

**Lagebericht des Vorstands**  
**zur ordentlichen Hauptversammlung 2016**  
**am 26.08.2016 in Köln**

**I. Blick zurück auf das Jahr 2015**

**Das Jahr 2015 ist für unsere Kasse, anders als das Vorjahr 2014, wegen der niedrigen Durchschnittsrendite nicht zufriedenstellend verlaufen.**

Die **Zahl der Versicherungsverhältnisse** bei unserer Kasse hat sich um 338 auf 17.871 erhöht, das bedeutet einen Zuwachs um 1,93 %.

Die **Jahres-Beitragseinnahmen** unserer Kasse haben sich um 565 T€ auf 16,311 Mio. € erhöht, was einem Zuwachs um 3,6 % entspricht (bei einer Inflation von deutlich unter 1 % im Jahr 2015).

Die **jährlichen Rentenleistungen** unserer Kasse sind demgegenüber in dieser Zeit lediglich leicht um 285 T€ auf 21,211 Mio. € gestiegen (= plus 1,40 %).

Wir haben **im Jahr 2015** ohne Eingehung größerer Kapitalverlustrisiken, d. h. bei möglichst weitgehender Beibehaltung unserer seit Jahrzehnten konservativen Anlagestrategie, nur eine **Durchschnittsrendite von 2,98 %** erwirtschaften können.

Die **Kapitalanlagen** unserer Kasse sind in 2015 um rund 12,8 Mio. € 608,6 Mio. €, d.h. um 2,1 %, gestiegen.

Die für unsere Rentenverpflichtungen erforderliche **Deckungsrückstellung**, die nur alle drei Jahre exakt berechnet wird, dürfte im gleichen Zeitraum um etwa 13,4 Mio. €, d.h. um 2,4 %, gestiegen sein.

Die nach § 193 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG 2016) und § 55a PK-Satzung zu bildende **Verlustrücklage** („Sicherheitspolster für evtl. künftige Verluste“), die nach unserer Satzung (mindestens) 4,5 % der Deckungsrückstellung betragen soll, hat sich dadurch um rund 600 T€ auf ca. 26,75 Mio. € erhöht. Aufgrund der enttäuschenden Rendite des Jahres 2015 fehlten uns zum Jahresende 2015 etwa 1,1 bis 1,2 Mio. € an dieser satzungsmäßigen Verlustrücklage. Die etwas weniger strenge gesetzliche Verlustrücklage (ca. 4,28 % der DR) haben wir hingegen erfüllt.

Der erwirtschaftete **Jahresfehlbetrag 2015** dürfte damit bei **etwa 1,2 Mio. €** liegen (nach einem Überschuss von etwa 1 Mio. € in 2014).

Dieses **nicht zufriedenstellende Ergebnis** des Jahres 2015 ist erzielt worden, weil **mehre negative Faktoren zusammengetroffen** sind.

Die wesentlichen Negativfaktoren haben wir im 127. Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2015 auf den Seiten 8 und 9 eingehend dargelegt, sie seien hier nur noch einmal schlaglichtartig in Erinnerung gerufen:

- (1) Negative Wertentwicklung statt positivem Renditebeitrag in unseren beiden großen Rentenspezialfonds (gravierendster Negativfaktor)
- (2) Abschreibungen auf eigenverwaltete Rentenpapiere (insbes. aus dem Bereich des „Rohstoffsektors“)
- (3) Seit Jahren rückläufige Wiederanlagerenditen bei festverzinslichen Wertpapieren mit der Folge kontinuierlich sinkender Durchschnittsverzinsung.

## II. Blick auf das laufende Jahr 2016

**Der bisherige Verlauf des Geschäftsjahres 2016 (Stand: 24. August) ist erfreulicherweise recht zufriedenstellend.** Das internationale Zinsniveau ist – wider Erwarten - im Jahresverlauf 2016 weiter gesunken, so dass festverzinsliche Wertpapiere nicht nur ihren Zinskupon verdient, sondern durchweg auch Kursgewinne zu verzeichnen haben. Der katastrophal schlecht in das Jahr 2016 gestartete deutsche Aktienmarkt (DAX von 10.743 auf 8.700 Punkte, d.h. minus 19 % bis Mitte Februar) hat sich mittlerweile vollständig erholt und Mitte August erstmals in 2016 einen neuen Jahreshöchststand von 10.800 Punkten erreicht.

1. Die Verzinsung **10-jähriger Bundesanleihen**, die zum Jahresbeginn 2016 bei 0,62 % lag (Anfang 2015: 0,53 %), ist unter großem Medienecho am 14.06.2016 erstmals unter die Marke von null Prozent gefallen und zwischenzeitlich zeitweise sogar auf bis zu minus 0,20 % abgerutscht. Aktuell liegt ihre „Verzinsung“ bei minus 0,09 %. Die sog. Umlaufrendite, die aus den Renditen aller Bundespapiere mit Laufzeiten von drei bis dreißig Jahren errechnet wird, ist bereits seit dem 06.06.2016 negativ und liegt aktuell bei minus 0,23 %.
2. In den acht Monaten des Jahres 2016 (zum Vergleich Ende 2014 und 2015) haben sich die Zinsen für andere **10-jährige Staatsanleihen** wie folgt entwickelt:

	<u>31.12.14</u>	<u>31.12.15</u>	<u>30.06.16</u>	<u>24.08.16</u>
<b>Portugal</b>	2,66 %	2,53 %	3,10 %	3,01 %
<b>Spanien</b>	1,60 %	1,77 %	1,25 %	0,93 %
<b>Italien</b>	1,86 %	1,61 %	1,28 %	1,13 %
<b>Irland</b>	1,26 %	1,16 %	0,55 %	0,41 %
<b>USA (in \$)</b>	2,17 %	2,31 %	1,50 %	1,55 %

Hier ist (mit der Ausnahme des politischen Problemfalls Portugal) zu erkennen, dass die Zinsen im bisherigen Verlauf des Jahres 2016 nochmals zurückgegangen 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 völlig unattraktive Verzinsung zwischen 0,9 % und 1,5 % jährlich, je nach Herkunftsland und Bonität.

**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 1,5 % zu finden; möglich ist dies bei Euro-Anleihen momentan allenfalls noch bei Inkaufnahme **extrem langer Laufzeiten** von 30 und mehr Jahren, die bei Unternehmen unverkennbare Risiken beinhalten. Im Bereich höherwertiger Unternehmensanleihen (Ratings von AA oder A) liegt die Verzinsung natürlich noch deutlich niedriger (i.d.R. deutlich 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 drastisch gesunken ist. In noch verstärktem Maße gilt dies, seitdem die EZB im März 2016 ein umfangreiches Ankaufprogramm auch für Unternehmensanleihen angekündigt hat, das sie seit Juni 2016 im Umfang von 7 Mrd. € monatlich auch in die Tat umsetzt.

4. **Für den großen Bestand unserer Kasse an festverzinslichen Wertpapieren** (sowohl in der Eigenverwaltung als auch in den Fonds) **hat der weitere Rückgang des Zinsniveaus, mit wenigen Ausnahmen, zu teilweise deutlichen Kursgewinnen geführt, die sich in erhöhten stillen Reserven niederschlagen. Insbesondere bei Laufzeiten von mehr als zehn Jahren sind die Kursgewinne teilweise deutlich zweistellig.**
5. Die beiden großen **Renten-Spezialfonds (PK I und LOK 4)** unserer Kasse, in denen mit immerhin rund 106 Mio. € (Buchwert) rund 18 % unseres gesamten Anlagekapitals stecken, zeigen aktuell aufgrund der genannten Zinsentwicklung recht zufriedenstellende Ergebnisse. Nachdem die beiden Fonds zum 30.06.2016 noch Wertentwicklungen von „lediglich“ minus 0,07 % (PK I, sehr schwach) bzw. plus 2,20 % (LOK 4, sehr erfreulich) zu verzeichnen hatten, erreichten sie aufgrund der deutlichen Erholung nach dem Brexit-Schock zum 31.07.2016 erstaunlich gute Ergebnisse von plus 2,85 % (PK I, eine verblüffende Performance im Juli) bzw. plus 3,51 (LOK 4; Erreichung des Gesamtjahresziels schon nach sieben Monaten).

Angesichts dieser Ergebnisse und der bis zum Jahresende 2016 drohenden Verlustrisiken (infolge moderater Zinssteigerungen) hat der Vorstand die Manager dieser beiden großen Spezialfonds der Kasse Ende Juli 2016 beauftragt, die bisher erreichte Wertentwicklung des Jahres 2016 im Rahmen des Möglichen und kostenmäßig Adäquaten zu sichern. Auf diese Weise wollen wir nach Möglichkeit sicherstellen, dass die beiden Fonds in diesem Jahr wieder einen Renditebeitrag erbringen, der in etwa unserem durchschnittlichen Garantiezins (ca. 3,33 %) entspricht. Im Gegenzug müssen wir natürlich bis Jahresende auf weitere Wertzuwächse in den Fonds verzichten.

Aktuell (Stand 22.08.2016) liegt die Fondsp performance bei 3,10 % (PK I) bzw. 4,30 % (LOK 4), im gewichteten Durchschnitt bei 3,86 % und damit deutlich über dem Garantiezins.

Es besteht infolge dessen momentan berechnete Hoffnung, dass beide großen Spezialfonds in diesem Jahr, anders als im Vorjahr 2015, einen vollwertigen Beitrag zur Gesamtrendite liefern können.

6. In der geschilderten Situation kann aktuell **für 2016** angesichts einer Durchschnittsverzinsung unserer Wertpapiere von etwa 3,75 bis 3,80 % **mit einer regulären Durchschnittsrendite von etwa 3,30 bis 3,40 % auf das Gesamtvermögen gerechnet werden**; dies gilt wohlgeachtet unter der Voraussetzung, dass es von September bis Ende Dezember 2016 nicht zu einem erneuten deutlichen Wiederanstieg der Zinsen oder einer sonstigen größeren Krise an den Finanzmärkten kommt. Mit einer deutlichen **Unterschreitung des durchschnittlichen Garantiezinses (ca. 3,33 %)** muss für das Jahr 2016 aktuell also **nicht** gerechnet werden.

Da zum Jahresende 2016 zugleich der für uns wichtige Drei-Jahres-Zeitraum 2014/2015/2016 zu Ende geht, beabsichtigt der Vorstand, die Durchschnittsrendite für 2016 **durch außerordentliche Maßnahmen** (Hebung stiller Reserven) zu verbessern. **Ziel ist die Erreichung einer Rendite von 3,60 %.**

Nachdem die Renditen der Jahre 2014 und 2015 bei 3,60 % und 2,98 % lagen, würden die angestrebten 3,60 % des Jahres 2016 die Gesamtrendite der drei Jahre auf 10,81 %, d.h. im Jahresdurchschnitt auf 3,39 %, bringen. Das reicht zum einen aus, um den Garantiezins (ca. 10 % für die drei Jahre) abzudecken, und zum anderen, um die volle gesetzliche sowie die (etwas höhere) volle satzungsmäßige Solvabilitätsrücklage zu bilden; bei letzterer fehlten uns zum Jahresende 2015 ca. 1,2 Mio. €. Ohne die volle Erfüllung auch der satzungsmäßigen Solvabilitätsrücklage dürften wir auch in den Abteilungen G und H, in denen wir auf einen verteilungsfähigen Überschuss zur Rentenerhöhung ab Januar 2018 hoffen dürfen, keine Leistungserhöhungen vornehmen.

Um die Zielrendite von 3,60 % für 2016 zu erreichen, müssen wir zusätzlich zu den erwarteten regulären Erträgen (3,30 - 3,40 % aus 600 Mio. € = ca. 20 Mio. €) **bis zu 2 Mio. € an stillen Reserven heben**. In Höhe von gut 0,5 Mio. € ist dies bereits durch den ohnehin beabsichtigten Verkauf unserer drei Immobilien in Wesseling erfolgt, der inzwischen abgewickelt worden ist. Die noch fehlenden rund 1,5 Mio. € werden wir im Dezember 2016 durch Verkauf und anschließenden Rückkauf festverzinslicher Wertpapiere realisieren, die einen entsprechend hohen Kurswert haben.

7. Ausgesprochen schwierig war und ist die laufend notwendige **Wiederanlage unseres Vermögens**, die jährlich mehr als 10 % unseres Gesamtvermögens betrifft (in 2016 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 seit Juni 2016 wieder einmal neue „historische“ Tiefststände erreicht hat (bis hin zu inzwischen weit verbreiteten Negativzinsen).

Untersuchungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der OECD warnen vor steigenden Risiken und spekulativen Exzessen bei Lebensversicherungen, gerade auch in Deutschland. Angesichts hoher Garantiezinsen von über 3 % sowie extrem niedriger Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen und andere Anleihen 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.

Längst ist für diese großen institutionellen Anleger mit ihren Garantiezinsverpflichtungen von über 3,0 %, ebenso wie für die privaten Sparer, ein **echter Anlagenotstand** eingetreten, weil es im Bereich der soliden festverzinslichen Wertpapiere (sog. Investmentgrades mit Ratings zwischen AAA und BBB) europaweit mittlerweile nahezu keine Angebote mehr gibt, die noch eine jährliche Verzinsung von wenigstens 1,5 % abwerfen, es sei denn, man nimmt extrem lange Laufzeiten von 30 und mehr Jahren sowie vorzeitige einseitige Kündigungsrechte der Emittenten in Kauf. **Notgedrungen weichen immer mehr Anleger in immer größerem Umfang in immer risikoreichere Investments aus**. Die sich daraus 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 im Juli 2016 erneut eingehend mit diesen Anlageklassen befasst und sich unter Abwägung der Chancen und Risiken dafür entschieden,

- High-Yield-Papiere weiterhin nur über die bisherige Spezialfonds-Beteiligung zu erwerben, die zu Beginn des Jahres 2016 sogar um etwa ein Drittel abgebaut wurde, auch wenn neuerdings High Yield-Anleihen mit relativ kurzen Laufzeiten von 3 – 4 Jahren und einer Verzinsung von knapp 3 % als attraktiv empfohlen werden
- Nachrangpapiere in beiden Spezialfonds weiterhin zuzulassen und darüber hinaus in sehr beschränktem Umfang auch für den eigenverwalteten Bestand zu erwerben
- Mittelstandsanleihen weiterhin wegen der hohen Ausfallgefahren zu meiden
- Schwellenländeranleihen, die im ersten Halbjahr 2016 gut abgeschnitten haben, weiterhin nur in den intern gesetzten Grenzen über die beiden Spezialfonds zu erwerben
- Fremdwährungsanleihen, insbes. US-Dollar-Anleihen hochwertiger Unternehmen, weiterhin verstärkt zu erwerben, weil im Dollar-Bereich die Verzinsung bei maximal 10-jährigen Laufzeiten etwa 1 bis 1,25 % höher ist als im Euro-Bereich und wir den Dollar tendenziell stärker einschätzen als den Euro.

- b) Angesichts der rekord-niedrigen Anleihe-Renditen hat die Kasse, nach vielen Jahren der Aktien-Abstinenz, zum Zwecke der Risikostreuung und Renditeverbesserung ab Februar 2015 wieder 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. Am Jahresende entsprach der Wert dieser Papiere fast exakt ihrem Anschaffungswert, d.h. es gab weder Gewinne noch Verluste.

Das änderte sich infolge der Aktienkrise zum Jahresbeginn 2016 drastisch, vorübergehend entstanden Verluste von gut 750 T€. Auch zum 30.06.2016 wies der DAX noch einen Halbjahresverlust von über 10 % auf.

Ungeachtet dieser Rückschläge hat der Vorstand die Anlage in DAX-ETFs im Verlauf des Jahres 2016 deutlich auf bis zu 9,5 Mio. € ausgebaut und dabei insbesondere in schwachen Marktphasen entschlossen zugekauft.

Als dann am 11.08.2016 bei einem DAX-Stand von etwa 10.650 Punkten ein Wertzuwachs von 5,05 % auf unseren gesamten ETF-Bestand zu verzeichnen war, ist der gesamte Bestand mit einem Gewinn von 475 T€ verkauft worden. An den Märkten und in den Medien wurde zu diesem Zeitpunkt verstärkt mit Rückschlägen an den Aktienmärkten gerechnet, die bislang allerdings nur in geringem Umfang eingetreten sind; ein Grund hierfür könnte sein, dass die EZB gerüchteweise planen soll, in absehbarer Zukunft auch Aktien aufzukaufen (wie es die japanische Notenbank seit kurzem bereits tut), um die lahrende Konjunktur in Europa anzuheizen. Die Kasse beabsichtigt, bei DAX-Kursen zwischen 10.000 und 9.800 Punkten schrittweise wieder bis zu 10 Mio. € (und bis zum Jahresende 2016 weitere 2 Mio. €) in DAX-ETFs zu investieren (aktuell (24.08.) liegt der DAX bei 10.600 Punkten). Zum Jahresende 2016 wird auf diese Weise eine Aktienquote von etwa 2 % am Gesamtvermögen angestrebt.

In jedem Fall haben wir aber bereits durch die geschilderte Gewinnmitnahme für das Jahr 2016 aus dem Aktien-ETF-Investment eine sehr gute Rendite (5 %) erzielt.

- c) Anders als in den vorangegangenen Jahren hätte man im ersten Halbjahr 2016 gute Gewinne mit der Anlage in **Rohstoffen** wie Gold, Silber und Rohöl (bzw. entsprechenden Zertifikaten) machen können.

Nach einem Rekordtief im Januar / Februar 2016 von unter 30 US-Dollar je Barrel für Rohöl ist der Ölpreis wieder auf etwa 45 bis 50 US-Dollar gestiegen. Auch der Preis für Gold und Silber ist in 2016 wieder um mehr als 25 bzw. 40 % gestiegen, nachdem es zuvor seit Mitte 2011 Preisrückgänge um 40 bzw. 50 % gegeben hatte.

Angesichts dieser krassen Preisschwankungen im Rohstoffmarkt 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 inzwischen erfolgreich abgewickelten Verkauf der drei Immobilien in Wesseling (Kaufpreis: 7,85 Mio. €), aktuell nur noch etwa 2,2 % und liegt damit im unteren Bereich der von uns angestrebten Bandbreite (2 bis 6 %).

Neuinvestitionen in Immobilien sind aus unserer Sicht momentan problematisch, weil die Immobilienpreise in Deutschland von Anfang 2011 bis heute im Wohnbereich um durchschnittlich rd. 30 % und im Gewerbebereich um durchschnittlich rd. 25 % 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 weit überdurchschnittlich (ca. 40 – 50 %) gestiegen sein sollen, hält die Deutsche Bundesbank die Preise dort bereits für um 10 bis 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 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 Verwaltungskosten berücksichtigt.

Es spricht deshalb vieles dafür, Neuinvestitionen in diesem Bereich derzeit zurückzustellen und auf bessere Einstiegspreise zu warten.

Das gilt auch für **Immobilienfonds**, die trotz magerer Durchschnittsrenditen von unter 2,5 % in den letzten acht 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 derzeit auf Interesse stoßenden **Infrastrukturinvestitionen** ist ebenfalls Vorsicht geboten. Zum einen ist die Zahl der angebotenen attraktiven Projekte, gemessen an dem großen Kapitalmarkt, relativ klein. Zum zweiten handelt es sich in aller Regel um ausgesprochen langfristige Kapitalbindungen, die eigentlich nur in Ländern mit hoher politischer Stabilität und Rechtssicherheit ver-

treten 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.



### III. Erwartungen und geplante Maßnahmen für die nähere (bis Ende 2016) und weitere (bis Ende 2019) Zukunft

#### 1. Die europäische Staatsschulden- und Bankenkrise, die im Herbst 2008 („Lehman-Pleite“) offen ausgebrochen ist, hält unvermindert an.

Neben der fast hoffnungslosen Wirtschafts- und Finanzsituation in Griechenland richten sich derzeit viele sorgenvolle Blicke nach **Portugal und Spanien**. Beide Länder haben viel zu hohe Defizite im Staatshaushalt, wurden kürzlich aber nicht einmal symbolisch mit Sanktionen belegt; der Euro-Stabilitätspakt wurde auf diese Weise, wieder einmal, zur Farce gemacht. Die portugiesische Links-Regierung macht die mühsamen Reformen ihrer Vorgänger rückgängig und steuert das Land geradewegs in die nächste Finanzkrise, mit der bereits für Mitte Oktober 2016 gerechnet wird. Spanien findet trotz erneuter Neuwahlen keine mehrheitsfähige Regierung und erreicht trotz erfreulich wachsender Wirtschaft Mitte Juni 2016 erstmals einen Schuldenstand von über 100 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP).

In **Italien und Frankreich** wächst die Wirtschaftsleistung zur Zeit fast gar nicht, die massive italienische Bankenkrise<sup>1</sup> soll nach Vorstellung der italienischen Regierung unter Missachtung der EU-Bankenunionsregeln gelöst werden, um Verluste der italienischen Privatanleger zu verhindern. Sowohl Italien als auch Frankreich lassen seit Jahren den politischen Willen zu durchgreifenden Reformen, insbesondere auch ihrer rigiden Arbeitsmarktregulierungen, vermissen, so dass sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit ihrer Unternehmen nicht verbessern kann. Statt solider Haushaltspolitik und wettbewerbsorientierter Wirtschaftspolitik streben diese beiden großen und deshalb besonders wichtigen EU-Länder die Ermächtigung zu höherer Neuverschuldung an – und das angesichts ihrer schon heute (ganz besonders im Fall von Italien) unvertretbar hohen Staatsverschuldung.

Völlig zu Recht **mahnt die EZB** immer wieder an, dass die Regierungen der EU-Länder deutlich **mehr Reformwillen** zeigen und umsetzen müssen, damit das Wirtschaftswachstum in Europa nach fast 10 Jahren „Flaute“ wieder ordentlich in Fahrt kommt und die (anders als z.B. in den USA) noch immer sehr hohe Arbeitslosigkeit abgebaut werden kann.

Die Regierungen der vorgenannten Länder verlassen sich jedoch 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 äußerst bescheidenem Erfolg. Ebenso wenig gelingt es der EZB mit all ihren milliardenschweren monatlichen Interventionen, die Inflationsrate auch nur annähernd in die Nähe ihres Ziels von etwa 2 % zu bringen; in Europa liegt die Inflation aktuell bei etwa 0,2 %, in Deutschland mit seiner relativ gut laufenden Wirtschaft nur geringfügig höher.

Die **Entwicklung der vergangenen 15 Jahre in Japan** zeigt recht klar, wohin eine Fortsetzung dieser verfehlten Politik langfristig führen könnte: nämlich zu einer gigantischen Staatsverschuldung (von über 200 % des BIP), zu langfristiger wirtschaftlicher Stagnation trotz staatlicher Konjunkturprogramme und zu einem dauerhaften Verschwinden der Inflation. Bis vor einigen Jahren waren die japanischen Staatsbürger selbst mit weit über 50 % die größten Gläubiger ihres Staates; in den letzten Jahren ist demgegenüber die japanische Notenbank (Bank of Japan) in atemberaubendem Tempo zum Großgläubiger des eigenen Landes geworden, sie hält heute bereits 38 % der japanischen Staatsanleihen. Wenn die japanische Staatsbank in diesem Tempo weitermachen sollte, hätte Japan in wenigen Jahren nur noch einen Großgläubiger: sich selbst! Dieses scheinbare „perpetuum mobile“ der Staatsfinanzie-

<sup>1</sup> Die italienischen Banken haben seit Jahren faule Kredite von ca. 360 Mrd € in ihren Büchern, die eigentlich abgeschrieben werden müssten

rung wird, vielleicht erst nach einigen Jahren, in einem fundamentalen Verlust des Vertrauens in das gesamte Geldsystem und in Folge dessen in einer kaum noch kontrollierbare Geldentwertung enden. Wahrlich kein Vorbild für Europa!

Die **gefährlichen Nebenwirkungen der EZB-Politik** des Negativzinses und der ausufernden Anleihekäufe werden immer sichtbarer, die Warnungen von renommierten Fachleuten immer häufiger. Die Banken<sup>2</sup> 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 werden. 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.

Ganz besonders besorgniserregend ist, dass niemand zu wissen scheint, wie die Zentralbanken aus dieser jahrelangen Politik des „extrem billigen Geldes“ wieder aussteigen könnten, ohne eine wirklich sehr schwere und vermutlich weltweite 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.

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.**

Mindestens seit 10 Jahren wird weltweit verzweifelt versucht, das eigentlich nur noch ganz 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 sehr bescheidenem Erfolg.

Aus diesem Dilemma gibt es kein weitgehend schmerzloses Entrinnen. Vielmehr bekommen wir alle die Rechnung dafür präsentiert, dass in den reichen Industrieländern mindestens zwei volle Generationen 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. Eigentlich kann sich auch 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 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 auflösen. 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

---

<sup>2</sup> Aus den schwachen Ergebnissen des EU-Bankenstresstests von Ende Juli 2016 wissen wir, dass diese Krise auch deutsche Banken betrifft. Die Bankenstresstests wären noch viel schlechter ausgefallen, wenn man auch das eigentlich problematischste Szenario, ein langjähriges Anhalten der Niedrigzinsen, simuliert hätte. Dies wurde wohl aus gutem Grund unterlassen.

Generation, die weit überwiegend über das Geldvermögen (inklusive Rentenansprüche) verfügt, aufzubürden.

3. Angesichts dieser weltweiten Perspektiven, vor allem der reichen Industrieländer, rechnen wir kurz- und mittelfristig weiterhin mit einem eher schwachen Wachstum der Weltwirtschaft. Erst kürzlich hat der Internationale Währungsfonds (IWF) seine Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft in diesem Jahr auf 3,1 % gesenkt, das ist der niedrigste Wert seit der Finanzkrise 2008. Die Unternehmen sehen sich weltweit mit einem üblen Mix aus Terrorgefahr, politischen Irrfahrten, wirtschaftsfeindlichen Regierungen, neuem Protektionismus und eskalierenden Schuldenproblemen konfrontiert. Über allem schwebt aktuell ferner die Sorge, ab 2017 könne eine Figur wie Donald Trump die Weltmacht USA regieren. Wir leben derzeit in einer **Phase „radikaler Unsicherheit“** (so der ehemalige britische Notenbankgouverneur Lord Mervyn King), in der es nur geringe Möglichkeiten gibt, die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Entwicklungen zu identifizieren. Eine derartige „radikale Unsicherheit“ ist die größte Gefahr für Wirtschaftswachstum und Wohlstand, weil sich sehr viele Teilnehmer am Wirtschaftsleben mit Investitionen stark zurückhalten. Genau mit dieser **starken Investitionszurückhaltung der Unternehmen** haben wir es in weiten Teilen Europas und der USA seit einigen Jahren zu tun. Gegen das fehlende Vertrauen in künftige Erträge von Investitionen in die Realwirtschaft hilft ganz offenbar auch die Bereitstellung nahezu zinsloser Kredite an die Unternehmen nicht entscheidend.
4. Angesichts dieser Rahmenbedingungen spricht vieles dafür, dass die eigentlich schon für das Jahr 2016 erwarteten Zinserhöhungsschritte der US-Notenbank (Fed) weiter auf sich warten lassen werden oder zumindest bis auf weiteres sehr klein ausfallen werden. Der eigentlich bereits für das Jahr 2016 erwartete moderate **Wiederanstieg der weltweiten Zinsen**, der bekanntlich bislang nicht eingetreten ist, **könnte sich somit weiter verzögern**. Zumindest in Europa dürften die Anleiherenditen nur langsam steigen und somit noch lange Zeit (im langjährigen Vergleich) extrem niedrig bleiben. Die weiterhin schwache konjunkturelle Entwicklung gibt hier deutlich höhere Zinsen einfach nicht her.

Ausgehend von dem aktuell historisch niedrigen Zinsniveau ist nach unserer Einschätzung für das Jahr **2017** allerdings **mit einem leichten Wiederanstieg des Zinsniveaus durchaus zu rechnen**, weil die Inflationsrate aufgrund des zum Jahresende 2016 wegfallenden Ölpreis-Effekts 2017 vermutlich auf etwa 1 % ansteigen wird (und die Zinsen wahrscheinlich ein Stück mit nach oben ziehen wird).

5. Institutionelle Anleger mit Garantiezinsverpflichtungen von immer noch über 3,0 % jährlich, wie viele Lebensversicherungsunternehmen und wohl alle Pensionskassen, werden wegen des (im langjährigen Vergleich) auch weiterhin sehr niedrigen Zinsniveaus ganz sicher auch kurz- und mittelfristig 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) noch 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 bestenfalls noch die Erwirtschaftung des jeweiligen Garantiezinses ermöglichen werden. Die Erzie-

lung zusätzlicher Überschüsse für eine künftige Erhöhung der Renten und Anwartschaften ist zumindest für die mittlere Zukunft illusorisch. Diese nicht pessimistische, sondern realistische Einschätzung möchte der Vorstand unserer Kasse 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 oder gar noch weiter sinken, würde es von Jahr zu Jahr schwieriger, überhaupt noch den jährlichen Garantiezins (bei uns aktuell ca. 3,33 %) für die Betriebsrentenansprüche zu erwirtschaften. Innerhalb von etwa fünf Jahren würde dies praktisch unmöglich, weil die niedrigen Renditen der Neuanlagen die Gesamttrendite unter das Garantiezinsniveau drücken würden.

6. Wie rapide sich die Lage der Lebensversicherer zuspitzt, kann 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 wurde, jetzt **zum Jahresbeginn 2017 erneut auf nur noch 0,90 % herabgesetzt** wird.

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 heute eingehend geschilderten Lage an den internationalen Finanzmärkten haben sich Vorstand und Kuratorium der Kasse, wie bereits im Rahmen der Hauptversammlungen 2014 und 2015 vorsorglich angekündigt, im Verlauf des Jahres 2016 entschließen müssen, den bei uns seit dem Jahr 2007 für neue Versicherungsverhältnisse geltenden Garantiezins von 2,25 % mit Wirkung zum 01.01.2017 deutlich abzusenken. Nachdem im vergangenen Jahr noch über eine Absenkung des neuen Garantiezinses auf 1,25 % oder 1,00 % diskutiert wurde, kommt mittlerweile wegen der o.g. Entscheidung zum Höchst-Garantiezins nur noch eine Absenkung auf 0,90 % in Betracht, weil ein höherer Wert von der Aufsichtsbehörde nicht genehmigt würde.

Vorstand und Kuratorium sind sich selbstverständlich bewusst, dass die Garantiezinsabsenkung für neue Versicherungsverhältnisse, die ab Januar 2017 neu begründet werden, die Attraktivität unserer Kasse schmälert. **Die vorgeschlagene Absenkung des Garantiezinses auf 0,90 %, über die Sie heute zu entscheiden haben, ist jedoch nach unserer Überzeugung unvermeidlich**, um die langfristige Erfüllbarkeit unserer Verpflichtungen im Rahmen des Möglichen sicherzustellen. In diesem Zusammenhang ist auch zu berücksichtigen, dass Lebensversicherer zunehmend sogar dazu übergehen, einen Garantiezins für Neukunden entweder vollständig abzuschaffen oder nur noch befristet zuzusagen.

7. Wenn sich unsere Einschätzung bewahrheitet, dass die erzielbaren Gesamttrenditen aus unserem Kassenvermögen in den nächsten Jahren kontinuierlich sinken werden, weil der Neuanlagezins bestenfalls noch bei etwa 2,5 % liegen wird, werden wir **weitere Maßnahmen** ergreifen müssen, **die zu einem schnelleren Sinken der durchschnittlichen Garantieverzinsung unserer Verpflichtungen führen**.

Die Einführung des neuen Garantiezinses von nur noch 0,90 % für neue Versicherte ab Januar 2017 trägt nur im Laufe vieler Jahre nennenswert zu einem Sinken des durchschnittlichen Garantiezinses bei, weil das große Gewicht der Altverpflichtungen mit ihrem höheren Garantiezins nur sehr langsam abnimmt.

**Wir werden deshalb, je nach Verlauf der Geschäftsjahre 2016, 2017 und 2018, voraussichtlich zum 01.01.2018 oder spätestens zum 01.01.2019 auch den Garantiezins für künftige Beiträge von Versicherten, deren Versicherungsverhältnis vor dem 01.01.2007 begonnen hat, absenken müssen.** 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 gehen davon aus, dass der Garantiezins bei diesen „Alt-Versicherungsverhältnissen“ **ab 2018 oder 2019 auf 2,25 % abgesenkt werden muss**, wohlgedenkt **aber nur für ab diesem Zeitpunkt gezahlte Beiträge**. Mit dieser Absenkung wären die „Alt-Versicherten“ 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 von 3,0 % bis 3,3 % mit unseren Vermögensanlagen zu erzielen, wird deutlich, warum wir einem ganz erheblichen 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 der Kasse ist natürlich bewusst, dass auch diese viele „Alt-Versicherte“ betreffende Nachricht auf wenig Begeisterung stoßen wird. Wir fühlen uns jedoch verpflichtet, schon heute auf diese vermutlich sehr bald (ab Anfang 2018 oder Anfang 2019) erforderliche Maßnahme hinzuweisen. Die vorstehend geschilderte Situation und zu erwartende Entwicklung an den Finanzmärkten lässt uns keine andere Wahl.

8. In den vergangenen 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.

Ich habe heute bereits erwähnt, **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 beginnenden Drei-Jahres-Zeitraum 2017/2018/ 2019 werden wir vielmehr alle Mühe daran setzen müssen (und auch etwas Glück benötigen), noch den durchschnittlichen Garantiezins zu erwirtschaften, ohne zu große Kapitalverlustrisiken einzugehen. Im heute detailliert geschilderten Rahmen werden wir allerdings Risiken nicht vermeiden können, weil es bereits seit einigen 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!**