

Lagebericht des Vorstands
zur ordentlichen Hauptversammlung 2017
am 25.08.2017 in Köln

I. Blick zurück auf das Jahr 2016

Das Jahr 2016 ist für unsere Kasse, anders als das schwache Vorjahr 2015, ausgesprochen zufriedenstellend verlaufen.

Die **Zahl der Versicherungsverhältnisse** bei unserer Kasse hat sich um 620 (Vorjahr: 338) auf 18.491 erhöht, das bedeutet einen Zuwachs um 3,47 % (Vorjahr: 1,93 %).

Die **Jahres-Beitragseinnahmen** unserer Kasse haben sich um 524 T€ (Vorjahr: 565 T€) auf 16,836 Mio. € erhöht, was einem Zuwachs um 3,2 % (Vorjahr: 3,6 %) entspricht.

Die **jährlichen Rentenleistungen** unserer Kasse sind demgegenüber in dieser Zeit lediglich leicht um 160 T€ (Vorjahr: 285 T€) auf 21,371 Mio. € gestiegen (= plus 0,75 %; im Vorjahr: 1,4 %).

Wir haben **im Jahr 2016** ohne Eingehung größerer Kapitalverlustrisiken, d. h. bei möglichst weitgehender Beibehaltung unserer seit Jahrzehnten konservativen Anlagestrategie, eine **überraschend hohe Durchschnittsrendite von 4,23 % (Vorjahr: 2,98 %)** erwirtschaften können.

Die **Kapitalanlagen** unserer Kasse sind in 2016 um rund 20,4 Mio. € (Vorjahr: 12,8 Mio. €) auf 629,3 Mio. €, d.h. um 3,35 % (Vorjahr: 2,1 %), gestiegen.

Die für unsere Rentenverpflichtungen erforderliche **Deckungsrückstellung**, die nur alle drei Jahre exakt berechnet wird, ist im gleichen Zeitraum um etwa 18,5 Mio. € (Vorjahr: 13,4 Mio. €) gestiegen. Hiervon entfallen jedoch 11,9 Mio. € auf die pauschale Verstärkung unserer Deckungsrückstellung, die wir im Hinblick auf künftige Zinsertragsrisiken vorgenommen haben; ansonsten ist die Deckungsrückstellung deutlich weniger stark gestiegen als erwartet.

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 um rund 830 T€ auf ca. 27,56 Mio. € erhöht. Damit haben wir zum Jahresende 2016 sowohl die gesetzlichen als auch die noch etwas höheren satzungsmäßigen Anforderungen an die Verlustrücklage voll erfüllt.

Dieses **sehr zufriedenstellende Ergebnis** des Jahres 2016 ist erzielt worden, weil **mehrere positive Faktoren zusammengetroffen** sind.

Die **wesentlichen Erfolgsfaktoren** haben wir im 128. Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2016 auf den Seiten 8 und 9 eingehend dargelegt, sie seien hier nur noch einmal schlaglichtartig in Erinnerung gerufen:

- (1) Gezielte **Hebung stiller Reserven** in unseren eigenverwalteten festverzinslichen Wertpapieren (2,6 Mio. €),
- (2) **Auflösung des Rentenfonds PK I** (Deka) wegen enttäuschender Leistungen des Fondsmanagements mit Hebung stiller Reserven (1,97 Mio. €),
- (3) **Veräußerung unserer Aktien-ETFs mit Gewinn** von 0,75 Mio. €,
- (4) seit Jahren geplante **Veräußerung** unserer drei **Immobilien in Wesseling** zu einem Preis oberhalb des Buchwerts (0,5 Mio. €),
- (5) **erfreuliche „normale“ Rendite von 3,29 %** im Jahr 2016.

Es bleibt festzuhalten, dass es sich bei den unter **(1) bis (4)** genannten Faktoren um **einmalige Effekte** handelt, die in dieser Form gar nicht oder jedenfalls nicht ohne Weiteres wiederholt werden können.

II. Blick auf das laufende Jahr 2017

Der bisherige Verlauf des Geschäftsjahres 2017 (Stand: 23. August) ist für unsere Kasse **einigermaßen zufriedenstellend**. Sorgen bereitet mit Blick auf die von uns gehaltenen US-Dollar-Anleihen (ca. 70 Mio. US-Dollar = ca. 60 Mio. €) allerdings die unerwartete Schwäche des US-Dollar, der entgegen fast allen Prognosen vom Jahresanfang nicht Richtung Euro-Parität (1 Dollar = 1 Euro) tendiert, sondern aktuell bei etwa 1,17 Dollar je Euro liegt; hier müssen wir zum Jahresende 2017 auf Abschreibungen gefasst sein.

1. **Das internationale Zinsniveau ist im bisherigen Jahresverlauf 2017, wenn überhaupt, nur moderat gestiegen.** Die meisten festverzinslichen Wertpapiere haben damit ihren Zinskupon verdient, ohne größere Kursverluste zu erleiden.

Die als Orientierungsmarke sehr wichtige Verzinsung **10-jähriger Bundesanleihen**, die vor einem Jahr bei minus 0,10 % und zum Jahresbeginn 2017 bei 0,20 % lag, ist bis Juli 2017 auf 0,60 % gestiegen, im August dann jedoch wieder 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 minus 0,23 %, zum Jahresbeginn 2017 bei 0,0 % und liegt aktuell bei 0,17 %.

Demgegenüber ist das Zinsniveau für US-amerikanische Staatsanleihen aktuell sogar etwas niedriger als zum Jahresbeginn 2017, so dass sich hier leichte Kursgewinne ergeben haben, denen allerdings größere Währungsverluste aufgrund des schwachen US-Dollar gegenüberstehen.

2. In den acht Monaten des Jahres 2017 (zum Vergleich Ende 2015, Mitte 2016 und Ende 2016) haben sich die Zinsen für **andere 10-jährige Staatsanleihen** wie folgt entwickelt:

	<u>31.12.15</u>	<u>30.06.16</u>	<u>31.12.16</u>	<u>30.06.17</u>	<u>23.08.17</u>
Portugal	2,53 %	3,10 %	3,75 %	3,03 %	2,77 %
Spanien	1,77 %	1,25 %	1,35 %	1,52 %	1,46 %
Italien	1,61 %	1,28 %	1,80 %	2,14 %	2,11 %
Irland	1,16 %	0,55 %	0,76 %	0,86 %	0,75 %
USA (in \$)	2,31 %	1,50 %	2,48 %	2,28 %	2,20 %

Hier ist (mit Ausnahme der deutlichen Erholung von Portugal) zu erkennen, dass die Zinsen im bisherigen Verlauf des Jahres 2017 allenfalls leicht gestiegen oder (wie in den USA) sogar gesunken sind.

3. Früher als gute Alternative zu Staatsanleihen in Betracht kommende deutsche **Pfandbriefe** oder vergleichbare europäische **Covered Bonds** liefern ebenfalls kaum noch Rendite. Diese Papiere bieten derzeit 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.
4. **Unternehmensanleihen** aus dem unteren Bereich der Investmentgrades (Rating BBB) weisen bereits seit mehreren Jahren nur noch eine relativ geringe Renditedifferenz (sog. Spread) gegenüber deutschen Staatsanleihen auf, so dass man auch in diesem Segment inzwischen kaum noch eine Chance hat, solide Euro-Papiere mit einer jährlichen Verzinsung von über 2,0 % zu finden; möglich ist dies bei Euro-Anleihen momentan allenfalls noch unter Inkaufnahme **extrem langer Laufzeiten** von 15 und mehr Jahren, die bei Unternehmen mit BBB-Rating unverkennbare Risiken beinhalten. Im Bereich höherwertiger Unternehmensanleihen (Ratings von AA oder A) liegt die Verzinsung natürlich noch deutlich niedriger (bei 10jähriger Laufzeit sehr häufig unter 1 %). Der gesamte Bereich der europäischen Unternehmensanleihen (Investmentgrade) ist somit ziemlich unattraktiv geworden, nachdem sich die Renditedifferenzen zu Staatsanleihen (Spreads) innerhalb weniger Jahre mehr als halbiert haben und gleichzeitig die Verzinsung der Staatsanleihen selbst gesunken ist. In noch verstärktem Maße gilt dies, nachdem die EZB seit Juni 2016 ein umfangreiches monatliches Ankaufprogramm auch für Unternehmensanleihen in die Tat umsetzt.
5. **Für den großen Bestand unserer Kasse an festverzinslichen Wertpapieren** (sowohl in der Eigenverwaltung als auch in den Fonds) **hat der leichte Anstieg des Zinsniveaus im Durchschnitt zu leichten Kursverlusten geführt, die sich zum Jahresende 2017 voraussichtlich in geringeren stillen Reserven niederschlagen werden; teilweise ist auch mit moderatem Abschreibungsbedarf zu rechnen.**
6. Der verbliebene große **Renten-Spezialfonds (LOK 4)** unserer Kasse, in dem mit knapp 70 Mio. € (Buchwert) rund 11 % unseres gesamten Anlagekapitals stecken, zeigt aktuell, gemessen an der genannten Zinsentwicklung, ein einigermaßen zufriedenstellendes Zwischenergebnis. Nachdem der Fonds zum 30.06.2017 eine Wertentwicklung von „lediglich“ 1,0 % zu verzeichnen hatte, erreichte er zum 31.07.2017 ein ordentliches Ergebnis von 1,39 %. Aktuell (Stand 23.08.2017) liegt die LOK 4-Fondsperformance bei 1,53 %.

Es besteht infolge dessen momentan die berechtigte Hoffnung, dass unser Spezialfonds LOK 4 auch in diesem Jahr mit einer Ausschüttung von 2,0 bis 2,4 % ohne Rückgriff auf stille Reserven zumindest einen erheblichen Beitrag zur Gesamrendite liefern kann.

7. Der mit 11.481 DAX-Punkten in das Jahr 2017 gestartete deutsche **Aktienmarkt** hat Mitte Juni mit 12.951 Punkten ein neues Allzeithoch erreicht, ist mittlerweile allerdings wieder auf etwa 12.200 Punkte zurückgefallen.

Nachdem wir unsere gesamten Aktien-ETFs im November 2016 mit gutem Gewinn verkauft hatten, sind die Aktienkurse seit der damals überraschenden Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten ab Ende November 2016 kräftig gestiegen. Zu DAX-Kursen von deutlich über 11.500 Punkten hielten wir ein erneutes Investment wegen der erheblichen Rückschlagsgefahr für zu riskant. Erstmals nach fast neun Monaten haben wir am 11.08.2017, bei einem für wenige Stunden unter 12.000 Punkten liegenden DAX, einen kleinen Schritt (mit 100 T€) in den Wiedereinstieg gewagt. In größerem Umfang wollen wir in Aktien-ETFs jedoch erst wieder bei Kursen unter 11.500 bzw. 11.000 DAX-Punkten investieren. Für günstige Kaufgelegenheiten haben wir dazu bis zum Jahresende 2017 bis zu insgesamt 20 Mio. € eingeplant (d.h. bis zu ca. 3 % unseres Gesamtvermögens).

Einen gewinnbringenden Verkauf von Aktien-ETFs haben wir für das Jahr 2017 nicht eingeplant. Nach aktuellem Sachstand wäre ein solcher mangels nennenswertem Gewinns auch gar nicht realisierbar.

8. Angesichts der geschilderten Gesamtsituation **kann aktuell für 2017** unter Berücksichtigung einer Durchschnittsverzinsung unseres Wertpapierbestandes von etwa 3,60 bis 3,65 % **mit einer regulären Durchschnittsrendite von etwa 3,0 % auf das Gesamtvermögen gerechnet werden**; dies gilt wohlgerne unter der Voraussetzung, dass es von September bis Ende Dezember 2017 nicht zu einem deutlichen Anstieg der Zinsen, nicht zu einer weiteren Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro und nicht zu einer sonstigen ernsthaften Krise an den Finanzmärkten kommt. Mit einer **moderaten Unterschreitung unseres durchschnittlichen Garantiezinses (aktuell ca. 3,30 %)** muss für das Jahr 2017 also durchaus gerechnet werden.

Sofern die Gesamtrendite nicht unter den Wert von 3,0 % zu sinken droht, **beabsichtigt der Vorstand nicht, die Durchschnittsrendite für 2017 durch außerordentliche Maßnahmen (Hebung stiller Reserven) zu verbessern**. Derartige Maßnahmen sollen möglichst erst wieder Ende 2019, am Ende des Drei-Jahres-Zeitraums 2017/2018/2019, ergriffen werden – sofern dies dann notwendig sein sollte.

9. **Ausgesprochen schwierig** war, ist und bleibt die laufend notwendige **Wiederanlage unseres Vermögens**, die jährlich mehr als 10 % unseres Gesamtvermögens betrifft (in 2017 etwa 70 bis 75 Mio. €).

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 über 10 Jahren 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**).

Untersuchungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der OECD haben 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 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 %, 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 mittlerweile nur noch selten Angebote gibt, die eine jährliche Verzinsung von mehr als 2 % abwerfen, es sei denn, man nimmt extrem lange Laufzeiten von 30 und mehr Jahren sowie vorzeitige einseitige Kündigungsrechte der Emittenten in Kauf. **Notgedrungen weichen schon seit längerem immer mehr Anleger in immer größerem Umfang in immer risikoreichere Investments aus.** Die sich daraus zunehmend ergebenden Gefahren liegen auf der Hand.

- a) Egal, ob man 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.

Der Vorstand der Kasse hat sich in den letzten Jahren wiederholt eingehend mit diesen 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 mit relativ kurzen Laufzeiten von etwa 5 Jahren aktuell höchstens eine Verzinsung von 2,5 % bieten¹ (bei relativ langen Laufzeiten von rund 10 Jahren sind es etwa 3,0 %); ausgeweitet haben wir diese Anlageklasse in den letzten Jahren nicht;
- **Nachrangpapiere** im Spezialfonds LOK 4 weiterhin zuzulassen und darüber hinaus in beschränktem Umfang auch für den eigenverwalteten Bestand zu erwerben;
- **Mittelstandsanleihen** wegen der hohen Ausfallgefahren weiterhin zu meiden;
- **Schwellenländeranleihen**, die im ersten Halbjahr 2017 gut abgeschnitten haben, weiterhin nur in den intern gesetzten Grenzen über den Spezialfonds LOK 4 zu erwerben;
- **Fremdwährungsanleihen**, insbes. US-Dollar-Anleihen hochwertiger Unternehmen und AUD-Staatsanleihen von Australien und den australischen Bundesstaaten weiterhin zu erwerben, weil die Verzinsung dort deutlich 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 drei Jahren bereits rund 10 % ihres Gesamtkapitals investiert hat und das Währungsrisiko überschaubar bleiben muss.

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

¹ Vgl. etwa die aktuelle Anleihe von Zypern (Rating: BB-) mit 7 Jahren Laufzeit und einer Verzinsung von 2,3 %.

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.

Als dann Mitte August und Mitte November 2016 jeweils ein Wertzuwachs von 5,0 % auf den vorhandenen ETF-Bestand zu verzeichnen war, wurde der gesamte Bestand mit einem Gewinn von insgesamt 750 T€ verkauft. Seit November 2016 haben wir bis zum 11.08.2016 wegen der sehr stark gestiegenen Aktienkurse nicht wieder in Aktien ETFs investiert, weil wir die Rückschlagsgefahr als zu hoch eingeschätzt haben. Bei günstig erscheinenden Einstiegskursen (unter 12.000 DAX-Punkten, stärker noch unter 11.500 DAX-Punkten und kräftig unter 11.000 DAX-Punkten) wollen wir in diesem Segment aber im Jahr 2017 noch bis zu 20 Mio. € anlegen (am 11.08. wurde mit 100 T€ ein erster kleiner Schritt gemacht).

- c) 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.
- d) Der **Immobilien**anteil am Gesamtvermögen unserer Kasse beträgt, nach dem Mitte 2016 erfolgreich 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 momentan jedoch problematisch, weil die Immobilienpreise in Deutschland von Anfang 2010 bis heute im Wohnbereich um durchschnittlich fast 40 % und im Gewerbebereich um durchschnittlich etwa 30 % 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. 50 - 60 %) gestiegen sein sollen, hält die Deutsche Bundesbank die Preise dort bereits für um etwa 20 % überbewertet. Mindestens im Bereich dieser Metropolen dürften wir es bereits 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 steigen, so dass die Renditen immer weiter sinken. Vielfach wird in Bankenkreisen bereits von Null-Renditen gesprochen, wenn man die laufenden Verwaltungskosten 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 wieder deutlicher steigt.

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

- e) Bezüglich der bei vielen Investoren auch in diesem Jahr 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 zweiten handelt es sich in aller Regel um ausgesprochen langfristige Kapitalbindungen, die eigentlich nur in Ländern mit hoher politischer Sta

bilität 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.

Gute Renditen gibt es aber auch in diesem Bereich nur bei Eingehung erheblicher Risiken. So hat der Anbieter OVID kürzlich über die FAZ (vom 13.07.2017) veröffentlicht, dass eine jährliche Zielrendite zwischen 3,5 und 5 % nur im HighYield-Bereich erzielbar sei. Mit etwa 70 BB-gerateten Anleihen von Infrastruktur-Unternehmen aus 24 Ländern habe man 2015 und 2016 für institutionelle Investoren jeweils etwa 4,4 % Rendite und im 1. Halbjahr 2017 rd. 2,1 % Rendite erwirtschaftet.

III. Erwartungen und geplante Maßnahmen für die nähere (bis Ende 2017) und weitere (bis Ende 2019) Zukunft

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

Zwar hat sich im Verlauf der letzten zwölf Monate die **wirtschaftliche Lage in Europa gebessert**. Sowohl im Euroraum als auch in der gesamten Europäischen Union kann für 2017 mit einem durchschnittlichen **Wirtschaftswachstum von etwa 2 %** gerechnet werden, nachdem das erste Halbjahr recht positiv verlaufen ist. 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 9 % **zurückgegangen**, die im Jahr 2013 noch einen Höchststand von 12 % hatte. Rund 5 Millionen Arbeitslose haben binnen vier Jahren wieder einen Arbeitsplatz gefunden. Aber in Spanien liegt die Arbeitslosigkeit immer noch bei 17 % (2013: 25 %); Deutschland hat demgegenüber mit einer Quote von nur 3,8 % (nach EU-Statistik) die niedrigste Arbeitslosigkeit.

Viele Länder Europas haben jedoch ihre seit langem bestehenden **strukturellen Probleme 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 die 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 und in Italien, sowie auf das hohe Maß an notleidenden Bankkrediten in diesen beiden Ländern, so wird schnell deutlich, dass zentrale Probleme der Krise nicht gelöst wurden. Die von der EZB durch ihre extreme Notenbankpolitik „gekauft Zeit“ wurde insbesondere in Italien nicht für die zwingend notwendigen Reformen genutzt.

Vielmehr scheinen diese „Krisenländer“ darauf zu spekulieren, dass die deutsche Regierung nach der Bundestagswahl im September 2017 (in Zusammenarbeit mit dem neuen französischen Staatspräsidenten Macron) noch mehr finanzielle Risiken in der Euro-Zone zu übernehmen bereit ist. So wird beispielsweise mit noch weitgehenderen Schuldenerleichterungen für das objektiv bankrotte Griechenland gerechnet, das nur durch immer neue europäische

Hilfsprogramme über Wasser gehalten werden kann. Ein derartiger „Ausbau“ der Euro-Zone zur Transferunion würde Deutschland teuer zu stehen kommen und würde in krassem Gegensatz zu den politischen Festlegungen stehen, die seinerzeit bei der Einführung 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 kürzlich wieder gewarnt hat.

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

Die Regierungen der vieler Euro-Länder verlassen sich deshalb seit Jahren auf die immer unkonventionelleren geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die geradezu verzweifelt versucht, die Investitionsbereitschaft der Unternehmen sowie die Konsumlaune der Verbraucher, und damit das gesamte Wirtschaftswachstum in Europa, durch extrem billiges Zentralbankgeld zu stimulieren – bislang mit eher bescheidenem Erfolg. Ebenso wenig gelingt es der EZB bislang mit all ihren milliardenschweren monatlichen Interventionen, die Inflationsrate in die Nähe ihres Ziels von etwa 2 % zu bringen; immerhin liegt die Inflation aktuell aber bei etwa 1,3 % (nach nur 0,2 % vor einem Jahr).

Die **gefährlichen Nebenwirkungen der 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 bald vielleicht schon 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 den anderen Anlageklassen (z.B. Aktien) das Kapitalverlustrisiko relativ hoch einschätzen. Fachleute schätzen, dass das Zinsniveau in Europa durch die EZB-Politik um durchschnittlich etwa 2 % gedrückt wird, zum Vorteil der Schuldner (u.a. Staaten und Unternehmen) und zum Nachteil der Sparer (einschl. der Lebensversicherungskunden).

Ganz besonders besorgniserregend ist, dass niemand zu wissen scheint, wie die Zentralbanken aus dieser jahrelangen Politik des „extrem billigen Geldes“ wieder aussteigen könnten, ohne in Krisenländern wie Italien, die in hohem Maße von den EZB-Interventionen profitieren, eine neue Finanz- und Wirtschaftskrise auszulösen. Wenn der gelegentlich 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 jüngst wieder 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.

2. **Kernpunkt unserer Probleme ist, dass weltweit innerhalb der letzten 45 Jahre viel zu viele Schulden angehäuft wurden, und zwar von den Privathaushalten, von den Unternehmen und von den Staaten.**

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 mit 67 % noch über diesem Grenzwert. Zur Erreichung eines „Normalzustands“ wären mindestens zehn Jahre lang gewaltige Sparanstrengungen erforderlich, vor allem in Griechenland (181 %), Italien (133 %), Portugal (130 %) und Belgien (109 %), wo die Schuldenquote jeweils deutlich über 100 % liegt, aber auch in Spanien (99 %) und Frankreich (98 %). Man muss schon ein unverbesserlicher Optimist sein, um daran zu glauben, dass alle Euro-Länder über so viele Jahre einen strikten Sparkurs einhalten werden.

Die Gesamtschulden der Euro-Staaten (10 Billionen € Ende 2016) nehmen sich freilich noch bescheiden aus im Verhältnis zum Gesamtschuldenberg von etwa 200 Billionen €, den die Welt Ende 2016 angehäuft hatte. Von diesem entfallen rund 56 Billionen € auf die Staaten, 49 Billionen € auf die Banken, 59 Billionen € auf die Unternehmen und 37 Billionen € auf die Privathaushalte. Auf die Industrieländer entfallen rund 150 Billionen €, auf die Schwellenländer, deren Anteil sich in den letzten 20 Jahren verachtfacht (!) hat, etwa 50 Billionen €. Ins Visier der internationalen Medien ist in den letzten Wochen insbesondere die extrem gestiegene Konsumenten-Verschuldung in China geraten, die als erheblicher Gefahrenherd betrachtet wird; insbesondere ein Immobilienkredit – Crash wird dort von Experten befürchtet.

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 schlimmen 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 jahrzehntlang gewählt. Für die Begleichung unserer Schulden müssen wir fairerweise auch selbst aufkommen. Der von der Politik hierfür gewählte Weg einer schleichenden Entwertung unserer angesparten Geldvermögen ist ärgerlich, aber vielleicht noch 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 Geldvermögen hat im Übrigen den 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 Rentenansprüche) verfügt, aufzubürden.

3. Angesichts dieser Rahmenbedingungen spricht vieles dafür, dass die für das Jahr 2017 erwarteten drei Zinserhöhungsschritte der US-Notenbank (Fed) noch auf sich warten lassen werden oder zumindest sehr klein ausfallen werden. **Der eigentlich bereits für das Jahr 2016 und erst recht für das Jahr 2017 erwartete Wiederanstieg der weltweiten Zinsen, der seit den historischen Tiefstständen von Mitte 2016 nur in geringem Umfang eingetreten ist, könnte sich somit weiter verzögern.** Auch in Europa dürften die Anleiherenditen nur langsam steigen und somit noch längere Zeit (im langjährigen Vergleich) extrem niedrig bleiben, obwohl der konjunkturelle Aufschwung eigentlich für höhere Zinsen sprechen würde.

Ausgehend von dem aktuell immer noch extrem niedrigen Zinsniveau ist nach unserer Einschätzung für das restliche Jahr **2017** und für das Jahr **2018** allerdings **mit einem weiteren leichten Wiederanstieg des Zinsniveaus zu rechnen**, zumal die Inflationsrate in beiden Jahren im Durchschnitt vermutlich auf etwa 1,5 % ansteigen (und die Zinsen wahrscheinlich ein Stück mit nach oben ziehen) wird.

4. Institutionelle Anleger mit durchschnittlichen **Garantiezinsverpflichtungen** von immer noch 3,0 % jährlich oder mehr, wie viele **Lebensversicherungsunternehmen** und wohl alle **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 ja keineswegs risikolosen Bereichen der **BBB-Anleihen**, der **Fremdwährungsanleihen** und der **Aktien-ETFs**. Nur bei Inkaufnahme der mit solchen Investments verbundenen Risiken können wir uns die Chance bewahren, zumindest in den nächsten drei Jahren (bis Ende 2019) den durchschnittlichen Garantiezins zu erwirtschaften, d.h. bei der Neuanlage von Vermögen wenigstens eine Rendite von durchschnittlich 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 immer niedrigeren Erträgen verbunden ist**, die bei durchschnittlichem Verlauf nicht mehr als die Erwirtschaftung des jeweiligen Garantiezinses ermöglichen werden. Die Erzielung zusätzlicher Überschüsse für eine künftige Erhöhung der Renten und Anwartschaften ist in unseren großen Abteilungen A, A 2000 und Z 2002 zumindest für die absehbare Zukunft illusorisch. Diese nicht pessimistische, sondern realistische Einschätzung möchte der Vorstand unserer Kasse, wie schon im Vorjahr, ganz bewusst auch an die Versicherten kommunizieren. Auch unsere Versicherten und ihre Vertreter müssen wissen und verstehen, dass **gesicherte jährliche Vermögenserträge von 3,5 % (oder gar mehr) in den nächsten Jahren auf keinen Fall zu erwarten** sind.

Völlig zu Recht wird in Fachkreisen das **anhaltend niedrige Zinsniveau** als **größtes Zukunftsproblem der betrieblichen Altersversorgung** angesehen. Sollte das extrem niedrige Zinsniveau noch mehrere Jahre anhalten, würde es von Jahr zu Jahr schwieriger, überhaupt noch den jährlichen Garantiezins (bei uns aktuell ca. 3,30 % mit jährlich nur um etwa 0,02 % sinkender Tendenz) für die Betriebsrentenansprüche zu erwirtschaften. Innerhalb von etwa vier bis fünf Jahren würde dies praktisch unmöglich, weil die niedrigen Renditen der Neuanlagen die Gesamterträge unter das Garantiezinsniveau drücken würden.

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

Auch wenn diese Vorschrift für regulierte Pensionskassen (wie unsere Kasse) nicht unmittelbar gilt, hat die Bestimmung doch maßgebliche Bedeutung bei der Genehmigung neuer Versicherungstarife durch die Aufsichtsbehörde (BaFin).

Aufgrund der geschilderten Problemlage hat die **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, **auf nur noch 0,90 %** abzusenken. Diese Satzungsänderung ist nach Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde (BaFin) zum Jahresbeginn 2017 in Kraft getreten und in den Neudruck unserer Satzung (Stand: 01.01.2017) aufgenommen worden.

6. Vor einem Jahr haben wir an dieser Stelle angekündigt, dass vermutlich bereits für die Hauptversammlung 2017 **weitere Maßnahmen vorgeschlagen werden müssen, die zu einem schnelleren Sinken der durchschnittlichen Garantieverzinsung unserer Verpflichtungen führen**. Denn die wichtige Einführung des neuen Garantiezinses von nur noch 0,90 % für neue Versicherte ab Januar 2017 trägt erst im Laufe vieler Jahre nennenswert zu einem Sinken des durchschnittlichen Garantiezinses bei, weil das große Gewicht der Altverpflichtungen mit ihrem deutlich höheren Garantiezins nur sehr langsam abnimmt.

Vorstand und Kuratorium schlagen deshalb heute vor, mit Wirkung zum 01.01.2018 auch den **Garantiezins für künftige Beiträge von Versicherten, deren Versicherungsverhältnis vor dem 01.01.2007 begonnen hat, abzusenken**. Für diese „Alt-Versicherten“ der Abteilungen A, A 2000 und Z 2002 gilt bislang noch ein jährlicher Garantiezins von 3,0 %, soweit es um Beiträge gilt, die ab dem Jahr 2007 geleistet wurden (vor 2007 waren es sogar noch 3,5 % Garantiezins). Wir schlagen vor, den Garantiezins bei diesen „Alt-Versicherungsverhältnissen“ **ab 2018 auf 2,25 % abzusenken**, wohlgermerkt **aber nur für ab 2018 gezahlte Beiträge**. Durch diese Absenkung wären die „Alt-Versicherten“ für künftige Beiträge mit denjenigen Versicherten bezüglich des Garantiezinses gleichgestellt, deren Versicherungsverhältnis in der Zeit zwischen dem 01.01.2007 und dem 31.12.2016 begründet worden ist; denn für diese Versicherungsverhältnisse galt schon immer ein Garantiezins von 2,25 %.

Wenn man sich klar macht, dass wir aufgrund der zu erwartenden Renditeentwicklung von Jahr zu Jahr mehr Probleme haben werden, jährlich noch einen einigermaßen sicheren Ertrag in Höhe des durchschnittlichen Garantiezinses (aktuell ca. 3,30 % bei nur ganz langsam sinkender Tendenz) mit unseren Vermögensanlagen zu erzielen, wird deutlich, warum wir einem sehr großen Teil der bei unserer Kasse Versicherten für zukünftige Beiträge nicht weiterhin eine Verzinsung von 3,0 % garantieren können. Für die weitere Zukunft Garantieverprechen abzugeben, an deren mittelfristige Erfüllbarkeit man selbst nicht mehr ernsthaft glauben kann, wäre in hohem Maße unseriös.

Dem Vorstand und dem Kuratorium der Kasse ist natürlich bewusst, dass auch diese viele „Alt-Versicherte“ treffende Maßnahme auf wenig Begeisterung stoßen wird. Wir fühlen uns jedoch verpflichtet, auf die Umsetzung dieser jetzt erforderlichen Maßnahme hinzuwirken. Die vorstehend geschilderte Situation und zu erwartende Entwicklung an den Finanzmärkten lässt uns keine andere Wahl.

7. In früheren Jahren habe ich am Schluss unseres Lageberichts immer erklärt, der Vorstand werde ich auch in Zukunft intensiv bemühen, verteilungsfähige Überschüsse für eine spätere Anhebung der Renten und Anwartschaften zu erwirtschaften. Zugleich haben wir an dieser Stelle immer erklärt, deutlich riskantere und vielfach intransparente Anlageformen (Hedgefonds, Private Equity, High-Yield, Schwellenländer, Rohstoffe, usw.), die höhere Renditen versprechen, nur dann und nur insoweit in Betracht zu ziehen, als dies unumgänglich erscheint, um unseren durchschnittlichen Garantiezins zu erwirtschaften.

Bereits im vergangenen Jahr habe ich 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).

In dem am 01.01.2017 begonnenen Drei-Jahres-Zeitraum 2017/2018/ 2019 werden wir vielmehr alle Mühe daran setzen müssen (und auch ein bisschen Glück benötigen), noch den durchschnittlichen Garantiezins zu erwirtschaften, ohne zu große Kapitalverlustrisiken einzugehen. Im heute detailliert geschilderten Rahmen werden wir allerdings Risiken nicht völlig vermeiden können, weil es bereits seit mehreren Jahren weitgehend risikolose Renditen (insbesondere bei Anleihen) nicht mehr gibt.

Unsere bewährte konservative Anlagepolitik wollen wir, soweit noch möglich, aber nicht verlassen. Denn nach unserer festen Überzeugung gilt weiterhin: Der Erhalt unseres Anlagekapitals und damit die Sicherheit des aktuellen Niveaus der Renten und Anwartschaften müssen für uns und unsere Versicherten weiterhin absoluten Vorrang haben!

Dr. A.
23.08.2017