und geldpolitische Risiken getrieben.«

Dennis Hänsel

» Wir behalten stets im Auge, welche Folgen die politischen, zuweilen auch militärischen Konflikte auf den Ölpreis haben. Dabei geht es nicht um Rohstoffe, sondern darum, dass der Ölpreis als Risiko vor allem für Schwellenländer relevant ist, die Dollar-sensitiver sind als die großen Industrienationen.«

Monika Ritter

Nellshen — Schwellenländer sind oft zu einem signifikanten Teil in us-Dollar verschuldet. Wenn deren Währung zu stark fällt oder der Dollar zu stark wird und/oder zugleich die Zinsen im Dollar-Raum anziehen, dann wird der Schuldendienst entsprechend teurer und schwieriger. Daher gibt es hier in der Tat eine gewisse Fragilität gegenüber politischen Risiken, jedenfalls oft ausgeprägter als bei den großen Industrienationen. Das ist in der Vergangenheit oftmals vergessen worden. Da hat man meist mehr auf reine Wirtschaftszahlen geschaut und weniger darauf, wie empfindlich solche Märkte gegenüber geopolitischen Phänomenen sind.

Purschaker — Geopolitische Risiken sind allgegenwärtig und von Natur aus unvorhersehbar. Emerging Markets sind das klassische Beispiel: Man investiert in die Anlageklasse, in dem Wissen, dass die Volatilität zumindest teilweise durch die Politik induziert ist. Aus taktischer Sicht ist es die Aufgabe unserer Portfoliomanager, das Engagement in Ländern mit steigenden Risiken zu minimieren, aber aus der Perspektive eines langfristigen Investors ist es unwahrscheinlich, dass man als Manager genau vorhersagen kann, wo Probleme auftreten und welche Regionen folglich vermieden werden sollten. Geopolitische Risiken sollten Teil einer jeden Anlageanalyse sein, und es gilt immer abzuwägen, ob die erwartete Rendite einer Anlageklasse das Risiko einer Investition wert ist.

Köster — In der Regel haben wir einen oder mehrere Manager für jeweils eine Asset-Klasse mandatiert. Im Rahmen der aktiv gemanagten Mandate entscheidet der Manager, ob und wie bestimmte Länder oder Themen gewichtet oder gegebenenfalls ausgeschlossen werden. So wird sich ein Emerging Market Debt Manager natürlich Gedanken machen, ob er jetzt in Russland oder in der Türkei oder wo auch immer bestimmte Anleihen kauft oder nicht. Abgesehen von Extremsituationen sind wir selbst nicht taktisch unterwegs. Momentan sehen wir uns nicht dazu veranlasst, unsere Anlagestrategie taktisch anzupassen.

Nellshen — Unsere Philosophie ist hier ähnlich. Dabei behalten wir uns vor, und haben das auch in der Vergangenheit gemacht, in Einzelfällen Länder auszuschließen. Wir haben beispielsweise griechische und portugiesische Anleihen schon sehr früh ausgeschlossen, im Falle Griechenland im Frühjahr 2010, weil sich insbesondere in Griechenland anhand der Zahlen das Dilemma schon im Vorhinein abzeichnete, bevor die Krise dann offen akut wurde. Aber richtig ist: Wenn Konflikte militärische Natur annehmen, werden sie vollends unberechenbar. Weder reagieren wir hier auf jede kleine Nachrichtenlage, noch haben wir die rheinische Einstellung »et kütt, wie et kütt«. Bei den wirklich großen Bedrohungen bleibt am Ende nicht viel übrig als eine gewisse Demut. Ein atomar ausgetragener Konflikt um Nordkorea beispielsweise



würde in eine derartig gewaltige globale Krise münden, dass gewiss nicht nur südkoreanische Staatsanleihen, Corporates und Aktien betroffen wären. Wie die globalen Folgen für die Märkte im Einzelnen aussähen, halte ich im Vorhinein für kaum kalkulierbar. Echten Extremereignissen solcher Dimension kann mal als Investor am Ende wohl nicht wirklich ausweichen.

Kommen wir zurück zu den rein ökonomischen und politischen Risiken. Thema Brexit. Die Entscheidung ist gefallen, jetzt ist nur noch die Frage, wie sie operativ abgewickelt wird. Ist das ein Thema, das auch heute noch Ihre Investmententscheidungen betrifft oder beeinflusst? Man hört, dass nicht-europäische Investoren, vor allem aus Nah- und Fernost, weiterhin in London

Immobilien akkumulieren. Herr Nellshen, Sie hatten mir gegenüber neulich geäußert, dass Sie sich auf dem Londoner Markt eher zurückhalten.

Nellshen — Das ist so zurzeit, ja. Kein Mensch weiß im Moment, wie der Brexit genau aussehen wird. Kein Mensch weiß, welche Zugeständnisse man bezüglich des freien Handels mit Kontinentaleuropa Großbritannien machen wird. Und solange das nicht klar ist, kann das Thema nicht abgehakt sein.

Hänsel — Am Morgen nach der Brexit-Abstimmung haben wir erlebt, dass infolge der plötzlich hohen Volatilität bei einigen Investoren die Risikobudgets des Jahres an einem einzigen Tag



Benedikt Köster – Leiter Group Pensions –
DEUTSCHE POST DHL GROUP

»Wir sind in der komfortablen Situation, dass nur in kleinerem Umfang die bAV-Einrichtungen selbst Garantien an Rentner oder Planteilnehmer gegeben haben. Insofern bestehen hier gewisse Freiheitsgrade.«

Benedikt Köster leitet seit 2006 die Abteilung »Group Pensions« bei der Deutschen Post DHL in Bonn. Damit zeichnet der 53-jährige Physiker und Aktuar für die deutschen bAV-Durchführungsvehikel – Pensionsfonds und CTA – des Logistikereignisses verantwortlich. In seine Zuständigkeit fallen darüber hinaus die Pension Operations des Konzerns im Ausland, namentlich in Großbritannien. Bevor Köster, der aus Winterberg stammt, nach Bonn kam, arbeitete er als Consultant bei der damaligen Aon Jauch & Hübener in Mülheim a. d. R. sowie bei PricewaterhouseCoopers in Köln und London. Für ihre weltweit mehr als 500.000 Beschäftigten (davon 60 Prozent außerhalb Deutschlands) hat die Deutsche Post DHL Stand Ende 2017 eine DBO von über 17 Milliarden und Plan Assets von gut 13 Milliarden Euro akkumuliert, so dass sie mit einer Funding Ratio von circa 75 Prozent operiert. Der Konzern hat in den letzten Jahren die Niedrigzinsphase mehrfach genutzt, um großvolumige Anleihen zu emittieren und mit dem Erlös auch Pensionslasten auszufinanzieren, zuletzt im vergangenen Dezember.

verbraucht worden sind. Und warum ist das passiert? Weil die meisten Investoren bis zum Schluss überzeugt waren, dass es nicht zu diesem Abstimmungsergebnis kommen werde. Grundsätzlich sind die Ergebnisse solcher geopolitischen Entscheidungen schwierig zu prognostizieren. Starke strategische und taktische Positionierungen sollten immer mit einer hohen Konfidenz der Prognose einhergehen. Des Weiteren sind die Überwachung des Risikos und eine genaue Kenntnis über die Risikotreiber der Kapitalanlagen essenziell.

Ritter – Die politischen Folgen sind das eine. Aber zumindest konjunkturell messen wir dem Brexit nicht allzu große Bedeutung bei. Wir rechnen hier mit der Wirkung in der Größenordnung von einer einstelligen Dezimalzahl nach dem Komma. Unsere Immobilienfonds investieren weiterhin in Großbritannien, und das in nicht unerheblichem Umfang. Nach dem Referendum gab es im britischen Pfund einen Abschlag von bis zu 20 Prozent. Das haben wir durchaus als Chance gesehen.

Gibt es derzeit politische Risiken, die Sie auch als Chancen sehen? Und entsprechend handeln?

John – Langfristig beobachtet, sieht man leicht, dass Märkte häufig überreagieren. Die gestiegene Volatilität in den Märkten schafft deshalb auch Chancen, und um diese zu erkennen, muss man analysieren. Passiv in Märkte investieren und Trittbrettfahren hilft dann nicht.

Ritter – Da die expansive Geldpolitik Schritt für Schritt zurückgefahren wird, dürften die Zinsen weltweit allmählich steigen, Anleiherenditen wie Geldmarktsätze. Wir haben unsere Long-Position in inflationsindexierten Anleihen von den USA in den Euroraum verlagert. Nach dem jüngsten Anstieg von Löhnen und Kerninflation ist die Break-even-Inflation in den USA dicht an ihren Langfristdurchschnitt herangekommen. Natürlich kann sie weiter steigen, doch glauben wir, dass das Risiko-Ertrags-Profil im Euroraum jetzt attraktiver ist. Hier liegen die Inflationserwartungen noch immer unter dem Vergangendurchschnitt und dem EZB-Ziel.

bleiben wir noch beim Brexit. Herr John, wie beurteilen Sie, der Sie in London sitzen, die Lage?

John – In der Tat ist der weitere Umgang mit dem Brexit immer noch unklar. Die Meinungen und Einschätzungen ändern sich monatlich, fast wöchentlich. Das wirkt sich dann auch direkt auf das britische Pfund aus. Grundsätzlich kann man sagen, dass durch den Brexit die Währungsvolatilität gestiegen ist. Unter dem Gesichtspunkt muss man sich überlegen, inwieweit man sich jetzt dagegen absichern möchte – sofern nicht längst geschehen.

Purschaker – Ich stimme Olaf John zu. Und das Pfund Sterling ist das empfindlichste Barometer für eine sich verändernde Anlegerstimmung im Hinblick auf den Ausgang der Brexit-Verhandlungen, obgleich natürlich auch britische Aktien und Anleihen betroffen sind. Leider bleiben mehr Fragen unbeantwortet als beantwortet, sodass wir im weiteren Verlauf der Verhandlungen unseren Ausblick und damit unsere Investitionen entsprechend anpassen.

Herr Köster, Sie haben ja auch Pension Operations in Großbritannien, richtig?

Köster – Genau, sogar in verhältnismäßig großem Umfang. Doch denke ich an den Brexit, mache ich mir weniger Sorgen um Großbritannien. Im Zuge der Verhandlungen sind die Briten ohnehin in einer Defensivposition. Spannend ist nun nicht nur, wie es mit UK, sondern auch mit der EU weitergeht und wie sie mit den unterschiedlichen Strömungen und gegensätzlichen Tendenzen umgeht.

John – Bemerkenswert ist dabei, dass der Brexit in Großbritannien permanent auf der Tagesordnung der Politik und der Berichterstattung steht. Vielleicht, weil man selbst innerhalb der Parteien zum Thema zerstritten ist. Hierzulande hat man den Eindruck, als sei das Thema für Deutschland kaum von Belang. Das ist aber nicht der Fall.

Nicht zuletzt werden die Briten uns in Brüssel als Seelenverwandte im Pensionswesen fehlen.

Köster – Ja, auch im Pensionswesen ist das ein Verlust für Deutschland und sicher auch für die Niederlande.

Nellshen – Ich kann gar nicht beschreiben, wie sehr ich den Brexit bedaure, nicht zuletzt aus Sicht der bAV. Wie Sie gesagt haben, Herr Bazzazi, wir verlieren hier einen Bruder im Geiste. Wir verlieren einen der wenigen Staaten, in denen es eine lange entwickelte Tradition einer echten betrieblichen Altersversorgung gibt, die sich – und das ist für mich entscheidend – deutlich von den Produkten der normalen Investment- und Versicherungsindustrie abgrenzt und unterscheidet. Es gibt nicht viele Länder in Europa, in denen das so ist. Neben Deutschland natürlich die Niederlande, Belgien und dann auch Finnland und Norwegen. Deren gemeinsame Stimme wird nun ohne die Briten schwächer werden. Und das wird Folgen haben in Bezug auf das, was man in Europa generell unter betrieblicher Altersversorgung in der Zukunft verstehen wird und welche Produkte, welche Systeme und welche Regulierung sich dann letztlich europaweit entwickeln werden.

Der Brexit ist also in erster Linie gar keine britische Frage, sondern eine deutsche Frage. Der Brexit stellt in erster Linie Deutschland vor Herausforderungen und noch nicht mal Großbritannien selber?

Köster – Ich möchte das nicht auf Deutschland begrenzen. Der Brexit stellt ganz Europa vor Herausforderungen. Dazu kommt, dass es in Italien, Frankreich und Spanien relevante Anti-EU-Strömungen gibt. Dennoch ist der Brexit auch eine Chance, dass Europa gestärkt aus der Krise hervorgehen kann.

Stichwort Italien. Die Folgen sind zum Zeitpunkt dieses Gesprächs immer noch unklar.¹ Genau weiß keiner, wie die Entwicklung weitergeht. Hat die Lage in Italien in Ihrem Alltag als Pensionsinvestor oder Asset Manager unmittelbare Wirkung auf Sie? Oder mittelbare?



Olaf John – Head of Distribution, Europe –
INSIGHT INVESTMENT

»Im Risikomanagement sollte man das Augenmerk auf Wechselkurs-, Inflations- und Zinsrisiken legen. In volatilen Zeiten gilt es daneben, insbesondere Aktienrisiken zu beachten.«

Aktuar Olaf John ist auf dem bAV-Parkett als Experte für das Liability Driven Investment bekannt, also das Ausrichten der Kapitalanlage an der Verpflichtungsseite. In diesem Sinne rät er seinen Mandanten im gegenwärtigen, anhaltenden Umfeld nicht dazu, die reine Renditeorientierung der Planvermögen in den Vordergrund zu rücken, sondern über verlässliche und kalkulierbare Zahlungsströme aus der Kapitalanlage die Wahrscheinlichkeit der Bedeckung der Liability Cashflows zu optimieren. Nach London zur Insight Investment, Tochter der BNY Mellon, kam der 53-jährige John, der aus dem Hunsrück stammt, Anfang 2009. Bereits seit 1990 ist er in der bAV tätig. Als Pionier des deutschen Investment Consultings baute er diesen Bereich Anfang der 90er Jahre bei der damaligen Towers Perrin auf. Die Insight Investment verwaltet Stand Ende März 2018 weltweit umgerechnet über 680 Milliarden Euro, davon über 8 Milliarden in Deutschland.

¹ Anm. der Redaktion: Dieses Gespräch wurde zu einem Zeitpunkt geführt, als die Wahlen in Italien schon stattgefunden hatten, aber noch vor den erratischen Entwicklungen bei der Regierungsbildung Ende Mai und den darauf folgenden, zum Redaktionsschluss anhaltenden Verunsicherungen an den Märkten. Die Aussagen der Teilnehmer sind vor diesem Hintergrund zu betrachten.



Purschaker — Die Wahlen sind wichtig, weil zwischen den politischen Agenden der Parteien, die bei der Wahl erfolgreich waren, und der Reformagenda, die erforderlich ist, um Italien auf die richtige Spur zu bringen, ein Missverhältnis besteht. Es ist unklar, ob sich eine stabile Koalition angesichts des Wahlergebnisses bilden kann, aber wir können eine Regierung, die von der Fünf-Sterne-Bewegung oder der Lega geführt wird, nicht ausschließen. Die eigentliche Frage betrifft die öffentlichen Finanzen, wo die Lega eine Pauschalsteuer und die Fünf-Sterne-Bewegung eine Mindesteinkommensgarantie befürwortet; beides könnte sich als sehr teuer erweisen. Die Anleger scheinen jedoch relativ entspannt angesichts der Lage zu sein. Wir sehen zumindest heute keine signifikante Ausweitung der Spreads. Das mag daran liegen, dass die Wachstumsaussichten einigermaßen intakt sind oder es unwahrscheinlich ist, dass sich die Instabilität in Italien als systemrelevant erweisen wird. Es spricht wenig dafür, dass eine italienische Regierung ein Referendum über die Euro-Mitgliedschaft anstoßen könnte.

John — Man muss unterscheiden, ob man auf der Ebene eines aktiven Asset Managers ist, der Risiken immer auch als Chance begreift – so wie es Monika Ritter und Stefan Nellshen eben schon angedeutet haben. Beispielsweise hatten wir in

Frankreich vor der letztjährigen Präsidentenwahl Positionen aufgebaut, weil wir die Vorab-Reaktionen der Märkte für sehr übertrieben hielten. In Italien war die Lage umgekehrt, die Märkte haben im Vorfeld kaum Nervosität gezeigt.

Ritter — Wir investieren derzeit durchaus in italienische Aktien und Anleihen, aber mit eher kurzfristigem Anlagehorizont. Längerfristig sind wir für Italien mit Blick auf die politische Lage durchaus nicht ohne Skepsis. In Spanien sahen wir das lange grundlegend anders, da gehen wir trotz der Lage in Katalonien von Stabilität und auch von einem soliden BIP-Wachstum in diesem Jahr von drei Prozent aus. Allerdings ist Spanien unseres Erachtens derzeit nicht mehr sonderlich günstig.

Köster — Wir haben durchaus ein – allerdings relativ kleines – italienisches Exposure, und zwar passiv in Aktien und in Staatsanleihen, das wir nach einer risikoadjustierten Systematik steuern und das Teil des Basisinvestments in globalen Staatsanleihen beziehungsweise Aktien ist. Wir haben vor und auch nach der Wahl bis dato keine Veranlassung gesehen, hier einzugreifen.

Nellshen — Bei uns ist das ähnlich. Auch wir halten italienische Staatsanleihen als Teil eines europäischen Gesamt-Staatsanleihen-Portfolios, und auch bei uns ist der Anteil Italiens am Gesamtportfolio eher gering. Und auch wir haben hier keine Änderung vorgenommen, behalten die Entwicklung dort aber durchaus im Auge. Im Moment sehen wir noch – Betonung auf noch – keinen Grund, hier etwas zu ändern. Denn wir gehen derzeit davon aus, dass die Europäische Union insgesamt politisch es sich nicht wird leisten

können, Italien fallen zu lassen. In Stein gemeißelt ist da auf Dauer jedoch natürlich nichts.

Köster — Ein wichtiger Punkt. Neulich las ich den prägnanten Satz, Italien sei zwar too big to fail, aber möglicherweise auch too big to bail. Eine These, die zumindest zum Nachdenken anregt.

Nellshen — Allerdings sind wir ein hohes Schuldeniveau, relativ zum BIP, von Italien gewohnt, und das schon lange. Hier hat sich in den letzten Jahren keine wirklich dramatische Zuspitzung ergeben. Und Italien hat eigentlich immer gezeigt, dass es damit halbwegs gut umgehen konnte. Das Land hat auch schon einige Male bewiesen, dass es – vielleicht sogar besser als manch anderer europäischer Staat – positive Primärhaushaltssalden generieren kann. Und Italien hat vor allen Dingen eines: ein Geschäftsmodell. Das Land ist immer noch eine bedeutende Industrienation. Schließlich kommt hinzu, dass bei den italienischen Bürgern enorme Vermögen vorhanden sind; und ein relativ hoher Anteil der italienischen Staatsverschuldung besteht just gegenüber den eigenen Bürgern.

Köster — Andererseits gibt es auch Stimmen, die sagen, dass Italien ohne die 440 Milliarden Euro Target-II-Salden – damit ist Italien Spitzenreiter bei den negativen Salden – praktisch pleite wäre. Vielleicht ist das überzeichnet, zumindest aber würde die Finanzierung Italiens ohne diese »Salden-Option« deutlich anders aussehen.

John — Das hier zugrundeliegende Problem sind die deutschen Importdefizite respektive die Exportüberschüsse. Aber im langfristigen Kontext – und das ist meines Erachtens noch wichtiger – müssen wir in allen Industrienationen über die letzten Jahrzehnte beobachten, dass die Wachstumsraten tendenziell fallen, die Schuldenquoten dagegen zulegen. Wenn das Wachstum aber marginal bleibt, heißt das, dass die gegenwärtigen und weiter wachsenden Schuldenberge im Wesentlichen nur durch Inflation und/oder Default eliminiert werden können.

Ein guter Anlass, auch über die von Benedikt Köster schon angerissene europäische Geld- und Zinspolitik zu sprechen. Denn zu den italienischen Sorgen und dem diskutierten Brexit treten unter anderem fortdauernde Griechenlandkrise, wirtschaftsschwache Südstaaten, die erwähnten militärischen Konflikte an und vor der europäischen Peripherie, außerdem Terrorgefahren und schließlich der anhaltende

» Wenn Konflikte militärische Natur annehmen, werden sie vollends unberechenbar. Weder reagieren wir hier auf jede kleine Nachrichtenlage, noch haben wir die rheinische Einstellung ›et kütt, wie et kütt‹. Bei den wirklich großen Bedrohungen bleibt am Ende nicht viel übrig als eine gewisse Demut.«

Stefan Nellshen

Migrationsdruck: Kann in dieser Gemengelage die EZB überhaupt höhere Zinsen zulassen? Die FED dagegen schon eher?

Ritter — Unsere Einschätzung ist, dass wir in den USA dieses Jahr noch drei weitere Zinserhöhungen sehen werden, im nächsten Jahr ebenso – bis hin zu einem Leitzins von über drei Prozent. Für Europa sehen wir durchaus einen gegenwärtigen Liquiditätspeak. Die Liquidität dürfte nun sukzessive runtergefahren werden. Insofern rechnen wir mit dem ersten Zinsanstieg in Euroland Mitte bis Ende des ersten Halbjahres 2019. Aber in der Tat muss die EZB mehr im Auge haben, vor allem die vielen unterschiedlichen Volkswirtschaften. Mario Draghi hat nicht so viel Spielraum, die Zinsen zu erhöhen wie sein US-Kollege. Nach dem ersten Zinsschritt wird es eine Pause von wahrscheinlich neun Monaten geben, bevor es in kleinen Schritten weiter nach oben geht.

Purschaker — Das Ziel der EZB ist eine Normalisierung der Inflation, wengleich sie sicherlich auch andere nicht monetäre Faktoren berücksichtigt. Angesichts der Tatsache, dass die Inflation in der Eurozone tatsächlich, wenn auch langsam, ansteigt, dass das Wirtschaftswachstum deutlich über dem langfristigen Potenzialwachstum liegt und dass die Arbeitslosigkeit sinkt, ist es angemessen, dass die EZB ihre Stimulierungsmaßnahmen allmählich verringert und dem aktuellen Datenkranz anpasst.

Nellshen — Offenkundig haben wir derzeit in Europa Wachstum über Potenzial. Und es spricht einiges dafür, dass dieses Wachstum die Spitze eines Zyklus' darstellt. Viel stärker als rund 2,5 Prozent kann Europa wahrscheinlich auch gar nicht nachhaltig wachsen. Von der Wachstumsseite kann also viel mehr als das, was wir im Moment



Stefan Nellshen – Finanzvorstand aller deutschen Pensionsvehikel – BAYER AG

»Es muss unser Ziel sein – das folgt direkt aus unserer Aufgabe – so prognoseunabhängig wie möglich eine Vermögensanlagepolitik zu betreiben, die möglichst vielen verschiedenen Marktentwicklungen und in möglichst vielen verschiedenen, auch krisenartigen Verläufen eben dem Ziel der Fähigkeit zur Rentenzahlung genügt.«

Der promovierte Mathematiker Stefan Nellshen verantwortet die Kapitalanlage vor allem der Bayer-Pensionskasse vVaG, der Rheinischen Pensionskasse vVaG und des Bayer Pension Trust e. V., deren Vorstandsvorsitzender er ist. Gleichzeitig ist der gebürtige Leverkusener, der 1998 aus der Versicherungswirtschaft zur Bayer AG kam, als Leiter des Bereiches Asset Management Pensions der Bayer AG zuständig für die Finanzrisiken, das Finanzergebnis und den Finanzstatus der Pensionspläne mit Leistungsgarantien des Konzerns weltweit. Dies umfasst ein Kapitalanlagevolumen weltweit in Höhe von rund 21 Milliarden Euro.

sehen, nicht kommen. Die Inflation liegt aktuell bei circa einem Prozent. Gemäß der guten alten Quantitätstheorie nehmen wir runde zweieinhalb plus ein Prozent, dann sind wir bei grob 3,5 Prozent. Dort in etwa sollte der Theorie nach der langfristige risikofreie Zins liegen. Davon sind wir aufgrund des Quantitative Easing, und weil das kurze Ende auch durch die Zinspolitik tief gehalten wird, weit entfernt. Eigentlich hätte die EZB, rein fundamental gesehen, schon längst Zinsschritte vornehmen können, wenn sie nicht vorher einen Ausstieg aus den Anleihekäufen durchführen müsste. Sollten wir aber auf dem Peak eines Wachstums sein, dann stellt sich die Frage, wie viel Zeit der EZB überhaupt noch bleibt, um ihre Zinspolitik zu ändern.

Aber abrupt handeln kann sie doch erst recht nicht?

Nellshen — Klar ist, dass am Anfang ein vorsichtiges Zurückfahren des QE stehen muss, bevor ein erster Zinsschritt folgt. Und wenn Ihr Haus, Frau Ritter, diesen erst für das Ende des ersten Halbjahres 2019 erwartet, dann kann man natürlich keinesfalls ausschließen, dass, vielleicht auch infolge denkbarer geopolitischer Entwicklungen, wir bis dahin nicht mehr mit der gegenwärtigen Rate wachsen. Möglicherweise sitzt die EZB also bereits ein Stück weit hinter der Kurve und bekommt vielleicht gar keine Gelegenheit mehr für signifikante Zinsschritte – anders als die Amerikaner, die sich jetzt schon in einem vorsichtigen Zinserhöhungsprozess befinden. Die Kernfrage ist also, ob der Aufschwung halten wird, bis die EZB zu einem Zinsschritt bereit ist.

Worauf stellen Sie sich ein?

Nellshen — Wir sind vorsichtige Leute, und wir versuchen uns, soweit das überhaupt geht, auf das Szenario dauerhaft niedriger Zinsen einzustellen.

Wie sehen die geld- und zinspolitischen Wechselwirkungen mit den USA aus?

Purschaker — Die jüngste Stärke des Dollars hat der EZB geholfen. Über höhere Importkosten kam es zu einem moderaten Anstieg der Inflation. Auf mittlere Sicht könnte der Dollar jedoch seinen Abwertungstrend wieder fortsetzen und die Aussichten für die EZB verkomplizieren. Eine unmittelbare Wechselwirkung kann sowohl steuerpolitisch sowie handelspolitisch induziert sein. Weiten die USA den Handelskonflikt aus, so würden wir faktisch einer Güterpreis-inflation gegenüberstehen. Gepaart mit einer sehr unternehmensfreundlichen Steuerpolitik werden Unternehmen ihren Output weiter erhöhen können, und das könnte dazu führen, dass die FED mit weiteren Zinsschritten auf steigende Inflationsrisiken antworten muss. Da eine solche Maßnahme nicht im Sinne der Trump-Administration ist, wird diese, so denken wir, einen sanften Druck auf die FED aufbauen, sich zurückzuhalten mit dem damit verbundenen Risiko einer davongaloppierenden Inflation.

Hänsel — Durch die hohen Kosten der Währungs-Hedges sind die Absicherungsquoten gegenüber dem US-Dollar im derzeitigen Marktumfeld geringer. Allgemein unterscheiden wir hier immer

»Langfristig überreagieren Märkte häufig. Die gestiegene Vola schafft deshalb auch Chancen, und um diese zu erkennen, muss man analysieren. Passiv in Märkte investieren und Trittbrettfahren hilft dann nicht.«

Olaf John

die strategische und taktische Komponente eines Währungs-Hedges. Strategisch spielen die erwarteten Renditen der Anlageklasse und der Risikobeitrag eine entscheidende Rolle. Der positive Einfluss auf die Rendite durch reduzierte Hedging-Maßnahmen ist offensichtlich, aber auch aus Risikogesichtspunkten können kleinere offene Positionen im US-Dollar sehr sinnvoll sein.

Die Hedge Ratios sind andere?

Hänsel — Sie sind geringer. Meist hedgen wir heute anders als in der Vergangenheit nicht mehr komplett, sondern vereinnahmen einen Teil der Zinsdifferenz als Prämie. Da in der Eurozone Zinsschritte offenbar weiter auf sich warten lassen, wird uns dieses Phänomen noch länger erhalten bleiben.

Wenn man jetzt in den USA mit Corporates oder sogar mit Staatsanleihen wieder eine verhältnismäßig auskömmliche Rendite erhält – zumindest wenn man es sich leisten kann, nicht komplett zu hedgen – kann man dann zumindest dort wieder Risiko herausnehmen?

John — Das ist im Prinzip nur ein Verschieben von Kredit- auf Währungsrisiken. Wir gehen etwas anders vor, weil wir glauben, dass Währungsrisiken schwer berechenbar sind und insbesondere bei Anleihen eine viel zu große Rolle spielen können. Deshalb betrachten wir Währungen erst einmal neutral. Auch angesichts der volatilen geopolitischen Lage tendieren wir weiter dazu, Währungsrisiken komplett herauszunehmen. Wir denken, dass man im Risikomanagement das Augenmerk auf Wechselkurs-, Inflations- und Zinsrisiken legen sollte. In volatilen Zeiten gilt es daneben, insbesondere Aktienrisiken zu beachten.

Ritter — Die Hedging-Kosten gegenüber dem US-Dollar sind derzeit, wie Dennis Hänsel angemerkt hat, in der Tat nicht sehr günstig und haben just in den letzten Monaten nochmal deutlich zugelegt. Der zusätzliche Return aus US-Anleihen infolge der Zinsdifferenz zu Euroland wird derzeit durch die Hedging-Kosten kompensiert, unter Umständen sogar überkompensiert. Aber auch wir sehen, dass unsere Pensionsinvestoren gleichwohl den US-Dollar in Fixed Income komplett hedgen. Bei Aktien verzichten manche Investoren darauf und setzen auf einen Währungsgewinn oder verlassen sich auf ihr Overlay.

Herr Purschaker, mit welchen grundlegenden Szenarien kalkulieren Sie?

Purschaker — Die beiden wichtigsten Themen, die uns in den nächsten Monaten oder möglicherweise Jahren begleiten werden, sind meines Erachtens





»Denke ich an den Brexit, mache ich mir weniger Sorgen um Großbritannien. In den Verhandlungen sind die Briten ohnehin in einer Defensivposition. Spannend ist nun nicht nur, wie es mit UK, sondern auch mit der EU weitergeht.«

Benedikt Köster

zum einen das schon mehrfach erwähnte Thema Handelsstreit, untrennbar mit Donald Trump verbunden wie auch mit den schon beginnenden Überlegungen zu einer zweiten Amtszeit. Zum anderen wird eine potenzielle Korrektur der diversen risikobehafteten Vermögensklassen wie Equity und High Yield auf die Tagesordnung kommen.

Eine Korrektur infolge steigender Zinsen?

Purschaker — Die Bewertung praktisch aller Asset-Klassen ist eine Funktion der sehr niedrigen Zinsen. Dabei meine ich gar nicht die kurzfristigen Zinsen, die maßgeblich von den Zentralbanken bestimmt werden, sondern die langfristigen. Die Zinskurve ist seit Jahren äußerst flach. Das hat für alle Asset-Klassen hervorragende Bedingungen kreiert, doch sobald hier veränderte Inflationserwartungen reinkommen und die Kurve steiler wird, dürfte das für alle risikobehafteten Asset-Klassen zur Herausforderung werden.

So diese Korrektur kommt, muss sie scharf ausfallen?

Purschaker — Eines ist ganz klar: Selten ist ein Equilibrium nach einer Übertreibung nur langsam wiederhergestellt worden. Auslöser war meist ein externer Schock. Nachdem wir für viele Asset-Klassen seit nunmehr zehn Jahren ein Goldilocks-Szenario hatten, muss dieses irgendwann mal zu Ende gehen. Die Liste des Schreckens für einen potenziellen exogenen Schock ist lang. Davon abgesehen sehen wir die globalen Rahmenbedingungen für risikobehaftete Anlageklassen nach wie vor intakt.

Ritter — Wir bevorzugen in diesem Umfeld weiterhin auch risikoreiche Titel. Allerdings sind alle Asset-Klassen sehr teuer geworden, da darf und muss man besonders wählerisch sein. Wir legen hier einen besonderen Fokus auf das Credit Risk Management, auf das Duration Management und auf geringe Transaktionskosten. Daneben legen wir Wert auf das Hedging der Inflation, weil wir meinen, dass die Philipps-Kurve immer noch relevant ist, zwar flach, aber immerhin.

Damit sind wir endgültig im Alltag des Pensionsinvestors angekommen, betreffend den operativen Umgang mit dieser Gemengelage – zum Beispiel mit Fixed Income im anhaltenden Niedrigzins?

Nellshen — Kern des Umgangs mit unserem Direktbestand an Fixed Income ist es, uns hier mit sehr langfristigen, breit diversifizierten Fälligkeitsprofilen aufzustellen, so dass wir nicht mit einer Kumulation von Fälligkeiten und in der Folge mit entsprechenden Wiederanlagefragen konfrontiert werden. Das schützt uns nicht davor, in einem langfristigen Niedrigzinsumfeld mit der laufenden Rendite sukzessive in eine Art Gleitflug zu gehen – denn davor kann man sich nicht schützen! Aber das schützt vor einem – nämlich davor, relativ schnell in die Lage zu kommen, das Umfeld nicht mehr aushalten zu können. Sie erhalten hierdurch also eine längere Durchhaltefähigkeit. Gleichwohl: Länger heißt nicht unendlich. Uns allen hier am Tisch ist klar, dass jede Versorgungseinrichtung, jeder Lebensversicherer, jeder, der irgendwelche festen langfristigen Zusagen gemacht hat, in einem ewigen Niedrigzinsumfeld irgendwann Probleme bekommt. Die einen früher, die anderen später. Und das Rezept, welches ich gerade für die Fixed-Income-Seite beschrieben habe und das im Übrigen kaum erfordert, zusätzliches Risiko zu nehmen, hat zumindest den Effekt, diese Schwierigkeiten eher später als früher zu bekommen.

Wie finden Sie das Material für diese Ihre Fixed-Income-Bedürfnisse? Konservativ oder alternativ?

Nellshen — Man kann selektiv Risiken ins Portfolio aufnehmen, aber nur in einem limitierten Ausmaß. Jede Risikotragfähigkeit hat ihre Grenzen. Sie können nicht endlos an der Risikoschraube nach oben drehen. Das geht nicht, denn das wäre unverantwortlich. Wir haben ein großes Fixed-Income-Segment, das wirklich ultra-konservativ ist. Wenn wir morgens ins Büro kommen und – überspitzt – erfahren müssen, über Nacht ist die Welt untergegangen, dann wissen wir mit hoher Wahrscheinlichkeit: Dieses Geld ist noch da.

Woraus besteht dieses Segment?

Nellshen — Anleihen der öffentlichen Hand oder von der öffentlichen Hand garantiert. Und damit meinen wir nicht die öffentliche Hand von Schwellenländern, sondern von High-Ranking-Staaten. Hinzu kommen dinglich besicherte Anleihen höchster Qualität sowie erstklassige Papiere, die mit anderen zusätzlichen Anlegerschutzmechanismen ausgestattet sind. Das bringt derzeit in der Neuanlage für sich allein genommen keine auskömmliche Rendite. Aber aufgrund unseres erläuterten Fälligkeitsprofils, das wir uns vor allem in den

Jahren nach 2003 und damit vor der Niedrigzinsphase aufgebaut haben, können wir für eine gewisse Dauer so vorgehen.

Herr Köster, sieht Ihre Strategie ähnlich aus?

Köster — Als wesentlichen Unterschied erachte ich, dass die Bayer-Pensionseinrichtungen eine signifikant längere Historie haben als die der Deutsche Post DHL. Wir sind in größerem Stil praktisch erst seit 2010 ein Anleger von Planvermögen. Wir haben heute einen Deckungsgrad von circa 60 Prozent in Deutschland und 75 Prozent im Konzern. Vor wenigen Jahren lag er noch sehr deutlich darunter. Andererseits sind wir in der komfortablen Situation, dass nur in kleinerem Umfang die bAV-Einrichtungen selbst Garantien an Rentner oder Planteilnehmer gegeben haben. Insofern bestehen hier gewisse Freiheitsgrade. Wir rechnen mit bestimmten Renditen und kommunizieren diese gegenüber dem Konzernvorstand. Zudem haben wir unsere Renditeerwartungen in den letzten Jahren nach unten angepasst und mussten entsprechend nicht das Risiko hochfahren. Mit Blick auf die Duration fahren wir, sicher auch wegen der anderen Historie, definitiv keine Strategie der langen Laufzeiten, sondern sind eher kurz aufgestellt. Die Wahrscheinlichkeit beziehungsweise die Chance eines Zinsanstiegs ist aus unserer Sicht größer als die Wahrscheinlichkeit beziehungsweise das Risiko eines weiteren Rückgangs.

Welche Alternativen zu klassischen Bonds bieten sich im Segment Fixed Income derzeit an?

Ritter — VolCap-Strategien zum Beispiel. Die Kunden geben den Asset Managern eine gewisse Zielrendite vor, die im Rahmen einer Multi-Asset-Strategie mit einem bestimmten Risikobudget gemanagt wird. Wir bieten hier Strategien an, die ein Risikobudget von drei, fünf oder zehn Prozent beinhalten. Dementsprechend ändert sich der Target Return. Der Vorteil dieser Strategien ist, dass man über einen gesamten Konjunkturzyklus eine stabile Performance haben kann.

Mit welcher Performance kann man derzeit rechnen?

Ritter — Bei einem Risikobudget von drei Prozent liegt der Target Return bei Eonia plus 150 Basispunkten, bei fünf Prozent sind es 250 Basispunkte, und bei zehn Prozent Risikobudget sind es dann 400 Basispunkte. Aber das ist sehr konservativ gemanagt.

John — Wir finden Illiquide und Hybrid-Anleihen guter Qualität interessant sowie EMD mit Investment Grade.

Purschaker — Nachdem die EZB gut ein Drittel der Euro-Staatsanleihen hält, waren und sind Investoren schlicht gezwungen, in alternative Anlagen zu gehen, also die Kreditleiter weiter herabzusteigen. Investment Grade, High Yield, Senior Secured Loans, Emerging Market Debt. Und auch hier haben sich die Risikoprämien immer weiter komprimiert. Ich denke, wir sehen nach wie vor zwei ganz wesentliche Trends: eine Fortsetzung der Diversifikation, also raus aus den Heimatmärkten in global diversifizierte Strategien mit



Monika Ritter – Director Institutional Sales –
AXA INVESTMENT MANAGERS

»Das Risiko einer Einschränkung des Welt-handels und mögliche negative Folgen für das Weltwirtschaftswachstum darf man nicht unterschätzen.«

Die in Paris geborene Deutsche Monika Ritter, die über die Weltwirtschaftskrise 1929–39 promoviert hat, begann ihre Laufbahn bei GSAM. Kommend von der ING Investment Management, ist die 46-jährige Ritter heute als Director Institutional Sales bei AXA IM in Frankfurt verantwortlich für die Beratung und Betreuung von Corporates, Investment Consultants und Stiftungen in Deutschland.

Mit 2.400 Mitarbeitern in 21 Ländern, mehr als 5.000 Kunden und 745 Milliarden Euro Assets under Management ist AXA IM, gegründet 1994 als Tochter des AXA Konzerns, einer der größten Asset Manager Europas (Stand: 31. März 2018).

zunehmendem Fokus auf Asien. Zweitens sehen wir weiter einen Trend zu Illiquid Credits, also Investitionen in Private Debt, Infrastruktur und Real Estate Debt.

Hänsel — Im Bereich Fixed Income haben wir in den letzten Jahren die größte Dynamik in der Veränderung der Allokationsentscheidungen gesehen. Das alte Mantra, dass Risiko nur über Aktieninvestments genommen wird und sich die Kapitalanlage im Bereich Fixed Income in zwei fixe Blöcke – in Staats- und in Unternehmensanleihen – aufteilt, ist nicht mehr zeitgemäß. Bleiben wir in der Welt des reinen Fixed Income, empfehlen wir Multi-Credit-Strategien, in denen alle Anleihe-segmente mit einem Spread dynamisch kombiniert werden, sowie Investments mit einer signifikanten Illiquiditätsprämie. Des Weiteren beobachten wir einen immer stärkeren Trend, alternative Risikoprämien im Bereich festverzinslicher Wertpapiere zu vereinnahmen. Diese Möglichkeit besteht bei aktiven und passiven Anlagen gleichermaßen. Eine weitere Möglichkeit sind unterschiedliche, aktive Management-Ansätze, und hier haben wir derzeit einen Fokus auf quantitative Strategien. Dieser Ansatz erlaubt aktive Prämien, ohne eine hohe Sensitivität zum Zins zu generieren.

John — Im Segment Emerging Market Debt sehen wir spezialisierte Ausgestaltungen, beispielsweise beschränkt auf Investment Grade, Short Duration und auch Corporates beziehungsweise die gesamte Palette mit lokalen und globalen Währungen. Interessant finden wir neben den schon erwähnten Illiquid Credits auch Secured Finance sowie ebenfalls Multi Asset.

Herr John, als LDI-Experte betonen Sie mit Blick auf mit dem Betriebsrentenstärkungsgesetz schrumpfende DB-Versorgungswerke, das Cashflow Hedging in den Mittelpunkt zu stellen, um am Ende die Renten auch bezahlen zu können. Welche Asset-Klassen bieten sich hierfür an?

John — Das ist in der Tat der Fokus, wenn ein Versorgungswerk in die Phase des negativen Cashflows eintritt, also die Rentenzahlungen die Investmenterträge und Beiträge übersteigen. Folge: Wenn in einem Jahr die benötigte Mindestrendite verfehlt wird, muss man dies angesichts des schrumpfenden Vermögens im Folgejahr überkompensieren. Diese Erfahrung haben die Engländer uns übrigens voraus, weil dort die Abkehr von DB-Systemen schon vor längerer Zeit stattgefunden hat. In Deutschland ist dagegen derzeit noch eher der Blick auf die Funding Ratio vorherrschend. Hier stehen wir möglicherweise durchaus vor einem Paradigmenwechsel. Geeignet sind Anlageklassen, die einen guten, sicheren und kalkulierbaren Cashflow bieten, wie gesagt zum Beispiel Secured Finance. Hier lassen sich derzeit für DB-Systeme auskömmliche Renditen erzielen.

Kommen wir zum Schluss nochmal auf die Ausgangsfrage, nämlich die der politischen Risiken. Wenn Sie ein Fazit ziehen sollen, das eine Perspektive beinhaltet ...

Hänsel — Meine Befürchtung ist, dass wir über den typischen Mechanismus der Zinssenkung, Wachstum zu erzeugen und somit Risiken aus dem Aktienmarkt zu nehmen, zumindest in der Eurozone



nicht mehr verfügen. Was passiert also bei der nächsten größeren Krise? Was passiert eigentlich, wenn wir wirklich mal wieder in eine Rezession laufen? Geldpolitisch haben wir Stand heute in der Eurozone jedenfalls nur wenig Spielraum, und wichtig ist, dass unsere Kunden auf diese Szenarien vorbereitet sind.

John — Politische Risiken können als Katalysator wirken und den Fokus auf das eigentliche Ziel lenken. Für Pensionseinrichtungen lautet dieses Ziel, die Renten mit hoher Wahrscheinlichkeit auszahlen zu können. Das kann dann zum Paradigmenwechsel führen, weg von der rückwärtsoptimierten Asset-Allokation, die auf barwertbezogene Deckungsgrade abzielt, hin zu Cashflow-Profilen künftiger Rentenzahlungen als strategische Benchmark.

Ritter — Unsere wichtigste Sorge neben der Politik in Europa ist ein möglicher Handelskrieg. Zurzeit glauben wir, dass die aktuelle Wie-Du-mir-so-ich-Dir-Rhetorik von Seiten Trumps letztlich Taktik ist, um die Verhandlungen in Gang zu bringen – und kein Versuch, dem Welthandel nachhaltig zu schaden. Alles in allem bleiben wir optimistisch, dass am Ende die Vernunft obsiegt und die USA und China – das Land, auf das die taktischen Maßnahmen abzielen – verhandeln.

Purschaker — Wir können geopolitische Risiken in zwei Gruppen einteilen – solche, die globale Auswirkungen haben, und solche, die

»Selten ist ein Equilibrium nach einer Übertreibung nur langsam wiederhergestellt worden. Auslöser war meist ein externer Schock. Nachdem wir für viele Asset-Klassen seit zehn Jahren ein Goldilocks-Szenario hatten, muss dieses irgendwann zu Ende gehen.«

Nader Purschaker



Dennis Hänsel – Director Global Client Group, Head of Investment Advisory EMEA – DWS

»Meist hedgen wir heute nicht mehr komplett, sondern vereinnahmen einen Teil der Zinsdifferenz. Da in der Eurozone Zinsschritte offenbar weiter auf sich warten lassen, wird uns dieses Phänomen noch länger erhalten bleiben.«

Dennis Hänsel leitet seit 2014 das Investment Advisory Team der DWS. In seiner Aufgabe ist er zuständig für die Beratung der Investmentangelegenheiten von institutionellen Kunden. Schwerpunkt dieser Tätigkeit ist die Analyse der Kundenportfolios, die Strukturierung der Anlagen und die kontinuierliche Anpassung an Marktumfeld und regulatorische Anforderungen. Im Rahmen seiner Beratung sind die genauen Kenntnisse aller Risiken der Kapitalanlagen und eine maximale Diversifikation über alle Anlageklassen und Investmentstile wichtig. Vor seinem Eintritt in die DWS promovierte Hänsel an der Goethe-Universität und dem Center for Financial Studies im Bereich Corporate Finance und war Dozent an der Frankfurt School.

Die DWS ist einer der führenden Asset Manager weltweit mit einem verwalteten Vermögen von insgesamt 676 Milliarden Euro. Etwas mehr als die Hälfte dieses Vermögens verwaltet das Haus für institutionelle Anleger, darunter Unternehmen, Versicherungen und Pensionskassen, öffentliche und gemeinnützige Institutionen sowie Kreditinstitute und Vermögensverwalter.

für einzelne Länder oder Regionen spezifisch sind. Mit Blick auf globale Risiken hoffe und denke ich, dass der globale Handel, eine global ausgelegte Wertschöpfungskette und die wechselseitige Abhängigkeit einzelner Länder und regionaler Wirtschaftsräume alle Akteure immer wieder an den Verhandlungstisch führen werden, um Schlimmeres zu vermeiden. Und aus anlagepolitischer Perspektive haben wir als Investoren während der Finanzmarktkrise gelernt, dass wir den Umgang mit Tail Risks in Betracht ziehen müssen, bevor wir uns der Ausgestaltung der Anlagepolitik widmen. Nicht-antizipierbare Risiken haben in der Portfoliokonstruktion zwischenzeitlich einen sehr hohen Stellenwert bekommen. Eine Herausforderung werden in Zukunft jedoch die strukturelle Verschiebung der Asset-Allokation in illiquide Vermögensklassen und deren Risikomanagement darstellen.

Köster — Die Finanzkrise ist nun seit einigen Jahren halbwegs unter Kontrolle gebracht worden. Dennoch müssen wir weiterhin diese Diskussionen um die Geld- und Zinspolitik der Zentralbanken und deren weitreichende Nebenwirkungen führen. Wir wünschen uns natürlich, dass die Entwicklung weiter stabil verläuft. In den letzten Jahren ist gerade mit Blick auf die Rendite der Investments keinesfalls alles schlecht gelaufen. Dennoch sollten sich die politisch Verantwortlichen weiter darum bemühen, die Situation unter Kontrolle zu behalten. Die politische Lage in Europa kann sich in verschiedene Richtungen entwickeln. Insofern ist es auch sehr schwierig, sich als Investor auf diese Art von Risiko einzustellen. Wichtiger denn je ist das Risiko- und Chancenmanagement, also reagieren zu können, sollte es an den Märkten beizeiten zu Verwerfungen kommen.

Nellshen — Als Pensionsinvestoren unterscheiden wir uns von reinen Investmenthäusern eben dadurch, dass wir Altersversorgungseinrichtungen sind. Unser Geschäftsziel ist es, die zugesagten Renten dann bezahlen zu können, wenn die Menschen sie bekommen müssen. Das bedeutet, dass wir uns durchaus über diese geo- und geldpolitischen Entwicklungen Gedanken machen. Aber dennoch muss es unser Ziel sein – das folgt direkt aus unserer Aufgabe – letztendlich so prognoseunabhängig wie möglich eine Vermögensanlagepolitik zu betreiben, die möglichst vielen verschiedenen Marktentwicklungen und in möglichst vielen verschiedenen, auch krisenartigen Verläufen eben dem Ziel der Fähigkeit zur Rentenzahlung genügt. Denn das ist unsere vornehmste Aufgabe als Altersversorgungseinrichtung.

Ein gutes Schlusswort. Mit Luther und Goethe kombiniert könnte man auch sagen: »Und wenn ich wüsste, dass morgen die Welt unterginge: trotzdem über Gräber immer vorwärts!«



Diskutieren Sie die Themen, die die institutionelle Welt bewegen – nur beim **dpn Roundtable!**

Wir bringen Asset Manager, Investoren und Consultants an einen Tisch. Sie präsentieren sich und Ihre Ideen. Wir dokumentieren die hochklassigen Diskussionen ausführlich. Beteiligen Sie sich – und erreichen Sie Ihre Zielgruppe.

Zu Konditionen und Terminen kontaktieren Sie:

Eve Buckland
eve.buckland@ft.com
+44 (0)207 775 6324
+44 (0)7725 063 426

Alle dpn-Roundtables finden Sie auch im Internet:
dpn-online.com/dpn/Roundtables

dpn

FÜNFTE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE ALTERSVERSORGUNG
 № 3 / 2018

Chefredakteur	Michael Lennert (ML), Frankfurt am Main E-Mail michael.lennert@ft.com Telefon +49 (0) 69 / 15 68 51 17
Redaktion	Pascal Bazzazi (PBA, LEITER bAV und dpn), Berlin E-Mail pascal.bazzazi@ft.com Telefon +49 (0) 178 / 660 0130
Art Director & Layout	Hartmut Friedrich , Berlin E-Mail hf@kwer-magazin.de
Herausgeber	Peter Dodds , London, UK
Anzeigen	Eve Buckland , London, UK E-Mail eve.buckland@ft.com Telefon +44 (0) 20 / 77 75 63 24
Illustration	Jacopo Pfrang , Berlin
Fotografie (Roundtable)	Nastassja Zinsmeister , Köln
Copyright	© Financial Times Limited, 2018. »dpn« und »dpn brief« sind Warenzeichen der Financial Times Limited. »Financial Times« und »FT« sind eingetragene Warenzeichen und Dienstleistungszeichen der Financial Times Limited. Alle Rechte vorbehalten. Kein Auszug aus dieser Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung des Chefredakteurs reproduziert oder in irgendeiner Form für Werbezwecke verwendet werden. Wir übernehmen keine Haftung für Verluste, die Dritten dadurch entstehen, dass sie als Ergebnis von Informationen, die in dieser Veröffentlichung erschienen sind, gehandelt oder nicht gehandelt haben. Spezielle Fragen sind immer mit dem entsprechenden Berater zu besprechen. The Financial Times Limited ist in England und Wales eingetragen: Nummer 227590.
Chefredaktion	Grüneburgweg 16–18, 60322 Frankfurt/Main Telefon +49 (0) 69 / 15 68 51 17 Fax +49 (0) 69 / 15 68 51 55
Verlag	Financial Times Limited One Southwark Bridge London SE1 9HL Großbritannien
Abonnement	Bestellungen im Internet unter: www.dpn-online.com/subscribe oder schicken Sie eine Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de oder per Tel.: +49 (0) 89 / 139 28 42 35
Aboservice	Bei Adressänderungen, Änderungen von Bezugspersonen, Abbestellungen usw. schicken Sie eine Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de oder per Tel.: +49 (0) 89 / 139 28 42 35
Erscheinungstermin	Juni 2018
ISSN	1476-3028



Nur für professionelle Anleger

Heute für ein besseres Morgen investieren



Nachhaltigere Werte schaffen mit ESG

Infolge zunehmender Regulierung und Nachfragen von Investoren gewinnt verantwortungsvolles Investment (Responsible Investing, RI) weiter an Bedeutung – eine signifikante Veränderung, seit wir vor zwanzig Jahren das erste Mandat übernommen haben.

Heute sind wir der festen Überzeugung, dass RI langfristige, nachhaltige Werte schaffen und positive Entwicklungen vorantreiben kann.

Unser Angebot umfasst alle Anlagekategorien, von der ESG Bewertung und -Integration über nachhaltige Anlagen bis zur aktiven Produktbetreuung, damit Sie schon heute in eine bessere Zukunft investieren können.

Anlagen enthalten Risiken, einschließlich dem des Kapitalverlustes.

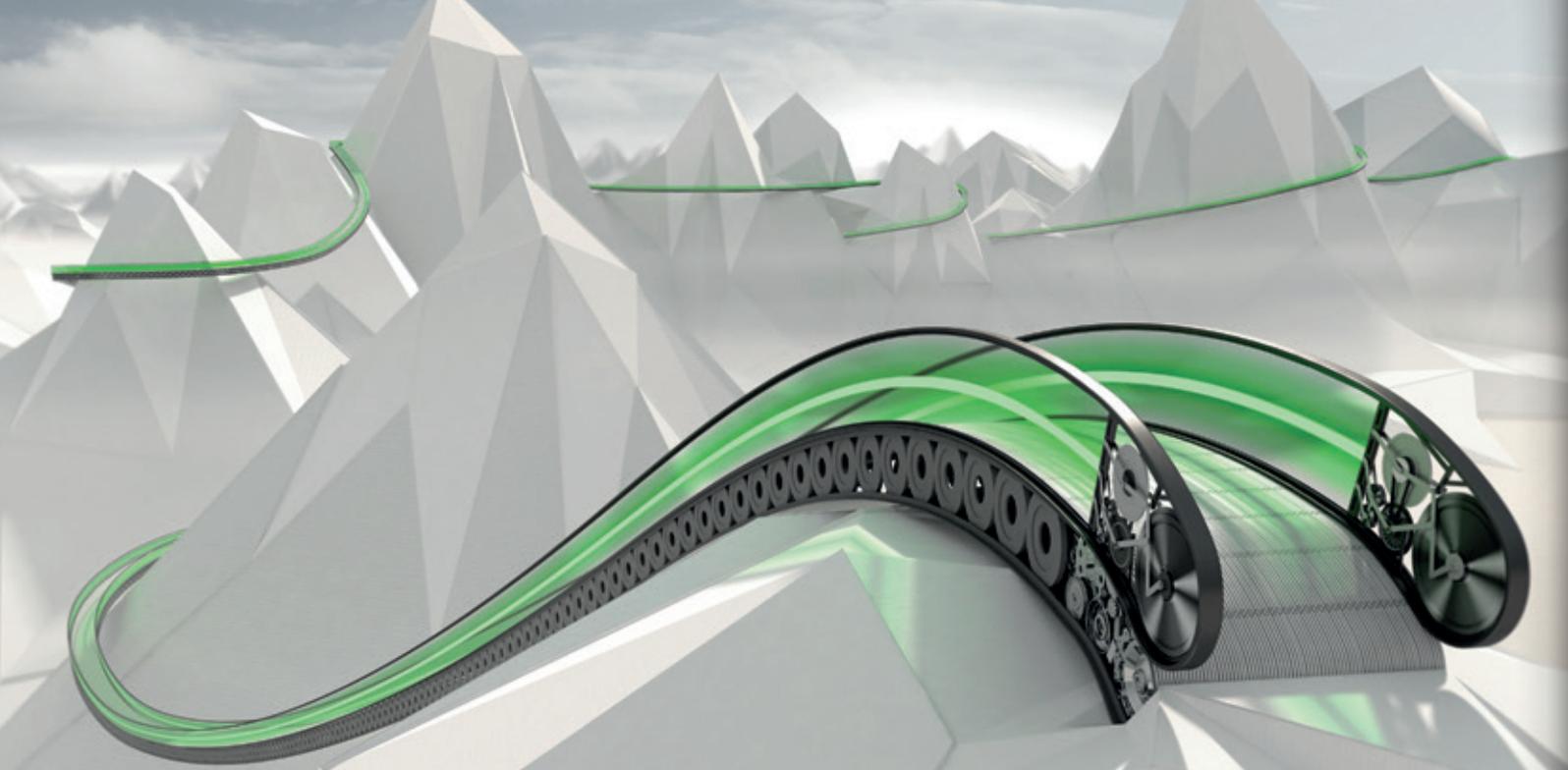
Erfahren Sie mehr über AXA IM und seine RI-Kompetenz:

[INSTITUTIONELLE.AXA-IM.DE/DE/RESPONSIBLE-INVESTMENT](https://www.institutionelle.axa-im.de/de/responsible-investment)

Allgemeine Hinweise:

Nur für professionelle Kunden / nicht für Privat-/Kleinanleger. Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial und um kein investmentrechtliches Pflichtdokument.

Die hier von AXA Investment Managers Deutschland GmbH bzw. mit ihr verbundenen Unternehmen („AXA IM DE“) bereitgestellten Informationen stellen weder ein Angebot zum Kauf bzw. Verkauf von Fondsanteilen noch ein Angebot zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen dar. Die Angaben in diesem Dokument sind keine Entscheidungshilfe oder Anlageempfehlung, (aufsichts-) rechtliche oder steuerliche Beratung durch AXA IM DE, sondern werden ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Die vereinfachte Darstellung bietet keine vollständige Information und kann subjektiv sein. Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken des Empfängers. Eine Weitergabe an Dritte ist weder ganz noch teilweise gestattet. Wir weisen darauf hin, dass diese Mitteilung nicht den Anforderungen der jeweils anwendbaren Richtlinie 2004/39/EG bzw. 2014/65/EU (MiFID/ MiFID II) und der zu dieser ergangenen Richtlinien und Verordnungen entspricht. Das Dokument ist damit für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht geeignet. Wertentwicklungsergebnisse der Vergangenheit bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Anlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Daten, Zahlen, Fakten, Meinungen und Aussagen beruhen auf unserem Sach- und Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird nicht übernommen. Stand: 01. April 2018 © 2017 AXA Investment Managers. Alle Rechte vorbehalten.



Navigieren Sie durch ein schwieriges Umfeld? Gehen Sie einen nachhaltigen Weg, um Risiken zu managen.

Investieren Sie verantwortungsbewusst in Anleihen, ohne auf Renditenpotenzial zu verzichten. Wir:

- integrieren die ESG-Analyse als zentralen Bestandteil in unsere Kreditanalyse
- legen nicht nur Wert auf Ausschlüsse, sondern auch auf das Engagement mit den Emittenten
- haben das erste Klimarisikomodell für Unternehmensanleihen der Investmentbranche entwickelt

Bitte beachten Sie, dass der Wert des investierten Kapitals nicht garantiert ist. Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück.

+44 20 7321 1502

www.insightinvestment.de
europa@insightinvestment.com



Im Jahre 2017 hat Insight ein A+ Rating der Principles for Responsible Investment der UN für Strategie, Governance und die Integration von Social Responsible-Themen in den Unternehmensanleihenportfolios erhalten.

Prinzipien in die Tat umsetzen

Anlagen in Anleihen werden durch Zinssätze und Inflationstrends beeinflusst, was sich auf den Wert des Portfolios auswirken kann. Herausgegeben von Insight Investment Management (Global) Limited. Registriert in England und Wales. Eingetragener Firmensitz: 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA, Großbritannien. Eintragung im Handelsregister unter der Nummer 00827982. Zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority.

Part of  BNY MELLON