

Lagebericht des Vorstands
zur ordentlichen Hauptversammlung 2018
am 31.08.2018 in Köln

I. Blick zurück auf das Jahr 2017

Das Jahr 2017 ist für unsere Kasse, anders als das recht gute Vorjahr 2016, ausgesprochen enttäuschend verlaufen, weil die Jahresrendite auf unser Vermögen weit unter den Erwartungen und Notwendigkeiten geblieben ist.

Zwar hat sich die **Zahl der Versicherungsverhältnisse** bei unserer Kasse um 362 (Vorjahr: 620) auf 18.853 erhöht, was einen Zuwachs um 1,96 % (Vorjahr: 3,47 %) bedeutet.

Auch die **Jahres-Beitragseinnahmen** unserer Kasse haben sich erhöht, und zwar um 591 T€ (Vorjahr: 524 T€) auf 17,427 Mio. €, was einem Zuwachs um 3,5 % (Vorjahr: 3,2 %) entspricht.

Die **jährlichen Rentenleistungen** unserer Kasse sind demgegenüber in dieser Zeit sogar leicht um 178 T€ (Vorjahr: Anstieg um 160 T€) auf 21,193 Mio. € gesunken (= minus 0,75 %; im Vorjahr: plus 0,75 %).

Wir haben **im Jahr 2017** jedoch unter möglichst weitgehender Beibehaltung unserer seit Jahrzehnten konservativen Anlagestrategie nur eine **enttäuschend niedrige Durchschnittsrendite von 2,21 % (2016: 4,23 %; 2015: 2,98 %)** erwirtschaften können, die weit unter unserem durchschnittlichen Garantiezins von etwa 3,28 % lag.

Die **Kapitalanlagen** unserer Kasse sind in 2017 nur **um rund 8,55 Mio. €** (2016: 20,4 Mio. €; 2015: 12,8 Mio. €) auf 637,6 Mio. €, d.h. um 1,36 % (2016: 3,35 %; 2015: 2,1 %), **gestiegen**.

Die für unsere Rentenverpflichtungen erforderliche **Deckungsrückstellung**, die nur alle drei Jahre exakt berechnet wird, ist im Jahr 2017 **geschätzt um knapp 15,7 Mio. €** (2016: 18,5 Mio. €; 2015: 13,4 Mio. €) **gestiegen**.

Die nach § 193 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG 2016) und § 55a PK-Satzung zu bildende **Verlustrücklage** („Sicherheitspolster für eventuelle künftige Verluste“), die nach unserer Satzung (mindestens) 4,5 % der Deckungsrückstellung betragen soll, hat sich dadurch zum 31.12.2017 um **rund 710 T€** auf ca. 28,3 Mio. € **erhöht**. Die etwas weniger strenge gesetzliche Solvabilitätsanforderung lag zum 31.12.2017 bei etwa 26,5 Mio. €.

Eine Simulationsrechnung (auf Basis realistischer Schätzungen) hat zum 31.12.2017 nur noch eine vorhandene Verlustrücklage von 21,14 Mio. € und daraus resultierend eine **Unterdeckung bei der gesetzlichen Solvabilitätsanforderung von rd. 5,36 Mio. €** ergeben; zur vollen satzungsmäßigen Verlustrücklage fehlten weitere 1,8 Mio. €.

Spätestens zum Stichtag des nächsten versicherungs-mathematischen Gutachtens (31.12.2019) sollen diese Unterdeckungen durch rechtzeitige Hebung stiller Reserven in unseren festverzinslichen Wertpapieren (zum 31.12.2017 betrug diese ca. 24,5 Mio. €) ausgeglichen werden, was nach aktuellem Sachstand keine unlösbaren Probleme aufwerfen dürfte. Ernsthafte Schwierigkeiten werden hingegen entstehen, wenn in den Jahren 2018 und/oder 2019 erneut ähnlich hohe Unterdeckungen entstehen sollen. Eine weitere Verschärfung der Situation würde eintreten, wenn im Rahmen des nächsten versicherungs-mathematischen Gutachtens zum 31.12.2019 die kürzlich von der Heubeck AG veröffentlichten neuen Sterbetafeln zur Anwendung kommen, die u.a. eine längere Lebenserwartung von Männern berücksichtigen. Diese neuen Sterbetafeln würden voraussichtlich zu einer Erhöhung unserer Deckungsrückstellung für die Rentenverpflichtungen um 1,5 % führen, was einen zusätzlichen Finanzierungsbedarf von etwa 10 Mio. € bedeuten würde.

Das natürlich **nicht zufriedenstellende Ergebnis** des Jahres 2017 beruht auf **zwei negativen Faktoren**, von denen einer besonders großes Gewicht hat. Die beiden **Negativfaktoren** haben wir im 129. Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2017 auf den Seiten 10 und 11 eingehend dargelegt, sie seien hier nur noch einmal schlaglichtartig in Erinnerung gerufen:

- (1) **Hauptproblem** war die sehr **unerwartete US-Dollar-Schwäche** bzw. Euro-Stärke des Jahres 2017, die nahezu allen Prognosen widersprach. Hierdurch waren wir zum Jahresende 2017 gezwungen, **Abschreibungen** in Höhe von **5,815 Mio. €** auf unseren großen Bestand an US-Dollar-Anleihen vorzunehmen. Hierbei handelt es sich jedoch „nur“ um Buchwertverluste in der Bilanz, nicht um tatsächlich realisierte Verluste. Nimmt der US-Dollar bis Ende 2018 oder 2019 wieder an Stärke zu (wie in den letzten Monaten), kommt es in der Bilanz zu entsprechenden Zuschreibungen, welche die betreffende Jahresrendite dann erhöhen. Ohne die Dollar-Währungsverluste hätte unsere Jahresrendite 2017 nicht 2,21 %, sondern einigermäßen passable 3,13 % betragen (0,92 % Differenz).
- (2) In deutlich geringerem Umfang hat sich auch der **bescheidene Wertzuwachs** in unserem großen **Spezialfonds LOK 4** negativ auf die Gesamterrendite ausgewirkt. In diesem (vor wenigen Tagen aufgelösten, dazu später) Fonds befanden sich immerhin rd. 11 % unseres Gesamtvermögens. Der Wertzuwachs betrug hier in 2017 **nur 2,02 %** (2016: 2,92 %; 2015: -0,14 %), lag also deutlich unter unserem durchschnittlichen Garantiezins von 3,28 %. Hätte der Wertzuwachs in diesem Fonds 3,28 % betragen und wäre dieser von uns ausgeschüttet worden, so hätte sich unsere Gesamterrendite 2017 um 0,12 % verbessert.

II. Blick auf den bisherigen Verlauf des Jahres 2018 und Renditeerwartung 2018

Der bisherige Verlauf des Geschäftsjahres 2018 (Stand: 29. August) ist für unsere Kasse **nicht zufriedenstellend**, auch wenn es durchaus einige positive Aspekte gibt.

1. **Das internationale Zinsniveau ist bei Staatsanleihen im bisherigen Jahresverlauf 2018, wenn überhaupt, nur moderat gestiegen**, in Europa vielfach sogar leicht gesunken. Die meisten Staatsanleihen haben damit ihren Zinskupon verdient, ohne größere Kursverluste zu erleiden (Ausnahmen: USA und Italien).

Die als Orientierungsmarke sehr wichtige Verzinsung **10-jähriger Bundesanleihen**, die vor einem Jahr bei 0,35 % und zum Jahresbeginn 2018 bei 0,43 % lag, ist bis Ende April 2018 auf 0,57 % gestiegen, seitdem jedoch wieder auf bis zu 0,30 % abgerutscht. Aktuell liegt ihre Verzinsung bei 0,40 %. Die sog. Umlaufrendite, die aus den Renditen aller Bundespapiere mit Laufzeiten von 3 bis 30 Jahren errechnet wird, lag vor einem Jahr bei 0,20 %, zum Jahresbeginn 2018 bei 0,28 % und liegt aktuell bei 0,18 %.

Demgegenüber ist das Zinsniveau für **US-amerikanische Staatsanleihen** in den letzten 12 Monaten recht deutlich gestiegen, am stärksten bei zweijährigen und fünfjährigen Anleihen, spürbar aber auch bei 10- und 30-jährigen Anleihen. Hauptursachen sind die steigende Staatsverschuldung der USA und die Zinserhöhungspolitik der US-Zentralbank (Fed).

Die Zinsentwicklung bei **anderen Staatsanleihen** während der letzten 12 Monate können Sie der **Anlage 1** zu diesem Lagebericht entnehmen. Hier sind insbesondere auch der Zinsrückgang bei Portugal und der Zinsanstieg bei Italien bemerkenswert.

2. Früher als gute Alternative zu Staatsanleihen in Betracht kommende deutsche **Pfandbriefe** oder vergleichbare europäische **Covered Bonds** liefern auch weiterhin kaum noch Rendite. Diese Papiere bieten, wie schon im Vorjahr, selbst bei zwanzig bzw. dreißig Jahren Laufzeit nur noch eine für uns unattraktive Verzinsung zwischen bestenfalls 1,5 % und 2,0 % jährlich, je nach Herkunftsland und Bonität.
3. Bei **Euro-Namensschuldverschreibungen/Schuldscheindarlehen von Banken** liegt die Verzinsung aktuell für 20-jährige Laufzeiten bei etwa 1,4 bis 1,75 %, für 30-jährige Laufzeiten bei etwa 1,65 bis 2,0 % und für 40-jährige Laufzeiten bei etwa 1,85 bis 2,10 %, wobei man auch noch jeweils einseitige vorzeitige Kündigungsrechte (z.B. alle 5 oder 10 Jahre) der Banken akzeptieren muss; hierdurch sichern sich die Banken gegen ein langfristig eventuell noch niedrigeres Zinsniveau ab.

Die genannten Verzinsungen machen deutlich, dass es aktuell im Euro-Bereich selbst bei Inkaufnahme extrem langer Laufzeiten von 30 oder gar 40 Jahren kaum möglich ist, Renditen von nennenswert über 2,0 % zu erzielen.

4. Bei **Euro-Unternehmensanleihen** waren die Zinsen und die Zinsabstände zu Staatsanleihen (sog. Spreads) von Ende 2015 bis Ende 2017 sehr deutlich gesunken, weil die EZB auch Unternehmensanleihen in ihr

Ankaufprogramm aufgenommen hatte. Im Verlauf des Jahres 2018 sind diese Spreads jedoch wieder deutlich gestiegen, bei Anleihen mit A-Rating um etwa 0,4 % und bei Anleihen mit BBB-Rating um etwa 0,6 %. Bei Unternehmensanleihen im Bestand der Kasse hat das zu Wertverlusten geführt, die zum Jahresende 2018 zu Abschreibungen führen könnten.

Trotz dieser Spread-Ausweitungen sind Euro-Unternehmensanleihen auch weiterhin für die Neuanlage wenig attraktiv, weil die Verzinsung für 10-jährige Laufzeiten selbst im BBB-Bereich regelmäßig unter 1,5 % liegt. Längere Laufzeiten sind bei Unternehmensanleihen selten und außerdem mit erhöhten Risiken verbunden.

5. Bei **US-Dollar-Unternehmensanleihen** sind die Zinsen im Verlauf des Jahres 2018 aus zwei Gründen gestiegen. Zum einen deshalb, weil in den USA die Zinsen auch bei Staatsanleihen gestiegen sind; und zum anderen deshalb, weil sich auch in den USA die Spreads zwischen Staats- und Unternehmensanleihen etwas ausgeweitet haben.

Dollar-Unternehmensanleihen im Bestand der Kasse haben daher an Wert verloren, was am Jahresende 2018 zu Abschreibungen führen könnte; allerdings könnten diese Wertverluste durch das für uns günstige Wiedererstarke des US-Dollar (ggü. dem Euro) ganz oder zumindest teilweise wieder ausgeglichen werden.

Für Neuanlagen ist das Zinsniveau von US-Dollar-Unternehmensanleihen aktuell sehr attraktiv. Sehr solide Firmen mit (AA- oder A+/ Ratings) zahlen hier inzwischen schon bei 5-jährigen Laufzeiten Zinsen von etwa 3,4 %, d.h. über unserem durchschnittlichen Garantiezins von derzeit etwa 3,28 %; bei 10-jährigen Laufzeiten sind es sogar knapp 4,0 % (z.B. jüngst BMW mit 3,95 % für 10 Jahre bei einem Rating von A+). Allerdings müssten solche Anleihen aktuell zu einem Dollarkurs von etwa 1,17 Dollar je Euro erworben werden, was künftig zu Währungskursverlusten führen könnte, wenn der Dollar schwächer werden sollte.

6. Unser letzter verbliebener großer **Renten-Spezialfonds LOK 4** mit einem Buchwert von zuletzt knapp 71 Mio. € (= rd. 11 % unseres Anlagekapitals) ist Mitte August im Wege der sog. Sachauskehrung vollständig aufgelöst worden.

Grund für diese dem Gesamtvorstand gewiss nicht leicht gefallene Entscheidung war die enttäuschende Wertentwicklung des Fonds bis Ende Juli 2018 von minus 0,8 % (d.h. einem Verlust von ca. 560 T€, was etwa der Hälfte der stillen Reserve im Fonds entsprach). Diese schwache Wertentwicklung des Fonds schloss an schwache Vorjahre an (2017: 2,02 %; 2016: 2,92 %; 2015: minus 0,14 %). Nach Einschätzung der Fondsmanager (DeAM) war bis Ende 2018 nicht mit einer Verbesserung, sondern tendenziell eher mit weiteren Verlusten zu rechnen. Auch für die nähere Zukunft hielten die Fondsmanager jährliche Renditen über 1,25 % für wenig realistisch, wenn die Investments wie bisher auf den Bereich der Investment-Grades-Anleihen beschränkt bleiben sollten.

Da diese Ergebnisse der letzten vier Jahre und die Zukunftsaussichten des Fonds weit unter den Notwendigkeiten der Kasse (durchschnittlicher Garantiezins: ca. 3,28 %) lagen, machte die Beibehaltung des Fonds nach Überzeugung des Gesamtvorstands keinen Sinn mehr. Die Eingehung deutlich höherer Verlustrisiken (verbunden mit höheren Renditechancen) wollte der Vorstand dem Fondsmanagement nicht gestatten.

Im Wege einer sog. Sachauskehrung wurden sämtliche Vermögensanlagen des Fonds zum 16.08.2018 auf ein Depot der Kasse bei unserer Hausbank in Köln übertragen. Diese Form der Fondsauflösung wurde gewählt, um unnötige Transaktionskosten bei Wertpapierverkäufen und späteren Wiederanlagen zu vermeiden, und um nicht binnen kurzer Zeit über die Wiederanlage eines Betrages von etwa 71 Mio. € entscheiden zu müssen.

Der Vorstand der Kasse wird jetzt sukzessive entscheiden, welche vom Fonds ausgekehrten Wertpapiere dauerhaft in die Eigenverwaltung übernommen werden und welche vorzeitig veräußert werden sollen. Die vom Fonds ausgekehrten Staatsanleihen und Pfandbriefe, die etwa 45 % des Fondsvermögens ausgemacht haben, werden wir voraussichtlich ausnahmslos behalten und dem Anlagevermögen der Kasse zuordnen (was Vorteile bei den Stress-Tests und bei der Bilanzierung hat).

Einen (vermutlich erheblichen) Teil der Erlöse aus den Verkäufen der Wertpapiere aus dem Fonds, die wir nicht behalten wollen, möchten wir ebenfalls in Staatsanleihen und eventuell Pfandbriefe investieren, teilweise vermutlich auch in Fremdwährungsanleihen (z.B. in australischen Dollar). Auch diese Papiere würden wir dann dem Anlagevermögen zuordnen.

Bei der Auflösung des Fonds LOK 4 wurden auch die zuletzt noch vorhandenen stillen Reserven im Fonds gehoben (Ende Juli 2018 betragen diese 689 T€), wodurch sich die Jahresrendite 2018 der Kasse um etwa 0,1 % verbessern wird.

7. Bei den **Anteilen an zwei Publikumsfonds** (SEB HighYield mit Buchwert von 5,78 Mio. € sowie Deka Convergencerenten mit Buchwert von 8,35 Mio. €), die wir seit vielen Jahren halten, sind im bisherigen Verlauf des Jahres 2018 leider erhebliche Verluste entstanden, weil Schwellenländeranleihen und Anleihen aus dem Non-Investment-Grade-Bereich („HighYield“) eine besonders negative Wertentwicklung zu verzeichnen hatten. Nach aktuellem Stand (22.08.2018) müssen wir hier zum Jahresende 2018 mit Abschreibungen in Höhe von insgesamt etwa 1,45 Mio. € rechnen (= Verlust von gut 10 % auf den Buchwert); die Jahresrendite 2018 der Kasse würde das um etwa 0,22 % verringern. Der Gesamtvorstand wird angesichts dieser hohen Verluste in den nächsten Wochen überlegen müssen, ob und ggf. wann diese Fondsanteile ganz oder teilweise veräußert werden sollen.
8. Der mit 12.918 DAX-Punkten in das Jahr 2018 gestartete **deutsche Aktienmarkt** hat bereits am 23.01.2018 mit 13.600 Punkten sein bisheriges Jahreshoch (und zugleich ein neues Allzeithoch) erreicht, ist mittlerweile (unter Schwankungen zwischen 11.800 und 13.000 Punkten) allerdings wieder auf etwa 12.560 Punkte (29.08.2018) zurückgefallen, was gegenüber dem Stand auf der letztjährigen Hauptversammlung (12.055 Punkte) einem Wertzuwachs von gut 4 % entspricht; für das Jahr 2018 ergibt sich bisher hingegen ein Verlust von knapp 3 %.

Unsere Kasse investiert in deutsche Aktien über entsprechende ETF-Anteile (Basis DAX 30). In seinen internen Anlagerichtlinien hat der Gesamtvorstand hierfür bis zu 25 Mio. € (= knapp 4 % des Kassenvermögens) vorgesehen. Tatsächlich investiert wurden in einer Schwächephase des DAX (Februar/März/Anfang April 2018) schrittweise 8 Mio. €. Als der DAX dann am 17.05.2018 ein Zwischenhoch erreichte, haben wir sämtliche DAX-ETFs wieder verkauft und dabei einen Gewinn von 654 T€ (= 8 %) gemacht.

In den Folgewochen haben wir dann schrittweise zu einem durchschnittlichen DAX-Stand von 12.400 Punkten wieder 8 Mio. € in diese ETFs investiert. Dieser Bestand weist aktuell einen Wertzuwachs von 1,3 % aus.

Die Anlagepolitik des Vorstands im Aktienbereich hat im bisherigen Verlauf des Jahres 2018 zu einem wesentlich besseren Ergebnis geführt als die allgemeine DAX-Entwicklung (realisierter Gewinn von 8 % statt Verlust von 3 % auf die investierten 8 Mio. €). Der Vorstand beabsichtigt daher, seine diesbezügliche Strategie fortzuführen und die Investitionen in Aktien-ETFs bis zum Jahresende 2018 bei günstigen Kaufkursen auch noch zu erhöhen.

9. Angesichts der geschilderten Gesamtsituation mit ihren zahlreichen Unsicherheitsfaktoren **kann heute keine halbwegs seriöse Prognose für die Jahresrendite 2018 abgegeben werden.**

Der durchschnittliche Zinscoupon all unserer festverzinslichen Wertpapiere dürfte noch bei knapp 3,50 % und damit über dem durchschnittlichen Garantiezins von etwa 3,28 % liegen.

Entscheidenden Einfluss auf die Jahresrendite werden jedoch haben

- (1) die Höhe der Abschreibungen auf unsere festverzinslichen Wertpapiere und Fondsanteile (insbesondere bedingt durch ein gestiegenes Zinsniveau),
- (2) die Höhe eventueller Abschreibungen auf unsere Fremdwährungsanleihen, die von dem Wechselkurs für US-Dollar und Austral-Dollar am 31.12.2018 abhängen,

- (3) die Höhe eventueller Zuschreibungen auf unsere Fremdwährungsanleihen in US-Dollar (wenn der Dollar Ende 2018 stärker sein sollte als Ende 2017),
- (4) eine eventuelle gezielte Hebung stiller Reserven in unseren festverzinslichen Wertpapieren schon in diesem Jahr; eine Hebung im Volumen von 6,5 Mio. €, die ohne große Probleme realisierbar wäre, würde die Jahresrendite um etwa 1,0 % verbessern.

Ohne eine gezielte Hebung stiller Reserven werden wir auch im Jahr 2018 mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit eine Rendite in Höhe unseres durchschnittlichen Garantiezinses (3,28 %) nicht annähernd erreichen können, es sei denn, der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem Austral-Dollar würde sich bis zum Jahresende stark abschwächen (z.B. auf unter 1,10 \$ je € und auf unter 1,50 AUD je €); das erscheint derzeit eher unwahrscheinlich (insbesondere angesichts der jüngsten Intervention von US-Präsident Trump gegen einen zu starken US-Dollar).

Sollten wir uns zu einer Hebung stiller Reserven in einer Größenordnung von 6,5 Mio. € noch in 2018 entschließen, würden wir hingegen nach derzeitigem Sachstand mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Rendite von wenigstens 3,28 % erreichen.

Obwohl der Gesamtvorstand sich eine solche Hebung stiller Reserven eigentlich für das letzte Jahr des maßgeblichen Drei-Jahres-Zeitraums 2017/2018/2019 vorbehalten wollte, spricht nach dem schlechten Jahr 2017 und dem bisher nicht zufriedenstellend verlaufenden Jahr 2018 eine Menge dafür, das Renditeergebnis 2018 so zu steuern, dass der durchschnittliche Garantiezins möglichst erreicht (oder sogar leicht übertroffen) wird. Für das Jahr 2019 wären unsere Gestaltungsspielräume dann aber natürlich entsprechend kleiner.

III. Überlegungen zur laufenden Wiederanlage des Kassenvermögens

1. **Ausgesprochen schwierig** war, ist und bleibt die laufend notwendige **Wiederanlage unseres Vermögens**, die jährlich etwa 8 % unseres Gesamtvermögens betrifft (in 2018 etwa 50 bis 52 Mio. €, **ohne** zusätzliche Mittel aus vorzeitigen Verkäufen, Fondsaufösungen u.ä.).

Wie Sie alle aus unseren zahlreichen Berichten der Vorjahre und sicherlich auch aus den Medien wissen, **leiden gerade die Lebensversicherer**, zu denen auch die **Pensionskassen** zählen, seit vielen Jahren bei der Wiederanlage ihres Kapitals **unter dem seit der Weltfinanzkrise von Herbst 2008 ständig gesunkenen Zinsniveau**, das Mitte 2016 seine bisherigen „historischen“ Tiefststände erreicht hat (damals mit weit verbreiteten Negativzinsen), und seitdem nur wieder leicht gestiegen ist (vgl. die Charts in der **Anlage 2**).

Untersuchungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der OECD haben schon 2016 vor steigenden Risiken und spekulativen Exzessen bei Lebensversicherungen, gerade auch in Deutschland, gewarnt. Angesichts hoher durchschnittlicher Garantiezinsen von um die oder sogar über 3 % einerseits sowie extrem niedriger Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen und andere solide Anleihen andererseits werde ein Viertel aller europäischen Versicherungsunternehmen möglicherweise bald nicht mehr in der Lage sein, die Kapitalanforderungen zu erfüllen. Die gesamte Branche steckt also in sehr ernsthaften Schwierigkeiten.

Schon seit einigen Jahren besteht für diese großen institutionellen Anleger mit ihren durchschnittlichen Garantiezinsverpflichtungen von etwa 3,0 % (oder mehr), ebenso wie für die privaten Sparer, ein **echter Anlagenotstand**, weil es im Bereich der soliden festverzinslichen Wertpapiere (sog. Investmentgrades mit Ratings zwischen AAA und BBB) europaweit schon seit Längerem kaum noch Angebote gibt, die eine jährliche Verzinsung von mehr als 2 % abwerfen, selbst wenn man extrem lange Laufzeiten von 30 und mehr Jahren sowie vorzeitige einseitige Kündigungsrechte der Emittenten in Kauf nimmt. **Notgedrungen wei-**

chen schon seit mehreren Jahren immer mehr Anleger in immer größerem Umfang in immer risikoreichere Investments aus. Die sich daraus zunehmend ergebenden Gefahren eines Kapitalverlustes liegen auf der Hand.

Besonders groß sind für Investoren in diesem Jahr die **politischen Risiken**, die jederzeit zu größeren Verwerfungen an den Finanzmärkten führen können. Genannt seien hier nur die Stichworte **Handelskonflikte der USA** (und ihres unberechenbaren Präsidenten Trump) mit China, Russland und EU, bevorstehende **Italien-Haushalts- und Finanzkrise**, ungelöste **Türkei-Finanzkrise**, Ausgang der **US-Kongresswahlen** im November 2018 (verlieren Trumps Republikaner die Mehrheit?) und Möglichkeit eines **ungeordneten „Brexit“** Ende März 2019.

2. Egal, ob man zur Erzielung etwas höherer Renditen im **Bereich der Anleihen** auf High-Yield-Papiere (Rating BB oder schlechter), Nachrangpapiere, Mittelstandsanleihen, Schwellenländeranleihen oder Fremdwährungsanleihen setzt, die Risiken sind erheblich größer als es der jahrzehntelangen guten Tradition der Lebensversicherer und speziell der Pensionskassen entspricht. Aber **ohne die Inkaufnahme dieser erheblichen Risiken besteht überhaupt keine Chance mehr, den durchschnittlichen Garantiezins** (bei unserer Kasse aktuell ca. 3,28 % jährlich) **zu erwirtschaften.**

Der Vorstand der Kasse hat sich in den letzten Jahren immer wieder eingehend mit diesen riskanteren Anlageklassen befasst und sich unter Abwägung der Chancen und Risiken dafür entschieden,

- **High-Yield-Papiere** weiterhin nur über die SEB-Spezialfonds-Beteiligung zu erwerben, zumal High Yield-Anleihen (in Euro) mit relativ kurzen Laufzeiten von etwa 5 Jahren aktuell höchstens eine Verzinsung von 3,0 % bieten (bei relativ langen Laufzeiten von rund 10 Jahren sind es etwa 3,5 %); ausgeweitet haben wir diese Anlageklasse in den letzten Jahren nicht, weil dieses Zinsniveau uns nicht risikoangemessen erscheint;
- **Nachrangpapiere**, die bislang vor allem im kürzlich aufgelösten Spezialfonds LOK 4 zugelassen waren, auch weiterhin in beschränktem Umfang für den eigenverwalteten Bestand zu erwerben, jedoch in jedem Einzelfall nur durch Beschluss des Gesamtvorstands;
- **Mittelstandsanleihen** wegen der hohen Ausfallgefahren weiterhin zu meiden;
- **Schwellenländeranleihen**, die im bisherigen Verlauf des Jahres 2018 erhebliche Verluste (u.a. wegen der hohen Verschuldung in US-Dollar dieser Länder) erlitten haben und auch im kürzlich aufgelösten Spezialfonds LOK 4 vorhanden waren, für den eigenverwalteten Bestand wegen des erheblichen Verlustrisikos bis auf weiteres nicht zu erwerben;
- **Fremdwährungsanleihen**, insbes. US-Dollar-Anleihen hochwertiger Unternehmen (i.d.R. besser als BBB gerated) und US-Staatsanleihen sowie AUD-Staatsanleihen von Australien und australischen Bundesstaaten (Rating AAA bzw. AA) weiterhin zu erwerben, weil die Verzinsung dort gut 2 % höher ist als im Euro-Bereich und es sich um sehr solide Emittenten handelt; im US-Dollar-Bereich sollen weitere Investments allerdings nur zurückhaltend vorgenommen werden, weil die Kasse hier in den letzten dreieinhalb Jahren bereits 98 Mio. US-Dollar, d.h. rund 13 % ihres Gesamtkapitals, investiert hat und das Währungsrisiko, wie das Jahr 2017 gezeigt hat, ganz erheblich ist.

3. Angesichts der extrem niedrigen Anleihe-Renditen hat die Kasse, nach vielen Jahren der Aktien-Abstinenz, zum Zwecke der Risikostreuung und Renditeverbesserung schon im Februar 2015 begonnen, in sehr vorsichtigen Teilschritten wieder **Aktien** zu erwerben, und zwar auf dem Weg des Erwerbs von **DAX-ETFs**.

Bis zum Jahresende 2015 wurden hier rund 4,1 Mio. € investiert, d.h. weniger als 1 % des Kassenvermögens. Im Verlauf des Jahres 2016 wurden diese Investments schrittweise auf bis zu 9,5 Mio. € ausgebaut und dabei insbesondere in schwachen Marktphasen entschlossen zugekauft.

Im zweiten Halbjahr 2016 wurde der gesamte Bestand mit einem Gewinn von insgesamt 750 T€ verkauft. Von November 2016 bis Ende Januar 2018 haben wir wegen der sehr stark gestiegenen Aktienkurse nicht wieder in Aktien-ETFs investiert, weil uns die Rückschlagsgefahr zu groß erschien. Bei wieder günstig erscheinenden Einstiegskursen haben wir dann ab Februar 2018 schrittweise wieder bis zu 8 Mio. € in Aktien-ETFs investiert, diese schon Mitte Mai 2018 mit 8 % Gewinn wieder vollständig verkauft und seither schrittweise erneut 8 Mio. € zu günstigeren Kaufkursen investiert. Bei günstigen Kaufkursen, insbesondere unter 12.000 DAX-Punkten, würden wir weitere Käufe vornehmen, bei günstigen Verkaufskursen (insbesondere über 13.000 DAX-Punkten) auch wieder einmal Gewinne mitnehmen. Für diese Art von Aktien-Investitionen haben wir intern eine maximale Obergrenze von 25 Mio. € festgelegt, deren Nähe allerdings bisher nie erreicht wurde. Wir bleiben auch hier, trotz der bisherigen Erfolge mit unserer Anlagestrategie, sehr vorsichtig.

4. Angesichts der in den letzten Jahren sehr großen Preisschwankungen im **Rohstoffmarkt** (z.B. bei Gold, Silber und Rohöl) sieht es der Vorstand auch weiterhin nicht als sinnvoll an, sich in diesem Anlagesegment zu engagieren. Denn so starke Wertschwankungen passen schlecht zu unserem Erfordernis möglichst stabiler Vermögenswerte und Vermögenserträge.
5. Der **Immobilien**anteil am Gesamtvermögen unserer Kasse beträgt, nach dem bereits Mitte 2016 abgewickelten Verkauf der drei Immobilien in Wesseling (Kaufpreis mit 7,85 Mio. € um 0,5 Mio. € über dem Buchwert), aktuell nur noch etwa 2 % und liegt damit am unteren Rand der von uns angestrebten Bandbreite (2 bis 6 %).

Neuinvestitionen in Immobilien sind aus unserer Sicht weiterhin problematisch, weil die Immobilienpreise in Deutschland von Anfang 2010 bis heute im Wohnbereich um durchschnittlich 50 - 60 % und im Gewerbebereich um durchschnittlich etwa 40 % gestiegen sind. Zweifellos hat zu diesem starken Anstieg auch die lockere Geldpolitik mit dem extrem niedrigen Zinsniveau wesentlich beigetragen. Da die Immobilienpreise in den besseren Lagen der „Metropolen“ Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt, Düsseldorf und Stuttgart überdurchschnittlich (ca. 80 % seit 2010) gestiegen sein sollen, hält die Deutsche Bundesbank die Preise dort bereits für um etwa 20 bis 25 % überbewertet. Mindestens im Bereich dieser Metropolen dürften wir es mit einer Immobilien-Blase zu tun haben, bei der mittelfristig eine erhebliche Rückschlagsgefahr besteht. Hinzu kommt, dass die Mieten bislang weniger stark und weniger schnell als die Immobilienpreise gestiegen sind, so dass die Immobilienrenditen immer weiter sinken. Vielfach wird angesichts von Kaufpreisen in Höhe der 30- bis 35-fachen Jahresmieteinnahmen in Bankenkreisen bereits von Null-Renditen gesprochen, wenn man die laufenden Verwaltungskosten (bei externer Verwaltung, wie sie bei uns erforderlich wäre) sowie die notwendigen Rücklagen für Instandhaltungen und Mietausfallzeiten berücksichtigt.

Es spricht deshalb vieles dafür, Neuinvestitionen in diesem Bereich weiterhin zurückzustellen und auf bessere Einstiegspreise zu warten, die kommen dürften, sobald das allgemeine Zinsniveau auch in Deutschland wieder deutlicher steigt.

Das gilt auch für **Immobilienfonds**, die trotz magerer Durchschnittsrenditen von unter 2,5 % in den letzten Jahren so starke Mittelzuflüsse von Investoren zu verzeichnen hatten, dass viele dieser Fonds (mangels geeigneter Objekte) gar kein neues Anlagekapital mehr annehmen.

6. Bezüglich der bei vielen Investoren auf starkes Interesse stoßenden **Infrastrukturinvestitionen** ist ebenfalls Vorsicht geboten. Zum einen ist die Zahl der angebotenen attraktiven Projekte, gemessen an dem großen Kapitalmarkt, weiterhin relativ klein. Zum anderen handelt es sich in aller Regel um ausgesprochen langfristige Kapitalbindungen, die eigentlich nur in Ländern mit hoher politischer Stabilität und Rechtssicherheit vertretbar sind. Überdies handelt es sich häufig um Riesenprojekte, die nur von Konsortien sehr großer Versicherer mit entsprechender Finanzkraft und entsprechendem Spezialwissen gestemmt werden können (wie z.B. die neue Kanalisation für London mit einem Volumen von 6 Milliarden €).

Infrastrukturfonds sind aber sicherlich eine Anlageklasse, die unser Vorstand weiterhin beobachten wird – trotz der dort leider ziemlich hohen Fondsgebühren. Bislang haben wir hier jedoch noch nicht investiert.

IV. Rahmenbedingungen, Erwartungen und geplante Maßnahmen für das Jahr 2019 und die weitere Zukunft (ab 2020)

1. **Die europäische Staatsschulden- und Bankenkrise, die am 15.09. 2008 („Lehman-Pleite“) offen ausgebrochen ist, ist auch nach zehn Jahren immer noch nicht nachhaltig gelöst.**

Zwar hat sich im Verlauf der letzten zwei Jahre die **wirtschaftliche Lage in ganz Europa gebessert**. Sowohl im Euroraum als auch in der gesamten Europäischen Union kann auch für 2018 mit einem durchschnittlichen **Wirtschaftswachstum von etwa 2 %** gerechnet werden. Besonders erfreulich ist die starke Erholung in Spanien, während Italien weiterhin unter dem Durchschnitt liegt. Infolge der Belebung der Wirtschaft ist auch die durchschnittliche **Arbeitslosigkeit** im Euroraum auf rund 8,5 % **zurückgegangen**, die im Jahr 2013 noch einen Höchststand von 12 % hatte. Aber in Südeuropa liegt die Arbeitslosigkeit häufig immer noch bei 15 % (2013: 25 %); Deutschland hat demgegenüber mit einer Quote von nur 3,8 % (nach EU-Statistik) die niedrigste Arbeitslosigkeit.

Viele Länder Europas haben ihre seit langem bestehenden **strukturellen Probleme leider immer noch nicht gelöst**: Ihre mangelnde internationale Wettbewerbsfähigkeit, ihre immer noch viel zu hohen Schulden von Staat, Unternehmen und Bürgern sowie die zu rigide Regelung ihrer Arbeitsmärkte. Die EZB hat diese fortbestehenden Probleme lediglich mit der jahrelangen Flutung durch „Billiggeld“ übertüncht, so dass diese nicht eskaliert sind und daher nicht mehr im aktuellen Fokus von Politik, Unternehmen und Konsumenten stehen.

Blickt man jedoch auf die weiterhin **unverantwortlich hohe Staatsverschuldung in Griechenland (317 Mrd. Euro = 178 % des BIP) und in Italien**, sowie auf das hohe Maß an **notleidenden Bankkrediten**¹ in diesen beiden Ländern, so wird schnell deutlich, dass zentrale Probleme der Krise bis heute nicht gelöst wurden. Die von der EZB durch ihre extreme Notenbankpolitik „gekaufte Zeit“ wurde insbesondere in Italien nicht für die zwingend not-

¹ Jüngst ist für zahlreiche südeuropäische Banken noch das Problem möglicherweise sehr bald notleidender Türkei-Kredite (insbes. von türkischen Unternehmen und Privathaushalten auf Dollar- bzw. Euro-Basis) hinzugekommen.

wendigen Reformen genutzt; und die **neue italienische Regierung** will sogar in die entgegengesetzte Richtung marschieren, was schon in den nächsten acht Wochen für eine **neue Euro-Krise** sorgen könnte².

Diese „Krisenländer“ scheinen darauf zu spekulieren, dass insbesondere die deutsche Regierung noch mehr finanzielle Risiken in der Euro-Zone zu übernehmen bereit ist. So sind vor wenigen Wochen weitere Schuldenerleichterungen³ für das objektiv bankrotte Griechenland bewilligt worden, das nur durch immer neue europäische Hilfsprogramme über Wasser gehalten werden kann. Hier wurde nichts anderes als „politische Konkursverschleppung“ betrieben. Ein derartiger (heimlicher) „Ausbau“ der Euro-Zone zur Transferunion wird Deutschland teuer zu stehen kommen und steht in krassem Gegensatz zu den politischen Festlegungen, die vor 20 Jahren bei der Schaffung des Euro vereinbart wurden (und ohne die es eine Zustimmung Deutschlands zur Einführung des Euro wohl nie gegeben hätte). Eine Ausweitung der Haftung Deutschlands für eine weiterhin unsolide Finanzpolitik südeuropäischer Länder ist eine Horrorvision für deutsche Steuerzahler, vor der auch Bundesbankpräsident Weidmann immer wieder gewarnt hat (leider ohne viel Resonanz bei der Bundesregierung).

Sollte sich die bevorstehende Italien-Krise dramatisch zuspitzen, würde auch das viel diskutierte Thema der sog. Target-Salden (deutsche Forderungen von 900 Mrd. Euro, italienische Verbindlichkeiten von 500 Mrd. Euro) eine gewaltige Brisanz erhalten. Denn bei einem Austritt Italiens aus dem Euro wären die deutschen Forderungen weitgehend verloren und die Bilanz der Deutschen Bundesbank zerrüttet. Italien könnte demnächst in den Verhandlungen eine entsprechende Drohkulisse aufbauen.

Völlig zu Recht **hat die EZB** immer wieder **angemahnt**, dass die Regierungen der EU-Problemländer deutlich **mehr Reformwillen** zeigen und umsetzen müssen, damit das Wirtschaftswachstum in Europa nach 10 Jahren „Flaute“ wieder in Fahrt kommt und die noch immer hohe Arbeitslosigkeit weiter abgebaut werden kann. **Jedoch hat es die EZB seit Jahren versäumt, durch klare Bedingungen und Befristungen für ihre Hilfsmaßnahmen wirksamen Reformdruck auszuüben.**

2. **Die gefährlichen Nebenwirkungen dieser EZB-Politik mit ihren Negativzinsen und ausufernden Anleihekäufen werden immer sichtbarer**, die Warnungen von renommierten Fachleuten immer häufiger. Die **Banken und Lebensversicherer geraten** wegen des Wegbrechens ihrer Erträge zunehmend **in ernsthafte** und zum Teil schon heute in existenzielle **Krisen**, die eine Destabilisierung des gesamten (vermutlich weltweiten) Finanzsystems zur Folge haben könnten. Weitere Opfer der EZB-Politik sind die „konservativen“ **Sparer und Lebensversicherungskunden**, die ganz oder überwiegend in festverzinsliche Wertpapiere investieren, weil sie bei riskanteren Anlageklassen (z.B. Aktien) das Kapitalverlustrisiko fürchten. Fachleute schätzen, dass das Zinsniveau in Europa durch die EZB-Politik um durchschnittlich etwa 2 % gedrückt wird, zum Vorteil der Schuldner (Staaten, Unternehmen und Privatleute) und zum Nachteil der Sparer (einschl. der Lebensversicherungskunden).

Ganz besonders besorgniserregend ist, dass **niemand weiß, wie die Zentralbanken aus dieser jahrelangen Politik des „extrem billigen Geldes“ wieder aussteigen können**, ohne in sehr hoch verschuldeten Krisenländern wie Italien, die in hohem Maße von den EZB-Interventionen profitieren, eine neue Finanz- und Wirtschaftskrise auszulösen. Wenn der ge-

² Dass Italiens Regierung in dieser bevorstehenden Krise auf Hilfe von US-Präsident Trump, von Russland und von China setzt (und mit dieser „Drohung“ Druck auf die anderen Euro-Länder auszuüben versucht) zeigt, wie heruntergekommen die Euro-Gemeinschaft mittlerweile ist.

³ Es wurden die durchschnittliche Laufzeit der Kredite um 10 Jahre auf jetzt 42,5 Jahre (!) verlängert sowie Tilgung und Zinszahlungen bis zum Jahr 2032 gestundet. Allein die Zinsstundung macht 34 Milliarden Euro aus. Unsere Politiker wagen nicht, die Wahrheit zu sagen: Ein Großteil der Griechenland-Kredite ist dauerhaft verloren und dieser Verlust muss von jemandem getragen werden.

legentlich zu hörende Vergleich mit der Entziehungskur eines langjährig Rauschgiftsüchtigen zutreffen sollte, müssen wir uns da wohl auf das Schlimmste gefasst machen.

Die ganz erheblichen **rechtlichen Bedenken** gegen die gigantischen Anleihe-Kaufprogramme der EZB hat vor einem Jahr unser **Bundesverfassungsgericht** mit seiner Vorlage vom 15.08.2017 an den Europäischen Gerichtshof (EuGH) deutlich gemacht. Der Verstoß der EZB (mit ihrem italienischen Präsidenten Draghi) gegen das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung ist gerade im Fall von Italien mit seiner gigantischen Staatsverschuldung augenfällig.

Geradezu befremdlich ist in diesem Zusammenhang, dass die deutsche Bundesregierung in ihrer Stellungnahme an den EuGH, anders als die Deutsche Bundesbank, die Bedenken des Bundesverfassungsgerichts nicht geteilt hat, sondern die Position der EZB gestützt hat. Hier wird unmissverständlich klar, dass die EZB ihre verfehlte Politik mit voller Duldung der deutschen Regierung, insbesondere auch der Bundeskanzlerin, betreibt. Damit ist die **Bundesregierung auch voll mitverantwortlich für die massive Gefährdung der deutschen kapitalgedeckten Altersversorgung** durch Lebensversicherungen und Pensionskassen. Das Vorgehen der Bundeskanzlerin in den letzten Tagen bei der Diskussion um die Nachfolge von EZB-Präsident Draghi, das den deutschen Kandidaten, Bundesbankpräsident Weidmann, vermutlich irreparabel beschädigt hat, hat erneut in aller Deutlichkeit gezeigt, dass ihr die großen Sorgen der deutschen Sparer und der deutschen kapitalgedeckten Altersversorgung nicht besonders wichtig sind. Es ist in hohem Maße scheinheilig, wenn die Bundesregierung (und die ihr untergeordneten Behörden) die Verantwortung für die schlimmen Folgen dieser verfehlten Politik auf andere abzuwälzen versucht. Um es ganz klar zu sagen: **Die Nullzinspolitik der EZB ist ein verstecktes Rettungsprogramm für Südeuropa zu Lasten insbesondere der deutschen kapitalgedeckten Altersvorsorge** (so auch Plickert, FAZ vom 20.08.2018, S. 15). **Sie bedeutet nichts anders als den heimlichen Umbau der Währungsunion zu einer Transferunion.**

3. **Kernpunkt unserer Probleme ist und bleibt, dass weltweit innerhalb der letzten 50 Jahre viel zu viele Schulden angehäuft wurden, und zwar von den Staaten, von den Unternehmen und von den Privathaushalten.**

Seit 10 Jahren wird weltweit verzweifelt versucht, das schwache Wirtschaftswachstum, das vermutlich nicht zuletzt auf die zunehmende Überalterung der Bevölkerung in den reichen Industrienationen zurückzuführen ist, durch ein zuvor ungekanntes Maß an Neuverschuldung künstlich hochzutreiben – mit relativ bescheidenem Erfolg.

Die Schuldenquote der Euro-Länder lag Ende 2016 durchschnittlich bei rund 95 % (zum Vergleich 2009: 80 %) des Bruttoinlandsprodukts (BIP), während nach den europäischen Verträgen eigentlich eine Obergrenze von 60 % des BIP gilt; selbst Deutschland liegt aktuell noch leicht über diesem Grenzwert.

Die Gesamtschulden der Euro-Staaten (über 10 Billionen € Ende 2017) nehmen sich freilich noch bescheiden aus im Verhältnis zum **Gesamtschuldenberg von über 200 Billionen €, den die Welt Ende 2017 angehäuft hatte**. Von diesem entfallen etwa 58 Billionen € auf die Staaten, 50 Billionen € auf die Banken, 60 Billionen € auf die Unternehmen und 38 Billionen € auf die Privathaushalte. Auf die Industrieländer entfallen rund 154 Billionen €, auf die Schwellenländer, deren Anteil sich in den letzten 20 Jahren verachtfacht (!) hat, etwa 52 Billionen €. Ins Visier der internationalen Medien gerät immer wieder die extrem gestiegene Konsumenten-Verschuldung in China, die als erheblicher Gefahrenherd betrachtet wird.

Alarmierend ist, dass sich dieser weltweite Gesamtschuldenberg innerhalb der letzten 20 Jahre mehr als verdreifacht hat. Sollte diese gigantische „Schuldenblase“ eines Tages platzen, würde die Welt es wohl mit einer beispiellosen globalen Finanz- und Wirtschaftskrise zu tun bekommen.

Aus diesem Schuldendilemma gibt es kein schmerzloses Entrinnen. Vielmehr **bekommen wir alle die Rechnung dafür präsentiert, dass die reichen Industrieländer mindestens zwei volle Generationen lang seit Anfang der 1970er Jahre ständig über ihre finanziellen Verhältnisse gelebt haben** und die von uns gewählten Politiker nicht das Format hatten, die Staatsausgaben innerhalb angemessener Zeitabschnitte zum Ausgleich mit den Staatseinnahmen zu bringen; viele Schwellenländer sind dieser Schuldenpolitik dann in den letzten 20 Jahren gefolgt. Eigentlich kann sich niemand von uns über die jetzt zu bezahlende schmerzhafteste Rechnung beschweren, denn wir alle haben von dem teilweise schuldenfinanzierten hohen Lebensstandard profitiert und die wenig verantwortlich handelnden Politiker jahrzehntelang gewählt. Für die Begleichung unserer Schulden müssen wir deshalb fairerweise auch selbst aufkommen. Der von der Politik hierfür gewählte Weg einer schleichenden Entwertung unserer angesparten Geldvermögen ist sehr ärgerlich, aber vielleicht sogar die verträglichste aller denkbaren Alternativen. Kräftige Steuererhöhungen wären vermutlich noch unpopulärer und würden die Konsumlaune der Verbraucher sicherlich mindestens so sehr beeinträchtigen. Radikale Schuldenschnitte, d.h. weitreichende Forderungsverzichte der Gläubiger, würden wegen der vielen institutionellen Verflechtungen zwischen Staaten, Banken und Versicherungen vermutlich einen verheerenden Dominoeffekt auslösen. Die schleichende Entwertung der festverzinslich angelegten Geldvermögen hat im Übrigen den politisch vermutlich durchaus beabsichtigten Effekt, die jüngere Generation und deren Konsumlaune möglichst zu schonen und die Hauptlast der älteren Generation, die weit überwiegend über das Geldvermögen (inklusive der kapitalgedeckten Rentenansprüche) verfügt, aufzubürden. Nur: kein Politiker traut sich, den Sparern und Lebensversicherungskunden diese bittere Wahrheit offen und ehrlich zu sagen!

4. Angesichts dieser Ausgangslage **erwarten wir für das Jahr 2019 und für die Folgejahre tendenziell nur moderate Zinserhöhungen, zunächst in den USA und ab Herbst 2019 in homöopathischen Dosen auch in Europa.**

Die **US-Notenbank (Fed)** hat, trotz des jüngst entfachten Störfeuers von Präsident Trump, soeben beschlossen, an ihrer im Frühjahr 2018 angekündigten Politik zahlreicher kleiner Zinserhöhungsschritte in den Jahren 2018 bis 2020 festhalten zu wollen, solange die US-Konjunktur so stark bleibt wie sie aktuell ist. Die Fed hat zugleich deutlich gemacht, dass die Situation sich grundlegend ändern könnte, wenn die Handelskonflikte der USA mit China, Russland, der EU, der Türkei, usw. eskalieren und die US-Volkswirtschaft nachhaltig belasten sollten.

Die **Europäische Zentralbank (EZB)** hat angekündigt, ihr **Anleihekaufprogramm** Ende 2018 nicht mehr weiter auszuweiten. Das bis dahin erreichte gigantische Volumen (von 2.000 Mrd. Euro allein für europäische Staatsanleihen) soll aber nicht verringert werden; vielmehr sollen fällige Papiere durch Neukäufe ersetzt werden. Von einem Ende des Anleihekaufprogramms kann also gar keine Rede sein.

Zugleich hat die EZB angekündigt, eine erste **Zinserhöhung** frühestens für das 4. Quartal 2019 in Betracht zu ziehen. Ganz offensichtlich treibt die EZB die große Sorge um, den zarten Konjunkturaufschwung insbesondere in den südeuropäischen Krisenländern (insbesondere in Italien) durch das Ende zusätzlicher Anleihekäufe und nachfolgende Zinserhöhungen wieder abzuwürgen. Diese Sorge ist berechtigt und zeigt das eigentlich unlösbare Dilemma der EZB, in das sie sich durch ihre verfehlte Politik der letzten Jahre selbst gebracht hat.

Für uns als institutionellem Anleger bedeutet das, dass **das Zinsniveau für neu anzulegende Gelder** (jährlich zumindest etwa 50 Mio. €) **vermutlich weiter sehr niedrig bleiben wird**. Investmentgrade-Anleihen im Euro-Bereich werden aller Voraussicht nach auch 2019 und 2020 Renditen deutlich unter unserem durchschnittlichen Garantiezins (von dann etwa 3,20 bis 3,25 %) haben, selbst wenn man sehr lange Laufzeiten von 20, 30 oder gar 40 Jahren in Kauf zu nehmen bereit ist. Für die Folgejahre (ab 2021) ist eigentlich jede Prognose unseriös, aber mit einem sehr starken Zinsanstieg rechnen wir in Europa auch dann nicht (einzelne „Krisenländer“ wie Italien einmal ausgenommen).

Es spricht deshalb einiges dafür, dass sich die schon heute außergewöhnlich hohe Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa (über 2,0 %) noch längere Zeit halten und sogar noch ausweiten könnte. Das würde die Anlage in US-Dollar-Anleihen (oder in Währungen mit ähnlich hoher Zinsdifferenz) weiterhin attraktiv machen, weiterhin verbunden allerdings mit dem nicht zu unterschätzenden Wechselkursrisiko.

5. **Institutionelle Anleger** mit durchschnittlichen **Garantiezinsverpflichtungen von immer noch 3,0 % jährlich oder mehr**, wie viele **Lebensversicherungsunternehmen** und wohl alle seit mehr als 20 Jahren existierenden **Pensionskassen**, werden wegen des (im langjährigen Vergleich) auch weiterhin sehr niedrigen Zinsniveaus ganz sicher **auch kurz- und mittelfristig noch gezwungen sein, angesichts des „Anlagenotstands“ festverzinsliche Wertpapiere und sonstige Vermögensanlagen zu erwerben, die ihnen in der Vergangenheit viel zu riskant erschienen sind**.

Für unsere Kasse sehen wir **weitere Investitionsschwerpunkte** in den keineswegs risikolosen Bereichen der hochwertigen (Rating A oder besser) Euro-Staats- und Bankanleihen mit sehr langen Laufzeiten, der BBB- Unternehmensanleihen (in Euro) mit Laufzeiten bis zu 10 Jahren, der **Fremdwährungsanleihen und der Aktien-ETFs**. Nur bei Inkaufnahme der mit solchen Investments verbundenen Risiken können wir uns eine Chance bewahren, zumindest in den Jahren 2018 und 2019 den durchschnittlichen Garantiezins zu erwirtschaften, d.h. bei der Neuanlage von Vermögen wenigstens eine Durchschnittsrendite von etwa 2,5 % zu erzielen.

Investoren (wie unsere Kasse), die an ihrer möglichst konservativen Anlagestrategie auch in den nächsten Jahren festhalten wollen, um immer höhere Kapitalverlustrisiken zu vermeiden, **müssen akzeptieren, dass diese (ohnehin nur noch relative) Sicherheit ihrer Vermögensanlagen zwingend mit von Jahr zu Jahr niedrigeren Erträgen verbunden ist, die in wenigen Jahren nicht einmal mehr die Erwirtschaftung des nur sehr langsam sinkenden durchschnittlichen Garantiezinses (aktuell 3,28 %)⁴ ermöglichen werden**. Diese nicht pessimistische, sondern realistische Einschätzung möchte der Vorstand unserer Kasse, wie schon in den beiden Vorjahren, ganz bewusst auch an die Versicherten kommunizieren. **Unsere beteiligten Arbeitgeber sowie unsere Versicherten und ihre Vertreter müssen wissen und verstehen, dass gesicherte jährliche Vermögenserträge von 3,25 % (oder gar mehr) in den nächsten Jahren auf keinen Fall mehr zu erwarten sind**.

6. Wie schlecht die Renditen auf das gesamte Geldvermögen der Deutschen (fast 6.000 Mrd. €) im Jahr 2018 voraussichtlich sein werden, hat in der vergangenen Woche die Deutsche Bundesbank über die Medien bekannt gegeben. Im ersten Quartal 2018 betrug die nominelle Jahresrendite nur knapp 1,0 %, was angesichts einer Inflationsrate von etwa 1,7 % zu einer negativen Realrendite von 0,8 % geführt hat. Negative Realrenditen für ein ganzes Jahr gab es zuletzt 2001 (Platzen der Internetblase) und 2008 (Weltfinanzkrise nach der Lehman-Pleite).

⁴ Der Garantiezins für die in den letzten 60 Jahren bei unserer Kasse eingezahlten Beiträge betrug in Abt. A von 1958 bis 2006 und in Abt. A 2000 von 2000 bis 2006 noch 3,5 %, von 2007 bis 2017 für alle vor 2007 begonnenen Versicherungsverhältnisse noch 3,0 % erst seit 2007 wurden für neue Versicherungsverhältnisse schrittweise niedrigere Garantiezinsen von 2,25 % bzw. seit 2017 von nur noch 0,9 % eingeführt.

Die Bundesbank berichtete weiter, dass die Realrenditen auf Versicherungsansprüche schon 2017 ein „besonders niedriges Niveau“ hatten; auch aktuell sei sie nur noch knapp positiv (was bei 1,7 % Inflation eine Nominalrendite von allenfalls 2,0 % bedeutet).

Als Hauptgrund für diese Situation benannte die Bundesbank sehr klar die Zinspolitik der EZB. Hinzugekommen sei allerdings in diesem Jahr, dass auch die Aktienmärkte bisher keine Gewinne sondern leichte Verluste gebracht hätten. Auch diese klaren Aussagen der Deutschen Bundesbank machen deutlich, dass die gravierenden Ertragsprobleme unserer Kasse nicht „hausgemacht“ sind, sondern ein Problem der gesamten Branche darstellen.

Völlig zu Recht wird in Fachkreisen schon seit Jahren das **anhaltend niedrige Zinsniveau als größtes Zukunftsproblem der kapitalgedeckten betrieblichen Altersversorgung** angesehen. Sollte das extrem niedrige Zinsniveau noch länger anhalten (was wahrscheinlich ist), würde es für unsere Kasse vermutlich bereits im Drei-Jahres-Zeitraum 2020/2021/2022 unmöglich, den durchschnittlichen Garantiezins von dann etwa 3,20 – 3,25 % noch zu erwirtschaften; auch eine vollständige Hebung der dann eventuell noch vorhandenen stillen Reserven würde voraussichtlich nicht mehr ausreichen, um den Garantiezins zu erreichen.

7. Man kann die Lage der kapitalgedeckten Altersversorgung übrigens in keiner Weise mit der **umlagefinanzierten gesetzlichen Rentenversicherung** vergleichen, wo die Politiker in den letzten Jahren geradezu erstaunliche jährliche Rentenerhöhungen und sonstige kostspielige Verbesserungen (u.a. Mütterrente und abschlagsfreie Rente mit 63) bewilligt haben, obwohl auch hier in den nächsten 30 Jahren dieselben gravierenden demographischen Probleme bestehen wie in der kapitalgedeckten Altersversorgung.

In diesem Zusammenhang muss die in der Öffentlichkeit kaum wahrgenommene Tatsache beachtet werden, dass die gesetzlichen Rentenzahlungen schon heute in Höhe von **jährlich gut 100 Mrd. Euro aus dem Bundeshaushalt (also aus Steuermitteln)** und nicht aus den von den aktiven Versicherten und Arbeitgebern aufgebrauchten Umlagemitteln der Rentenversicherung finanziert werden. **Im Durchschnitt erhält so jeder der rund 20 Mio. Rentner/innen in Deutschland jährlich 5.000,00 € von den Steuerzahlern** und nicht aus Mitteln der Rentenversicherung. Geht man von einer durchschnittlichen Rentenhöhe von monatlich brutto 1.250,00 € (15.000,00 € jährlich) aus, finanzieren die Steuerzahler also schon heute permanent 1/3 aller gesetzlichen Renten.

Eine solch großzügige externe Geldquelle fehlt den kapitalgedeckten Altersversorgungsinstitutionen (Lebensversicherungen und Pensionskassen), weshalb sie ihren Versicherten in der seit 10 Jahren andauernden Niedrigzinsphase keine Leistungsverbesserungen mehr gewähren konnten und zunehmend sogar ernsthaft über Leistungseinschränkungen nachdenken müssen.

8. Wie rapide sich die **Lage der Lebensversicherer (inklusive Pensionskassen) zugespitzt** hat, konnte man schon vor einem Jahr daraus ersehen, dass der für normale Lebensversicherungen vorgeschriebene **Höchst-Garantiezins**, der erst zum Jahresbeginn 2015 von zuvor 1,75 % auf 1,25 % herabgesetzt worden war, **zum Jahresbeginn 2017 erneut auf nur noch 0,90 % herabgesetzt** werden musste.

Aufgrund der geschilderten Problemlage hat unsere Hauptversammlung 2016 auf Vorschlag von Gesamtvorstand und Kuratorium beschlossen, den Garantiezins in den Abteilungen A 2000 und Z 2002 für Versicherungsverhältnisse, die ab dem 01.01.2017 neu begründet werden, ebenfalls auf 0,90 % abzusenken.

Unsere Hauptversammlung 2017 hat sodann auf Vorschlag von Gesamtvorstand und Kuratorium beschlossen, mit Wirkung zum 01.01.2018 auch den **Garantiezins für künftige Beiträge (ab dem Jahr 2018) von Versicherten, deren Versicherungsverhältnis vor dem 01.01.2007 begonnen hat, abzusenken, und zwar auf 2,25 %**. Für diese „Alt-Versicherten“ der Abteilungen A, A 2000 und Z 2002 galt bis dahin noch ein jährlicher Garantiezins von 3,0 % (soweit es um Beiträge ging, die ab dem Jahr 2007 geleistet wurden; vor 2007 waren es 50 Jahre lang sogar 3,5 % Garantiezins).

9. **Die wirtschaftliche Lage unserer Kasse hat sich in den vergangenen 12 Monaten leider weiter verschlechtert. In den letzten vier Wochen sind dann noch zwei neue ernsthafte Probleme hinzugekommen.**

Schon in den Lageberichten 2016 und 2017 haben wir darauf hingewiesen, **dass wir bei realistischer Betrachtung der Lage für die absehbare Zukunft nicht mehr mit verteilungsfähigen Überschüssen für eine Anhebung der Renten und Anwartschaften rechnen können** (wenn man einmal von den kleinen Abteilungen G und H absieht).

Darüber hinaus **werden wir in dem** am 01.01.2017 begonnenen **Drei-Jahres-Zeitraum 2017/2018/ 2019** nach dem schwachen Renditeergebnis des Jahres 2017 und der aktuellen Beurteilung des Geschäftsjahres 2018 aber **auch sehr große Mühe haben, noch den durchschnittlichen Garantiezins zu erwirtschaften**, ohne unverhältnismäßig große Kapitalverlustrisiken einzugehen. Uns wird die Erwirtschaftung des durchschnittlichen Garantiezinses nur gelingen, wenn wir spätestens im 4. Quartal 2019 in ganz erheblichem Umfang (von voraussichtlich etwa 10 bis 15 Mio. €) stille Reserven in unseren festverzinslichen Wertpapieren heben, was diese Reserven weitgehend erschöpfen wird.

Für die Folgejahre ab 2020 könnten wir dann nicht mehr damit rechnen, den durchschnittlichen Garantiezins noch erwirtschaften zu können.

- a) Ende Juli 2018 hat die Heubeck AG (wohl nicht nur für uns überraschend) die **neuen „Heubeck-Richttafeln 2018 G“** veröffentlicht, welche die neuesten Statistiken der gesetzlichen Rentenversicherung und des Statistischen Bundesamtes berücksichtigt; erstmals wurden auch „sozialökonomische Faktoren“ berücksichtigt.

Die neuen Richttafeln spiegeln eine **erneut verlängerte durchschnittliche Lebenserwartung** wieder, was eine **längere Rentenbezugsdauer** bedeutet. Ferner wird berücksichtigt, dass Bezieher höherer Renten im Durchschnitt länger leben als Bezieher niedriger Renten.

Aus den neuen Richttafeln ergibt sich für unsere Kasse zum Stichtag des nächsten versicherungsmathematischen Gutachtens (31.12.2019) voraussichtlich eine einmalige Erhöhung der Deckungsrückstellung für unsere Rentenverpflichtungen um etwa 1,5 %, was einen **zusätzlichen Finanzbedarf von etwa 10 Mio. €** bedeutet. Diesen Zusatzbedarf werden wir definitiv nicht aus den laufenden Erträgen der Jahre 2018 und 2019 bereitstellen können, so dass sich hier eine neue Finanzierungslücke aufgetan hat.

Wir sind allerdings der Auffassung, dass zur Schließung dieser Lücke die in den letzten Jahren aus damaligen Überschüssen gebildete „pauschale Verstärkung der Deckungsrückstellung“ (insg. rd. 19 Mio. €) herangezogen werden kann und muss. Wenn die Aufsichtsbehörde (BaFin) dem zustimmt, was derzeit offen ist, wäre dieses neue Problem gelöst. Anderenfalls wäre eine entsprechende Unterdeckung zum Stichtag 31.12.2019 wohl kaum zu vermeiden.

- b) Die verschlechterte wirtschaftliche Lage unserer Kasse hat kürzlich die **Aufsichtsbehörde (BaFin)** bewogen, Vorstand und Kuratorium der Kasse mit **Schreiben vom 07.08.2018** aufzufordern, geeignete Maßnahmen zu ergreifen, um auch künftig die Verpflichtungen gegenüber den Versicherten und die aufsichtsrechtlichen Solvabilitätsanforderungen erfüllen zu können.

Die BaFin geht davon aus, dass die andauernde Niedrigzinsphase unsere Kasse (ebenso wie zahlreiche vergleichbare Institutionen) in ernsthafte wirtschaftliche Schwierigkeiten bringen wird, wenn nicht die Trägerunternehmen (= die an unserer Kasse beteiligten Arbeitgeber) zusätzliche finanzielle Hilfe leisten.

Zu solchen zusätzlichen Zahlungen an die Kasse sind die beteiligten Arbeitgeber allerdings rechtlich nicht verpflichtet, sie müssten also „freiwillig“ erfolgen, um sonst vermutlich in wenigen Jahren unvermeidbare Renten- und Anwartschaftskürzungen zu vermeiden, die gegenüber Rentnern dann zu einer Ausfallhaftung der jeweiligen Arbeitgeber in Höhe des Kürzungsbetrags führen würden.

Die BaFin hat den Vorstand der Kasse deshalb verpflichtet, bis auf Weiteres **vierteljährlich** (erstmalig zum 30.09.2018) eine **eingehende Stellungnahme** dazu abzugeben, was er bisher getan hat und künftig zu tun gedenkt, um diese Problematik zunächst mittelfristig (5 bis 10 Jahre) zu lösen. Dazu hat die BaFin einen äußerst umfangreichen Fragenkatalog vorgelegt, dessen Beantwortung insbesondere den hauptamtlichen Vorstand der Kasse in den nächsten Wochen und Monaten permanent bis an die Grenzen seiner Belastbarkeit beschäftigen (und von anderen wichtigen Aufgaben abhalten) wird.

Die BaFin verlangt ferner, dass der Vorstand der Kasse ihr bis zum 30.09.2018 einen „**allgemeinen Sanierungsplan**“ gemäß § 26 Abs. 1 Satz 4 VAG vorlegt.

Sowohl unsere vierteljährlichen Berichte als auch der Sanierungsplan sollen außerdem mit dem **Wirtschaftsprüfer** und dem **Verantwortlichen Aktuar** der Kasse erörtert werden. Wirtschaftsprüfer und Verantwortlicher Aktuar sollen der BaFin dann jeweils eigene Stellungnahmen hierzu einreichen.

Darüber hinaus soll sich auch das **Kuratorium** der Kasse mit unseren vierteljährlichen Berichten und dem Sanierungsplan befassen und hierzu eine eigene Stellungnahme gegenüber der BaFin abgeben.

All diese unglaublich **bürokratischen Anforderungen**, die **in keiner Weise geeignet sind, die zugrunde liegende Problematik (Ertragsschwäche** aufgrund anhaltender Niedrigzinspolitik **bei hohem Garantiezins** aus der Vergangenheit) auch nur ansatzweise zu lösen, werden die Kasse personell und finanziell massiv belasten. In den vorgegebenen sehr knappen Fristen (bis zum 30.09.2018) werden sie mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit auch nicht vollständig zu erfüllen sein.

Der ganze bürokratische Aufwand läuft im Übrigen auf eine einzige sehr **simple Frage** hinaus: **Sind die an der Kasse beteiligten Arbeitgeber bereit, jährlich ab dem Jahr 2020 die Lücke zwischen jährlichem Garantiezins (ca. 3,25 % bei nur sehr langsam sinkender Tendenz) und jährlich erzielter Rendite (von vielleicht 2,0 bis 3,0 %) durch freiwillige Zusatzzahlungen⁵ an die Kasse auszugleichen?** Oder muss es ab 2020 (oder etwas später) regelmäßig zu Renten- und Anwartschaftskürzungen kommen, die dann bezüglich der Rentner die gesetzliche Ausfallhaftung der Arbeitgeber für die Kürzungsbeträge auslösen?

Alles andere sind letztlich unerhebliche Nebenkriegsschauplätze.

10. **Unsere bewährte konservative Anlagepolitik wollen wir, soweit noch möglich, trotz dieser sich immer mehr zuspitzenden Lage nicht verlassen. Denn nach unserer festen Überzeugung gilt unverändert: Der möglichst vollständige Erhalt unseres Anlagekapitals und damit die Sicherheit des aktuellen Niveaus der Renten und Anwartschaften müssen für uns, unsere beteiligten Arbeitgeber und unsere Versicherten weiterhin absoluten Vorrang haben! Die Hoffnung auf etwas höhere Renditen rechtfertigt nach unserer Überzeugung auch weiterhin nicht die Eingehung deutlich höherer Verlustrisiken.**

Dr. A.
30.08.2018

⁵ Für ein Geschäftsjahr, in dem die Rendite um 1,0 % hinter dem durchschnittlichen Garantiezins zurückbleibt, wären von den beteiligten Arbeitgebern dann etwa 7 Mio. € als freiwillige Zusatzzahlung aufzubringen. Pro Versicherungsverhältnis (heute ca. 17.500) wären das für ein Jahr ca. 400,00 €. Allerdings wird der Verteilungsschlüssel für derartige freiwillige Zusatzzahlungen der Arbeitgeber tatsächlich viel komplizierter sein (gewichtet nach dem für das einzelne Versicherungsverhältnis geltenden Garantiezins und der Höhe der davon betroffenen Beitragseinzahlungen).