

1. Anlagepolitik

Strategische Asset Allokation

2018 war ein turbulentes Jahr mit - im historischen Vergleich - extrem vielen Assetklassen und Anlagestrategien, die Verluste generiert haben. Die zu Beginn des Jahres als unattraktiv angesehenen Assetklassen (europäische und globale Renten, insbesondere Staatsanleihen) zeigten im Jahresverlauf die beste Wertentwicklung, während Aktien und Emerging Markets Assets deutliche Verluste hinnehmen mussten. Deutsche und europäische Aktien sowie Emerging Markets Assets gerieten vor allem im vierten Quartal angesichts eines globalen Abschwungs der Konjunktur und politischer Risiken in eine heftige Abwärtsspirale.

Ursachen dieser Negativentwicklung waren in der Hauptsache Störungen der globalen Weltordnung durch die Politik von US-Präsident Trump, die politischen Unsicherheiten in Europa (Italien, Großbritannien, Frankreich, Osteuropa) sowie die Kehrtwende der globalen Geldpolitik. In den USA führten der allmähliche Abbau der Zentralbankbilanz und die vier Zinserhöhungen in 2018 zu einem Zinsanstieg am US-Geldmarkt und stärkten den US-Dollar. Nachdem zum Ende des Jahres auch die meisten anderen Zentralbanken auf einen restriktiveren Kurs einschwenkten, kam es im Jahresverlauf zu einer „Risk off“-Stimmung. Dies zog fast alle (liquiden) risikobehafteteren Assetklassen in Mitleidenschaft, während die risikoärmeren Assetklassen von „Safe Haven“-Käufen profitierten.

In Europa war angesichts des schwächeren Welthandels in Folge der hohen Exportabhängigkeit eine Wachstumsabschwächung zu verzeichnen, die durch erneute politische Turbulenzen in Italien, Großbritannien und Frankreich verschärft wurde, so dass die Renditen in Deutschland trotz erhöhter Inflation und Vollbeschäftigung niedrig blieben. Der Euro erwies sich angesichts dieser politischen Unsicherheiten insbesondere gegen USD, JPY und CHF als anfällig. Makroökonomisch ist die Unsicherheit Anfang 2019 so groß wie selten. So hat sich zuletzt das globale Wachstum überall (USA, China, Europa) abgeschwächt. In den USA hat sich die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe spürbar eingetrübt. Allerdings übertraf der jüngste Arbeitsmarktbericht die Erwartungen deutlich. Auch sollte die Fiskalpolitik das Wachstum 2019 stützen. Die US-Notenbank hat ihren Zinsanhebungskurs zwar im Grundsatz bestätigt, die Investoren haben weitere Anhebungen für 2019 jedoch komplett ad acta gelegt und spekulieren gar auf eine Senkung. Die Spekulationen auf eine Kurswende dürften jedoch etwas verfrüht sein. Der Konjunkturausblick hängt von einer großen Zahl von „Known Unknowns“ ab. Die Brexit-Entscheidung in Großbritannien, die ungelösten Fragen zur Zukunft der Eurozone (Italien, Frankreich), der Konflikt zwischen den USA und China um die Führungsrolle in der Welt (Handelskrieg als eine Option). Die starke Verflachung der US-Zinsstrukturkurve sowie die jüngste Rallye am US-Rentenmarkt jedenfalls implizieren ein gewisses Rezessionsrisiko (und damit auch ein Warnsignal für die FED).

Der Bullenmarkt an den Finanzmärkten existiert seit nunmehr 10 Jahren, eine außergewöhnlich lange Zeitspanne und vieles deutet darauf hin, dass die Party, die wir in nahezu allen Assetklassen gesehen haben, entweder vorbei ist oder zumindest die Spätphase mit erhöhter Volatilität erreicht hat. Wenn die historische Entwicklung der Maßstab ist, bedarf es einer Kombination aus schwindender Wachstumsdynamik, restriktiveren Finanzmarktbedingungen und Anlegereuphorie, um eine derartige Hausse zu beenden und in einen Bärenmarkt einzutreten. Auf der einen Seite können wir das Risiko eines nachlassenden Wirtschaftswachstums bereits erkennen, auch die Notenbankpolitik wird restriktiver (zumindest in den USA) und wir haben im 1. Halbjahr 2018 eine massive Euphorie bei US-Technologie-/Wachstumsaktien gesehen. Auch die Risikobereitschaft hatte in den letzten Jahren immer weiter zugenommen, da viele Anleger in dem Niedrigzinsumfeld noch verzweifelt nach einer ansehnlichen Rendite suchten. So hat sich bei vielen Privatanlegern zum Beispiel die Anlageklasse Hochzinsanleihen von einem Exotenprodukt zu einer Standardanlage entwickelt, da die Investoren auf ihrer unermüdlichen Jagd nach

Renditen risikobereiter geworden sind. Auf der anderen Seite hat es an den Aktienmärkten Ende 2018 eine starke Kurskorrektur gegeben, so dass die Bewertungen - unter der Annahme, dass die Gewinnschätzungen für 2019/2020 realistisch sind – wieder relativ attraktiv erscheinen. Die extrem negative Investorenstimmung erhöht zusätzlich die Wahrscheinlichkeit auf eine Aufwärtskorrektur. Eine temporäre Erholung ist somit wahrscheinlich, es wäre dann allerdings nur eine Erholung im Abwärtsmarkt, da der mittelfristige Trend global noch negativ ist. Eine nachhaltige Rückkehr der Investoren in Risiko-Assets setzt voraus, dass sich der schwache Trend bei den konjunkturellen Frühindikatoren nicht fortsetzt. Zudem sind alle Augen auf die anstehende Abstimmung zum Brexit-Deal und den Verlauf der Verhandlungen im Handelsstreit der USA mit China gerichtet.

Die Kreditmärkte sind mittlerweile wieder günstiger bewertet und preisen bereits einiges an Risiken ein. Das weiterhin vorhandene globale konjunkturelle Wachstum liefert zusätzliche Unterstützung, wenngleich sich der Wachstumstrend abschwächt. Das tendenziell schwächere globale Wirtschaftswachstum sorgt temporär für wieder tiefere langfristige Zinsen.

Wir haben in 2018 unser LLR-Portfolio (Low Low Risk: ein risikoarmes Portfolio, mit einer Aktienquote von 8%) aus der aktuellen ALM mit einigen taktischen Abweichungen umgesetzt. Der Schwerpunkt der Neuanlage lag 2018 in den Sektoren Immobilien und Infrastruktur (Eigenkapital und Fremdkapital). Die Immobilienquote haben wir im laufenden Jahr durch Kapitalabrufe auf über 12% erhöht. Im Bereich Infrastruktur auf der Eigen- und Fremdkapitalseite halten wir aktuell knapp 8%.

Die Eigenanlage ist mit knapp 40% unverändert wichtiger Bestandteil bei der Erzielung ordentlicher Erträge. Der Durchschnittskupon des Direktbestandes liegt bei knapp 4%. Auf dem aktuell immer noch sehr niedrigen Zinsniveau haben wir weiter selektiv Bestände insbesondere im Bereich Unternehmensanleihen aufgenommen. Bei Zukäufen wurden Titel mit langer Laufzeit präferiert, um weitere Durationslücken zu schließen. In Nachrangpapiere investiert der Direktbestand unverändert nicht.

Aktuelle Asset Allokation, Risiken

Aktuelle Allokation:

Eigenanlage: 40%, Schuldscheine, Namenspapiere (incl. Immobilien- und Infrastruktur-Bestand in der Eigenanlage, aber ohne Immobilien und Infrastruktur im Masterfonds), Inhabertitel und Liquidität

Masterfonds: 60%

davon Staats- und Unternehmensanleihen, sowie Absolute Return Fonds zusammen rund 20 % bezogen auf das Gesamtvermögen

Aktien und Wandelanleihen: 7,9% bezogen auf das Gesamtvermögen vor Hedging

Immobilien und Infrastruktur: 22% bezogen auf das Gesamtvermögen.

Im Masterfonds werden alle Anlageklassen, die Aktien-, Kredit-, Wandlungs- und sonstige nicht lineare Risiken bergen, gebündelt. Das Risiko des Masterfonds gemessen als erwartete Standardabweichung (ex-ante Risk) betrug im Dezember 2018 5,5 %. Wir haben unser Aktienexposure durch langlaufende Putoptionen asymmetrisch gestaltet. Außerdem glätten illiquiden Assetklassen Infrastruktur und Immobilien potentielle Draw-Downs durch eine niedrige Bewertungsvolatilität.

Aktien / Aktienrisiko

Unsere Aktienrisiken haben wir im Jahresverlauf über Sicherungsmechanismen abgesichert. Alle Aktieninvestments werden unverändert extern zumeist in institutionellen Publikumsfonds verwaltet. Im Jahresverlauf ist aus Kostenerwägungen ein passiver Indexfonds auf internationale Aktien hinzugekommen. Die Steuerung der Aktienrisiken hat ein externer Overlay Manager inne. Im Fokus steht hier der maximale Drawdown. Die Gesamtrisiken werden ständig intern über ein ex-ante Risikomonitoring überwacht.

Renten / Risiken aus Anleihen

Wir halten weiterhin erhebliche Bestände unserer Assets im Direktbestand. Auch im Masterfonds liegen Anleiheinvestments in Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Anleihen aus den Emerging Markets. Im Bereich Unternehmensanleihen haben wir in Spezial- und Publikumsfonds investiert. Außerdem halten wir verstärkt Unternehmensanleihen im Direktbestand, da wir Bankenfunding zum Teil als risikoreicher erachten.

Kreditrisiko / Ausfallrisiko

Wir steuern unser Kreditrisiko insbesondere im Direktbestand weiterhin konservativ. Beim Neuerwerb von ungedeckten Schuldscheinen und Namenspapieren wird ein Mindestrating von A- angestrebt. Titel werden ausschließlich von einer zuvor erarbeiteten Positivliste gekauft. Hinzu kommt ein eigenes Monitoring von Kennzahlen wie CDS-Spreads, Aktienvolatilität, Verschuldungsgrad etc. und die Zusammenarbeit mit einem externen Researchhaus. Die Auswahl findet nach einem strengen Auswahlprozess in Zusammenarbeit mit einem externen Research-Anbieter statt. Auch die Unternehmensanleihen durchlaufen einen hauseigenen Kreditprozess, der mit einem externen Anbieter abgeglichen wird.

Im Masterfonds nehmen wir leicht höhere Kreditrisiken in Kauf, diese sind aber für sich gesehen sehr granular konzipiert. Spezialisierte Fondsmanager, die insbesondere nach ihrer Fähigkeit ausgewählt wurden, Ausfälle zu vermeiden, verwalten das Kapital. Die durchgerechnete Ratingverteilung und die High-Yield-Quote werden laufend durch unser Risikocontrolling überwacht.

Zinsrisiko

Die effektive Duration im Direktbestand liegt bei acht Jahren. Der entsprechende Durchschnittskupon liegt bei knapp 4%. Mit unseren Simulationen, die auch Kündigungswahrscheinlichkeiten strukturierter Papiere errechnen können, überprüfen wir regelmäßig die Streuung der möglichen Entwicklungen des Durchschnittskupons über mehrere Jahre im Voraus.

Liquiditätsrisiko

Beitrags- und Zinszahlungen sind leicht höher als die Rentenzahlungen der Kasse. Das Liquiditätsrisiko ist äußerst gering. In absehbarer Zeit ist keine Disposition im Assetbereich zu Zwecken der Liquiditätssicherung notwendig. Der wesentliche Neuanlagebedarf kommt aus Fälligkeiten.

Alternative Asset Klassen

Der Bereich Immobilien und Infrastruktur wurde in 2018 wie oben beschrieben weiter ausgebaut. Wir haben aktuell ein Zusagevolumen von 688 Mio. EUR erreicht, von dem aktuell 565 Mio. EUR abgerufen worden sind.

Im Bereich Infrastruktur sind wir über Infrastruktur Eigen- und Fremdkapital investiert. Hier haben wir 620 Mio. EUR zugesagt. Insgesamt liegt das abgerufene Volumen nun bei 347 Mio. EUR. Den Bereich Infrastrukturfremdkapital gehen wir unverändert gemeinsam mit einer großen deutschen Versicherung in Form eines Segments im Masterfonds an.

Die wesentlichen Performancekennzahlen sowie die Portfoliozusammensetzung nach Laufzeit und Sektoren werden laufend überwacht und ermittelt.