

LEITERbAV

TACTICAL ADVANTAGE

Das Magazin für die imperativen
Fragen des zeitgenössischen deutschen
Pensionswesens

Volume 12
4/2023

EURO 50,00

#uebermorgen

Janne Werning
Leiter der Gruppe ESG Capital
Markets & Stewardship
bei Union Investment

**„Für eine nachhaltige Transformation
der Wirtschaft braucht es Weitsicht.
In diesem Prozess gemeinsam mit
Anlegern und Unternehmen immer
wieder neue Etappen zu meistern,
das spornt uns täglich an.“**

Erfahren Sie mehr unter www.nachhaltigekapitalanlagen.de

Wir arbeiten für Ihr Investment

Kontakt: Union Investment Institutional GmbH, Weißfrauenstraße 7,
60311 Frankfurt am Main, Telefon 069 2567-7652.
Bei dieser Anzeige handelt es sich um Werbung.



TALKING HEADS – ZWISCHEN KRISE UND KATHARSIS:

WE LIVE IN POLITICAL TIMES?!

06 – 07

Ein Werbeslogan der Londoner »Financial Times« lautete über Jahre treffend – »We live in Financial Times«. Nun ändern sich die Zeiten. Europa steht vor einer zusammenwirkenden Multi-Problemlage – und die Regierungen schalten in den Modus des Daueraktivismus. Leben wir heute in einer zuvorderst von der Politik geprägten Zeit, und welche Folgen hat die vielfältige Szenarienlage für Pensionsinvestoren und ihre Kapitalmärkte? Darüber spricht PASCAL BAZZAZI mit MARCUS WILHELM, HARALD KLUG, RENÉ PENZLER und WOLFGANG MURMANN.



↑ Über Lage und Perspektive für deutsche Pensionsinvestoren sprachen **MARCUS WILHELM, WOLFGANG MURMANN, HARALD KLUG** und **RENÉ PENZLER** mit **PASCAL BAZZAZI** (v.l.n.r.) im Dezember 2022 bei Airbus in München und online im I. Quartal 2023.
Foto: Scherhauer.

Mit freundlicher Unterstützung von:


BlackRock



Guten Morgen, die Herren. Beginnen wir mit der Geo-Lage Ende 2022/Anfang 2023: Inflation und Zinsen dynamischer, Spielräume der Geldpolitik enger, Wechselkurse außer Rand und Band, Demographie jeden Tag schlechter, on top Energiekrise, Industrien zunehmend unter Druck – und im Osten droht ein Krieg buchstäblich zum schrecklichen Dauerbrenner zu werden. Ich bin pessimistisch und sehe sorgenvoll in Deutschlands und Europas Zukunft. Zittern Sie mit mir, oder sind Sie optimistischer?

MARCUS WILHELM Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat natürlich nicht nur politische Auswirkungen, sondern auch starke wirtschaftliche Auswirkungen zur Folge, die Sie schon ansprachen; steigende Energiepreise führen zu steigenden Erzeu-

gerpreisen, und die Inflation springt mit Raten an, die vor zwei Jahren hier noch keiner vorhergesagt hätte.

HARALD KLUG Das kann man unterstreichen. Dazu kommt noch mehr: dass wir in einer Welt geprägt von einer Angebotsknappheit leben; einerseits alternde Gesellschaften, weniger Menschen in der Workforce, nicht zu besetzende Stellen. Dann die zeitweise Zero Covid-Strategie in China, Unternehmen, die statt just in time nun just in case bestellen, die gestörten Lieferketten, die teils nun auch unter geopolitischen Gesichtspunkten umgestellt werden müssen. Und ganz zentral natürlich auch die schon angesprochene Energie. Ja, all das treibt natürlich die Inflationsrate.

» Wenn die Marktteilnehmer die Äußerungen der Fed ernst nehmen, ist die Wahrscheinlichkeit geringer, dass die Fed es zur Rezession kommen lassen muss.«

MARCUS WILHELM

Andererseits wirken die Instrumente der Notenbanken vornehmlich auf Nachfrageseite – was die Sache nicht einfacher macht. Um die Nachfrageseite auszustoppen, müssten die Notenbanken den Zins so stark anheben, dass schwere Folgen für den zinsensensitiven Teil der Wirtschaft nicht ausbleiben könnten.

Die Folge wäre wohl endgültig die Rezession. René Penzler, ist eine solche in Deutschland überhaupt noch vermeidbar?

RENÉ PENZLER Zumindest ist sie sehr wahrscheinlich bzw. technisch bereits da. Die Frage ist, wie stark sie wird oder ob man eine weiche Landung hinbekommt, wovon wir ausgehen. In der Tat gibt es für die Notenbanken nur die Möglichkeit, über die Zinserhöhung die Wirtschaft abzuschwächen, damit die Nachfrageseite zu reduzieren, um so auch die Inflation wieder in den Griff zu bekommen. Oder man akzeptiert die Preissteigerungen. Keine der beiden Optionen ist gut. Aber eine gewisse Abschwächung oder ein Zurückfahren der Wirtschaft ist vermutlich ein notwendiges Übel, welches die Notenbanken bereit sein werden hinzunehmen.

Wolfgang Murmann, optimistisch oder pessimistisch?

WOLFGANG MURMANN Ich möchte hier unterscheiden zwischen der Geo-Lage und der Makro-/Marktsituation. Auf der geopolitischen Seite beobachten wir seit vielen Jahren die Divergenz zwischen den demokratischen und den autokratischen Strukturen. Das ist eigentlich nichts völlig neues; beispielsweise gab es bereits in den 1960er Jahren in Aachen einen deutschen Physiker, Prof. Wilhelm Fucks, der über entsprechende Formeln zur Bevölkerungs- und Industrieentwicklung globale Machtverschiebungen prognostizierte und schon damals den Aufstieg Chinas zur Supermacht kommen sah. In dem Kontext muss man auch den Russland/Ukraine-Konflikt sehen, der hier möglicherweise wie ein Katalysator wirkt. Hier finden tiefe Entfremdungen statt, die ich sehr besorgniserregend finde. Immerhin hat die Globalisierung wenn auch nicht gemeinsame Werte, aber zumindest gewisse gemeinsame Nenner für fast alle Staaten und dabei ein Grundmaß an Stabilität hervorgebracht.

Wilhelm Fucks, »Formeln zur Macht«! Das Buch war neben Paul Kennedys »Aufstieg und Fall der großen Mächte« Kern meiner Examensarbeit an der RWTH Aachen Mitte der 90er.¹ Nicht zu fassen. Das Buch kennt heute kein normaler Mensch mehr! Und die ökonomische Makroebene?

MURMANN Mein Vater ist Physiker, das war eine seiner Buchempfehlungen an mich. Nun, auf der Makroebene, auf der Marktseite, da bin ich mir nicht sicher, ob ich wirklich so pessimistisch bin, gerade mit Blick auf die Anforderungen an die Kapitalanlage von Pensionsinvestoren. Klar, da ist diese außergewöhnlich hohe Inflation, die nicht nur Verbraucher, sondern auch viele Pensionseinrichtungen vor große Herausforderungen stellt. Bis zu einem gewissen Grad musste hiermit nach diesem Jahrzehnt ungewöhnlicher Geldpolitik aber auch gerechnet werden, lediglich ein Auslöser war lange Zeit nicht absehbar. Nun gab es mit der Pandemie und dem russisch-ukrainischen Krieg gleich zwei in relativ kurzer Abfolge. Insofern sehe ich das, was wir jetzt beobachten, als gewissen Normalisierungsprozess.

KLUG Eigentlich hat ja schon nach der Amtszeit von Paul Volcker die Great Moderation begonnen – und jetzt müssen wir sehen, dass das Zeitalter der ständigen Stabilisierungen durch die Notenbanken offenbar vorbei ist. Vermutlich kommen wir nun zurück in die Zeit vor der Great Moderation, die durch eine höhere Volatilität in der Makroökonomie gekennzeichnet war. Und wo man mit Strategien à la Buy the Dip vorsichtiger sein sollte.

Reden wir genauer über die Notenbankpolitik: Fed steigt offenbar aus QE und der Great Moderation aus, und das bemerkenswert strammen Schrittes. Aber: Wird sie diesen Weg weiter beschreiten ohne Rücksicht auf Verluste? Oder irgendwann

vor Rezession und schwachen Märkten kapitulieren, am Ende doch wieder die Geldschleusen öffnen? Und werden die anderen Großräume, in erster Linie die EZB, der Fed folgen können? Sie ist ja in einer sichtlich prekäreren Lage, einer regelrechten Zwangslage im Vergleich zur Fed: zig verschiedenste Wirtschaftsräume in dieser Währungsunion, der von dem billigen Geld abhängige ClubMed, politische Einflussnahme ... und dann der heiße Krieg am Rande Europas. Wenn dem so ist: Was bedeutet das Auseinanderlaufen für die europäischen und nordamerikanischen Volkswirtschaften und Währungen?

PENZLER Gut, die USA hatten gegenüber Europa den Vorteil des Ausgangspunkts einer sehr starken Wirtschaft, mit schon engem Arbeitsmarkt und erheblichem Lohnndruck. Es zeigt sich jetzt zunehmend, dass auch ein sehr schnelles Hochsetzen der Zinsen bei starker Wirtschaft und starkem Arbeitsmarkt durchaus praktikabel ist. Man sieht nun ein erstes, langsames Zurückkommen der US-Wirtschaft. Mehr Tempo werden wir wohl erst im Laufe 2023 sehen. Natürlich gibt es gewisse Risiken bei solch schnellen Zinsschritten, doch derzeit ist davon noch wenig zu spüren. Auf der Inflationsseite gibt es bereits etwas Entspannung, so beim Ölpreis. Sollte die Inflation aber hoch bleiben, denke ich nicht, dass die Fed ihren Kurs vor der Zeit ändern wird. Das hat sie zuletzt auch wieder bestätigt.

WILHELM Das sehe ich ähnlich. Die Fed ist relativ entschlossen vorangegangen und hat mehrfach klargemacht, dass sie notfalls eine Rezession in Kauf nehmen wird. Das Gute: Wenn die Marktteilnehmer die Äußerungen der Fed ernst nehmen, ist die Wahrscheinlichkeit geringer, dass die Fed es zur Rezession kommen lassen muss. Allerdings rechnen wir durchaus damit, dass die Inflation noch länger anhalten wird,

¹ Wilhelm Fucks: »Formeln zur Macht«, Deutsche Verlags-Anstalt, Stuttgart 1965 – Paul Kennedy »The Rise and Fall of the Great Powers: Economic Change and Military Conflict from 1500 to 2000«, Random House, New York, 1987.



RENÉ PENZLER

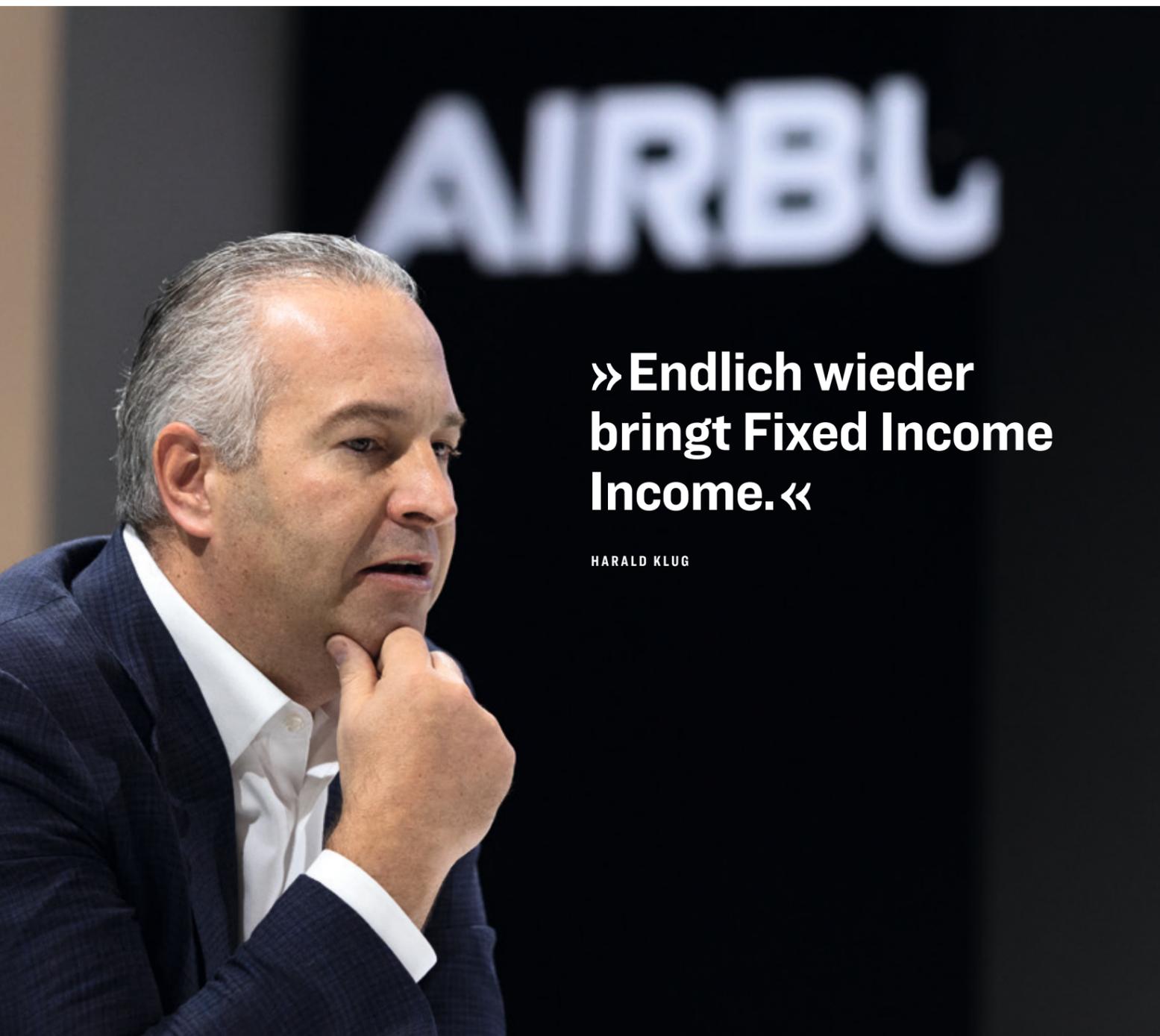
»Es ist nun ein gutes Jahrzehnt her, dass man so günstig de-risken konnte.«

René Penzler leitet als Co-Head Multi Asset & Solutions EMEA das europäische Multi Asset Investment-Geschäft der DWS. In seiner Funktion ist er insbesondere für Anlagelösungen für institutionelle Investoren im Pensions- und Versicherungssektor verantwortlich. Vor seiner aktuellen Tätigkeit war er Head of Multistrategy, wo er unter anderem die Fondsselektion verantwortete. In weiteren Rollen leitete Penzler, der seit 2008 bei der DWS ist, das Risk Engineering Team und arbeitete als Fixed Income Overlay Manager. Zuvor war er im Bereich Zinsstrukturierung auf der Bankenseite tätig.

Penzler – Master (drs) in International Management und CFA Charterholder – hat an

der Universität von Maastricht sowie an der Universität von Santa Barbara in Kalifornien studiert.

Die DWS Group blickt auf mehr als 60 Jahre Erfahrung als Asset Manager zurück und verwaltet mit 3.800 Beschäftigten an Standorten in der ganzen Welt ein Vermögen von gut 820 Milliarden Euro AuM, davon circa 43 Prozent in Deutschland (31. Dezember 2022). Das Haus, bis 2018 Teil der Deutschen Bank AG und seitdem börsennotiert mit der Bank als Hauptaktionär, bietet privaten und institutionellen Investoren die Kapitalanlage in Anleihen, Aktien und Alternatives, sowohl aktiv als auch unter seiner ETF-Marke Xtrackers passiv. BAZ



» Endlich wieder bringt Fixed Income Income.«

HARALD KLUG

auch wegen kommender Zweitrundeneffekte. Der Arbeitsmarkt in den USA ist nach wie vor sehr stark – Lohnforderungen, mehr Kaufkraft, mehr Nachfrage, mehr Inflation ... Und ob die EZB folgen kann? Grundsätzlich muss sie natürlich in dieselbe Richtung gehen. Für meinen Geschmack ist sie etwas spät eingestiegen, sie hat ja erst am 21. Juli 2022 den ersten Zinsschritt gemacht. Möglicherweise muss sie künftig umso stärker nachsteuern, mit allen Risiken. Immerhin sind im Januar die Rohstoffpreise gesunken, was entlastend wirkt und die Hoffnung auf eine schwächere Rezession nährt.

Aber sie kauft weiter Staatsanleihen.

WILHELM Das ist in der Tat keine einfache Lage, in der sich die EZB befindet, weil sie auf Einzelstaaten Rücksicht nehmen muss und sie mit ihrer Anti-Fragmentierung eben die Signale, die von den Kapitalmärkten kommen, teils neutralisiert. Kurzfristig bedeutet das eine Stabilisierung der Euro-Zone, birgt aber langfristig die Gefahr falscher Anreize, weil nötige Konsolidierungen und Reformen in manchen Einzelstaaten verschleppt werden.

KLUG Zu spät war ja eigentlich auch die Fed dran. Man hatte auch dort noch, bis November 2021, gesagt, dass die Inflation transitory sei. Sie saß lange hinter der Kurve und musste dann sehr schnell agieren.

Man kann durchaus daran zweifeln, dass die Zinssenkung, die der Markt mit der inversen Zinskurve momentan einpreist, so schnell kommen wird. Andererseits wird der politische Druck auf die Fed klar stärker werden, wenn die Brems Spuren in der Wirtschaft beizeiten sichtbar werden und die Inflationsrate runterkommt. Allerdings werden wir dann hier vermutlich eher eine Zinspause sehen als

schnelle Senkungen. Jerome Powell will wahrscheinlich auch nicht als zweiter Arthur Burns² in die Geschichte eingehen, sondern eher als neuer Paul Volcker.³ Und ja, momentan hilft ihm natürlich der starke Arbeitsmarkt, die Zinsen weiter oben zu halten.

Was sagt der Anleihenexperte?

MURMANN In der Tat preisen die Märkte momentan ein, dass die Zentralbanken die Leitzinsen in den nächsten Monaten weiter erhöhen werden, diese danach aber wieder zurückkommen. Das sehen wir anders. Wir rechnen nach den kommenden Zinserhöhungen eher mit einem Plateau. Die Inflation hat sich, selbst bei zurückgehenden Energiepreisen, nun erstmal im Warenkorb festgesetzt. Die Entwicklung im Dienstleistungssektor bleibt abzuwarten, aber jüngst hat ja sogar die EZB-Gewerkschaft angesichts der Inflation höhere Gehaltsanpassungen gefordert als die angebotenen vier Prozent. Das heißt, die Zweitrundeneffekte, die Marcus Wilhelm anspricht, werden wohl kommen. Damit wird die Inflation erst einmal oberhalb der Komfortzone der EZB liegen, und dementsprechend ist auch das Zinsrückgangspotenzial überschaubar. Möglicherweise schätzen die Märkte die Lage derzeit falsch ein.

Männer, das ist mir alles noch zu wenig Doom hier, zu wenig Cassandra. Deshalb frage ich jetzt konkret: Droht Deutschland eine De-Industrialisierung?

KLUG Deutschland ist hier energiepolitisch in einer schwierigen Situation. Das Land war sehr abhängig vom billigen russischen Gas. Fraglich ist, ob die gleiche Industrieproduktion hierzulande auch zu wesentlich höheren Energiekosten statt-

² Fed Chairman von Februar 1970 bis Ende Januar 1978, während seiner Amtszeit unter scharfer Kritik wegen seines schwachen Gegensteuerns angesichts der stark anziehenden Inflation.

³ Als Nach-Nachfolger Burns' Fed Chairman von August 1979 bis August 1987, der mit Leitzinsen von bis über 20 Prozent die US-Inflation unter Kontrolle brachte.

finden kann, wenn gleichzeitig der amerikanische Inflation Reduction Act, der ja auch nichts anderes ist als ein Standortförderungsgesetz, mit über 400 Milliarden US-Dollar klare Incentives setzt.

René Penzler, dann kaufe ich demnächst Boeing statt Airbus-Aktien?

PENZLER Nun, solche Prozesse passieren ja nicht von heute auf morgen. Allerdings stellt der Energiepreis einen Wettbewerbsnachteil dar, der derzeit zu groß ist. Aktuell sind wir eher der Meinung, dass Europa durchaus attraktiver sein kann als die USA. Wir haben in den USA einen stärkeren Zinsanstieg gehabt, wir haben in Europa einen relativ hohen Discount auf die Bewertung der Aktien. Ja, es gibt mehr Unsicherheiten in Europa, aber viele Investoren haben sich bereits von Europa abgewandt. Die Repatriierung sieht man auch an den Fund Flows. Europa ist also schon recht negativ von der Investorensseite bedacht worden.

Also, industriepolitisch muss sich vieles in Europa verbessern, doch sind viele Probleme auch schon eingepreist. In einem negativen Umfeld gibt es immer auch Chancen. Die sehen wir hier, auch weil Europa über mehr defensive Sektoren verfügt als die tech-lastigen USA. Flösse künftig wieder mehr Investorengeld nach Europa, wäre das zumindest keine Überraschung.

Wolfgang Murmann, wenn Europa unter weiteren Druck geraten sollte – die Zinspolitik hatten wir eben besprochen – bedeutet das auch unter dem Gesichtspunkt der Bonitäten von Anleihen Probleme? Lieber US High Yield als Euro High Yield?

MURMANN Seit dem 24. Februar 2022 ist die Frage, ob Europa sich stärker nach Osten orientieren soll, beantwortet. Ich denke, dass wir uns nun in einem neuen,

sehr westlichen Wirtschaftsraum bewegen, der weniger global sein wird. Mit Blick auf Bonitäten gehe ich nicht davon aus, dass wir hier unmittelbar in Bedrängnis kommen werden, nur weil Europa möglicherweise strategisch nicht so gut aufgestellt ist wie die USA. Unter Bewertungsaspekten kann man festhalten, dass europäische Anleihen derzeit günstiger bewertet sind als solche aus dem US-Dollar-Raum. Man sollte auch nicht unterschätzen, dass viele Unternehmen sich gerade während der Covid-Zeit zu sehr niedrigen Zinsen refinanziert haben. Also: Kurzfristig bin ich weniger pessimistisch. Mittelfristig ist die entscheidende Frage, wie lange und tief die sich androhende Rezession sein wird. Daher bevorzugen wir momentan Investment Grade- gegenüber High Yield-Bonitäten.

Marcus Wilhelm, macht man sich als Pensionsinvestor, der Plan Assets zu verwalten hat, eigentlich Gedanken darüber, was aus dem Euro wird? Oder nimmt man den Euro als gesetzt an und investiert in Euro ohne die Sorge, dass die EZB die Inflation in der schwierigen Gesamtlage doch nicht in den Griff bekommen könnte?

WILHELM Hier gibt es zwei Aspekte: Zunächst behalten wir bei Airbus den Dollar natürlich immer im Auge, da der Großteil unserer Produkte in Dollar fakturiert wird, wir aber eine sehr starke Kostenbasis in Euro haben. Insofern hat der Dollarkurs starke Wirkung auf unser Geschäft, und ein schwächerer Euro stellt für uns als Unternehmen insgesamt zunächst einmal kein Problem dar.

Als Pensionsinvestor sind in Deutschland alle unsere Ansprüche in Euro denominiert, und von daher sind wir Euro-Investor. Wir investieren aber weltweit, vor allem bei risikoorientierten Kapitalanlagen; der »un-gehedgte« Teil profitiert



WOLFGANG MURMANN

»In der Tat preisen die Märkte momentan ein, dass die Zentralbanken die Leitzinsen in den nächsten Monaten weiter erhöhen werden, diese danach aber wieder zurückkommen. Das sehen wir anders.«

Wolfgang Murmann – Head of Distribution and Solutions, Germany and Austria der Insight Investment – ist seit knapp einem Vierteljahrhundert auf dem Parkett. Als Geschäftsführer der Frankfurter Niederlassung des britischen Fixed Income-Spezialisten ist er für die weitere Entwicklung des deutschen und österreichischen Geschäfts verantwortlich.

Murmann kehrte im Januar 2018 zu Insight zurück, nachdem er zuvor bereits mehrere Jahre als Senior Solutions Specialist (Europe) für das Haus tätig war. Weitere Stationen seit seinem Berufseinstieg 1999 waren unter anderem SCOR und die Dresdner Bank/Commerzbank, wo er verschiedene Positionen in Beratung, Struktu-

rierung und Vertrieb inne hatte. Der in Frankfurt und London studierte Ökonom verfügt über umfangreiche Erfahrung im Investmentbanking, Asset Management sowie der Rückversicherung, hält einen MSc in Finance und besitzt zudem die Qualifikation zum Certified Corporate Treasurer VDT®.

Insight Investment ist ein führender Asset- und Risikomanager mit einem verwalteten Anlagevermögen von 736,7 Milliarden Euro (Ende 2022). Als Spezialist bietet Insight Anlagelösungen für institutionelle Kunden in den Bereichen festverzinsliche Anlagen, Risikomanagement-Strategien (insbesondere LDI) und Währungsrisiko-Management, Absolute-Return- und Multi-Asset-Produkte.

In Deutschland verwaltet Insight 10 Milliarden Euro AuM (alle Angaben Ende 2022).
BAZ

insofern von einem stärkeren Dollar; während wir bei den Anleihen vor allem im Euroraum unterwegs sind – und uns sonst hedgen.

Gegen einen Euro-Ausfall an sich hedgen Sie sich nicht?

WILHELM Nein.

Ich gebe mich geschlagen, Europas Untergang ist abgesagt, vorläufig. Nun konkreter zur bAV und der Kapitalanlage: Ich habe neulich mit einem Kapitalanlagevorstand einer großen Pensionskasse gesprochen. Der hat für 4,3 Prozent einen Loan bei einer großen deutschen Bank gezeichnet. Sein interner Rechnungszins liegt bei 3,5 – einfacher gehts kaum.

KLUG Das können wir bestätigen. Endlich wieder bringt Fixed Income Income. In der Tat stocken sehr viele Anleger wieder ihren Anleihenbestand auf, im Direktbestand oder über Fonds, auch um die Gaps zwischen der Zinssensitivität der Liabilities und der Assets zu verkleinern.

Gleichzeitig sehen wir aber auch, dass ein Trend weiter anhält, und das ist ganz klar der in Richtung der Private Markets. Wir sehen, dass viele Investoren, die stark im Privatmarkt oder in Alternatives investiert waren, bis jetzt besser durch die Krise gekommen sind und die Bewertungen weniger nachgegeben haben. Hier sehen wir auch weitere Nachfrage, besonders im Bereich Infrastruktur – einerseits stabile Einnahmen, andererseits auch ein mehr oder weniger direkter Inflationsschutz.

PENZLER Wir kommen ja aus der Welt von TINA, keine Alternativen zu den Aktienanlagen. Das neue Wort ist jetzt TAPAS – There are powerful Alternatives.

TAPAS, das kannte ich noch nicht.

PENZLER From TINA to TAPAS. Man kann mit Investment Grade Credit derzeit wieder 3,5 Prozent verdienen, in den USA sogar 5, das liegt zum Teil über der Dividendenrendite der großen Indizes, und das für Instrumente des Liability Matching mit geringerem Risiko. Flexibilität und Spielräume der Pensionsinvestoren haben sich wieder deutlich erhöht. Insofern sehen wir hier wirklich eine Art Revival der Fixed Income-Welt für alle Anleger, insbesondere für Pensionsinvestoren. Und sicher wird das Zinsniveau genutzt, um die Durations wieder zu verlängern und die Gaps zu schließen.

Aber wir sehen auch, dass das Differential von einigen Private Markets zum liquiden Markt kleiner geworden ist. Insofern muss man genau hingucken.

Grundsätzlich ist es sehr positiv, dass es wieder mehr Alternativen für die SAA gibt, um die nötigen Returns zu erzielen, und das gilt explizit für die »simple« Lösung Investment Grade Credit.

Wolfgang Murmann, viel zu tun jetzt hier mit Anleihen und Fixed Income?

MURMANN Uns wird dieses Jahr noch weniger langweilig als die Jahre zuvor. 2022 galt klassisch Risk off, auch für viele Pensionsinvestoren. Landauf, landab werden derzeit die SAA angepasst. Und strategisch sind für eine Pensionseinrichtung die zentralen Fragen schlicht: Wie viel Rendite brauche ich? Was ist mein Renditeziel, und welche Risiken muss ich dafür eingehen? Die letzten 10, 15 Jahre waren stark davon geprägt, dass hierzu substanzielle Allokationen in Wachstumswerte nötig waren. Das hat sich fundamental geändert. Der Trend aus Wachstumswerten hin zu Fixed Income, zu Duration, den wir 2022 bereits beobachtet haben, wird sich 2023 verstetigen. 2010 betrug die Fixed Income-Quoten

deutscher Pensionsinvestoren noch circa 80 Prozent, Ende 2021 lediglich etwa 30 Prozent. Ich erwarte nach gut zehn Jahren tatsächlich einen Bruch im langjährigen Asset Allocation-Trend.

WILHELM Wesentliche Faktoren eines jeden Pensionsinvestors sind die Art seiner Zusage sowie die jeweilige Bilanzierung, nach der er steuert. Es macht durchaus einen Unterschied, ob man in HGB bilanziert oder IFRS. Bezüglich Pensionen hatten wir mit 2022 wahrscheinlich eines der turbulentesten Jahre, zumindest seitdem ich im Pensionswesen bin. Turbulent heißt nach IFRS: eines der positivsten Jahre überhaupt. Gleichzeitig nach HGB eines der schlechtesten.

Die Gründe liegen auf der Hand: Die Asset-Seite lief mit hoher Korrelation schlecht; Aktien und Anleihen korrelierten ungewöhnlich stark, bei zugleich negativen Renditen. Die übliche Diversifikation half hier also nur sehr begrenzt. Unter IFRS wurde all dies durch den Anstieg des Diskontzinses um mehr als 300 BP überkompensiert, insbesondere bei den langen Durationen. Unter HGB stand den Verlusten auf der Aktivseite wegen der Durchschnittsbildung des Zinses aber kein Rückgang der Verpflichtungen gegenüber. Im Gegenteil, durch die gestiegene Inflationsannahme haben hier die Verbindlichkeiten insgesamt eher noch zugelegt.

Wenn wir schon bei den Bilanzierungsfragen sind: LDI jetzt wieder in aller Munde?

MURMANN Im internationalen Vergleich sind die Zins-Absicherungsquoten deutscher Pensionseinrichtungen vergleichsweise gering, ich schätze, dass sie Ende 2021 im Durchschnitt unter 30 Prozent lagen. Viele Investoren sind also mit großen Duration Gaps in das Jahr 2022

gegangen, haben dementsprechend in der IFRS-Bilanz von der sehr starken »Liability Performance« profitiert. Daher sehen wir nun neue Rekordstände der Funding Ratios. Und ja, bei einem hohen Ausfinanzierungsgrad in Kombination mit einem attraktiven Zinsniveau, wenn De-Risking also »billig« ist, dann ist es natürlich naheliegend, LDI als Strategie zu prüfen. Einige Unternehmen haben bereits 2022 angefangen, ihre Durationslücken über einen LDI-Ansatz zu verringern, manche sogar recht umfangreich.

René Penzler, besonders Banken sind ja sensibel, wenn die Pensionsbilanz auf ihr Eigenkapital wirkt. Wie sehen Sie LDI? Jetzt im hohen Zins einloggen und Ruhe haben?

PENZLER Nicht umsonst steht LDI für Liability Driven Investment und nicht für Liability Matching Investment. Man kann auch LDI-Strategien fahren, mit denen man je nach Lage durchaus größere Risiken gegenüber den Verbindlichkeiten nimmt, alles eine Frage der Risikomanagementprozesse.

Ist jetzt also die Zeit für De-Risking, vor allem auf der Zinsseite? Die typischen 60/40-Portfolios hatten ja eines der schlechtesten Jahre jemals, Aktien negativ, Renten zweistellig negativ. Aber wie Marcus Wilhelm und Wolfgang Murmann eben schon sagten: Nach IFRS war es ein gutes Jahr, weil minus 15 Prozent auf der Anlagenseite von minus 30 Prozent auf der Verbindlichkeitsseite überkompensiert wurden, also immer noch 15 Punkte Outperformance. Das gilt aber im Wesentlichen nur für Pensionsinvestoren mit ihren Liabilities, nicht aber für Investoren mit Total Return-Strategien. Wenn nun also im IFRS- und Mark-to-Market-Kontext der Ausfinanzierungsgrad stark zugelegt hat und die Zinsen recht hoch

sind, spricht vieles dafür, Risiken auch zurückzufahren – und dies dann auch, wie Sie sagten, einzuloggen. Das gilt auch oder sogar bevorzugt für Banken. Es ist nun ein gutes Jahrzehnt her, dass man so günstig de-risken konnte.

Können Sie das quantifizieren?

PENZLER Ich veranschauliche das gern folgendermaßen: Wenn man fragt, wieviel Euro man heute zahlen muss, um in 20 Jahren einen Euro abzusichern, das war eben beim Nullzinsniveau ein Euro. Jetzt kostet mich das vielleicht noch 70 Cent. Ich kann also c.p. den Cashflow komplett sichern und habe immer noch 30 Cent, um in Aktien, in Alternatives et cetera zu investieren. Das Umfeld ist einfacher geworden, ich kann Risiken gut absichern, und insofern ist es im Sinne der Risikomanagementstrategie, hier auch etwas einzuloggen.

KLUG Auch ich denke wenig überraschend, dass gerade IFRS-Bilanzierer die Duration Gap verkleinern könnten. Dadurch, dass die Renditen wieder wesentlich auskömmlicher sind, bietet hier LDI jetzt die Möglichkeit des De-Riskings – auch um das Risiko, das man nehmen will, besser fokussieren zu können. Will man wirklich in dem Duration Gap zwischen Assets und Verbindlichkeiten Risiko nehmen? Oder dort eher nicht, und dann doch lieber Risiko zum Beispiel in den Privatmarktanlagen? In der Tat kann man gerade nach dem guten IFRS-Jahr diese Performance bei den Funding Ratios nutzen, Lücken zu schließen und sich auf die Risiken zu konzentrieren, wo auch signifikante Erträge zu erwirtschaften sind.

WILHELM Natürlich ist es jetzt für Pensionsinvestoren sehr viel attraktiver, die



↑ Die Herren im Gespräch bei Airbus in München.

Hedging Ratio zu erhöhen. Es ist, denke ich, unbestrittener Fakt, dass dies nun zu deutlich günstigeren Konditionen möglich ist, als es für viele Jahre der Fall war. Gleichwohl bleibt am Ende die Frage des Feintunings: Bis zu welchem Level will man hedgen, wieviel Restrisiko möchte man nehmen, wo möchte man sein Risikobudget einsetzen? Und schließlich gibt es auch das gewisse »Risiko«, dass die Zinsen weiter steigen. Wir haben vorhin viel über Inflation gesprochen und darüber, dass es auch noch mal mit den Zinsen etwas nach oben gehen kann. Aber die generelle Richtung würde ich unterschreiben, und ich nehme an, dass man im Pensionswesen der deutschen Industrie Ende 2022 mit höheren Hedging-Quoten fährt als zu Anfang des Jahres 2022.

Ich denke auch, dass nicht wenige Unternehmen nach der jüngsten Verbesserung der Funding Ratio Risiko aus ihren Versorgungswerken nehmen, ohne neue Risiken dann an anderer Stelle einzugehen, beispielsweise auf den Private Markets – sondern Hedge Ratios hochfahren, den verbesserten Ausfinanzierungsgrad einloggen, aber gleichwohl nicht mehr Exposure in Private Markets nehmen.

Wie sieht das bei Airbus aus?

WILHELM Wir wollen die Programme, die wir haben, weiterführen in der Form, wie wir sie auch geplant haben. Wir agieren nie kurzfristig, sondern haben eine langfristige Strategie, und an der halten wir fest.

Stichwort Korrelation – die derzeit mal wieder über fast alle Asset-Klassen geht. Wie muss eigentlich eine vernünftige Diversifikation aussehen, wenn fast alles miteinander korreliert? Und bleibt das so mit dieser Korrelation? Müssen wir damit leben in Zukunft?

PENZLER Zum einen sind Korrelationen an sich nicht besonders stabil, haben größere Trends, die sich jedoch auch ändern. Zweitens sieht man natürlich meist im Krisenmodus, dass die Diversifikation weniger wirkt. Nun hatten wir 2022 ein besonderes Jahr, massive Inflation, schneller Zinsanstieg. Jetzt sehen wir aber möglicherweise erste Normalisierung.

Außerdem kann man Diversifikation über verschiedene Wege erreichen – geographisch, global, über verschiedene Asset-Klassen und Segmente et cetera. Diversifikation ist mehr als Aktien/Bonds, und wenn die jüngsten und gegenwärtigen strukturellen Schwierigkeiten auf verschiedensten Leveln zu sehr unterschiedlichen Entwicklungen in vielen Bereichen geführt haben und weiter führen, dann macht das das Leben für Portfolio Manager zwar nicht einfacher, bringt aber eben auch wieder die Chance für mehr Diversifikation.

MURMANN Diversifikation ist stets das erste, übergeordnete Risikomanagement-Tool eines jeden Anlegers. Es ist aber wichtig, sich darüber im klaren zu sein, dass das Vertrauen auf historische Korrelation ein Stück weit bedeutet, mit Blick in den Rückspiegel unterwegs zu sein. Und dass die Korrelation hoch ist zwischen den einzelnen Asset-Klassen, ist ja kein neues Phänomen von 2022, sondern sie begleitet uns mehr oder weniger seit einem Jahrzehnt – alle Asset-Klassen gingen viele Jahre gemeinsam hoch, und nun gehen sie alle gemeinsam runter. Gerade für Pensionsinvestoren lohnt sich bei ihren Anlageentscheidungen daher auch ein Blick nach vorne, denn im Vergleich zu Marktwertveränderungen lassen sich künftige Cashflows deutlich besser prognostizieren – sowohl auf der Asset- als auch auf der Liability-Seite.



HARALD KLUG

»Eine SAA zu machen, um das Portfolio über mehrere Quartale, Jahre hinweg konstant zu halten, war nie richtig und wird es künftig noch weniger sein.«

Harald Klug leitet als Managing Director für BlackRock den Bereich institutionelle Kunden in Deutschland und Österreich. Klug (MBA/CFA) kam 2016 zu BlackRock, zunächst als COO für Deutschland, Österreich und Osteuropa. Vor seiner Zeit bei BlackRock arbeitete er bei PIMCO, zuletzt als leitendes Mitglied des Executive Office in Newport Beach, wo er für strategische, finanzielle und operative Initiativen verantwortlich

war. Zuvor war Klug, der an der Harvard Business School und der Lancaster University studiert hat, Vorstandsassistent im Asset Management in der Allianz Gruppe sowie Consultant für Risiko Management PricewaterhouseCoopers.

BlackRock Inc., 1988 von Larry Fink mit Sitz in New York City gegründet, ist heute mit über 8,6 Billionen US-Dollar AuM der größte Vermögensverwalter der Welt. Kunden sind professionelle Anleger im Wealth-Bereich und Institutionelle wie Banken, Pensionseinrichtungen, Stiftungen, Versicherer, Staatsfonds und Notenbanken. BAZ



Die Flut hob alle Boote, und nun kommt die Ebbe.

MURMANN Für die Kapitalanlage von Pensionseinrichtungen gilt etwas, das ich als Asset Dedication bezeichnen würde. Was ist das ultimative Anlageziel von Pensionsinvestoren? Die seinerzeit ausgesprochenen Zusagen dann bedienen zu können, wenn sie fällig werden. Die Kapitalanlage hat demzufolge drei Kernfunktionen: die »Growth«-Funktion, also Kapitalwachstum, die »Hedge«-Funktion, also das Absichern unerwünschter Risiken, sowie die »Pay«-Funktion, also die Auszahlung von Leistungen an Anspruchsberechtigte. Während der Niedrigzinsphase standen insbesondere die Growth- und die Hedge-Funktionen in Konkurrenz zueinander. So schräg es auch klingen mag: Die Ebbe hat dieses Spannungsfeld deutlich reduziert.

WILHELM Aktuell findet man bei aller übergreifenden Korrelation gleichwohl die Diversifikation stärker wieder bei der Differenzierung nach Regionen.

Immerhin ein kleiner positiver Effekt dieser Entwicklung. Aber in den Asset-Klassen, da haben wir so viel diversifiziert in den letzten zehn Jahren oder 15 Jahren in der Niedrigzinsphase – rein in Private Markets, in Alternatives, in Infrastruktur, in Real Assets aller Art, und jetzt steigen die Zinsen so schnell. Zumindest mit Blick auf Asset-Klassen also alles für die Katz?

WILHELM Nur zum Teil. Wir hatten ja schon darüber gesprochen, dass tendenziell die Hedge-Quoten oder auch die Fixed Income-Portfolios ausgebaut werden. Aber hier gibt es natürlich nicht 100 Prozent oder null. Selbst bei Versorgungs-

werken im »Endspiel« – wie ich es nenne, wenn man gut ausfinanziert ist, der Plan geschlossen ist und man weiß, wie nun beide Seiten der Bilanz abschmelzen werden – geht man nicht komplett aus risikoorientierten Assets raus, weil es immer Restgrößen gibt, die zu beachten sind. Zum einen funktioniert das Hedging in der Praxis nicht zu 100 Prozent, sondern es gibt immer einen gewissen Tracking Error zwischen Verbindlichkeiten und dem Hedge-Portfolio, circa vier bis sechs Prozent, in Krisenzeiten auch mehr, vielleicht bis zu zehn Prozent. Und dann gibt es weitere Unsicherheitsgrößen wie beispielsweise die Langlebigkeit, für die man auch einen gewissen Renditepuffer vorhalten sollte, den man am besten aus einem diversifizierten Portfolio erwirtschaftet.

KLUG Man sollte auch nicht nur auf die Performance von 2022 schauen und wichtige Investmentgrundsätze verwerfen, vor allem nicht den der Diversifikation. Ganz im Gegenteil: Diese dürfte auch in der Zukunft sehr wichtig bleiben, und aus dem Exit der Notenbanken würde ich eher ableiten, dass hohe Volatilität auf der Tagesordnung steht und Portfolios künftig vielleicht noch mehr als bisher dynamisch angepasst werden müssen. Eine Strategic Asset Allocation zu machen, um das Portfolio über mehrere Quartale, Jahre hinweg konstant zu halten, war nie richtig und wird es künftig noch weniger sein. Auch taktische Steuerung wird weiter an Bedeutung gewinnen. Und da sehen wir durchaus Möglichkeiten. Nehmen Sie die Private Markets, wo ja grundsätzlich mehr idiosynkratische Risiken eingegangen werden. Das war in den Zeiten einer Zentralbankpolitik, wo alle Risikoprämien sehr niedrig waren, nahezu der einzige Weg, vernünftige Renditen zu erwirtschaften. Und jetzt,

wo die Risikoprämien wieder höher sind, ist es zwar nicht mehr der einzige Weg, gleichwohl deshalb aber noch lange kein unattraktiver. Also: Auch in Zukunft werden idiosynkratische Risiken ihren Platz in den Portfolios haben.

WILHELM Ein bisschen ist das wie ein Déjà-vu – in dem Sinne, dass nach jeder Krise die Frage gestellt wird, ob die Diversifikation jetzt tot sei. Doch wie René Penzler gesagt hat, ist die Korrelation eben keine stabile Größe, sondern verändert sich durchaus im Zeitablauf, und vor allem in den Krisen gehen die Korrelationen tendenziell nach oben. Deswegen haben wir in unserem Risikomanagement beispielsweise die Konsequenz gezogen – und das schon vor langer Zeit – dass wir grundsätzlich immer zwei Dinge betrachten:

Zum einen die »normale« Welt, wo wir eher auf Basis langfristiger Korrelationen arbeiten, und zum anderen zusätzlich noch Stressszenarien, in denen wir simulieren und reflektieren, dass in Stresszeiten in der Regel eben diese Korrelationen stark nach oben gehen und die Diversifikationseffekte entsprechend geringer sind, so dass wir das auch in unserem Risikomanagement zwingend mitberücksichtigen müssen. Das ist unsere Art, mit der Problematik umzugehen.

Und außerdem sehen wir auch in den Private Markets – endlich mal wieder – gute Kaufkurse?

KLUG Wir haben zumindest bis dato noch nicht so viel Rückgänge gesehen wie auf der liquiden Seite. Abwarten, wie sich das weiter verhält. Aber ja, hier kann es in den nächsten Quartalen durchaus zu guten Kaufkursen kommen. Denn richtig ist auch, dass jetzt Geschäftsmodelle, die durch starken Leverage getrieben waren, nachgeben. Und die Historie zeigt ja, dass

es gerade die Vintages aus schlechten Finanzjahren, aus Krisenzeiten waren, die langfristig die besten Performances generierten.

WILHELM Eine gewisse Bewegung im Secondaries-Markt hat es sicher gegeben. Aber auf breiter Front haben sich die Private Markets noch sehr gut gehalten.

Gut, was heißt das für die Illiquiditätsprämie, einen der Highflyer der letzten zehn Jahre?

MURMANN Vom Grundsatz her sind natürlich Pensionseinrichtungen aufgrund ihrer langfristigen Natur prädestiniert, sich sowohl Komplexitäts- als auch Illiquiditätsprämien einzuverleiben. Momentan ist wahrscheinlich der Relative Value zwischen diesen beiden, also Liquide vs. Illiquide, deutlich geringer, als er es beispielsweise noch vor einem Jahr war. Eine spannende Frage wird sein, wie mittelfristig mit Private Markets-Anlagen umgegangen werden wird. Werden wir vielleicht Parallelen zu dem ABS-Markt sehen, der nach der globalen Finanzkrise in Sippenhaft genommen wurde? Schließlich wurden bis dato Private Markets pauschal ins gute Töpfchen gesteckt. Wartet jetzt das schlechte? Die Wahrheit liegt wie immer irgendwo dazwischen, aber das werden wir wohl erst in einigen Jahren wissen, wenn klar ist, welche Private Markets-Investments wirklich funktioniert haben und welche weniger oder gar nicht. Insgesamt ist das für Pensionseinrichtungen nach wie vor eine relativ neue Anlageklasse. Abwarten, wie dann die Reaktionen sein werden, wenn sich da halt auch mal Risiken materialisiert haben.

Eine der Erscheinungen dieser neuen Welt: US-Dollar weiter mit starker Tendenz. Wie geht man

angesichts dessen mit Emerging Markets um, besonders mit EM Debt, sei es Local Currency, sei es Hard Currency? Die Frage ist ja auch, selbst in Hard Currency, wie diese Länder sich dann refinanzieren.

KLUG Ein starker Dollar ist stets ein schwierigeres Umfeld für die Emerging Markets. Man muss im Auge behalten, wieviel der Problematik schon eingepreist ist und wie die momentanen Valuation Levels sind. Hier haben wir bereits deutliche Korrekturen gesehen, vieles ist bereits eingepreist. Viele der Emerging Markets sind aber auch auf der Commodities-Seite stark, was diesen eine gewisse Grundstabilität verleiht, die Dollar Revenues zu verdienen. Insofern stehen wir Emerging Markets jetzt nicht grundsätzlich negativ gegenüber. Wir haben gesamtwirtschaftlich einen Slow down, aber derzeit keine scharfe Rezession, die von den entwickelten Staaten auf die Emerging Markets rüberschwappen könnte.

Wir halten dabei Local Currency für etwas attraktiver als Hard Currency – gerade weil durch den starken Dollar hier schon viel zurückgekommen ist.

Marcus Wilhelm, haben Sie Emerging Markets im Portfolio, und hedgen Sie diese?

WILHELM Wir haben Emerging Markets als Aktien im Portfolio. Die hedgen wir nicht. Das hat zum Teil praktische Gründe, weil es sehr aufwendig wäre, 50 Währungen zu hedgen. Zudem ist die optimale Hedge Ratio bei Sachwerten wie Aktien nach unserer Auffassung sowieso geringer als bei Nominalwerten wie Anleihen. Was man schon mal sieht, ist, dass ein EM-Aktienfonds, der in Dollar denominiert ist, gegen Dollar gehedgt wird. Davon halte ich nichts.



» Ich erwarte nach gut zehn Jahren tatsächlich einen Bruch im lang-jährigen Asset Allocation-Trend.«

WOLFGANG MURMANN

Thema Real Estate. Einerseits spricht ja alles gegen Immobilien: der Zins, die Finanzierungs-lasten, die gesamtwirtschaftliche Lage. Andererseits wächst die Bevölkerung zumindest in Deutschland infolge der Migration sehr dynamisch. Und diese ganzen schönen Neubauprogramme, von denen die Politik immer sprach, die werden aus besagten Gründen jetzt ja nur sehr eingeschränkt Realität – so dass man auch zwischen Bestand und Projekten unterscheiden muss. Eine derzeit sehr ambivalente Asset-Klasse, wie mir scheint.

PENZLER Wie Private Markets ist auch Real Estate ein sehr breit gefächertes Markt – Wohnen, Gewerbe, Logistik ... und das in verschiedensten Ländern, Städten und Regionen. Und ein Shoppingcenter ist beispielsweise von Corona anders betroffen als Wohn-Immobilien.

Wie dem auch sei, insgesamt hat sich der Wind durchaus etwas gedreht. Aber es kommt eben immer darauf an, welches Segment wie von der jeweiligen Krise betroffen ist.

Real Estate spielt eine wichtige Rolle im Depot, auch unter dem Gesichtspunkt der hier ja eben ausführlich besprochenen Diversifikation. Man darf durchaus daran zweifeln, dass sich in dieser nicht sehr liquiden Asset-Klasse die gestiegenen Zinsen schon voll materialisiert haben. Wenn wir eben schon über Kaufgelegenheiten bei Private Markets gesprochen haben, dann könnte sich bei Real Estate etwas Geduld vielleicht ebenfalls lohnen.

KLUG Wir würden hier wohl alle unterschreiben, dass die ständig fallenden Zinsen die Immobilienmärkte nach oben getrieben hatten. Insofern können die steigenden Zinsen umgekehrt nicht als »neutral« betrachtet werden. Die Frage ist natürlich, wo und wie das wirken wird. In jedem Fall kann die Cap Rate nicht dau-

erhaft niedriger oder sogar deutlich niedriger sein als der normale Zinssatz. Da muss wohl ein Repricing erfolgen – oder aber andere Charakteristika wirken dagegen. In jedem Fall ein spannender Markt – in dem man aber auch sehr selektiv vorgehen muss. Wir sind primär mehr auf Value Added-Seite investiert.

Welche Immobilienarten werden derzeit eher gefragt – und welche nicht?

KLUG Logistik ist weiter gesucht, digitale Infrastruktur ebenso.

Marcus Wilhelm, welche Immobilien bevorzugen Sie?

WILHELM Wir sind nicht in allen Immobilienarten investiert, sondern haben hier bisher einen etwas konservativen Ansatz gewählt und sind vor allem in Wohnimmobilien investiert. Vorwiegend im Euroraum, um kein Währungsrisiko zu haben.

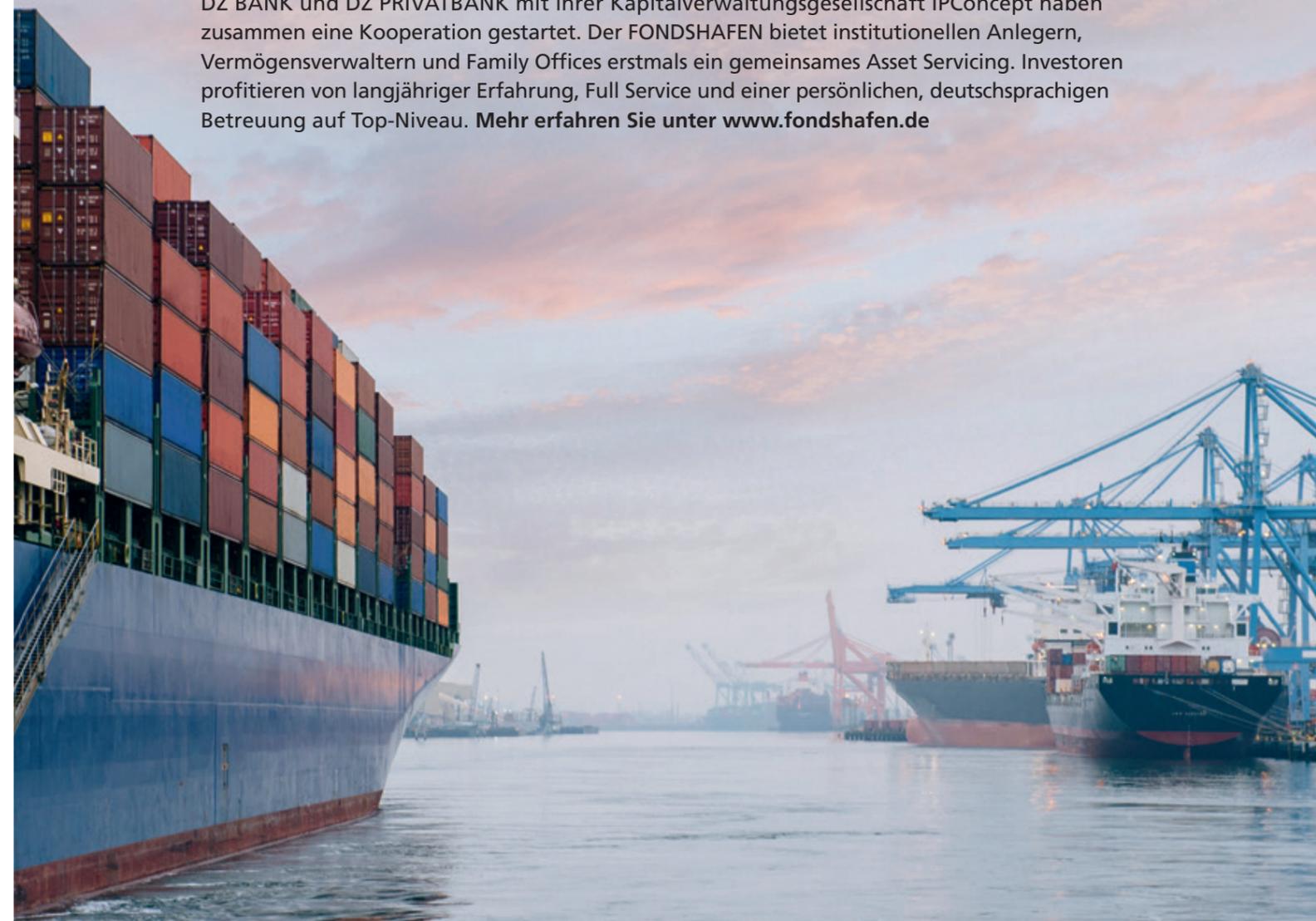
Kurz mal zur bAV an sich. Das Sozialpartnermodell nimmt nun endlich Fahrt auf. Zusagen ohne Garantien. Ist das ein Thema für Airbus?

WILHELM Wir haben 2018 eine neue bAV bei Airbus eingeführt. In der Planungsphase dafür wurde das seinerzeit von der Politik just aus der Taufe gehobene Sozialpartnermodell diskutiert – wobei damals noch einige Fachfragen ungeklärt waren. Wir haben uns dann dafür entschieden, dass wir unser Versorgungswerk in eigener Hand behalten und die Stellschrauben selber stellen wollen.

Konzeptionell stellt das Sozialpartnermodell durchaus einen echten Fortschritt für die deutsche bAV dar. Die Entlastung, die ein Arbeitgeber dadurch erfährt, dass er keine Garantien mehr geben muss, kann und soll und wird hoffentlich auch dazu

FONDS HAFEN

DZ BANK und DZ PRIVATBANK mit ihrer Kapitalverwaltungsgesellschaft IPConcept haben zusammen eine Kooperation gestartet. Der FONDSHAFEN bietet institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Family Offices erstmals ein gemeinsames Asset Servicing. Investoren profitieren von langjähriger Erfahrung, Full Service und einer persönlichen, deutschsprachigen Betreuung auf Top-Niveau. **Mehr erfahren Sie unter www.fondshafen.de**



**MARCUS WILHELM**

»*Bezüglich Pensionen hatten wir 2022 wahrscheinlich eines der turbulentesten Jahre, zumindest seitdem ich im Pensionswesen bin. Turbulent heißt nach IFRS: eines der positivsten Jahre überhaupt. Gleichzeitig nach HGB eines der schlechtesten.*«

Marcus Wilhelm leitet seit 2014 den Bereich Corporate Pensions bei Airbus. Seiner Verantwortung unterliegen alle finanziellen Aspekte der betrieblichen Altersversorgung des Airbus Konzerns weltweit. Darüber hinaus leitete er unter anderem die Entwicklung und Einführung des preisgekrönten Airbus Pension Plan APP.

Vor seiner Arbeit bei dem deutsch-französischen Konzern war Wilhelm acht Jahre bei Siemens Financial Services GmbH, zuletzt als Leiter Pension Consulting. Der Diplom-Kaufmann mit Studium an der Frankfurter Goethe-Universität sowie in Boca Raton und St. Peters-

burg verfügt über eine mehr als 20-jährige Berufserfahrung im Bereich der Kapitalmärkte. Er ist unter anderem Vorstandsvorsitzender des Airbus Pension Trust e.V., Vorstand der Versorgungskasse Messerschmitt-Bölkow-Blohm GmbH e.V. (VK MBB) sowie Vorsitzender diverser Anlageausschüsse.

Airbus ist als ein weltweiter Pionier in der Luft- und Raumfahrtindustrie in den Bereichen Verkehrsflugzeuge, Hubschrauber, Verteidigung und Raumfahrt tätig. Mit rund 130.000 Mitarbeitern sieht sich das größte Luft- und Raumfahrtunternehmen in Europa weltweit führend in der Luftfahrtindustrie.

Ende 2021 belief sich die DBO des aus zahlreichen Mergers entstandenen Konzerns auf circa 22,3 Milliarden Euro, denen Plan Assets von 15,2 Milliarden Euro gegenüberstanden. *BAZ*

führen, dass eben langfristig höhere Renditen und damit Renten erwirtschaftet werden können, damit der grundsätzliche Vorteil der bAV, nämlich ihr langer Anlagehorizont, stärker zur Geltung kommen kann.

Ein bisschen Ironie der Geschichte, dass nach den langen Jahren, in denen wir über Garantien in der Altersversorgung diskutiert haben und der Gesetzgeber mit dem Sozialpartnermodell endlich garantiefreie Systeme ermöglicht hat, ausgerechnet jetzt, wo es losgeht, die Zinsen wieder steigen, oder?

KLUG Wenn man lange genug braucht in der Umsetzung ...

Kommen wir zum Fazit. Nach all den schlechten News und Krisenparametern 2022 gilt jetzt, im ersten Quartal: Hoppla, wir leben noch! Oder kommt das dicke Ende erst, auch für die Pensionsinvestoren?

PENZLER Ich denke, dass es für Investoren selten ein guter Rat ist, ein Portfolio auf das negativste Szenario aufzustellen. Am Ende des Tages ist es die Aufgabe eines Portfolio Managers, gewisse Risiken einzugehen, und zwar dergestalt, dass sie bestmöglich mit den jeweiligen Ertragschancen harmonieren. Natürlich immer im Rahmen eines kontrollierten Risikomanagements. Aber sich immer für den Worst Case aufstellen, das wird langfristig nicht zum Ziel führen.

WILHELM Wir als Pensionsinvestoren haben mit Blick auf die Liabilities unserer Passivseite natürlich immer auch die Sorge, die Zinsen könnten zu stark sinken. Trotzdem hat es aus meiner Sicht wenig Sinn, immer nur dieses Szenario zu denken und sich darauf auszurichten. Ja, ohnehin ist es ein Fehler, sich immer nur auf ein Szenario vorzubereiten.

KLUG Wir erwarten einerseits eine deutliche Entspannung bei der Inflation, insbesondere bei Gütern, da im Konsumverhalten wieder mehr Dienstleistungen nachgefragt werden dürften. Gleichwohl sehen wir andererseits noch deutliche Risiken für das weitere Kapitalmarktjahr 2023, da unserer Meinung nach die Rezessionsrisiken in den USA noch nicht voll eingepreist sind. Daher ist eine Rezession – ohne eine Rettung durch die Zentralbanken – für uns eines der plausiblen Szenarien für 2023.

WILHELM Man kann dem ganzen auch einen positiven Dreh geben: Im Vorfeld unserer ALM-Studien haben wir uns neben vielen anderen auch die langfristigen Renditeaussichten vieler großer Asset Management-Häuser angesehen. Die sind insofern relativ optimistisch, als dass sie als Basis den Zins im Geldmarkt nehmen und dann um eine Prämie für eine längerfristige Anlage ergänzen, eine Aktienprämie, eine Illiquiditätsprämie bei den Private Markets. Und wenn nun der Basiszins steigt, dann kommen in den Erwartungen der anderen Asset-Klassen zwangsläufig höhere Renditen raus. Aber Erwartungen sind – abseits von nominalen Erträgen aus Fixed Income – nur Erwartungen.

MURMANN Für Pensionseinrichtungen ist die Kapitalanlage leichter als ein Jahr zuvor. Erstens sind die Verpflichtungen, also das Sparziel, zumindest in der IFRS-Welt deutlich stärker gesunken, als die Kapitalanlage an Wert verloren hat. Zweitens presiert das Spannungsfeld zwischen Renditeanforderungen und Risikomanagementbedarf viel weniger. Anders ausgedrückt: Die Anleger von Pensionsgeldern müssen weniger Risiken eingehen, um ihre Zielrendite zu erwirtschaften. Plakativ: Vier

Prozent mit hoher Wahrscheinlichkeit zu erwirtschaften, ist für viele Pensionseinrichtungen zielführender als zehn Prozent mit niedriger – und die vier Prozent lassen sich nach Jahren der Zinsflaute mit Anleihen von Investment Grade-Qualität wieder verdienen.

Unterm Strich also Krise oder Katharsis?

PENZLER Beides. Dass wir eine Krise haben, steht wohl außer Frage, aber der Abschied vom Nullzins und die Korrekturen, beispielsweise der Tech-Werte von ihrem astronomischen Niveau, das bedeutet durchaus auch eine Normalisierung, die eine Portfolio-Konstruktion am Ende des Tages auch ein bisschen stabiler und einfacher macht. Die Risikoseite ist nun noch mal etwas schwieriger zu bewerten, umgekehrt sieht die Return-Seite langfristig jetzt wesentlich entspannter aus.

WILHELM Wolfgang Murmann und Harald Klug hatten es eben schon angemerkt – in gewisser Hinsicht ist es auch insofern eine Normalisierung, als wir uns jetzt auch wieder mit mehr Risiken und mehr Vola auseinandersetzen haben, weil die Zeit dieser glatten Verläufe mit nur schwachen Konjunkturreinbrüchen nun möglicherweise vorbei ist.

MURMANN Geopolitisch Krise, geldpolitisch eine Normalisierung – mit entspre-

»Sich immer für den Worst Case aufstellen wird langfristig nicht zum Ziel führen.«

RENÉ PENZLER

chenden Wirkungen auf die Asset-Preise. Stichwort Asset-Preisblase. Partiiell haben wir diese sicher in der Vergangenheit gesehen, und hier haben wir nun viel Luft herausgelassen. Dies schafft Stabilität.

KLUG Durch ein Repricing ergeben sich immer wieder Möglichkeiten. Wenn ich recht informiert bin, dann ist das chinesische Wort für Krise »Weiji« – und hat zwei Bedeutungen, im Sinne von Krise und Chance. Und das drückt es gut aus.

Ich könnte nun passend zu den letzten, eher versöhnlichen Aussagen mit dem ein oder anderen Auszug aus dem Kölschen Grundgesetz schließen. Da wir hier aber nicht in Köln sind, bemühe ich stattdessen Herman Hesse für die neue Zeit, in die wir möglicherweise nun aufbrechen. Auch wenn es keine einfache ist – doch »jedem Anfang wohnt ein Zauber inne«. **TacAd**



↑ Alle Fotos: Hans Scherhauber, Berlin.

TACTICAL ADVANTAGE

Volume 12 | April 2023

LEITER^{bAV}

Herausgeber, Chefredakteur und v.i.S.d.P. und gem. § 18 Abs. 2 MStV sowie verantwortlich für den Vertrieb: Pascal Bazzazi
Prenzlauer Allee 216, D-10405 Berlin

KONTAKT

TEL +49 178 / 660 0130
MAIL Redaktion@LbAV.de
WEB www.LEITERbAV.de

UST-ID DE 275337140
FINANZAMT Berlin-Prenzlauer Berg

GESTALTUNG UND SATZ

Hartmut Friedrich-Pfefferkorn, Dresden
MAIL mail@hartmutfriedrich.com

AUTORENPORTRÄTS

Jacopo Pfrang, Berlin

FOTOS »TALKING HEADS« UND »BEI BORA IN BERLIN«

Hans Scherhauser, Berlin

DRUCKEREI

Buch- und Offsetdruckerei H. Heenemann GmbH & Co. KG
Bessemerstraße 83-91, D-12103 Berlin

PAPIER

INNENTEIL MagnoVolume, 150 g/m², 1,1-faches Vol.
UMSCHLAG MagnoVolume, 300 g/m², 1,1-faches Vol.

SCHRIFTEN

Ringside Compressed, Hoefler & Co. | GT Sectra Text, Grillitype |
Handelson Two, Mika Melvas

AUFLAGE

1.500 Exemplare

SCHUTZGEBÜHR

Das Magazin kann – sofern noch verfügbar – gegen eine Schutzgebühr von 50,- € zzgl. Versandkosten bei dem Herausgeber nachbestellt werden.

NUTZUNGSBEDINGUNGEN & DATENSCHUTZBESTIMMUNGEN

LEITER^{bAV} und LEITER^{bAV} *Tactical Advantage* sind Medien von Pascal Bazzazi (PB).

LEITER^{bAV} wie auch dieses Werk richten sich an bAV-Verantwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbeeinhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wertpapieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen) zu betrachten und stellen keinerlei Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu. LEITER^{bAV} (PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren übernehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der

Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung für etwaige Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn LEITER^{bAV} (PB) oder Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur. Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Dieses Werk und seine gesamten Inhalte und Werbeeinhalte und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Werkes in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird Berlin vereinbart.

LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* bemühen sich um diskriminierungsfreie Sprache (bspw. durch den grundsätzlichen Verzicht auf Anreden wie »Herr« und »Frau« auch in Interviews). Dies muss jedoch im Einklang stehen mit der pragmatischen Anforderung der Lesbarkeit als auch der Tradition der althergebrachten Sprache. Gegenwärtig zu beobachtende, oft auf Satzzeichen (»Mitarbeiter:innen«) oder Partizipkonstruktionen (»Mitarbeitende«) basierende Hilfskonstruktionen, die sämtlich nicht ausgereift erscheinen und dann meist auch nur teilweise durchgehalten werden (»Arbeitgeber«), finden entsprechend auf LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* nicht statt. Grundsätzlich gilt, dass sich durch LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* alle Geschlechter gleichermaßen angesprochen fühlen sollen und der generische Maskulin aus pragmatischen Gründen genutzt wird, aber als geschlechterübergreifend verstanden werden soll.

COPYRIGHT

© 2022 Pascal Bazzazi – LEITER^{bAV} – Die in diesem Werk veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.

ISSN

2628-7390

LEITER^{bAV}

NICHT NUR LESEN.
MITREDEN!

EINER
FÜR
ALLE.
ALLE
FÜR
EINEN!

MITMACHEN!

WE ARE
FAMILY!
SEI DABEI!

LEITER^{bAV}
Dynamics

Technology powered by Lurse

FLAGGE
ZEIGEN! AUF GEHT'S!

BRING
DICH
EIN!

EINSTEIGEN!

DIE NEUE
SOZIALE
PLATTFORM
DES PENSIONS-
PARKETTS

NICHT IM ABSEITS
STEHEN! WAS
GEHT
AB?!