



# private wealth

VERMÖGEN, WOHLSTAND & WERTE

*how to earn it* | *how to invest it* | *how to live it*

Negativzins, politische Risiken, Achterbahnfahrt an den Aktienmärkten – die Lerbacher Runde sieht darin mehr Chancen als Risiken. Trotzdem investieren einige der Experten nur „mit Schirm“.



## Kompass.

Wohin bewegen sich Weltwirtschaft und Kapitalmärkte? Die Lerbacher Runde führt Anleger durch turbulente Zeiten.

## Mehr Marke.

Wenn der Hauptmarkt einknickt, brauchen Unternehmer einen guten Plan. Edding transportiert die Marke auf neue Produkte.

## Maximalismus.

Der Designer Marcel Wanders zelebriert seinen „Nichts ist unmöglich“-Stil. Als Gegenentwurf zum Minimalismus unserer Zeit.

## Jungbrunnen.

Beweglich wie ein 30-Jähriger? Ein revolutionäres Verfahren lässt mithilfe von Stammzellen neue Knorpel in Knien wachsen.

# Die Lerbacher Runde.

**Expertengremium.** Die Lerbacher Runde – Bankiers, Vermögensverwalter und Family Officer – traf sich in diesem Frühjahr zum siebten Mal. Das diesjährige Motto in Schloss Bensberg: Wer glaubt, Kapitalanlage sei in der Vergangenheit schon ungewöhnlich schwierig gewesen, täuscht sich gewaltig. Die Aufgabe „wird noch herausfordernder“.



**Teilnehmer (linke Seite von links nach rechts):** Gottfried Urban, Bayerische Vermögen; Bernd Riedel, Robeco Deutschland; Dr. Stefan Ebner, FOCUS Asset Management; Jörg Hundhausen, Tresono Family Office; Marc Vits, Bankhaus Metzler; Joachim Meyer, Meyer & Cie.; Dr. Michael Fabricius, Fabricius Vermögensverwaltung; Daniel Fechtelpeter, Bankhaus Lampe (sitzend); Michael Huber, VZ VermögensZentrum; Jörg Laser, Bankhaus Donner & Reuschel.



(Rechte Seite von links nach rechts): Alexander Ruß, SK Family Office; Matthias Wesseling, Bethmann Bank; Karsten Tripp, HSBC Trinkaus & Burkhardt (sitzend); Oliver Leipholz, Oppenheim Family Office; Oliver Borgis, Weberbank; Armin Eiche, Pictet; Michael Gollits, von der Heydt & Co. AG; Stephan Jäggli, Münster Stegmaier Rombach Family Office; Dr. Lars Edler, Sal. Oppenheim.



## Mission possible.

**Anlagestrategie.** Die Herausforderungen werden immer größer. Extrem hohe Verschuldung weltweit, kreative Geldpolitik, Nullzins, geopolitische Risiken und stark schwankende Aktienkurse machen es Investoren schwer, den Überblick zu behalten. Die Lerbacher Runde setzt nicht nur Leitplanken für die künftige wirtschaftliche Entwicklung. Sie leitet daraus auch konkrete Strategien und Handlungsempfehlungen ab.

Mitte Oktober 2016 wird der ExoMars-Orbiter samt Testlandegerät Schiaparelli den Roten Planeten erreichen. Die Weltraumforschung macht damit einen Schritt auf unbekanntes Terrain. „Dort bewegen wir uns als Kapitalanleger schon lange. Die Experimente der Notenbanken sind ebenso beispiellos – aber viel wichtiger als die Marsmission. Denn sie betreffen uns alle“, meint Kai Röhl, Robeco Deutschland.

Ein Rückblick zeigt, wie dramatisch sich die Geldpolitik in den letzten Jahren geändert hat. Die US-Notenbank FED brauchte zum Beispiel von 1913 bis 2008, um ihre Bilanz auf eine Billion Dollar auszuweiten. Nur acht Jahre später hat sich diese Summe vervierfacht. Die Bank von Japan kauft heute nicht nur fast alle neu emittierten japanischen Staatsanleihen, sondern auch Aktien. Sie ist inzwischen bei mehr als 200 der Nikkei-225-Firmen unter den zehn größten Aktionären zu finden. Und die EZB fordert Strafzinsen von Banken, die bei ihr Geld anlegen. Gleichzeitig refinanziert sie Institute, die Kredite vergeben, zu einem Satz von minus 0,4 Prozent – sie gibt also noch Geld dazu. Aus ZIRP (Zero Interest Rate Policy) wird NIRP (Negative Interest Rate Policy).

Unterstützt durch die Maßnahmen der Zentralbanker wachsen die weltweiten Schuldenberge bei Staaten und in der Privatwirtschaft weiter. „Als die Lerbacher Runde im Frühjahr 2010 gegründet wurde, hätte das noch niemand für möglich gehalten“, erinnert sich Bernd Riedel, Robeco Deutschland.

„Die Notenbanken haben so immerhin die politische Stabilität in Europa erhalten“, sagt Michael Fabricius, Fabricius Vermögensverwaltung. „Und den ökonomischen Totalkollaps verhindert“, ergänzt Alexander Ruis, SK Family Office. „Die Kernfrage ist jetzt: Findet die Welt in einen Wachstumsmodus ohne Notenbankunterstützung zurück?“

„Wir befinden uns schon irgendwie an der Kante“, überlegt Jörg Hundhausen, Tresono Family Office: „Inflation oder Deflation? Aufschwung oder Rezession? Der Grat zwischen Schwarz und Weiß ist ziemlich schmal geworden.“

Die Nervosität der Aktienanleger sei deshalb durchaus verständlich. Auf ZIRP und NIRP hatten sie schließlich ihr ganz eigenes Akronym aufgebaut: TINA (There Is No Alternative, es gibt keine Alternative zur Aktie). Als zum Jahreswechsel die Konjunkturfrühindikatoren abtauchten und weltweit die Furcht vor einer Rezession schürten, verloren die Kurse massiv an Wert und TINA viel von ihrer Anziehungskraft.

Ist der Wirtschaftsaufschwung nach sieben Jahren zu Ende? Hat die Entzauberung der Notenbanken begonnen? Oder sind die Ängste übertrieben? Und vor allem: Wie sollten sich Anleger in diesem unbekannten Terrain positionieren? „Das ist zwar herausfordernd, hat aber auch einen positiven Aspekt“, überlegt Kai Röhl: „In einer Welt voller Unsicherheiten können die Profis zeigen, was sie draufhaben.“

Seit der Gründung der Lerbacher Runde im Frühjahr 2010 versuchen Bankiers, Vermögensverwalter und Family Officer auf Einladung von private wealth und Robeco, vermögenden Investoren Orientierung zu geben. Heute trennen sie dabei stärker als in der Vergangenheit zwischen langfristiger Strategie und kurzfristiger Taktik.

In der strategischen Ausrichtung hält die Runde seit sieben Jahren konsequent an der Idee fest, den Anteil an Sachwertanlagen im Depot auszubauen. „Schon 2010 galt der Grundsatz, dass Beteiligungen an Produktivkapital das Vermögen langfristig am sichersten erhalten“, informiert Riedel. „Entscheidend ist dabei aber, dass der Sachwert auch seine Sache wert ist – es geht also um Qualität. Dazu bedarf es heute noch genauerer Analyse im Vorfeld als in der Vergangenheit“, macht Marc Vits, Bankhaus Metzler, klar.

Das größte strategische Risiko sei eine Investition in überbewertete Vermögensgegenstände. „Und das sind eben derzeit vor allem Staatsanleihen“, verdeutlicht Michael Huber, VZ VermögensZentrum. Seit drei Jahren verschiebt die Lerbacher Runde deshalb ihre langfristige Ausrichtung von Zinspapieren hin zu alternativen Investments. „Anleger sind gut beraten, ei-



Die Lerbacher Runde diskutiert mit Professor Thorsten Polleit die Geldpolitik.

nen Teil der Rentenanlagen in Absolute-Return-Investments umzuleiten“, meint Lars Edler, Sal. Oppenheim. „Dort ist Know-how bei der Selektion sogar noch wichtiger“, ist Armin Eiche, Pictet, überzeugt: „Wissenschaftliche Ausarbeitungen zeigen schließlich, dass höchstens 20 Prozent dieser Fonds halten, was sie versprechen.“

„Angesichts großer konjunktureller und (geo-)politischer Unsicherheiten müssen wir uns aber im nächsten Jahr auch auf große Kursschwankungen an den globalen Kapitalmärkten in allen liquiden Anlageklassen einstellen“ mahnt Daniel Fechtel-peter, Bankhaus Lampe. „Damit wird die Taktfrequenz der Anlageentscheidungen viel höher. Es tauchen immer wieder kurzfristige Gelegenheiten auf, die Investoren nutzen müssen, um Zusatzrendite zu erwirtschaften“, unterstreicht Stefan Ebner, FOCUS Asset Management: „André Kostolansys ‚Kaufen und halten‘ funktioniert allein nicht mehr.“

Um erfolgreich taktisch agieren zu können, brauchen Anleger in unbekanntem Terrain allerdings einen funktionierenden Kompass. Die Lerbacher Runde liefert Orientierung.

## // Die Weltkonjunktur im nächsten Jahr.

Ein Ende des seit 2009 anhaltenden Aufschwungs und eine neuerliche Rezession hatte die Lerbacher Runde schon bei ihrem Treffen im Frühjahr 2015 nicht auf dem Zettel gehabt. Auch diesmal halten die Experten entsprechende Ängste für

übertrieben. Vier der 20 Teilnehmer meinen sogar, das Wachstumstempo in der Welt würde sich auf Sicht von zwölf Monaten leicht beschleunigen. Die Mehrheit – 16 – hält ein „Auf“ ohne Schwung für das wahrscheinlichste Szenario, ein geringes, aber immerhin positives Wachstum.

„Einer der häufigsten Auslöser für Rezessionen waren in der Vergangenheit – neben Finanzkrisen – Überinvestitionen in der Realwirtschaft. Diese führten dann oft zu einem Boom. Erfüllten sich die Erwartungen später nicht, folgte der Abschwung“, erklärt Karsten Tripp, HSBC Trinkaus & Burkhardt: „Doch die Investitionen sind ja seit 2009 nie mehr richtig in Gang gekommen. In der Eurozone liegen sie noch immer 16 Prozent unter dem Niveau von 2008. Deshalb ist das Wachstum ja so gering. Dieser Grund für eine Rezession fällt also weg.“

„Ein zweiter kritischer Punkt war immer eine deutliche Zinsanhebung nach einer Phase steigender Inflationsraten“, ergänzt Jörg Laser, Donner & Reuschel, „und auch davon ist weit und breit nichts zu erkennen.“

Natürlich werde es immer wieder einzelne, regionale Problemfelder geben – „das ist vielleicht sogar ein neues Muster, stärkere regionale Ausschläge, aber insgesamt ein flacherer Trend im Weltwachstum“, meint Michael Gollits, von der Heydt AG. Entscheidend für die Weltwirtschaft sei aber die Konjunktur in den drei größten Regionen – USA, China, Europa: „Und dort sind die Perspektiven gar nicht so schlecht“, meint Gottfried Urban, Bayerische Vermögen. >



Den größten Unterschied zu gefühlten und tatsächlichen Risiken sieht die Runde im Land der Mitte. „Vor wenigen Wochen brachte die Furcht vor einer harten Landung in China und einer massiven Abwertung des Renminbi das Weltgefüge noch gehörig durcheinander“, analysiert Oliver Leipholz, Oppenheim Family Office, „doch das hat sich mittlerweile relativiert. China intervenierte im Bankbereich, stimulierte die Kreditvergabe und kurbelte so das Wachstum wieder an.“ „Die Regierung hat dort trotz aller marktwirtschaftlicher Reformen offensichtlich immer noch einen funktionierenden Zugriff auf die Wirtschaft“, folgert Michael Fabricius: „Die größ-

te Wahrscheinlichkeit hat für mich deshalb ein Szenario, in dem dies so bleibt – und China weiter evolutionär stabil ist.“ Warum haben dann so viele Marktteilnehmer Angst? „Der Grund dafür ist, dass niemand den offiziellen Zahlen traut“, vermutet Matthias Wesseling, Bethmann Bank. „Wenn Anleger nicht zuverlässig wissen, ob die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt mit zwei oder mit zehn Prozent wächst, verunsichert das einfach“, stimmt Karsten Tripp zu.

„Unsere Volkswirte haben sich dieses Themas genauer angenommen – China zwischen Dichtung und Wahrheit“, berichtet Marc Vits: „Danach gibt es zwar durchaus berechtigte Zweifel an der chinesischen Datenqualität, vollkommen unrealistisch sind die veröffentlichten Zahlen aber auch nicht.“ „Diese Daten zeigen zwei Dinge ganz klar“, erläutert Stephan Jäggle, Münster Stegmaier Rombach: „Nur in der chinesischen Industrie ist das Wachstumstempo deutlich langsamer geworden. Der Dienstleistungssektor – Tourismus, Green Energy, E-Commerce – wächst dagegen sehr dynamisch weiter. Wir dürfen nicht den Fehler machen, aus der Entwicklung der Industrie auf rezessive Tendenzen zu schließen.“

## Mario Draghis Ohnmacht: Wo Geldpolitik an ihre Grenzen stößt.

„Eigentlich hatte die Geldpolitik der EZB bislang nur einen Effekt: Sie hat das lodende Feuer der Verschuldungskrise der Staaten in eine glühende Masse verwandelt“, spottet Jörg Laser.

Wenn es wirklich die Zielsetzung der Notenbank war, die Schuldenstaaten von den Zinszahlungen zu entlasten, dann hat dies tatsächlich funktioniert. Von 2008 bis 2015 haben die neun größten Länder der Eurozone nach Berechnungen von M.M. Warburg zwar 2249 Milliarden neue Schulden aufgenommen. Dank der Niedrigzinspolitik konnten sie aber trotzdem ihre gesamten Zinszahlungen um 65 Milliarden reduzieren. Im Negativzinsumfeld gilt nun sogar: Je mehr wir uns verschulden, desto mehr sparen wir. „Eine absurde Situation“, kritisiert Joachim Meyer. „Besonders bitter ist, dass die Staaten die Zeit nicht für Reformen genutzt haben, die ihnen die Geldpolitik verschaffte.“

Jetzt werden die Risiken dieser Geldpolitik immer deutlicher sichtbar. Vor allem bei den Banken ist eine kuriose Situation entstanden. Weil die Zinsspannen geschrumpft sind, funktioniert das alte Geschäftsmodell

nicht mehr. Wenn Banken neue Kredite vergeben wollten, bräuchten sie eine überproportionale Steigerung des Eigenkapitals. Deshalb geht das billige Geld in Immobilienkredite, die ja besichert sind, und in Staatsanleihen. „Ziel dieser Politik kann doch nicht sein, dass Banken Papiere kaufen (müssen), die negative Renditen aufweisen, Kredite vergeben, die sie sonst angesichts der Ausfallrisiken nicht vergeben würden, oder die Immobilienpreise weiter anheizen“, winkt Stefan Ebner ab: „Ich frage mich schon: Lässt sich dieses Rad überhaupt noch zurückdrehen?“

„Für mich ist das größte Risiko ein Wiederaufflammen der europäischen Schuldenkrise“, überlegt Oliver Borgis: „Was macht die Notenbank denn, falls sie Erfolg hat und die Inflationsrate steigt? Wird sie dann drei oder vier Prozent Inflation tolerieren und damit zugeben, dass es ihr nur um die – verbotene – Staatsfinanzierung ging? Oder wird sie ihrem Mandat folgen und die Zinsen anheben, um die Preisniveaustabilität aufrechtzuerhalten? In diesem Fall würde die Zinslast der Staaten untragbar und wir würden schnell wieder die volle Wucht der Schuldenkrise spüren.“

„Ich glaube sogar, dass Chinas Dynamik mittlerweile unterschätzt wird“, meint Michael Gollits: „Der Umbau zur Dienstleistungs- und Konsumwirtschaft ist unumgänglich und richtig. Kommen dazu noch Initiativen wie One belt, one Road, also die Wiederbelebung der alten Seidenstraße, bleibt China auf einem stabilen Wachstumspfad.“

Natürlich gibt es auch Risiken. „Umweltverschmutzung, Flucht der reichen Elite, Korruption, Investitionen, die zurückgefahren werden müssen, Massenentlassungen, um Staatsbetriebe zu sanieren“, zählt Joachim Meyer, Meyer & Cie., auf. „Dieser Wechsel von der Export- zur Binnenwirtschaft ist in diesem Umfeld definitiv eine Herausforderung“, stimmt Stefan Ebner zu: „Da wird es auf dem Weg immer wieder zu Irritationen kommen.“

Per saldo bleibt die Lerbacher Runde aber zuversichtlich. „Selbst wenn China nur mit fünf Prozent wachsen würde, entspräche diese zusätzliche Nachfrage in absoluten Zahlen dem gesamten Sozialprodukt der Niederlande“, rechnet Armin Eiche vor. „Prozentual mag Chinas Wachstum langsamer werden, in absoluten Zahlen ist dies aber immer noch viel mehr als vor zehn Jahren“, macht Gottfried Urban klar.

Positiv sehen die Experten auch den zweiten großen Wirtschaftsraum – die USA. „Im Grunde haben die USA die Rolle der Wachstumslokomotive wieder übernommen“, analysiert Oliver Leipholz: „Starkes Wachstum im Arbeitsmarkt. Stabiler Immobilienmarkt. Der Servicesektor funktioniert. Das sorgt für stabiles Wachstum im privaten Verbrauch.“ Zuletzt sei die US-Konjunktur nur durch den Einbruch der Investitionen im Ölsektor belastet gewesen: „Bei einem Ölpreis von 30 Dollar pro Barrel haben die Produzenten richtig gelitten.“

„Zum Glück hat sich der Ölpreis nun stabilisiert“, überlegt Oliver Borgis, Weberbank: „Mit Preisen zwischen 45 und 70 Dollar können die Produzenten leben und der Konsum profitiert immer noch.“ „Werden die Investitionen im Ölsektor nun weniger stark gekürzt, resultiert allein daraus ein positiver Effekt für das Wachstum“, erklärt Matthias Wesseling.

In den Himmel werden die Bäume aber auch in den USA nicht wachsen: „Wir dürfen nicht vergessen, dass sich die US-Wirtschaft schon nahe der Volllast befindet. Das kann kaum noch besser werden. Wir sollten uns mittelfristig auch hier auf niedrigere Wachstumsraten einstellen“, meint Ebner. Wie in den USA trägt auch in Europa der Verbraucher die >

## Wachstum verzweifelt gesucht.

Acht Jahre nach Beginn der Finanzkrise hat das Sozialprodukt in der Eurozone das Niveau vom Beginn des Jahres 2008 wieder erreicht. Endlich. „Wie schleppend die Konjunkturerholung verlief, zeigt auch ein Vergleich mit den USA“, informiert Daniel Fechtelpeter: „Dort liegt die Wirtschaftsleistung mittlerweile schon wieder um elf Prozentpunkte über dem Vorkrisenniveau.“ Wie bekommt Euroland mehr Dynamik in die Wirtschaft?

„Wir bräuchten einen Investitionsimpuls, der die Zuversicht auf Unternehmerebene erhöht“, analysiert Lars Edler: „Konsum allein hilft nicht. Nur ein Umdenken bei den Unternehmen würde entsprechende Wachstumsimpulse bringen.“ „Es ist schon erstaunlich. Wir haben extrem niedrige Zinsen. Und wir haben gleichzeitig einen Investitionsstau. Warum passiert da nichts?“, überlegt Oliver Borgis. Die Frage ist, wer den Anstoß liefern kann. „Die Geldpolitik ist dazu nicht in der Lage. Ob der Zins 0,1 Prozentpunkte höher oder niedriger liegt, spielt bei Investitionsentscheidungen keine Rolle“, macht Karsten Tripp klar. Die Mehrzahl der Teilnehmer an der Lerbacher Runde sieht deshalb den Staat in der Pflicht. „Wir werden in Europa eine Änderung der Wirtschaftspolitik bekommen“, prognostiziert Gottfried Urban: „Die Staaten werden sich von der restriktiven Sparpolitik verabschieden und eine zeitlich begrenzte nachfrageorientierte Politik betreiben – Infrastruktur, Digitalisierung, Straßenbau, Schulen oder Kaufprämien beim Erwerb von Elektro-Autos – sinnvolle Projekte gäbe es genug, die auch Europas Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich zu den USA verbessern würden.“

Angesichts der hohen Verschuldung der meisten Staaten in der Eurozone käme so doch wieder die EZB ins Spiel. Und die Diskussion über das sogenannte Helikoptergeld bekäme eine neue Bedeutung. Bislang wird damit die Idee verbunden, die Notenbank stelle den Bürgern neues Geld zur Verfügung, die dieses dann zu mehr Konsum nützen könnten. In der neuen Lesart geht es um nicht mehr und nicht weniger als um die Finanzierung bestehender Staatsschulden und laufender Defizite durch die Notenbank.

Unabhängig davon, dass Artikel 123 des EU-Vertrags die Staatsfinanzierung durch die EZB und nationale Zentralbanken verbietet, wären die Folgen gravierend. Monetarisierung senkt den Anreiz zu solider Fiskalpolitik und führt zu einem Vertrauensverlust in Geldpolitik und Geldwert. „Die einzige Chance, die EZB auf den Pfad der Tugend zurückzubekommen, wäre das Gegenteil – ausgeglichene Staatshaushalte“, meint Jörg Laser: „Dann könnten die Regierungen wieder mit steigenden Zinsen leben und die EZB hätte die Chance, aus dem Krisenmodus auszusteigen. Eine immer höhere Nettoneuverschuldung entfernt uns von diesem Ziel nur weiter.“



Konjunkturoffnungen. „Ich nenne das fatalistischen Konsum“, sagt Joachim Meyer, „angesichts von Null- oder Minuszinsen steigt die Bereitschaft, Geld auszugeben.“ „Sie wird auch hier durch die weiter niedrigen Ölpreise unterstützt“, erklärt Gottfried Urban: „Lange hatten die Verbraucher offenbar nicht geglaubt, dass diese Kostenentlastung dauerhaft sein könnte und haben mehr gespart. Jetzt kommt dieser Effekt voll zum Tragen. Es muss einfach für die Weltwirtschaft positiv sein, wenn eine wichtige Ressource günstiger wird.“

„Selbst im krisengeplagten Südeuropa tut sich etwas“, informiert Michael Fabricius: „Die Kreditvergabe dort steigt erstmals seit Jahren wieder.“ „Die KfZ-Zulassungen sind sogar um über 20 Prozent gewachsen“, ergänzt Alexander Ruis, „das ist wirklich ein sehr positives Indiz. Die Wirtschaft dort scheint wieder Boden unter den Füßen zu bekommen.“

„Wir sollten aber auch hier nicht zu optimistisch sein“, überlegt Daniel Fechtelpeter: „Gerade in den kommenden Wochen sind die Risiken sehr hoch. Ein Brexit würde die Zukunft Europas und des Euros wieder infrage stellen, die Flüchtlingszahlen dürften im Sommer wieder steigen. Viele Impulse – fallender Ölpreis, Euro-Abwertung – sind zudem Auslaufmodelle.“ „Dass die Verbraucher trotzdem einfach immer weiter konsumieren, kann schon infrage gestellt werden“, meint Joachim Meyer: „Ich überlege immer: Was würden in diesem Fall die Themen sein, die das Wachstum stimulieren könnten?“

„Es gibt schon neue, potenzielle Treiber“, antwortet Oliver Borgis: „Industrie 4.0, Robotik, Autonomes Fahren. Die Investitionszurückhaltung der letzten Jahre hat ja auch eine positive Seite. Wenn der Knoten da platzt, kann dies einen ziemlichen Schub entwickeln.“

Das Fazit der Lerbacher Runde ist entsprechend entspannt: Trotz vieler Fragezeichen wächst die Weltwirtschaft weiter – wenngleich sehr langsam. Und die Rezession fällt wieder aus.

## // Geldpolitik – was machen FED & Co.?

Bei der Einschätzung der Geldpolitik hatte die Lerbacher Runde 2015 einen perfekten Job gemacht. Während die Mehrheit der Analysten damals eine Zinswende in den USA mit einer Reihe von Zinserhöhungen erwartete, rechnete die Runde nur mit einem „symbolischen“ Schritt. Und behielt recht. Wie sieht Lerbach heute die geldpolitischen Perspektiven?

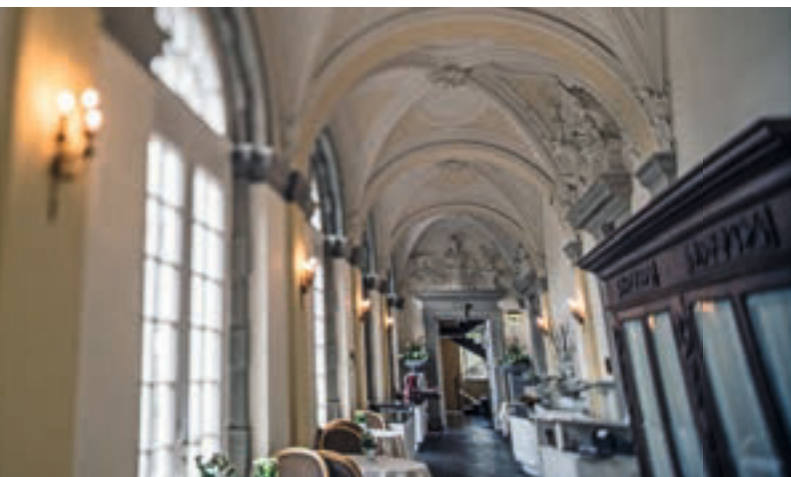
„Die Argumentationslinie der US-Notenbank FED hat sich verändert“, informiert Jörg Hundhausen, „sie fühlt sich heute für die ganze Welt verantwortlich und deutete zwischenzeitlich auch an: ‚Wir würden die Zinsen ja gern erhöhen, aber wir sind in Sorge, dass dies dann weltweit Konsequenzen hätte.‘“

„Ich habe den Eindruck, die FED achtet vor allem auf die Währungen“, konkretisiert Stephan Jäggle. Tatsächlich ist seit geraumer Zeit eine Art Hässlichkeitswettbewerb im Gange. Wer schafft es, seine Währung am unattraktivsten zu machen, um der eigenen Exportwirtschaft einen Vorteil zu verschaffen? Europa und Japan waren dabei lange sehr erfolgreich. „Weil die US-Firmen und die in Dollar verschuldeten Schwellenländer aber immer weniger mit einem noch stärkeren Dollar zu-rechtkommen, scheint eine Stabilisierung der Wechselkurse in den letzten Monaten das überragende Ziel gewesen zu sein“, überlegt Jäggle weiter. Entsprechend vorsichtig agierte die US-Notenbank, um den Greenback nicht noch stärker zu machen. In ihrer Prognose hat die Lerbacher Runde dies berücksichtigt. Ein Teilnehmer geht von keiner Zinserhöhung im nächsten Jahr aus, zwölf erwarten einen Zinsschritt um 0,25 Prozentpunkte, bei sieben stehen zwei kleine Schritte auf der Agenda.

Eine echte Zinswende ist das immer noch nicht. „Und es ist auch die falsche Politik“, kritisiert Lars Edler: „Die US-Notenbank tut sich keinen Gefallen, wenn sie zu sehr nach rechts und links schaut. Es wäre langfristig beruhigender für die Märkte, würde die Geldpolitik die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung begleiten. Meiner Meinung nach braucht die Wirtschaft diese Zinswende sogar als eine Art Ritterschlag, um wieder mehr Vertrauen in die eigene Zukunft zu fassen.“

„Und verkraften könnte sie es auch“, erklärt Michael Huber: „Die Fed müsste angesichts steigender Löhne und Inflationsraten in den USA deutlich mehr tun. Dass sie trotzdem weiter so vorsichtig agiert, ist ein Stabilitätsrisiko.“

>



Auch die Europäische Zentralbank bekommt von den Teilnehmern der Lerbacher Runde keine guten Noten mehr. „Irgendwann muss es auch hier eine Wende geben“ meint Michael Gollits: „Seit zwei Jahren ist das Thema Systemcrash doch vom Tisch.“

„Seitdem dient die EZB-Politik nur noch der Begünstigung der Politik“, verdeutlicht Jörg Laser: „Das ist ein Fehler. Denn die ist jetzt darauf konditioniert, dass der Staatshaushalt durch immer weiter sinkende Zinslasten entspannt wird. Reformpolitik ist da nicht mehr nötig.“ „Tatsächlich befindet sich die EZB noch immer im Krisenmodus“, kritisiert auch Daniel Fechtelpeter: „Die Programme müssen nun immer größer werden, um überhaupt noch einen Effekt zu haben. Da hat sich die Notenbank selbst in eine Ecke manövriert, aus der sie nur schwerlich wieder herauskommt.“

„Fakt ist, dass die EZB nun fast keine andere Wahl mehr hat, als das Nicht-Handeln der Politik weiter zu alimentieren. Deshalb rückt eine Zinswende in Europa auch in sehr weite Ferne“, fasst Matthias Wesseling zusammen. „Ich glaube nicht daran, dass sich in diesem Jahrzehnt am Niveau der Leitzinsen noch etwas ändert“, konkretisiert Karsten Tripp.

## // Die Anlagestrategie der Lerbacher Runde.

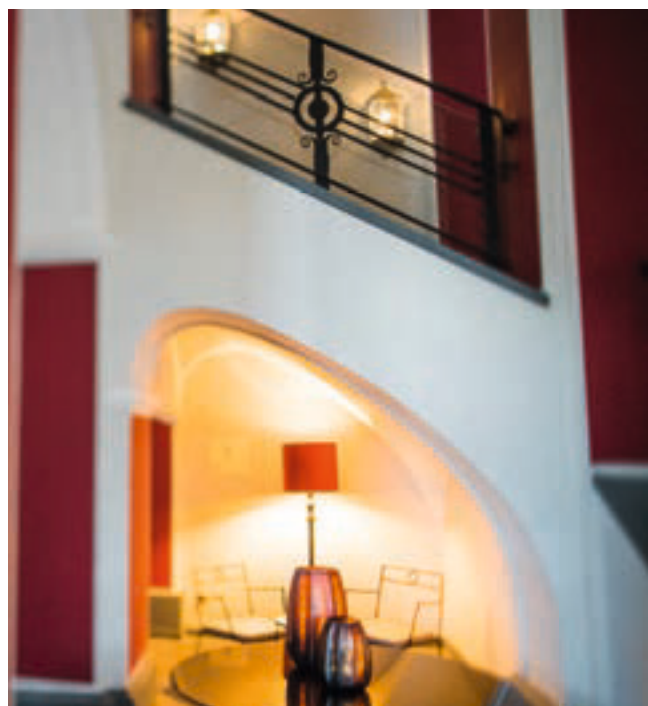
„Zunächst gilt es, einen grundsätzlichen Fehler zu vermeiden“, macht Oliver Borgis klar: „Es wird ja oft die Angst geschürt, Vermögen würde real vernichtet, wenn es nicht sofort riskanter angelegt wird. Das ist aber falsch. Durch die Niedrigzinsen wird zunächst kein Vermögen vernichtet. Die Realzinsen sind zwar in der Nähe von Null. Sie sind aber nicht negativ. Privatanleger haben keinen Anlagedruck. TINA ist nicht immer und zu jedem Preis eine gute Idee.“

Noch wichtiger ist aber eine andere Botschaft: Wächst die Weltwirtschaft mit geringem Tempo weiter und bleiben die Zinsen niedrig, droht an den Aktienmärkten weder eine anhaltende Baisse noch ein Crash. „Allerdings wird unser moderat positives Bild im Lauf des Jahres immer wieder infrage gestellt werden“, vermutet Lars Edler: „Dies dürfte dann zu massiven Kursschwankungen führen.“

„Unsere klare Empfehlung ist es, in solchen Schwächephasen die Aktienquoten weiter strategisch zu erhöhen“, macht Stephan Jäggle klar. „Für viele Anleger ist das eine große Chance“, ergänzt Michael Huber, „denn gerade Privatinvestoren haben erst begonnen, den Aktienanteil im Depot signifikant zu erhöhen. Sie sind noch weit von dem entfernt, was eigentlich langfristig sinnvoll ist.“

„Wir sehen das größere Risiko ohnehin auf der Seite der Zinspapiere“, erklärt Armin Eiche: „Da werden von vielen Anlegern exotische, teilweise illiquide Papiere gekauft, nur um ein paar Zehntelpunkte Rendite zusätzlich zu erwirtschaften. Die Risiken dieser Papiere sind aber heute sehr viel höher einzuschätzen als in der Vergangenheit. Die Renditechancen dagegen sind sehr viel geringer. Das passt nicht zusammen.“

Viele konservative Investoren, die bisher noch nicht in Aktien investiert haben, hätten sich mittlerweile tatsächlich auf der Risikoskala bei den Anleihen sehr weit nach oben bewegt, informiert Oliver Leipholz: „Im Grunde haben sie dadurch im Misserfallsfall aber ein ähnliches Risikoniveau, als wenn sie



gleich Aktien gekauft hätten. Riskante Anleihen bezahlen ja höhere Zinsen, weil das Ausfallrisiko höher ist. Im Erfolgsfall ist die Rendite aber nach oben gedeckelt. Da wäre mir die Aktie lieber. Wenn schon mehr Risiko, dann durch die Beimischung von Aktien.“

Wie gehen die Profis dann mit den größeren Schwankungen im Depot um? „Wir müssen künftig viel flexibler und aggressiver agieren“, meint Jörg Laser: „Es geht nicht darum, die Quoten um fünf oder zehn Prozent in die eine oder andere Richtung zu verändern – sondern um 50 oder 60 Prozent.“

Nicht alle Teilnehmer der Runde sind überzeugt, dass es gelingt, dies systematisch erfolgreich umzusetzen: „Viele wis-



senschaftliche Untersuchungen belegen, wie schwer es ist, durch taktische Entscheidungen überdurchschnittliche Gewinne zu machen“, argumentiert Marc Vits: „Wann >

## Asset Allocation der Lerbacher Runde – Strategie für ein neues Anlagezeitalter.

In den vergangenen 25 Jahren war Kapitalanlage einfach. Ein mit ruhiger Hand langfristig disponiertes Portfolio brachte rund sieben Prozent Ertrag per annum. Investoren konnten dabei auch wenig Fehler machen. Denn die meisten Aktienmärkte und Zinspapiere – von Staatsanleihen bis High-Yield-Bonds – brachten im Schnitt sieben Prozent.

Diese Zeit ist vorbei. Heute sind Staatsanleihen höchstens noch Stabilisatoren für das Depot, sie bringen aber keine oder kaum noch Rendite. Die Lerbacher Runde hat darauf mit einem deutlichen Abbau dieser Positionen in ihrem Musterdepot für Anleger mit durchschnittlicher Risikoneigung reagiert. Euro-Staatsanleihen kommen nur noch auf sieben Prozent. So niedrig war diese Quote seit Bestehen der Runde noch nie.

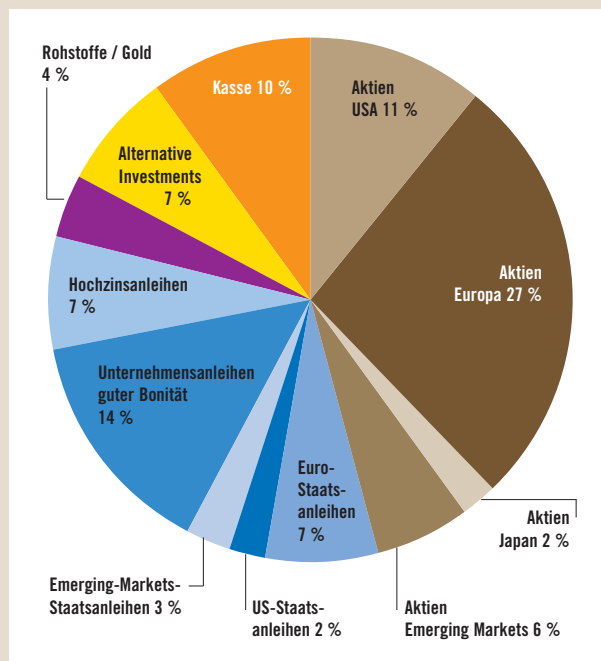
„Als Ersatz für Zinspapiere diskutieren wir marktneutrale Strategien aus dem alternativen Bereich mit Renditezielen von vier bis sechs Prozent“, ergänzt Michael Fabricius. „Bei der Auswahl ist wichtig, zwischen verschiedenen Strategien zu diversifizieren und darauf zu achten, dass die Fonds unkorreliert zu den anderen Anlageklassen sind“, rät Armin Eiche. Der Aktienanteil liegt mit 46 Prozent derzeit am unteren Ende der Bandbreite, die die Runde langfristig für die Aktienquote vorgesehen hat. Darin spiegelt sich die aktuelle Unsicherheit. „Die Kasse-Position soll zum Kauf von Aktien in Schwächephasen genutzt werden“, erläutert Daniel Fechtelpeter, „denn wir werden im kommenden Jahr wohl noch öfter günstige Einstiegsmöglichkeiten sehen.“

Ein höherer Anteil als in der Vergangenheit geht in Gold. „Die Wahrscheinlichkeit nimmt zu, dass die Notenbanken einem Anstieg der In-

flationsraten zu lange zuschauen“, erklärt Matthias Wesseling: „Wird dies sichtbar, könnte der Goldpreis deutlich steigen.“

Insgesamt sollten Anleger ihre Erwartungen dennoch reduzieren. „Mehr als vier Prozent sind mittelfristig nicht mehr drin“, analysiert Michael Gollits.

### Das Depot der Lerbacher Runde: Gut diversifiziert.





verkaufen Sie, um Buchverluste zu vermeiden? Wann investieren Sie wieder? Kursschwankungen sind für einen privaten Anleger ohne Bilanzierungspflichten vor allem dann ein Risiko, wenn die Qualität des Investments nicht stimmt.“

„Das ist“, überlegt Jörg Hundhausen, „tatsächlich eine individuelle Entscheidung. Privatkunden haben ja oft keinen Index als Referenz für den Anlageerfolg, sondern die schwarze Null im Portfolio. Ihr großer Vorteil ist es, auch eine ganze Weile an der Seitenlinie stehen zu können. Sie müssen dann natürlich bereit sein, auch nach oben hin etwas abzugeben.“

Alexander Ruis setzt den Schwankungen an den Aktienmärkten die lange Frist entgegen: „Ich sehe Strategien, die Volatilität glätten, eher skeptisch, weil diese immer Geld kosten. Als Langfristanleger kann ich die Schwankungen aussitzen und bewusst akzeptieren.“ □

*Autoren: Gerd Hübner und Klaus Meitinger*

## Geldpolitik verleiht Flügel – so beeinflusst der niedrige Zins die Aktienkurse.

„Der Preis ist das, was du für eine Aktie bezahlst, der Wert, was du tatsächlich dafür bekommst“, unterschied US-Investmentlegende Warren Buffett zwischen Aktienkursen und dem Unternehmenswert einer Firma. Während der Unternehmenswert – gemessen an Umsätzen und Erträgen – sich in der Regel über die Jahre nicht dramatisch ändert, schwanken die Kurse deutlich. Verantwortlich dafür ist eine Veränderung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) – also dessen, was Anleger bereit sind, für einen Unternehmenswert zu bezahlen.

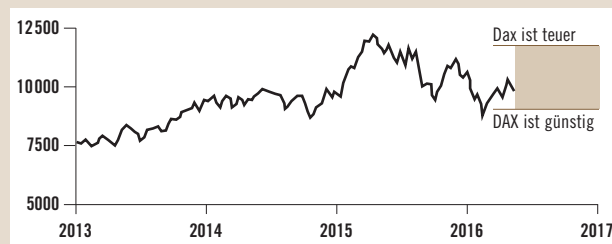
In der Nullzinsära der letzten Jahre hat die Ausweitung der KGVs den größten Teil zu den Gewinnen am Aktienmarkt beigetragen. Ein paar Beispiele: Im S&P 500 stiegen die Firmenerträge von Ende 2011 bis Ende 2015 um 21 Prozent, die Kurse aber um 67 Prozent. Im DAX waren es 27 und 60 Prozent. Im MDAX 75 und 114. Im SDAX 17 und 108 Prozent. Besonders auffallend: Je stabiler Erträge und Dividenden in der Vergangen-

heit, desto größer die Bewertungsausweitung. Deshalb werden Fresenius und Beiersdorf im DAX auch mit KGVs über 20 gehandelt, die Autowerte und Lufthansa dagegen nur mit Multiplikatoren zwischen fünf und sieben. Ein plakatives Beispiel ist auch die Nestlé-Aktie. Von 2011 bis 2015 stieg der Umsatz der Schweizer Vorzeigefirma um 6,1 Prozent, der Jahresüberschuss fiel um 4,4 Prozent. Der Aktienkurs kletterte trotzdem um 50 Prozent von 44 auf 66 Euro – wahrscheinlich auch, weil die Dividende in diesem Zeitraum von 1,95 auf 2,25 Euro erhöht wurde.

Auf die Frage, ob dies gerechtfertigt sei, hat die Lerbacher Runde eine differenzierte Meinung: „Ja, natürlich“, sagt Stephan Jäggle: „Wenn die Zinsen noch länger sehr niedrig bleiben, werden die Bewertungen von Aktien qualitativ erstklassiger Firmen sogar tendenziell weiter steigen.“ „Das funktioniert allerdings nur, solange die Firmenerträge auch tatsächlich weiter steigen“, relativiert Daniel Fechtelpeter: Bei Firmen mit fallenden Gewinnen werden die KGVs eher stagnieren oder wieder sinken – egal wie niedrig die Zinsen sind.“

In diesem Spannungsfeld werden sich die Aktienmärkte wohl auch im nächsten Jahr bewegen. Und weil die positive Ertragsentwicklung im erwarteten Umfeld niedriger Wachstumsraten und steigender Lohnkosten immer wieder infrage gestellt werden dürfte, rechnet die Lerbacher Runde weiter mit stark schwankenden Kursen. Ein Anhaltspunkt für Anleger: Im Schnitt hält sie DAX-Notierungen über 11 600 Punkten für hoch. Bei Kursen um 9000 Punkte sei der DAX dagegen günstig bewertet

### Prognose: Wie die Lerbacher Runde den DAX einschätzt.





# Die Investmentideen.

**Anlagefavoriten.** Die Lerbacher Runde will vermögenden Privatanlegern nicht nur Orientierung bieten, sondern auch Inspiration. Deshalb diskutieren die Experten in drei Workshops konkrete Ideen für die Anlage in Aktien, Anleihen und Alternativen Instrumenten. Das Ergebnis sind 16 interessante Möglichkeiten, das Portfolio mit aussichtsreichen Investments zu füllen.

## Aktienstrategien.

*„Die Aktienmärkte haben selten ein so heterogenes Bild wie heute geliefert“, überlegt Jörg Hundhausen: „Im letzten Jahr gab es zum Beispiel im DAX einen riesigen Abstand zwischen der besten und der schlechtesten Aktie – RWE brachte ein Minus von 47 Prozent, Adidas ein Plus von 56 Prozent. Und zwischen einzelnen Märkten sah es nicht viel anders aus.“ Das mache Anlage zwar herausfordernder, aber eben auch interessanter. „Bislang dachten Anleger, man brauche eigentlich nur noch ETFs. Heute ist klar: Stock-Picking lohnt sich wieder“, verdeutlicht Matthias Wesseling.*

### // 01. Qualität zählt.

„Die Aktien von ‚schlechten‘ Firmen, also Unternehmen mit fragwürdigen oder stark konjunkturabhängigen Geschäftsmodellen, sind billig, echte Qualitätstitel sind teuer“, analysiert Jörg Hundhausen: „Wir tendieren trotzdem dazu, Qualitätstitel zu kaufen, und akzeptieren, dass diese momentan vielleicht ein bisschen teuer sind. Zyklische Branchen in der Hoffnung zu favorisieren, dass es eine deutliche Erholung der Weltwirtschaft gibt, ist zu gefährlich.“ Als echten Langfristinvestoren geht es der Lerbacher Runde vor allem um Qualität. Diese Firmen, so die Runde, würden entweder spezielle Erfolgsfaktoren im Geschäftsmodell aufweisen oder seien von Megatrends getrieben. „Sie sind echte Global Player mit klar ersichtlichen Wettbewerbsvorteilen, einem stabilen Management und einer sehr guten Produkt-Pipeline“, verdeutlicht Daniel Fechtelpeiter. Im Ergebnis führe das dazu, dass die Gewinne selbst bei geringem oder leicht negativem Wirtschaftswachstum noch

steigen. „Diese Firmen sind auch am widerstandsfähigsten gegenüber Konjunkturschwächen“, erklärt Stephan Jäggle: „Ich bin davon überzeugt, dass echte Wachstumsfirmen in den nächsten Jahren noch viel höher bewertet werden. In der Nullzinsära mit geringen Wachstumsraten sind Firmen, die ihre Erträge trotzdem jedes Jahr um fünf bis sechs Prozent steigern, wertvoll wie erlesene Schmuckstücke. Ihre Kurs-Gewinn-Verhältnisse werden im Trend weiter steigen.“ Zehn solcher Schmuckstücke hat die Runde identifiziert (Kasten unten).

### // 02. Europa vor USA.

„Wir favorisieren europäische Aktien vor US-Titeln“, informiert Marc Vits. Erstens sei die Bewertung, gemessen am KGV, günstiger. „Und zweitens sind auch die Zinsen in Europa niedriger. Im Vergleich zum Bondmarkt sind europäische Titel deshalb noch attraktiver als ihre US-Pendants.“ Dass US-Aktien in der Vergangenheit besser abgeschnitten haben, sei der Tatsache geschuldet, dass US-Firmen höhere Ertragsmargen erzielten. „Dieser Wert liegt aber mittlerweile in den USA weit über dem historischen Mittel – in Europa dagegen deutlich unter dem Durchschnittsniveau“, erklärt Vits: „Drittens besteht also in Europa Raum für höhere Gewinnmargen und damit höhere Erträge – selbst bei geringen Umsatzzuwächsen.“ Ähnlich hatten die Profis allerdings schon im letzten Jahr argumentiert. „Dadurch werden die Argumente ja nicht falsch“, mein Vits, „in meinen Augen sind sie heute sogar noch stichhaltiger.“

### // 03. Immobilienaktien.

„Mit ihrer Zinspolitik möchte die EZB ja die Kreditvergabe ankurbeln. Der einzige Bereich, in dem das wirklich funktioniert,

## Qualitätsaktien.

- // 01. Alphabet
- // 02. BASF
- // 03. BMW
- // 04. Continental
- // 05. L'Oréal
- // 06. Microsoft
- // 07. Royal Caribbean
- // 08. SAP
- // 09. Stora Enso
- // 10. United Internet



Der Workshop Aktien (von links): Oliver Leipholz, Oppenheim Family Office; Jörg Hundhausen, Tresono Family Office; Daniel Fechtelpeter, Bankhaus Lampe; Matthias Wesseling, Bethmann Bank; Stephan Jäggel, Münster Stegmaier Rombach Family Office; Marc Vits, Bankhaus Metzler. Ganz rechts: Klaus Meitingen, private wealth.

ist der Immobiliensektor“, erläutert Oliver Leipholz: „Deshalb sind Immobilienaktien sehr interessant. Die Unternehmen tilgen laufend Altkredite mit hohen Zinslasten und refinanzieren diese günstiger. Dadurch sinken die Finanzierungskosten im Schnitt immer weiter. Im Mix verbessert sich die entscheidende Kennzahl für diese Aktien laufend – der Abstand zwischen Finanzierungskosten und Mietrendite. Er ist heute sogar höher als in der Vergangenheit – und wird weiter steigen, weil Herr Draghi ja klargemacht hat, dass in seiner Amtszeit nicht mehr mit Zinssteigerungen zu rechnen ist.“

„Mir gefällt auch, dass ich hier – anders als bei Direktanlagen in Immobilien – jederzeit verkaufen kann“, unterstützt Daniel Fechtelpeter: „Zusätzlich treiben die Übernahmeaktivitäten in diesem Segment die Kurse.“

#### // 04. Trendthemen und eine Comeback-Branche.

„Erstklassige Qualitäts- und Wachstumswerte arrondiere ich im Depot gern mit Spezialthemen – die sind das Salz in der Suppe“, meint Matthias Wesseling. Er hat vier langfristige Trendthemen identifiziert: „Der steigende Bedarf an Automatisierung und höherer Effizienz – Industrie 4.0, Robotik – wird sehr lange anhalten. Gesundheit und Biotech profitieren von großen Fortschritten in der Medizin sowie von der demografischen Entwicklung. Das Segment Reise und Freizeit entdeckt derzeit ganz neue Konsumentengruppen in Asien, vor allem in

Indien und China. Und Logistikfirmen profitieren vom Onlinekonsum.“ Eine Comeback-Chance sieht Jörg Hundhausen in der Branche Energie und Materialien, „weil sich nach dem Preisverfall bis Anfang 2016 dort nun eine Bodenbildung abzeichnet. Das schafft Potenzial für die jeweiligen Aktien.“

#### // 05. Schwellenländer.

„Ich habe selten erlebt, dass eine Anlageregion so negativ beurteilt wurde wie die Schwellenländer zum Jahresbeginn“, erläutert Marc Vits: „Trotzdem werden genau das die Länder sein, die auf Sicht der nächsten zehn Jahre die höchsten Wachstumsraten aufweisen werden.“ „Wir haben die Manager von Emerging Markets deshalb in den letzten Monaten höher gewichtet“, stimmt Stephan Jäggel zu: „Neben dem antizyklischen Aspekt sind sie auch günstig. Der Bewertungsabschlag zu den Aktien der Industrieländer ist so groß wie selten zuvor. Natürlich ist ein Teil der Prämie auf mangelnde Governance zurückzuführen. Trotzdem ist es attraktiv.“

„Letzten Endes ist ein Investment in den Schwellenländern abhängig vom Dollarkurs und der US-Notenbankpolitik“, überlegt Fechtelpeter: „Es gibt eine extrem hohe Korrelation zwischen dem US-Dollar-Wechselkurs und den Firmenerträgen in diesen Ländern. Mit dem steigenden Dollar sind die Ergebnisse dort kontinuierlich nach unten gegangen. Das könnte sich jetzt ändern.“ Bei der Auswahl einzelner Märkte rät >

Oliver Leipholz, auf diejenigen Länder zu setzen, die 2017 gegenüber dem Jahr 2016 die größten Veränderungen im Wirtschaftswachstum erleben werden: „Das kann auch von einer extremen Rezession in Richtung null sein – auf die absolute Änderung kommt es an.“ Leipholz nennt als Beispiele Brasilien und Russland. Andere Länder, die dieses Kriterium erfüllen, sind Argentinien, Ghana, Kasachstan, Nigeria, Südafrika und Taiwan.

#### // 06. Konsumaktien.

„Der niedrige Ölpreis und die niedrigen Zinsen entlasten die Bürger in Europa, in den USA, aber auch in einigen Schwellenländern signifikant. Sie können nun mehr konsumieren“, analysiert Marc Vits. „Zunächst gingen vor allem die Sparquoten nach oben. Jetzt vertrauen die Konsumenten offenbar darauf, dass sie nachhaltig mehr Geld in der Tasche haben und kaufen nun vermehrt auch langlebige Konsumgüter“, ergänzt Oliver Leipholz: „Und vergessen wir nicht: Da die Inflationsraten nahe null sind, erleben wir derzeit in den USA, aber vor allem auch in Deutschland die höchsten Reallohnsteigerungen seit Langem. Das wird den Konsum weiter treiben.“

## Zinserträge in einer zinsfreien Welt.

*„Klar ist“, überlegt Bernd Riedel von Robeco Deutschland, „dass sich die Situation am Rentenmarkt in den vergangenen zwölf Monaten verschärft hat. Die Renditen sind noch weiter zurückgegangen. Staatsanleihen können ihre Aufgabe als Gegengewicht zum Aktienteil im Portfolio noch weniger erfüllen.“ Trotzdem will die Lerbacher Runde nicht ganz auf sie verzichten. „Sie leisten nach wie vor einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung“, macht Michael Gollits klar.*

*„Wer heute im Anleihebereich erfolgreich sein will, muss aktiv und opportunistisch vorgehen“, erklärt Karsten Tripp: „Es geht darum, breit zu diversifizieren und in allen Bereichen Tradingchancen zu nutzen.“ So agieren die Profis konkret.*

#### // 07. Bundesanleihen aktiv traden.

Bundesanleihen halten die Experten der Lerbacher Runde als strategischen Baustein weiterhin für eine sinnvolle Ergänzung im Portfolio. Wie wertvoll sie sein können, habe sich in den

vergangenen Jahren in Japan gezeigt. „Dort haben wir das Niedrigzinsumfeld schon seit vielen Jahren“, analysiert Lars Edler: „Und in den vergangenen rund 14 Jahren gab es nur zwei Jahre, in denen zehnjährige japanische Anleihen einen negativen Gesamtertrag brachten. Sonst waren immer zwischen zwei und drei Prozent drin.“ Diese Position müsse aber, anders als früher, aktiv bewirtschaftet werden. „Es gilt, Kursgewinne immer wieder mitzunehmen, um dann nach einem Renditeanstieg zu niedrigeren Kursen wieder kaufen zu können.“

#### // 08. US-Staatsanleihen als Sicherheitsanker.

„Zusätzlich müssen wir uns nach anderen Stabilisatoren für gemischte Portfolios umsehen“, meint Alexander Ruis. Diese Rolle, meint er, könnten US-Staatsanleihen übernehmen: „In Krisenzeiten werden Investoren immer einen sicheren Hafen suchen. Und das wird künftig neben Gold vor allem der US-Dollar sein. Wir haben darum Bestände in US-Staatsanleihen aufgebaut, die derzeit sogar einen deutlichen Renditevorteil gegenüber Bundesanleihen gleicher Laufzeit bringen.“

#### // 09. Mezzanine-Kapital für die Rendite.

Mezzanine-Kapital ist zwischen Eigen- und Fremdkapital angesiedelt. Heute werden damit hochwertige Wohnimmobilien, aber auch Parkhäuser finanziert. „Diese Anlagen sind interessant, weil sie regelmäßige Einkünfte schaffen“, meint Michael Gollits: „Aufgrund der strengeren Regularien bei der Kreditvergabe erhalten die Entwickler bzw. Käufer nicht mehr die vollständige Finanzierung über die Bank. Deshalb holen sie sich einen Teil über den Kapitalmarkt, indem sie Mezzanine-Kapital in eine Immobilienanleihe verpacken und an die Börse bringen. Solche Papiere, die zumeist eine kurze Laufzeit von etwa neun Monaten haben, bringen 7,5 bis acht Prozent.“

Höhere Verzinsung bedeutet natürlich auch höhere Risiken. Diese Titel stehen in der Regel im Grundbuch an zweiter Stelle – hinter den Fremdkapitalgebern, aber vor den Eigenkapitalgebern. Geht etwas schief, kommt also der Entwickler in Zahlungsschwierigkeiten, wird der Besitzer einer Immobilienanleihe erst nach den anderen Gläubigern bedient. Investoren müssen darum die Qualität des Entwicklers analysieren. Entscheidend ist dessen Fähigkeit, das Projekt im avisierten zeitlichen und finanziellen Rahmen fertigzustellen. „Wir raten dazu, immer in einen Korb aus verschiedenen Projekten zu inves-



Der Workshop Anleihen (links, von oben): Michael Gollits, von der Heydt & Co. AG; Oliver Borgis, Weberbank; Dr. Lars Edler, Sal. Oppenheim. Rechts, von oben: Michael Huber, VZ VermögensZentrum; Alexander Ruis, SK Family Office; Karsten Tripp, HSBC Trinkaus & Burkhardt. Moderator: Bernd Riedel, Robeco Deutschland (vorn rechts).

tieren. So lassen sich die Risiken streuen“, verrät Michael Gollits. Ein Anbieter rund um dieses Thema ist die Median Trust.

#### // 10. Variabel verzinst Geldmarktanleihen mit Floor und Cap.

Als Beimischung im Anleihedepot hält Oliver Borgis auch Geldmarktanleihen für interessant. „Nach unten erhalten Anleger einen Mindestzinssatz von vielleicht 0,6 Prozent. Steigt der Referenzzinssatz, meist der Euribor, klettert auch die Verzinsung des Papiers. Allerdings ist sie nach oben begrenzt. Von einem Anstieg des Euribor-Zinssatzes über ein bestimmtes Niveau – zum Beispiel zwei Prozent – profitieren Anleger nicht mehr.“ Einen derart starken Anstieg der kurzfristigen Zinsen hält die Lerbacher Runde im nächsten Jahr aber ohnehin für unwahrscheinlich. Das Risiko: Die Emittenten sind meist Finanzinstitute. Anleger sollten genau auf deren Bonität achten.

#### // 11. Wandelanleihen – die Mischung zwischen Aktie und Anleihe.

„Wandelanleihen“, ist Michael Huber, VZ VermögensZentrum, überzeugt, „sind aufgrund ihres asymmetrischen Chance-Risiko-Profiles eine spannende Portfoliobeimischung. Investoren partizipieren nach oben unbegrenzt bei einem Kursanstieg der zugrunde liegenden Aktie. Sie machen aber Kursrückgänge nur in begrenztem Umfang mit – zumindest sofern der Emittent nicht Konkurs geht. Das ist interessant.“ (Details zum Thema Wandelanleihen finden Sie auf Seite 66.)

#### // 12. Mit Fremdwährungen Zusatzrendite generieren.

„Investments in anderen Währungen können interessante Zusatzerträge liefern“, meint Karsten Tripp. „Hier bieten sich immer wieder Gelegenheiten. Wir trennen das aber von unseren Anleiheinvestments.“ Positiv schätzt Tripp aktuell die Norwegische Krone ein, die gegenüber dem Euro im Zuge der Öl-Baisse stark gefallen ist: „Das ändert sich gerade wieder.“ Eine andere Idee sei es, sich in Schwachwährungen zu verschulden und den Kredit später zu – hoffentlich – niedrigeren Kursen zurückzuzahlen. „Bei fallenden Rohstoffpreisen bietet sich dafür etwa der Rubel an“, erklärt er.

Grundsätzlich besteht auch die Möglichkeit, über Anleihen auf Fremdwährungen zu setzen. „Mit der Währungsseite entsteht neben der Bonitäts- und der Zinsänderung eine zusätzliche Renditequelle. Wir halten kurz laufende und in Dollar denominierte Emerging-Market-Bonds oder US-Hochzinsanleihen für interessant“, sagt Michael Huber. Lars Edler untersucht regelmäßig mehr als 65 Länder auf Basis fundamentaler wirtschaftlicher, gesellschaftlicher und politischer Faktoren auf ihre Solidität: „In die zehn solidesten Staaten investieren wir und streben einen langfristigen Ertrag von insgesamt drei bis 3,5 Prozent pro Jahr in Euro an. Der Großteil der Rendite kommt dabei über die Währungsseite. Weil das auch schnell zu Verlusten führen kann, ist es wichtig, zu diversifizieren und alle Positionen laufend zu überwachen.“



Der Workshop Alternative Anlagen (von links im Uhrzeigersinn): Dr. Michael Fabricius, Fabricius Vermögensverwaltung; Dr. Stefan Ebner, FOCUS Asset Management; Kai Röhl, Robeco Deutschland; Joachim Meyer, Meyer & Cie.; Armin Eiche, Pictet; Gottfried Urban, Bayerische Vermögen; Gerd Hübner, private wealth (Moderator).

## Intelligente Alternative Anlagen.

„Investoren“, macht Kai Röhl, Leiter Third Party Distribution bei Robeco Deutschland, klar, „sind derzeit mit vielen Herausforderungen konfrontiert. Eine ist die zunehmende Korrelation zwischen Anleihen und Aktien. Ein neues diversifizierendes Element für ihr Portfolio ist deshalb dringend nötig.“

„Wir stellen auch fest“, ergänzt Michael Fabricius, „dass nicht jeder Anleger mit den hohen Marktschwankungen bei Aktien und Anleihen leben kann. Wichtig ist es deshalb, Anlagen ins Depot zu nehmen, deren Kurse sich vergleichsweise stabil bewegen.“ „Und sie sollen angesichts historisch niedriger Zinsen auch noch regelmäßige, auskömmliche Erträge liefern“, schließt Armin Eiche. „Es sind also hohe Erwartungen, die Investoren da an den Bereich der alternativen Investments knüpfen.“

Damit dies funktionieren kann, gelte es, auf zwei Punkte zu achten. „Wichtig ist das Thema Liquidität“, sagt Gottfried Urban: „Das ist längst nicht bei allen alternativen Anlagen gegeben. Wir begrenzen illiquide Assets im Portfolio auf maximal zehn Prozent.“ Dazu müssen solche Anlagen nach Ansicht von Joachim Meyer auch transparent sein. „Als Investor muss ich wissen, welches die Renditetreiber sind und wie das Instrument auf mein Portfolio wirkt.“

„Den größten Fehler, den Anleger machen können, ist es aber, diese Anlagen eins zu eins als Ersatz für Anleihen zu verste-

hen“, führt Urban weiter aus: „Denn zum Teil schwanken die Kurse alternativer Anlagen ganz erheblich.“

Die Lerbacher Runde rät deshalb, nicht einzelne alternative Anlagen herauszupicken, sondern zum jeweiligen Portfolio passende Strategien miteinander zu kombinieren.

### // 13. Private Equity als Alternative zu Aktien.

Langfristig, so zeigen Studien, gibt es keine Anlageklasse, die höhere Renditen bringt. Die Internal Rate of Return (IRR) lag in der Vergangenheit im Schnitt bei fast 20 Prozent pro Jahr. Der Haken: „In keiner anderen Anlageklasse gibt es einen größeren Renditeunterschied zwischen den Fonds guter und schlechter Manager. Private Equity ist darum nur interessant, wenn es gelingt, in die Manager aus dem obersten Quartil zu investieren“, macht Armin Eiche klar: „Um die zu identifizieren und dann auch noch einen Zugang zu diesen Fonds zu bekommen, braucht es Zeit, Erfahrung und Ausdauer.“

Ein weiterer wichtiger Punkt: Private Equity ist langfristig und illiquide. Das dort investierte Kapital ist je nach Phase des Investments fünf bis zehn Jahre gebunden. „Weil es bei Private Equity keinen täglichen Börsenkurs gibt, stabilisieren diese Anlagen ein Portfolio zunächst einmal“, erklärt Urban. „Davon sollten sich Anleger aber nicht täuschen lassen. In einem schwachen Umfeld können diese Anlagen auch drastisch einbrechen.“

Um die Risiken zu reduzieren, empfiehlt Eiche ein über mehrere Jahre verteiltes Investment in verschiedene Fonds. „In der Regel stellt der Kunde ein bestimmtes Budget für diese Anlageklasse bereit. Wir tätigen damit jedes Jahr sieben bis acht Investments in unterschiedliche Private-Equity-Fonds. Auf diese Weise erreichen Anleger eine gute Streuung über einen Wirtschaftszyklus hinweg.“ Derzeit rät Eiche, den Schwerpunkt auf Buy-out-Fonds zu legen – Vehikel, die in reife Firmen mit etablierten Geschäftsmodellen investieren. Bei den Fondsanbietern konzentriert er sich auf große Gesellschaften wie Blackstone oder die Carlyle Group.

#### // 14. Markunabhängige Erträge mit Hedgefonds.

Hedge- und Absolute-Return-Fonds sind die Shootingstars unter den Investmentprodukten. Mittlerweile sind dort in Deutschland über 330 Milliarden Euro investiert – im Vergleich zu 2013 fast eine Verdoppelung. „Diese Vehikel, die unkorrelierte Erträge zum Ziel haben, profitierten davon, dass sie als liquide UCITS-Strukturen verfügbar sind“, macht Fabricius klar. „Das mag zwar ab und an zulasten der Kreativität des Managers gehen, aber mehr Transparenz und die Liquidität dieser Produkte machen dies mehr als wett.“

„Aufgrund der geringen Korrelation zu Aktien und Anleihen eignen sich unseren Studien zufolge vor allem CTAs, marktneutrale und Global-Macro-Strategien zur Portfoliodiversifikation“, erläutert Röhl. CTA- oder Managed-Futures-Strategien sind in der Regel Trendfolgesysteme, die über den Einsatz von Futures und Derivaten von Markttrends profitieren. „Sie können zwar stärker schwanken, entwickeln sich aber dann besonders gut, wenn es an den Aktienmärkten stark nach unten geht“, so Röhl.

Global-Macro-Fonds hingegen versuchen in allen Marktphasen, volkswirtschaftliche Trends frühzeitig zu erkennen und gewinnbringend zu nutzen. „Zu den marktneutralen Strategien wiederum zählen zum Beispiel Fonds, bei denen der Fondsmanager auf steigende und fallende Kurse setzen kann, ohne dabei eine Tendenz zu einer Seite zu haben“, erklärt Urban: „Wer marktneutrale Erträge sucht, findet sie dort.“

#### // 15. Infrastrukturanlagen für regelmäßige Erträge.

Eine weitere Alternative, die sich anders verhält als traditionelle Anlageklassen und regelmäßige Erträge bietet, sind

### Interessante Long-Short-Fonds.

- // 01. Loys Global Long/Short (LU0720541993)
- // 02. Nordea Stable Long Short (LU0826409327)
- // 03. AGIF-All Discovery European Strategy (LU0384022694)
- // 04. Robeco Global Tactical Asset Allocation (LU0487478926)
- // 05. Blackrock European ABS STGY A4 (LU0414668557)

Infrastrukturinvestments. „Das ist eine Mischung aus Immobilien- und Private-Equity-Risiko, dem aber im Unterschied zu diesen oft staatlich regulierte Preise zugrunde liegen. Das kann gut sein, weil die Renditen quasi garantiert sind. Oder schlecht, weil die Anpassung der Preise an neue Rahmenbedingungen möglich ist“, erläutert Joachim Meyer.

„Im Schnitt“, informiert Urban, „brachten Infrastrukturinvestments, über verschiedene Objekte hinweg, laufende Erträge von drei bis zwölf Prozent pro Jahr, was sich aber natürlich auch ändern kann.“ Zwar können Anleger auch über Aktien in diese Branche investieren. Davon raten die Experten aber ab. „Schließlich würden sie sich so eine Korrelation zum Aktienmarkt ins Portfolio holen, was schließlich nicht Sinn der Sache ist“, macht Meyer klar.

#### // 16. Cat-Bonds – die ganz andere Rendite.

„Da wir alternative Investments als Ersatz für die Kasse-Position einsetzen, dürfen die Kurse der Fonds, die wir auswählen, nur sehr wenig schwanken und sollten möglichst gering mit traditionellen Anlageklassen korreliert sein“, erklärt Stefan Ebner. Cat-Bonds oder Katastrophenanleihen liefern dies. Sie verbrieften Versicherungsrisiken, die aus Naturereignissen wie Sturmschäden oder Erdbeben entstehen.

„Der Anleger“, erläutert Ebner weiter, „erhält die Versicherungsprämien. Tritt der Schaden ein, wird er aus dem Vermögen des Bonds beglichen. Dann kann es zu erheblichen Verlusten kommen. Aus diesem Grund sollten Anleger nur in einen Korb aus Anleihen investieren, der von Experten zusammengestellt ist.“ Besonders interessant: „Die Papiere sind liquide, weil börsennotiert, bringen im Schnitt rund vier Prozent Rendite und ihre Kursentwicklung hat überhaupt nichts mit der auf den Aktien- und Anleihemärkten zu tun.“ □



# Das Endspiel.

**Geldpolitik.** Nullzins, Anleihekäufe, Minuszins – die Europäische Zentralbank greift zu immer ungewöhnlicheren Mitteln. Welche Logik steckt dahinter? Und was bedeutet das langfristig für den Euro? Professor Thorsten Polleit, Chefvolkswirt der Degussa Goldhandel, präsentiert der Lerbacher Runde seine Vision davon, wie das Euro-Experiment langfristig ausgehen könnte.

In der vergangenen Ausgabe von *private wealth* hatte Albert Edwards, Global Strategy Analyst bei Société Générale in London, das Undenkbare gedacht. Rezession, wirtschaftliche Eiszeit. Und darauf folgend: expansive Maßnahmen der Notenbanken, die alles bisher Dagewesene in den Schatten stellen. „Wir haben in den letzten zehn Jahren Dinge gesehen, die ich vorher als extrem unwahrscheinlich eingeschätzt hätte. Nichts ist mehr unmöglich.“

Kurz darauf senkte EZB-Chef Mario Draghi den Leitzins auf null und den Einlagensatz, den Banken bekommen, wenn sie Geld bei der Notenbank hinterlegen, auf minus 0,4 Prozent. Wer Geld verleiht, muss für dieses Privileg bezahlen. Wie ist diese Entwicklung langfristig einzuordnen? Und: Was wird aus unserer Währung, dem Euro?

„Um eine Idee zu entwickeln, wie das Experiment mit dem Euro ausgehen wird“, erläutert Thorsten Polleit der Lerbacher Runde, „muss ich in der Geschichte des Geldes etwas ausholen. Vor 200 Jahren noch war das Gold eine Art Weltgeld, freiwillig gewähltes Geld. Später, nach dem Zweiten Weltkrieg, avancierte der US-Dollar zur Weltwährung, die durch Gold gedeckt war. Alle anderen Währungen sollten sich an den Dollar und damit indirekt auch an das Gold binden. Diese Ordnung kennen wir als das System von Bretton Woods.“

Bretton Woods funktionierte so lange halbwegs gut, bis Amerika den Korea- und den Vietnamkrieg durch die Ausgabe neuer Dollarnoten finanzieren wollte. Jetzt waren mehr Dollar im Umlauf, als Gold zur Deckung da war. Einige Nationen erkannten das, brachten ihre Dollarnoten nach Amerika und verlangten die Herausgabe von physischem Gold. Die Goldreserven der Amerikaner schmolzen dahin. Am 15. August 1971 verkündete US-Präsident Nixon, dass von nun an der US-Dollar nicht mehr in Gold einlösbar sei.

„Das war der größte monetäre Enteignungsakt der Neuzeit“, meint Polleit: „Stellen Sie sich vor, Sie gehen in die Oper und geben Ihren Ledermantel an der Garderobe ab. Dafür bekommen Sie einen Papierschnipsel. Nach dem Operngenuß erwar-

ten Sie, dass Ihnen Ihr Mantel wieder ausgehändigt wird. Doch Herr Nixon an der Garderobe lächelt nur und sagt: ‚Es gibt den Ledermantel nicht mehr – aber Sie dürfen den Papierschnipsel behalten.‘ Auf diese Weise entstand weltweit unser ungedecktes Papiergeldsystem.“

Heute wird überall mit sogenanntem Fiat-Geld bezahlt, abgeleitet vom Lateinischen fiat – so sei es. Alle großen Währungen sind nicht einlösbares, staatlich emittiertes Papiergeld und können in beliebiger Menge produziert werden.

„Dieses Fiat-Geld“, erklärt Polleit, „hat weitreichende Folgen. Erstens ist es inflationär. Die Preise steigen chronisch an. Pro Geldeinheit erhalten die Menschen immer weniger Güter. Sie trösten sich aber darüber hinweg, weil sie auch immer mehr Geld zur Verfügung haben. Das ändert aber nichts daran, dass per saldo die Kaufkraft des Geldes immer mehr abnimmt.“

Das Fiat-Geld führt zweitens dazu, dass sich einige auf Kosten anderer bereichern. Nehmen wir an, ich bin der Geldemittent. Wenn ich Ihnen eine neue Banknote überreiche, können Sie mit diesem neuen Geld Güter kaufen – Aktien, Luxusautos. Und zwar zu unveränderten Preisen. Danach wird das Geld weitergereicht. In diesem Prozess steigen Güternachfrage und die Preise. Wenn der Letzte in der Kette das neue Geld erhält, sind die Preise schon gestiegen. Der Erste wurde relativ reicher. Er hat für das neue Geld mehr Güter bekommen. Der Letzte wurde relativ ärmer. Das ist der sogenannte Cantillon-Effekt.

Drittens kommt es häufiger zu Konjunkturzyklen. Wird neues Geld in Umlauf gebracht, drückt dies den Zins. Dann werden Menschen verlockt, Investitionen zu tätigen, die sich vorher nicht gerechnet hatten. Ein Aufschwung stellt sich ein. Doch früher oder später entpuppt er sich als kurzfristiger Schein, als Einmaleffekt. Dann wird aus dem Boom ein Bust.

Eine vierte Begleiterscheinung des Fiat-Geldes ist die zwingend steigende Verschuldung. Es müssen ja Kredite ausgegeben werden, um die Geldmenge zu erhöhen. Neues Geld entsteht eben nur durch die Kreditvergabe der Banken. Im Fiat-Geld-System >



Professor Thorsten Polleit,  
Chefökonom der Degussa  
Goldhandel: „Gelddrucken  
ist wie eine Droge. Die EZB  
ist dabei, die Dosis immer  
weiter zu steigern.“



wachsen die Kredite deshalb schneller als das Sozialprodukt der Volkswirtschaften. Die Schuldenlasten in Prozent zu den Sozialprodukten nehmen also immer stärker zu.

Und fünftens wird der Staat größer und drängt die Privatwirtschaft zurück. Er könnte dieses ‚Wachstum‘ natürlich über Steuern finanzieren. Aber noch einfacher und mit weniger politischem Widerstand geht es, wenn er Zugriff auf die Geldproduktion hat. Dann druckt er sich einfach neue Noten.“

Lange Zeit, so Polleit, habe es gegen derart unseriöse Politik ein natürliches Korrektiv gegeben. Wenn ein Staat zu heftig inflationierte, konnten Vermögende und Banken auf eine andere Währung zurückgreifen. Sie verwendeten einfach das schlechte Geld nicht mehr: „Solange es den Währungswettbewerb gibt, ist die Möglichkeit der Inflationierung beschränkt. Also drängten die Staaten danach, diesen Wettbewerb zwischen Währungen herabzusetzen.“

„In Europa war lange die Mark die stabilste Währung“, erklärt Polleit: „Als Preis für die Wiedervereinigung 1989 wurde dann gefordert, die vielen Währungen Europas auf eine Währung zu übertragen – den Euro. Damit ist der Währungswettbewerb in Europa ausgeschaltet worden.“

Mittlerweile ziehe dies noch weitere Kreise. „Es gibt etwas, über das kaum einer spricht. Das ist das internationale Liquiditäts-Swap-Abkommen. Vereinfacht gesprochen handelt es sich dabei um eine unlimitierte Geld- und Kreditschöpfung zwischen den großen Zentralbanken der Welt. Benötigt zum Beispiel die EZB Dollar-Guthaben, um vielleicht europäische Banken zu stützen, die bei der Refinanzierung von Dollar-Schulden Probleme haben, ist die US-Notenbank FED seit 2013 verpflichtet, diese Guthaben unlimitiert bereitzustellen. Und umgekehrt. In diesem System sind die Schweizer dabei, auch die Chinesen. Alle. Die Notenbanken schöpfen Geld aus dem Nichts mit Geld aus dem Nichts.“

De facto, so der Professor, sei so das letzte Kreditausfallrisiko im Welt-Finanzsystem beseitigt: „Immer wenn es eng wird, springt die Notenbank ein. Und glauben Sie mir: Zentralbanken werden immer all das machen, was erforderlich ist, um die Zahlungsfähigkeit des Bankensystems und der Staaten zu sichern.“ Die Zinsen würden eben allein deshalb unter null gedrückt, um die großen staatlichen Schuldner zu entlasten.

Diese Politik ist gar nicht so einzigartig. Von 1942 bis 1955 wurde die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleiherendite schon einmal durch Marktinterventionen bei 2,5 Prozent fixiert. Die Inflation stieg an und war zeitweise höher als diese Nominalverzinsung. Das bedeutet nichts anderes als die reale Entschuldung des Staates. Und empfindliche Vermögensverluste für diejenigen, die diese Bonds gehalten haben.

„Genau dasselbe erleben wir heute mit der Politik Quantitative Easing“, erklärt Polleit, „die Notenbanken versuchen, eine negative reale Verzinsung auf die ausstehenden Schulden herzustellen. Wenn das nicht funktioniert – und es sieht ja derzeit nicht danach aus –, könnte die nächste Stufe der kreativen Maßnahmen das sogenannte Helikoptergeld sein. Vereinfacht gesprochen, bringt die Zentralbank dabei neues Geld nicht indirekt durch den Kreditvergabeprozess der Banken in Umlauf. Stattdessen verschenkt sie das neue Geld direkt.“

Die damit verbundene Erwartung sei einfach: „Sie sehen, dass Ihr Nachbar das Geld aufammelt und schnell zum nächsten Ferrari-Händler läuft, um einen neuen Ferrari zu erwerben. Und Sie denken, oh je, bevor die Preise steigen, muss ich auch noch einen Ferrari kaufen. Auf diese Weise treibt die Ausgabe von Helikoptergeld die Preise tatsächlich in die Höhe.“

Ist das wirklich denkbar? „Ja, ich glaube, das kommt. Und zwar aus folgendem Grund: In einem Fiat-Geldsystem wachsen ja die Schulden immer weiter an. Die Einkommen klettern auch – aber nicht ganz so stark. Deshalb ist die Schuldenquote im Zeitablauf ja auch gestiegen. Dieses Problem kann Helikoptergeld lösen. Nun ist ja keine weitere Verschuldung nötig, um einen Anstieg der Geldmenge zu bewerkstelligen. Die nominalen Einkommen und das nominale Bruttoinlandsprodukt steigen an. Und irgendwann die Preise. Nur die Schulden bleiben gleich. Die Schuldenlast geht damit zurück. Das ist natürlich politisch verführerisch.“

Was wird dann aus unserer Währung, dem Euro? „Ich glaube, es gibt eine Debasierung“, meint Thorsten Polleit: „Es wird

einfach immer weiter neues Geld gedruckt. Und die Kaufkraft des Geldes schwindet.“

## // Die Lerbacher Runde hakt nach.

**Lerbacher Runde** Was bedeutet das für uns als Investoren?

**Professor Thorsten Polleit** Sie müssen Vermögenswerte besitzen, die im Umfeld steigender Preise eine positive reale Rendite erwirtschaften. Es reicht nicht, die Inflationsrate auszugleichen. Mit Anleihen funktioniert das nicht. Und die Immobilienpreise sind relativ zu den schwer zu erhöhenden Mieten – Stichwort Mietpreisbremse – auch schon zu hoch. Die einzige Lösung ist der Aktienmarkt. Unternehmen haben die besten Chancen, Preissteigerungen zu überwälzen. Investoren sollten deshalb Anlagen in Produktivkapital – Aktien, Direktbeteiligungen an Unternehmen, Private Equity oder Venture Capital – die erste Priorität einräumen.

**LR** Würde Helikoptergeld nicht das Vertrauen der Menschen in das Geld massiv untergraben?

**TP** Das ist tatsächlich kritisch. Was denken die Leute, wenn sie in der Zeitung lesen: Die EZB verschenkt Geld? Werden sie schockiert sein? Oder jubeln? Helikoptergeld gab es schon einmal – in der Französischen Revolution. Die Kassen der Revolutionsregierung waren leer, das Volk unzufrieden. Deshalb wurde Geld gedruckt und in Form sogenannter Assignaten ausgegeben – nicht einmal, sondern mehrmals, in immer größeren Mengen. Es wirkte wie eine Droge. Und endete natürlich in einer Hyperinflation. Aber Gott sei Dank sind wir heute viel klüger. Wir werden es nicht so weit kommen lassen, oder?

**LR** Die Zentralbank wird ja nicht wirklich mit dem Helikopter Geld abwerfen. Wie könnte dieser Prozess konkret ablaufen?

**TP** Wir könnten ja mit einem geringen Grundeinkommen für jeden anfangen. Und dies über Schulden bei der Notenbank finanzieren. Wir probieren das einfach einmal aus. Mit kleinen Summen. So wie es die EZB mit ihrem Anleihekaufprogramm im Jahr 2010 gemacht hat. Sie begann zunächst klein und es gab einen großen Aufschrei, das dürfe sie nicht. Dann haben wir uns daran gewöhnt. Heute wird im großen Stil gekauft. Das alles ist eine Frage des Gradualismus. Die Strategie ist, die Dosis langsam zu steigern. Ob sich das dann wieder eindämmen lässt, ist eine ganz andere Frage. Ich glaube nicht.



**LR** Was kann eine unabhängige Notenbank dazu bringen, ihr Gut, das Geld, zu zerstören?

**TP** Ich stelle infrage, dass die Notenbanken wirklich unabhängig sind. Es besteht eine starke Interessenorientierung dahingehend, den Finanzsektor und die Staaten vor dem Zusammenbruch zu bewahren. Das ist das wahre Ziel der Notenbankpolitik, nicht die Geldwertstabilität. Denken Sie nur zwei oder drei Jahre zurück. Wenn Ihnen damals jemand gesagt hätte, die Sparkassen denken über Negativzinsen für ihre Kunden nach und die zehnjährige Bundesanleihe rentiert bei null – trotz stabilem Wachstum in der Wirtschaft und einem sehr soliden Arbeitsmarkt. Ich bin sicher, die meisten von Ihnen hätten das als sehr, sehr unwahrscheinlich angesehen. Jetzt reden wir über Helikoptergeld, schmunzeln darüber und glauben, dass es unmöglich sei. Aber die Politik wird alles tun, um die Zahlungsfähigkeit dieses Papiergeldsystems zu erhalten. Dies wird auf Kosten des Währungswerts gehen. Es muss nicht zu einer Zerstörung des Währungssystems kommen. Aber wir werden einen Verlust der Kaufkraft erleiden.

**LR** Können wir uns in anderen Währungen verstecken?

**TP** Natürlich gibt es noch Wettbewerb zwischen verschiedenen staatlichen Fiat-Geld-Anbietern. Sie können Schweizer Franken kaufen. Oder US-Dollar. Aber in der Tendenz beginnen die Zentralbanken, ihre Politik gleich auszurichten. Der Zins ist überall null, die Basisgeldmengen steigen, wir haben das beschriebene Liquiditätsswap-Abkommen. Die Möglichkeit, sich vor dem Wertverlust der einen Währung durch den Tausch in eine andere Währung zu schützen, schwindet. Es gibt heute sogar Überlegungen von namhaften Ökonomen, ein einheitliches Weltgeld zu etablieren. Die Ausschaltung des Währungswettbewerbs in Europa ist symptomatisch für das, was sich auf höherer Ebene ebenfalls zeigt. Wenn die Währungspolitik harmonisiert ist, können Sie nicht mehr ausweichen. □