dpn
DEUTSCHE PENSIONS
& INVESTMENTNACHRICHTEN

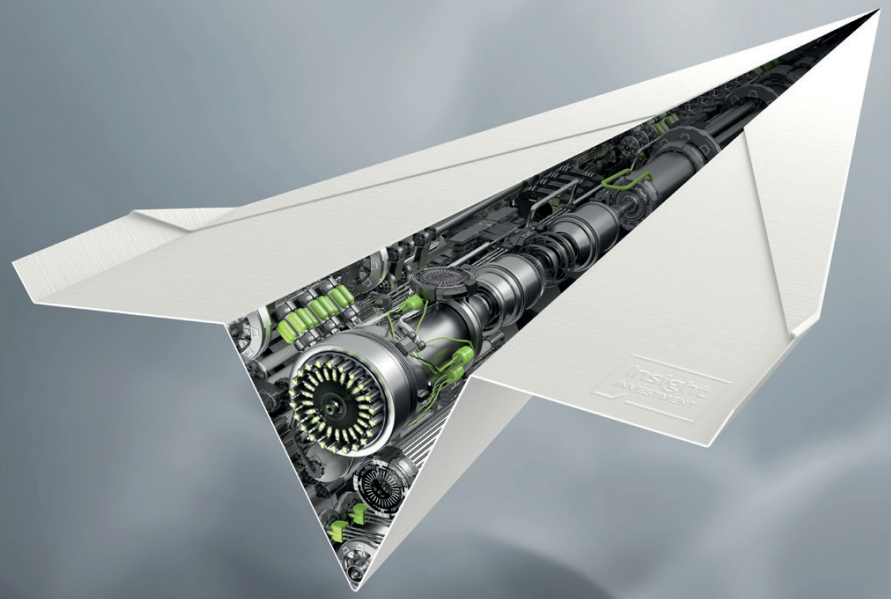
SECHSTE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE
ALTERSVERSORGUNG
№ 7 / 2018 / 8,– €

HERAUSGEGEBEN IN
KOOPERATION MIT
LEITERbAV

REAL ESTATE UND INFRA-STRUKTUR

07
4 197843 508001

Eine Publikation von
FRANKFURT BUSINESS MEDIA
DER F.A.Z.-FACHVERLAG



Präzise konzipiertes Fixed Income

Unsere aktiv verwalteten Anleihenstrategien auf den Punkt gebracht:

- Fachwissen von über 200 Investmentspezialisten innerhalb unseres globalen Netzwerks
- Innovative Konzepte in den Bereichen Absolute Return, Emerging Markets und Secured Finance
- Seit mehr als einem Jahrzehnt: Integration von ESG-Risikofaktoren in unseren Anlageprozess

Wir sind ein globaler Vermögensverwalter und führender Anbieter von innovativen Anlagekonzepten. Unsere praxisorientierten Anlagestrategien haben das Ziel, die anspruchsvollen Bedürfnisse unserer Kunden zu erfüllen. Gerne besprechen wir mit Ihnen, wie wir gemeinsam ein Portfolio entwickeln können, das dazu beitragen kann, die gewünschten Investmentergebnisse zu erzielen.

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

Jetzt auch mit Office in Frankfurt

+49 69 12014-2650

www.insightinvestment.de
europe@insightinvestment.com

Insight INVESTMENT

Individualität ist unser Maßstab

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

Part of BNY MELLON

REAL ESTATE UND INFRA-STRUKTUR

IM FOKUS DES PENSIONS-INVESTORS

VON WAHRHEITEN, FLÜCHEN UND BÖSEN TATEN. UND EINSTEIN IST ANDERS.

Pascal Bazzazi — LEITER bAV und dpn, Berlin

In die Zins-, Euro-, Währungskrise – oder wie auch immer man sie nennen mag – kommt regelmäßig neue Dynamik, die im Zweifel mit frischem Zentralbankgeld unter der Decke gehalten werden muss. Zeit daher, ein paar einfache und grundsätzliche, gleichwohl bei vielen Verantwortlichen offenbar nicht stets oder gar nie präsente Wahrheiten in Erinnerung zu rufen. Pascal Bazzazi kommentiert.

Zum Redaktionsschluss dieses Heftes sind es weiter die Italiener, die die Märkte in Atem hielten, genau genommen die Bond-Märkte. Der Haushaltsstreit der Europäischen Kommission mit der italienischen Regierung, die nicht nur in der Frage der Austerität ihre eigenen Wege geht, lässt die Spreads steigen – und so manche Leitartikler mutmaßen bereits wieder über ein mögliches Ende des Euro, sei es durch einen Austritt Italiens oder gar durch einen ungeregelten Zusammenbruch der Währungsunion.

Dass es so weit kommt, mag man befürchten – oder auch nicht. Bevor die Stunde Null schlägt, sollte die gut geölte Notenpresse im Frankfurter Ostend, gepaart mit dem deutschen Dauermantra »Scheitert der Euro, scheitert Europa«, noch viele Jahre die übliche Augen-zu-und-durch-Strategie finanzieren können.

Gleichwohl ist die Frage nach einem Zerfall des Euro mal wieder auf dem Tisch. Daher lohnt es, hier ein paar Wahrheiten, die in der öffentlichen Diskussion besonders in Deutschland allzu oft untergehen, in Erinnerung zu rufen:

— Allenthalben wird erwartet, dass angesichts der nun auch außerhalb der Asset Inflation anziehenden Geldentwertung EZB-Präsident Mario »Whatever it takes« Draghi beizeiten die Leitzinsen erhöhen, zumindest aber ein Tapering einleiten wird. Der Autor teilt diese Sicht auf die Dinge nicht. Des Italieners wahres Ziel ist es nicht, eine Deflation zu verhindern, die Kreditvergabe anzukurbeln oder sonst was, sondern dafür zu sorgen, dass in den Krisenstaaten und deren Bankenlandschaften im Wesentlichen so weitergemacht werden kann wie bisher. Dafür hat er seit Beginn seiner Amtszeit stets neue Gründe parat, warum er die Zinsen gerade jetzt »noch nicht« erhöhen kann.

— Dazu passt, dass Brüssel, Berlin und Paris auf die Herausforderungen der prekären geopolitischen Gemengelage Europas (Staatsschulden- und Bankenkrise in Südeuropa samt technologischer Rückständigkeit, bevorstehender demographischer Zusammenbruch, anhaltender Migrationsdruck durch Failed States vor der Haustür, zunehmende Terrorgefahr, innereuropäische Zentrifugalkräfte et cetera) keine einzige strategische Antwort haben außer der des billigen Geldes. Nun kommt noch der erwähnte Konflikt mit Italien hinzu. Kann sich irgendjemand vorstellen, dieser Multiproblemlage auch noch höhere Leitzinsen zuzumuten? Der Autor jedenfalls nicht.

»Auch Deutschland mit seinen faktisch sieben bis acht Billionen Euro Staatsschulden leidet unter einem fatalen Mix aus geostrategischen, sozialen, demografischen, sicherheitspolitischen und eben auch haushälterischen Zwängen, welche das Land auf viele Jahrzehnte von der Notenpresse genauso abhängig machen, wie die südeuropäischen Krisenstaaten es sind.«

— Es sei betont, dass auch die scheinbar gesunde und dynamische Bundesrepublik Deutschland unter allen Euro-PIGs das Super-PIG ist. Auch Deutschland mit seinen faktisch sieben bis acht Billionen Euro Staatsschulden (bei aller Differenziertheit, mit der man die Größe der impliziten Verschuldung betrachten muss) leidet unter einem fatalen Mix aus geostrategischen, sozialen, demografischen, sicherheitspolitischen und eben auch haushälterischen Zwängen, welche das Land auf viele Jahrzehnte von der Notenpresse genauso abhängig machen, wie die südeuropäischen Krisenstaaten es sind. Dass eben die gegenwärtige, kleine Schuldentilgung offenkundig ausschließlich auf das politische herbeimanipulierte Niedrigzinsumfeld zurückgeht, belegt diese These nicht minder.

— Außerdem sind die europäischen Regierungen und Volkswirtschaften längst so drogenabhängig von dem seit einem Jahrzehnt billigen Geld, dass auch dies einen schnellen Ausstieg aus dieser Politik unmöglich macht. Hypothese des Autors: Für jedes Jahr des billigen Geldes benötigen wir ein bis zwei Jahre, um die Strukturen hiervon wieder langsam zu entwöhnen. Demnach hätten wir noch rund zwanzig Jahre Niedrigzins vor uns – und auch das nur, wenn der Ausstieg nun begönne (was der Autor wie erläutert für unmöglich hält).

— Die Notenbanken kaufen via QE vor allem Anleihen der Staaten ihres Währungsraumes. Das ist offenkundig Staatsfinanzierung mit der Notenpresse, nicht mehr und nicht weniger. Ebenso ist offenkundig, dass die betroffenen Staaten – also vor allem die USA, UK, Japan, die Euroländer – diese schon jetzt fantastischen Summen niemals werden zurückzahlen wollen, können, müssen. Diese Sovereigns werden entweder von den Notenbanken eines Tages mittels einer formalen Sonderbuchung auf einen Schlag abgeschrieben oder aber – ordnungspolitisch eleganter – durch Methusalem-Anleihen zum Nullzins refinanziert (was praktisch keinen Unterschied macht). Erste Folge: Damit werden die Staaten massiv entschuldet. QE ist faktisch geschenktes Geld! Gerade der Euro mit seiner Pathogenese aus Manipulation und Regelbruch wird auch nur durch weitere Manipulationen und Regelbrüche überleben. Übrigens: Manch Euro-Staat hat in jüngster Zeit schon Erfahrungen mit Methusalem-Anleihen gemacht. Deutschland – obwohl zinsseitig hier in einer komfortablen Lage – verzichtet bisher darauf (stattdessen verheben sich deutsche Bundesländer milliardenschwer mit Zins-Derivaten. Einstein ist anders).

— QE ist also geschenktes Geld. Aber: Die EZB hat schon länger den Capital Key verlassen, weicht beim QE also von dem Kapitalschlüssel ab. Das heißt nichts anderes, als dass hier, zusammen mit den ANFA-Aufkäufen und den Target-2-Salden, von der EZB mit Hunderten Milliarden nationale Partikularinteressen der Südstaaten bedient werden.

— Außerdem kaufen zumindest die BoJ und die SNB bereits Aktien, die EZB immerhin Corporates. Konsequenz: Die Notenbanken akkumulieren mit selbstgedrucktem Geld reale Vermögenswerte in erheblichem Umfang (und verstaatlichen dabei schleichend). Den Preis dafür bezahlen alle die, die von der korrespondierenden Asset Inflation nicht profitieren (Cantillon-Effekt), in erster Linie also kleine Nominallohnempfänger.

— Notenbankgewinne stehen den jeweiligen »Trägerstaaten« zu. Damit entschulden die QE-treibenden Notenbanken nicht nur ihre Trägerstaaten, sondern verschaffen ihnen auch noch reale Vermögensgegenstände, seien es Aktien, seien es Corporates (beziehungsweise die Erlöse daraus). Ordnungspolitisch ist das eine Katastrophe. Aber: Einerseits via QE weitgehend entschuldete Staaten, dann eine bei der Notenbank verschuldete Industrie, schließlich gigantische Aktienpakete der großen Industrie im Staatseigentum, die sich ohne weiteres privatisieren lassen und anschließend mit den Erlösen mit Aufträgen zur Modernisierung der europäischen Infrastruktur jahrzehntelang ausgelastet werden können – das sind nicht die Zutaten, die für gewöhnlich Währungszusammenbrüche auslösen. Sollte diese Strategie gefahren werden – wie es Japan konsequent und Euroland halbgar tut – dann hätte der Wahnsinn wenigstens Methode. Voraussetzung für das Gelingen der Strategie wäre allerdings, dass die Staaten die QE-basierte Unterstützung der Notenbanken und den damit teuer erkauften Zeitgewinn auch nutzen, die realwirtschaftlichen Verwerfungen, die sie mit ihren Schuldenorgien vor allem in ihren öffentlichen Diensten geschaffen haben (Stichwort: Der Staat kauft sich seine Wähler), nachhaltig zu sanieren. Doch scheint in der EU das Gegenteil der Fall: Die EZB finanziert vor allem den Schlendrian. Gleichwohl: Wer für Euroland und Japan eine bessere Exit-Strategie aus der verfahrenen Lage als dieses hier vom Autor nur kurz skizzierte Vabanque-Spiel weiß, der nenne sie.

— Dass es derzeit gleichwohl noch nicht zu massiven Teuerungen in Form einer Verbraucherpreisinflation gekommen ist, sollte man nicht als Entwarnung verstehen. Denn da Sovereigns immer noch Güter nah am Cash-Status sind, ist die Begebung einer Staatsanleihe im Prinzip eine Art Geldschöpfung der Staaten an ihren Notenbanken vorbei. Der inflationäre Effekt entstand also am Tag der Begebung der Anleihe und nicht erst dann, wenn die Notenbank die Anleihe mit selbstgedrucktem Zentralbankgeld vom Markt nimmt, also praktisch nur weißes Papier gegen buntes tauscht. Eine entsprechend weit betrachtete Geldmenge (nennen wir sie »M-Kassandra«) bleibt also durch QE im Prinzip konstant. Inflation gibt es demnach in einer solchen Situation nur als Asset Inflation. Außerdem hindern Regularien wie vorneweg Basel III die Geschäftsbanken daran, das neue Zentralbankgeld zu M3 aufzupumpen, und man müsste als Notenbanker schon auf den Kopf gefallen sein, diese geldpolitische Lücke nicht mit eigenem Geld zu schließen und damit echte »Politik« zu machen – doch wer es zu weit treibt, wird eben irgendwann Gefangener des eigenen Handelns.

— Negative Side-Effects dieser Politik des viel zu billigen Geldes sind: zuerst die Entlastung der Staaten vom Reformdruck und die Konservierung realwirtschaftlicher Fehlakkumulationen, dann die Umverteilungseffekte von unten nach oben sowie die Verzerrung aller Kapitalmärkte – wovon nicht zuletzt Pensionsinvestoren viele Lieder singen können.

Nun für diejenigen unter den Lesern, die noch den Begriff des »nationalen Interesses« kennen, einige Wahrheiten betreffend die Situation Deutschlands in dieser Großlage:

— Karlsruhe hat sich in der Causa QE bekanntlich weggeduckt und den EuGH um Hilfe gerufen. Das muss man verstehen. Das Bundesverfassungsgericht von heute kann vielleicht noch zu Dingen wie der Doppelverbeitragung von Pensionskassen-Versorgungen entscheiden, doch dann werden die Bretter schnell zu dick. Gleichwohl könnte man erwarten, dass das höchste deutsche Gericht im Zuge seines erwartbaren »Ja, aber«-Urteils der Bundesregierung und der Bundesbank zumindest imperativ auftragen werde, mit dem Druckmittel des Ausstieges die EZB respektive die anderen Euroländer immerhin zu veranlassen, dass die EZB beim QE-Kauf den Capital Key strikt einhält und bisherige Abweichungen ebenso rückwirkend korrigiert wie praktisch extrakonstitutionale Maßnahmen im Stile von ANFA sowie dass jedes Land das Recht erhält, seine positiven Target-2-Salden stets von der EZB per Überweisung an die nationale Notenbank ausgleichen zu lassen.

— Und wenn es wirklich zum großen Knall kommt? Deutschland könne mit einem Zerfall des Euro erpresst werden, heißt es allenthalben. Nicht nur wegen der Target-Salden, sondern auch, weil eine neue deutsche Mark exorbitant aufwerten würde und so die deutsche Exportwirtschaft zum Erliegen käme. Alles Unfug. Erstens bedeuten jahrzehntelange Exportüberschüsse (also der Tausch von realen Gütern gegen FIAT-Währungen) per se noch keinen Wohlstandsgewinn. Außerdem wird das rohstoffarme Deutschland in einem schärferen globalen Wettbewerb irgendwann eine stabile, international kaufkräftige Währung bitter nötig haben. Vor allem aber kann die eigene Währung prinzipiell nach Belieben produziert werden. Eine Aufwertung ließe sich steuern, indem man an den Devisenmärkten mit selbst geschaffener neuer D-Mark so lange interveniert, bis die Wechselkurse passen. Konkret: Ein zu schaffender deutscher Staatsfonds kauft mit den neuen Mark-Billionen nicht nur marode Fremdwährungen, sondern vor allem Rohstoffe und Unternehmen international auf. Angesichts der heute üblichen Geldmengen wären zur Einhegung der neuen Mark sicher umgerechnet vier bis fünf Billionen US-Dollar nötig; und würde der deutsche Staatsfonds gar keine Fremdwährungen kaufen, sondern mit Aktien, Gold, Silber, Platin, Kupfer, Seltenen Erden et cetera nur Sachwerte, dann locker das Doppelte. Bei solchen Summen ließe sich auch der Verlust der Target-2-Salden verschmerzen. Strategisch konsequent zu Ende gedacht, ist es also gerade nicht Deutschland, das erpressbar geworden ist.

»Das Bundesverfassungsgericht von heute kann vielleicht noch zu Dingen wie der Doppelverbeitragung von Pensionskassen-Versorgungen entscheiden, doch dann werden die Bretter schnell zu dick.«

Fazit des Autors, wie er es an dieser und anderen Stellen schon mehrfach sinngemäß gezogen hat: Auf der Schussfahrt zu wenden, ist keine Option. Und egal, welche Strategie Deutschland und Euroland am Ende fahren, kann der Ausstieg aus der Politik der Zins- und Währungsmanipulation kaum in naher Zukunft und kaum ruckartig erfolgen. Oder einfacher mit Schiller:

»Das eben ist der Fluch der bösen Tat, dass sie, fortzeugend, immer Böses muss gebären.« ——

dpn

SECHSTE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE ALTERSVERSORGUNG
№ 7 / 2018

Chefredakteur **Michael Lennert** (ML), Frankfurt am Main
E-Mail michael.lennert@frankfurt-bm.com
Telefon +49 (0) 69 / 75 91-28 71

Redaktion **Pascal Bazzazi** (PBA, LEITER bAV und dpn), Berlin
E-Mail pbazzazi@LbAV.de
Telefon +49 (0) 178 / 660 01 30

Art Director & Layout **Hartmut Friedrich**, Berlin
E-Mail hf@kwer-magazin.de

Publisher **Ole Jendis**, Frankfurt

Anzeigendisposition **Jessica Sauer**
E-Mail jessica.sauer@frankfurt-bm.com | anzeigen@frankfurt-bm.com
Telefon +49 (0) 75 / 91-32 04 | +49 (0) 60 31 / 73 86-17 12

Illustration **Jacopo Pfrang**, Berlin

Fotografie (Roundtable) **Hans Scherhaufer**, Berlin

Copyright © Alle Rechte vorbehalten.
FRANKFURT BUSINESS MEDIA GmbH, 2018
Die Inhalte dieser Zeitschrift werden in gedruckter und digitaler Form vertrieben und sind aus Datenbanken abrufbar. Eine Verwertung der urheberrechtlich geschützten Inhalte ist ohne vorherige schriftliche Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar, sofern sich aus dem Urheberrechtsgesetz nichts anderes ergibt. Es ist nicht gestattet, die Inhalte zu vervielfältigen, zu ändern, zu verbreiten, dauerhaft zu speichern oder nachzudrucken. Insbesondere dürfen die Inhalte nicht zum Aufbau einer Datenbank verwendet oder an Dritte weitergegeben werden. Vervielfältigungs- und Nutzungsrechte können Sie beim F.A.Z.-Archiv unter *nutzungsrechte@faz.de* oder Telefon: +49 (0) 69 / 75 91-29 86 erwerben. Nähere Informationen erhalten Sie hier: *www.faz-archiv.de/nutzungsrechte.*

Haftungsausschluss Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts von »dpn« übernehmen Verlag und Redaktion keine Gewähr. Für unverlangt eingesandte Manuskripte und unverlangt zugestellte Fotografien oder Grafiken wird keine Haftung übernommen.

Verlag **FRANKFURT BUSINESS MEDIA GmbH – Der F.A.Z.-Fachverlag**
Bismarckstraße 24 | 61169 Friedberg
Telefon +49 (0) 60 31 / 73 86-0
E-Mail verlag@frankfurt-bm.com
HRB Nr. 53454, Amtsgericht Frankfurt am Main

Geschäftsführer **Dominik Heyer, Hannes Ludwig**

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 Dezember 2018

ISSN 1476-3028

DerTreasurer
NACHRICHTEN FÜR DIE FINANZABTEILUNG

– tägliche News und Eilmeldungen
– alle zwei Wochen als E-Magazin
– vierteljährlich als Zeitschrift

Jetzt abonnieren: **www.dertreasurer.de**

Partner

BELLIN · BNP PARIBAS Die Bank für eine Welt im Wandel · Deutsche Bank · HSBC · ING · Insight INVESTMENT · ION · Litreca Aktiengesellschaft · omikron e-banking solutions · Quoniam QUANTITATIVE INVESTMENT ENGINEERING · SWIFT · TECHNOSIS finance software · Union Investment

PROJECT Investment

Werte für Generationen

PROJECT Immobilienentwicklung
Görzer Straße, München

Entspannt investieren

mit den vielfach ausgezeichneten
Immobilienbeteiligungen von PROJECT Investment

- Entwicklung hochwertiger Wohn- und Gewerbeimmobilien in nachgefragten Metropolregionen
- Sicherheit durch reine Eigenkapitalbasis und hohe Streuungsbreite
- Lückenlos positive Leistungsbilanz seit 1995

Bester Asset Manager · SPECIAL AWARD · SIEGER 2017 Growth · SCOPE

AA-AMR · SCOPE

Informieren Sie sich unverbindlich über Ihre Kapitalanlage mit Zukunft: 0951.91 790 330

PROJECT Investment Gruppe · Kirschäckerstraße 25 · 96052 Bamberg · info@project-vermittlung.de · www.project-investment.de

dpn
DEUTSCHE PENSIONS & INVESTMENTNACHRICHTEN

SECHSTE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE ALTERSVERSORGUNG
№ 7 / 2018 / 8,– €

HERAUSGEGEBEN IN KOOPERATION MIT
LEITERbAV

REAL ESTATE UND INFRA-STRUKTUR

07
4 197843 508001

Eine Publikation von FRANKFURT BUSINESS MEDIA
DER F.A.Z.-FACHVERLAG