



Politische
Risiken

*Und wenn morgen
die Welt unterginge*

...



VON FLÜCHEN, WÖLFEN UND LEMMINGEN ...

Pascal Bazzazi — LEITER BAV und dpn, Berlin

Der moderne Pensionsinvestor ist politischen Krisen ausgesetzt – großen wie kleinen, realen wie denkbaren, auf der Makro- wie auf der Mikroebene. In der konkreten Ausprägung zeigt sich das derzeit bei den Pensionskassen. Pascal Bazzazi kommentiert.

— Die »vornehmste Aufgabe«, so Bayers Stefan Nellshen im Roundtable dieser Ausgabe, ist es, auch in krisenartigen Verläufen die Fähigkeit zur Rentenzahlung im Sinne der Berechtigten zu erhalten. Es gilt also, egal was auch passiert, die Funktionsfähigkeit der EBAV sicherzustellen – das betrifft nicht zuletzt, sondern vor allem die Kapitalanlage.

Dass dabei besonders auf der militärischen Ebene Krisenverläufe denkbar sind, deren Schwere auch den Pensionsinvestor – wie jedes Wirtschaftsobjekt – praktisch zur fatalistischen Hinnahme verdammt, ist dabei nur scheinbar eine Binsenweisheit.

VON NORDKOREA ZUM IRAN

— Zum Zeitpunkt des Roundtable-Gesprächs stand noch die Nordkorea-Krise im Fokus der politischen und medialen Aufmerksamkeit, doch scheint sich dort derzeit eine gewisse Entspannung wenigstens anzudeuten (etwas, das sich jederzeit fortsetzen, aber auch wieder um 180 Grad drehen kann).

In den Mittelpunkt des Interesses rückt dagegen derzeit der Iran, gegen den die Trump-Administration zunehmend – manche sagen aggressiver, manche sagen konsequenter – vorgeht und die dabei in der Region Applaus von mächtigen lokalen Akteuren erhält, die selber alles andere

als über jeden Zweifel erhaben sind. Das positive Szenario wäre hier, dass der Iran unter dem Druck einknickt und wie Nordkorea den Dialog sucht.

Spinnt man diesen Faden jedoch mit ein bisschen kassandrischer Phantasie weiter, kann man sich durchaus auch vorstellen, dass der grausame Stellvertreterkrieg, der in Syrien zwischen dem Iran und Saudi-Arabien tobt, in einen direkten Krieg zwischen den beiden Regionalmächten umschlägt, vielleicht sogar unter Beteiligung Israels in einer Allianz mit den Saudis. Das wäre nun wirklich der vollkommene geostrategische Super-Gau – nicht nur unmittelbar für die ganze Region, sondern via ökonomischer Verwerfungen, Flüchtlingsströme und Terrorgefahren für die ganze Welt. Doch betroffen wären hier sicher vor allem Europa und Russland, und die direkten Folgen könnten sogar bis nach Ostasien und damit auch nach China reichen (man denke nur an die Beeinträchtigung des schönen neuen Projektes namens Seidenstraße). Wenn überhaupt, könnte nur der amerikanische Kontinent von einem solchen Flächenbrand-Szenario halbwegs verschont bleiben, relativ sogar als Gewinner hervorgehen. Bleibt zu hoffen, dass die us-Eliten eben diesen Aspekt nicht in ihr diplomatisch-politisches Kalkül einbeziehen.

Wie dem auch sei, solch militärischen Exzessen stünde auch der Pensionsinvestor wohl weitgehend

hilflos gegenüber (abgesehen davon, dass er – man mag es vor Zynismus kaum schreiben – in einem solchen Szenario Öl und us-Dollar long gehen sollte, bis es quietscht).

DIE EZB UND DER FLUCH DER BÖSEN TAT

— Doch es muss ja nicht gleich Krieg sein. Ungleich unblutiger, dafür umso gegenwärtiger für den Pensionsinvestor tobt sich die Geldpolitik vor allem in Euroland weiter aus. Die Geldflut wabert seit Jahren in Asset-Klasse um Asset-Klasse, pusht damit die Vermögenspreisinflation, lässt gigantische Blasen entstehen und wirft allenthalben die Frage auf, wie denn eine Exit-Strategie aus dieser Politik (die vor allem der Insolvenzverschleppung ganzer Staaten dient) überhaupt noch aussehen könnte. Offenkundig ist zumindest die EZB hier längst Gefangene des eigenen Handels, hat sie doch mit der Geldmenge parallel die Fallhöhe gesteigert. Oder mit Schiller: Das eben ist der Fluch der bösen Tat, dass sie, forzeugend, immer Böses muss gebären. Der Chronist kann sich hier jedenfalls nur eine einzige Art des Exits aus dieser fatalen Politik vorstellen, die er – nicht das erste Mal – in den FT Comments »Vabanque in unserer Zeit« und »Wenn schon Wahnsinn, dann bitte mit Methode« der beiden letzten dpn-Sonderausgaben zur BAV ausführlich dargelegt hat.

PENSIONSKASSEN AM MEDIENPRANGER

— Dass das politische Risiko namens Geldpolitik weiterhin Zukunftsperspektive hat, erleben dieser Tage die deutschen Pensionskassen, denen die Aufsicht mit breiter Brust und auf breiter Front auf die Pelle rückt. Ob zu Recht oder zu Unrecht, mag dahingestellt sein und hängt sicher vom Einzelfall ab, doch unschön ist auf jeden Fall die mediale Begleitmusik zu der Angelegenheit in den deutschen Massenmedien. Bei deren Lektüre kann zumindest der weniger BAV-bedarfte Leser den sehr falschen Eindruck gewinnen, als hätten sich deutsche Pensionskassen, analog zu manchen Banken vor der Finanzkrise, schlicht verzockt.

Richtig ist das Gegenteil: Verantwortlich für die Misere ist niemand anders als die oben schon gescholtene europäische Geldpolitik, welche die Zinsen systematisch nach unten manipuliert. Als ihr Handwerkszeug seien nur genannt: null Prozent Hauptrefinanzierungssatz und negative Einlagefazilität, 1-Billion-Bazooka, Dutzende Milliarden QE-Käufe von Govies und Corporates pro Monat, 500-Milliarden-schwere ANFA-Aufkäufe, rund eine Billion Target-II-Salden et cetera pp. Entsprechend liegt die Bilanzsumme der EZB mittlerweile bei rund 4,5 Billionen Euro. Dass die deutschen BAV-Einrichtungen in dieser Gemenge-

lage ihre harten Garantien zumindest Stand heute passabel bedienen, ist ein Beleg für ihre professionelle Aufstellung. Denn die Kombination aus politisch manipuliertem Zins und hochvolatiler Asset Inflation einerseits und harten Garantien samt strengen Bedeckungsvorschriften andererseits zwingt zu einer garantieorientierten Kapitalanlage, welche das Erreichen eben dieser Garantien zunehmend schwieriger macht – ein Zusammenhang, der in der öffentlichen Wahrnehmung derzeit nahezu komplett untergeht (und ohnehin kaum verstanden würde). Honi soit qui mal y pense.

MIT DEN WÖLFEN HEULEN ...

— Doch je komplizierter, anspruchsvoller und am Ende unkalkulierbarer die Gemengelage ist, desto mehr darf man bei seinen Überlegungen den einzelnen Pensionsverantwortlichen nicht aus den Augen verlieren. Denn dessen ganz eigene strategische Situation, der Systemzwang auf der Mikroebene, könnte die Problematik noch verschärfen:

In unkalkulierbaren Zeiten, in denen einerseits antizyklisches Verhalten, Asset-Klassen-übergreifende Diversifikation, Alternatives und auch Querdenken gefragt sind, ist es für den einzelnen Pensionsverantwortlichen gegebenenfalls strategisch rational, genau bei eben diesen Punkten Zurückhaltung zu zeigen und eher eine 08/15-Strategie zu fahren, sprich mit den Wölfen zu heulen.

Denn sollte der Investor eine Alternativstrategie fahren, wird man ihm für eine sich unter Umständen einstellende Outperformance kaum außerordentlich danken. Umgekehrt würden Verluste, die infolge einer ungewöhnlichen Strategie anfallen, ihn unter erheblichen Rechtfertigungsdruck gegenüber seinen Gremien bringen. Jede Katastrophe dagegen, die sich im Mainstream der Investoren abspielte und deren Masse und so auch ihn träfe, müsste ihm wohl oder übel verziehen werden. Schließlich hat er nur getan, was alle getan haben.

... UM ALS LEMMING ZU ENDEN

— Mit dem Strom schwimmen ist also eine Lösung, aber eigentlich nur die des Lemmings. Was tun also? Einfache Antworten drängen sich – wie meist auf allen Feldern der BAV – auch hier nicht auf. Auf der Mikroebene des Einzelnen wie auf der Makroebene der geopolitischen Risiken: BAV bleibt schwierig.

»Die Kombination aus politisch manipuliertem Zins und hochvolatiler Asset Inflation einerseits und harten Garantien samt strengen Bedeckungsvorschriften andererseits zwingt zu einer garantieorientierten Kapitalanlage, welche das Erreichen eben dieser Garantien zunehmend schwieriger macht.«

dpn

FÜNFTE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE ALTERSVERSORGUNG
 № 3 / 2018

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



Nur für professionelle Anleger

Heute für ein besseres Morgen investieren



Nachhaltigere Werte schaffen mit ESG

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

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

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

Anlagen enthalten Risiken, einschließlich dem des Kapitalverlustes.

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

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

Allgemeine Hinweise:

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

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