



private wealth

VERMÖGEN, WOHLSTAND & WERTE

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



Einunddreißig Experten, zwei Redakteure:
Die Lerbacher Runde – diesmal in Schloss
Bensberg zu Gast – definiert eine aussichts-
reiche Anlagestrategie für die nächsten Jahre.

Navigatoren.

Boom oder Crash? Wohin führt die expansive Notenbankpolitik langfristig? Die Lerbacher Runde packt den Kompass aus.

Eroberer.

Gestern lehrte Xavier Niel die Telekom-Industrie Frankreichs das Fürchten. Morgen rollen seine Start-ups die Wirtschaft auf.

Klicks.

Die digitale Welt revolutioniert den Kunstmarkt. Sie sorgt für Transparenz. Und birgt faszinierende Ideen für Sammler.

Kult-Uhren.

Früher wiesen Tischuhren ihre Besitzer als Menschen mit Sinn für Stil und Ästhetik aus. Und heute? Gilt dies immer noch.

Die Lerbacher



Runde.

A group of approximately 20 men in dark suits and ties are posed in a grand, ornate hallway. The room features a checkered floor, large windows with heavy curtains, and chandeliers. The men are arranged in two rows, with some standing and some seated in armchairs. The lighting is warm and dramatic, highlighting the architectural details of the space.

Anlagestrategie. Zum sechsten Mal trifft sich die Lerbacher Runde – hochkarätige Bankiers, Wirtschaftsprofessoren, Vermögensverwalter und Family Officer –, um Investoren Orientierung zu geben. Da das Schloss Lerbach renoviert wird, musste die Runde diesmal ins Schloss Bensberg ausweichen.

// **Teil eins:** Professor Marcel Fratzscher, Präsident des DIW Berlin, skizziert den wirtschafts- und geldpolitischen Ausblick bis ins Jahr 2020 und stellt sich den Fragen der Runde.

// **Teil zwei:** Die Lerbacher Runde leitet daraus die mittelfristige Anlagestrategie für vermögende Privatpersonen ab.

// **Teil drei:** Die Lerbacher Runde entwickelt konkrete Ideen für Investments in Aktien, Anleihen und alternativen Anlagen.

Autoren: Klaus Meitinger und Gerd Hübner



Roadmap 2020.

Die Ausgangslage. Welche Logik steckt hinter den unkonventionellen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank? Wie wird sich die europäische Wirtschaft in den kommenden fünf Jahren entwickeln? Und wie endet das alles? Professor Marcel Fratzscher, Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaft (DIW) in Berlin, setzt die ökonomischen Leitplanken für eine langfristig erfolgreiche Anlagestrategie.

Ein Leserbrief drückt aus, was viele vermögende Privatanleger denken: „Was mich in Sachen Europa und Geldpolitik immer noch ohne Antwort umtreibt: Wo läuft das Ganze hin und wie kommen wir aus der Situation jemals wieder heraus? Das ist für die mittelfristige Vermögensdisposition ja entscheidend. Haben Sie darauf eine Antwort?“

Mit viel Misstrauen beobachten vermögende Privatinvestoren vor allem die unkonventionellen Maßnahmen der „Währungshüter“. Zusammen haben die drei großen Zentralbanken der USA, Japans und Europas seit 2007 schließlich die Schwindel erregende Summe von 5300 Milliarden Dollar in die Märkte gepumpt. Das entspricht etwa dem 1,5-Fachen des deutschen Sozialprodukts. Oder der Wirtschaftskraft von Indien, Brasilien und Mexiko zusammen. Besonders bedenklich: Ein Ende dieser Politik ist nicht absehbar. In den nächsten 15 Monaten werden die Bank von Japan und die Europäische Zentralbank für mindestens 1500 Milliarden Euro Staatsanleihen kaufen. Ein sich niemals leerendes Füllhorn, das Papiergeld über die Welt ausschüttet – mit dem erklärten Ziel, die Preise von Vermögenswerten in die Höhe zu treiben.

„Durch die Anleihekäufe der Notenbanken sind heute alle Kapitalmärkte manipuliert“, konstatiert Michael Fabricius, Fabricius Vermögensverwaltung. Am deutlichsten werde dies an den Zinsmärkten. Viele Anleihen europäischer Staaten gehören zum Klub der negativen Zinsen. Anleger müssen bezahlen, um den Staaten Geld leihen zu dürfen. „Von diesem Liquiditätsdruck bleibt kein Markt verschont“, ergänzt Ingo Ahrens, Geschäftsführer bei Robeco Deutschland: „Die Immobilienpreise sind analog zur Finanzierungsfähigkeit der Käufer gestiegen. Und bei den Aktien sehen wir ähnliche Effekte.“

Wie endet das alles? Und was bedeutet es für die mittelfristige Vermögensdisposition?

Um Antworten auf derartig komplexe Fragen zu finden, wurde vor sechs Jahren die Lerbacher Runde gegründet. Seit 2009 treffen sich seitdem regelmäßig im Frühjahr ausgewiesene Ka-

pitalmarktexperten auf Einladung von private wealth und Robeco, um vermögenden Investoren Orientierung zu geben.

In diesem Jahr diskutierten 31 Experten die mittelfristige Perspektive. Weil dabei die Notenbanken und ihre Geldpolitik die alles entscheidende Rolle spielen, besorgte sich die Runde Verstärkung: durch einen Wirtschaftsprofessor, der genau weiß, wie die Mannen um Mario Draghi ticken.

Marcel Fratzscher, Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin), war früher selbst bei der Europäischen Zentralbank beschäftigt. Er verantwortete dort lange Zeit die Formulierung von Politikpositionen in den Bereichen der globalen Wirtschafts- und Finanzpolitik.

Heute kümmert er sich vor allem um Wachstumsprognosen, um die europäische Schuldenkrise und Fragen rund um die Finanzstabilität. Es gibt deshalb in Deutschland wohl kaum einen, der besser geeignet wäre, die ökonomischen Leitplanken einzuschlagen, an denen sich eine erfolgreiche, mittelfristige Anlagepolitik orientieren sollte.

// Die Ausgangslage.

„Der in Europa seit 2008 dominierende, negative Krisenzyklus“, erklärt Fratzscher, „besteht eigentlich aus drei Krisen – Wirtschaftskrise, Finanzkrise und Schuldenkrise. Deren Auswirkungen haben wir noch nicht überwunden.“

Nur Deutschland liege zum Beispiel beim Niveau der Wirtschaftsleistung schon wieder über dem Stand von 2008. In Italien sei diese immer noch zehn Prozentpunkte geringer, in Portugal und Spanien um mehr als fünf Prozentpunkte – „dort müssen wir weiter von Wirtschaftskrise sprechen“.

Die Finanzkrise zeige sich im Bankensystem. „Viele Institute in Europa gelten weiter als Problemfälle. In Italien liegt das Niveau der faulen Kredite zum Beispiel bei 16 Prozent aller Ausleihungen. Und damit über dem Eigenkapital der Banken.“ >



Professor Marcel Fratzscher,
Präsident des DIW in Berlin:
„Wir haben die Auswirkungen der
Krise noch nicht überwunden.“

Auch in Sachen Schulden habe sich kaum etwas verbessert. „In Euroland liegt die Staatsverschuldung heute bei 91 Prozent des Sozialprodukts. Firmen und Haushalte sind ebenfalls weiter hoch verschuldet.“

Das aktuelle Problem in vielen europäischen Ländern sei die Kombination der drei Krisen. „Alles ist voneinander abhängig und nur sehr langfristig lösbar“, erläutert Fratzscher: „Deshalb nenne ich dieses Dreieck auch ‚teuflich‘. Im Ergebnis resultiert daraus sowohl eine ausgeprägte Nachfrageschwäche als auch eine Angebotsschwäche.“ Seit der Finanz-

Die Kosten fallender Preise für eine Volkswirtschaft seien enorm. „Unternehmen bezahlen zum Beispiel Löhne und Vorprodukte sofort. Müssen sie damit rechnen, dass die Erträge in einem oder zwei Jahren geringer ausfallen, wenn das Produkt fertig ist, werden sie weniger investieren.“

Problematisch sei in diesem Zusammenhang auch, dass Löhne nach unten kaum flexibel sind. „Sie können den Mitarbeitern sagen: Ihr bekommt drei Jahre keine Lohnerhöhung. Aber Sie können schwer vermitteln, dass es jedes Jahr zwei Prozent weniger gibt.“ Für alle, die hohe Schulden haben,

„Wir werden noch mindestens fünf Jahre lang sehr niedrige Zinsen haben.“

Professor Marcel Fratzscher.

krise nahm der Konsum in Euroland nur um durchschnittlich 0,8 Prozent jährlich zu. Die Investitionen fielen seit 2009 sogar im Schnitt um 1,9 Prozent per annum.

Dies wirkt sich auch auf die Preisentwicklung aus. „Europaweit wächst die Angst vor Deflation“, informiert Fratzscher und erklärt weiter: „Deflation ist allerdings keine diskrete Variable. Wir können nicht sagen: Wir haben Deflation oder wir haben sie nicht. Wir wissen nur: Je näher wir an die Zahl null herankommen, desto mehr Sektoren in der Wirtschaft erfahren fallende Preise. Tatsächlich ist der Anteil der Güter und Dienstleistungen im Warenkorb, deren Preise rückläufig sind, deutlich gestiegen. 2012 waren es noch etwa zehn Prozent. Heute sind es mehr als 30 Prozent.“

Erschwerend komme hinzu, „dass wir Preise schlecht messen. Wenn wir die Null sehen, sind wir eigentlich schon in der Deflation.“ Zum Beispiel gehen Qualitätsverbesserungen nicht in die Inflationsrate ein. Ein Flachbildschirm, erläutert der Ökonom, koste heute vielleicht etwas mehr als vor sechs Jahren. Er sei aber auch viel größer und besser. Ein Fernseher mit der Qualität des Jahres 2009 wäre sehr viel günstiger.

„Über die Zeit machen diese Aspekte 0,5 bis 0,6 Prozentpunkte pro Jahr aus. Um diesen Satz wird die Inflation systematisch überschätzt. Wenn heute also die Preissteigerungsrate in Europa ‚offiziell‘ bei 0,0 Prozent liegt, fallen die Preise tatsächlich um fast ein Prozent“, erklärt Marcel Fratzscher.

werde es zudem schwerer, diese zu bedienen oder gar zu reduzieren. „Einkommen und Erträge gehen in absoluten Größen zurück, Schulden und Zinszahlungen bleiben aber konstant. Im Endeffekt lässt ein deflationäres Umfeld Unternehmen und Haushalten weniger Spielraum für Konsum oder Investitionen.“

Genau mit dieser Situation sei die EZB konfrontiert. „Sie würde heute eigentlich gern negative Realzinsen haben – also Zinsen unterhalb der Inflationsrate, um so die Nachfrage zu stimulieren. Das geht aber nicht, weil die Inflationsrate ja bei null ist. Sie muss deshalb den Umweg über die sogenannte quantitative Politik gehen.“

Konkret kauft die Europäische Zentralbank relativ sichere Anleihen, verknappt damit das Angebot und sorgt für niedrigere Zinsen am Kapitalmarkt. Kredite werden billiger, Immobilienpreise und Aktienkurse steigen. Das Vermögen von Haushalten und Unternehmen wächst. Und damit – so das Kalkül – auch die Bereitschaft, zu konsumieren und zu investieren.

Gleichzeitig zwingt die EZB die Banken, mit der Liquidität, die diese beim Verkauf ihrer Anleihen erhalten, eine andere Investitionsentscheidung zu treffen. So soll mehr Geld in Unternehmensanleihen und Kredite fließen.

„Das zumindest ist der Plan“, fasst Fratzscher zusammen: „Problematisch ist nur, dass er auch hohe Risiken trägt.“

// Die Risiken der Geldpolitik.

„Die Geldpolitik der EZB erhöht die Gefahr von Blasenbildungen, bedroht die Finanzstabilität und trägt zur langfristigen Vermögensminderung bei“, zählt der Ökonom auf.

Erste Anzeichen von Blasenbildung seien zum Beispiel in Deutschland schon zu sehen. „Deutschland bräuchte eigentlich einen Leitzins zwischen einem und zwei Prozent. Weil Geld zu billig ist, sehen wir erste Anzeichen einer Überhitzung. Wir beobachten einen sehr hohen Konsumanstieg im Privatsektor. Und in einigen Städten haben sich mittlerweile die Immobilienpreise massiv von der Entwicklung der Mietpreise abgekoppelt. Das ist bedenklich.“

Bei Zinsen von null Prozent lohnen sich eben Dinge, die eigentlich völlig unsinnig klingen. Der ehemalige Chef der amerikanischen Notenbank – Ben Bernanke – wies unlängst darauf hin, dass es auch ein vernünftiges Projekt wäre, die Rocky Mountains einzuebnen, um Treibstoff bei Eisenbahnen einzusparen. Vorausgesetzt, die Erwartung bestünde, dass die Zinsen unendlich lange bei null bleiben.

Das zweite Problem ist die Stabilität auf dem Finanzsektor. „Lebensversicherer müssen im Schnitt einen Garantiezins von etwa drei Prozent bezahlen. Viele sagen deshalb offen und ehrlich, dass sie in den nächsten Jahren massive Probleme bekommen werden.“ Einer Analyse der MainFirst Bank zufolge sollen bereits 2015 vier von zehn Lebensversicherern rote Zahlen schreiben. „Da wird es die eine oder andere böse Überraschung geben“, meint Marcel Fratzscher.

„Massiven Konsolidierungsbedarf“ sieht der Experte auch bei anderen Finanzdienstleistern: „Vor allem für die kleinen regionalen Banken und Sparkassen, die extrem stark vom Einlagengeschäft abhängen, wird es schwierig. Die Indikatoren deuten ja schon darauf hin, dass auch in den kommenden Jahren einige Banken in Europa tiefrote Zahlen schreiben werden. Auch in diesem Bereich wird es zu Verwerfungen kommen.“ Drittens sei die Geldpolitik der EZB eine „wirkliche Tragödie“ für den kleinen deutschen Sparer. „Der durchschnittliche Deutsche hat ein relativ geringes privates Vermögen und legt dieses auch noch schlecht an. Nur 40 Prozent haben ein Eigenheim, nur jeder Zehnte besitzt Aktien. Der typische deutsche Sparer hat sein Geld auf dem Sparkonto.“ Fatal sei, dass mit dieser Vermögensaufteilung in einem Umfeld der Nullzins-

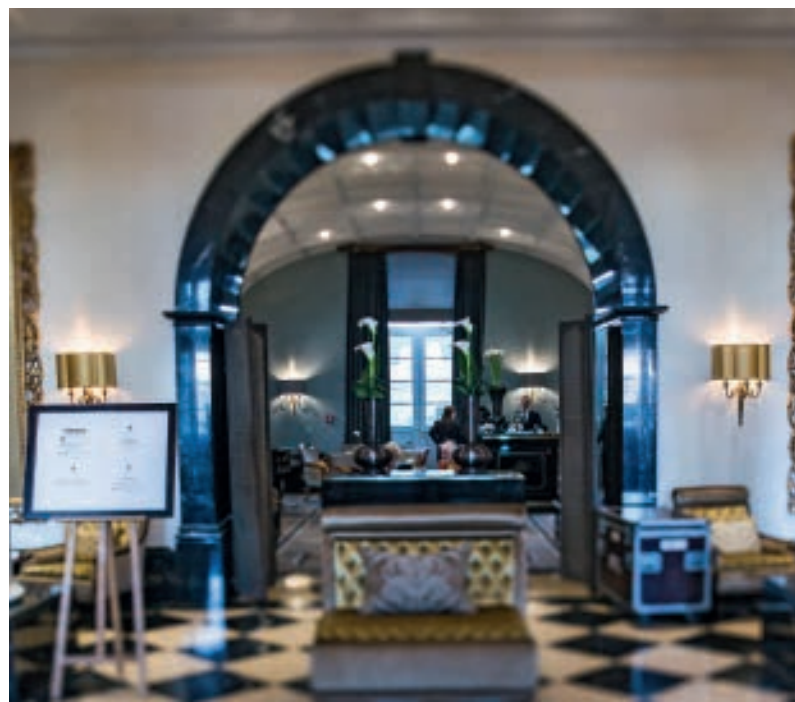
politik keine Vorsorge mehr möglich sei. „Dabei haben wir eine alternde Gesellschaft und müssten eigentlich extrem viel Vorsorge betreiben. Denn wir können uns immer weniger auf öffentliche Leistungen verlassen (siehe dazu auch Seite 52).“

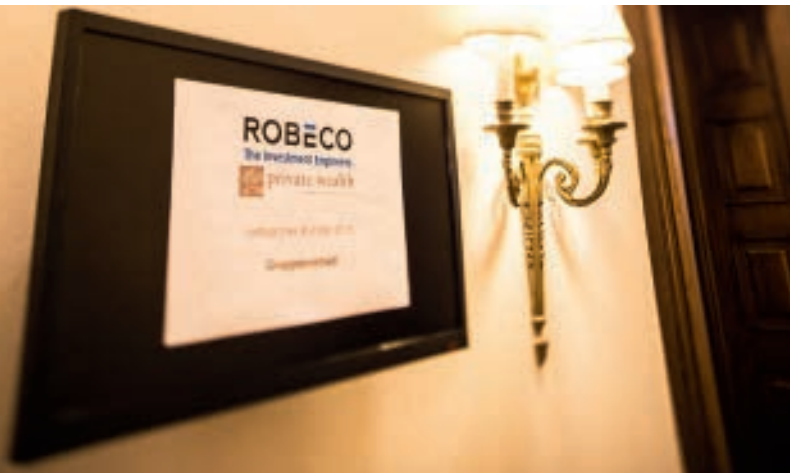
Die Europäische Zentralbank sei sich dieser Probleme zwar sehr wohl bewusst. „Aber die Zentralbanker haben nur ein Mandat: auf die Preisstabilität zu achten. Wenn sie sehen, sie verfehlen dieses Mandat bei Weitem, was machen sie dann?“, fragt der ehemalige Zentralbanker: „Brechen sie ganz bewusst ihr Mandat, weil sie glauben, die Geldpolitik habe zu hohe gesamtwirtschaftliche Kosten? Oder sagen sie: Es steht mir gar nicht zu, das zu bewerten. Ich habe ein Mandat und muss dieses erfüllen.“ EZB-Chef Mario Draghi hat diese Frage inzwischen beantwortet.

// Die Fünf-Jahres-Konjunktur-Perspektive.

„Ich habe“, erklärt Marcel Fratzscher, „drei Szenarien für Europa auf dem Zettel: erstens das, was wir uns alle wünschen: eine schnelle Erholung, höhere Wachstumszahlen, starkes Absinken der Arbeitslosenzahlen. Dem gebe ich allerdings nur eine 20-prozentige Wahrscheinlichkeit.“

Größer sei die Gefahr einer neuerlichen Rezession. „Ich würde das mit 30 Prozent bewerten. Es gibt einfach sehr viele Gefahren.“ Dann zählt der Wirtschaftspräsident auf: das Risiko >





einer politischen Krise – „ausgelöst durch die nächsten Wahlen in Spanien oder einen Bankrott Griechenlands und dem Austritt des Landes aus dem Euroraum“. Das Risiko von Pleiten im Banken- und Versicherungssektor. Die schwelende Staatsschuldenkrise – „Italiens Staatsschuld liegt zum Beispiel bei 135 Prozent des Sozialprodukts. Angesichts von null Wachstum ist das nicht nachhaltig finanzierbar.“ Das Schwellenländerrisiko – „Asien und China wachsen deutlich weniger als in der Vergangenheit“. Oder geopolitische Konflikte – „eine Vertiefung der Russland-Krise würde sich ebenfalls negativ auf Deutschland und Europa auswirken“.

Jedes dieser Risiken hätte bei seinem Eintreten gewaltige Auswirkungen. „Zum Glück sind die Wahrscheinlichkeiten dafür nicht sehr hoch. Das realistischste Szenario ist deshalb mit 50 Prozent Wahrscheinlichkeit mein drittes Szenario: fünf Jahre Stagnation.“ Damit meint Marcel Fratzscher eine lange Phase mit Wachstumsraten um die ein Prozent. „Das wäre letztlich zu wenig. Zu wenig, um die Arbeitslosigkeit deutlich zu reduzieren und private Investitionen anzustoßen. Zu wenig, um die Verschuldung von Haushalten und Unternehmen zu reduzieren. Zu wenig, um die Risiken im Finanzsektor abbauen zu können. Und viel zu wenig, um den Staaten zu ermöglichen, genug Steueraufkommen zu generieren und wieder auf einen nachhaltigeren Finanzierungspfad zurückzukommen.“

Der einzige Weg zu mehr Dynamik in Europa führe letzten Endes über Strukturreformen. „Spanien, Portugal und Irland haben da zwar bereits eine Menge gemacht. In Italien und Frankreich stehen diese aber erst noch bevor.“ Konkret müssten beide Länder Arbeitsmärkte und Sozialsysteme reformieren. „Es geht um mehr Wettbewerb, mehr Flexibilität, mehr Durchlässigkeit für den Faktor Arbeit. Um mehr Anreize für Unterneh-

Die griechische Tragödie.

„Ein Austritt Griechenlands aus dem Euroraum wäre mit großen Risiken verbunden“, überlegt Marcel Fratzscher, „aber er würde nichts bringen.“ Das Argument für den Grexit sei ja immer die fehlende Wettbewerbsfähigkeit. Das Land bräuchte niedrigere Preise. Eine eigene Währung und eine hohe Abwertung wären der Weg zu mehr Wettbewerbsfähigkeit. „Das wäre ja richtig, wenn Griechenland hervorragende Produkte hätte, die die ganze Welt kaufen würde, wenn sie nur nicht ganz so teuer wären. Aber es hat diese tollen Produkte nicht. Dort gibt es vor allem Tourismus und Landwirtschaft – keine Industrie, die auf den globalen Märkten agiert. Viel wichtiger als eine Preisanpassung sind deshalb Strukturreformen – gut funktionierende Arbeitsmärkte, gut funktionierende Produktmärkte, ein hohes Maß an Innovation. Diese Strukturprobleme lassen sich aber mit einer Abwertung nicht lösen.“

Würde Griechenland den Euroraum verlassen, käme es zwar zu einer massiven Abwertung der „neuen Drachme“. „Aber von heute auf morgen eben auch zum Staatsbankrott. Zum Bankenbankrott. Und zum Bankrott

der Privatwirtschaft. Denn alle Unternehmen, die Kredite in Euro aufgenommen haben, könnten diese mit der schwachen Drachme nicht mehr zurückzahlen. Dasselbe gilt für das Bankensystem und den griechischen Staat. Beide würden keine Liquidität mehr von der EZB oder von den Kapitalmärkten bekommen. Es käme zu einem umfassenden Bankrott und einer tiefen Depression. Nicht für ein oder zwei Jahre, sondern vier bis fünf Jahre lang. Griechenland wäre damit nicht geholfen.“

Das Land, meint Marcel Fratzscher, habe keine Alternative, als den begonnenen Reformprozess fortzusetzen. „Dieser hatte ja schon erste Erfolge gebracht. Die Prognose für Griechenlands Wachstum im Jahr 2015 lag im Dezember 2014 bei drei Prozent. Das Land war auf einem Wachstumspfad. Es hätte vielleicht irgendwann nochmals einen Schuldenchnitt machen müssen, aber es hätte wieder eine Perspektive gehabt. Dann kamen die Wahlen. Die Steuereinnahmen sind weggebrochen, massive Kapitalflucht setzte ein. Das mühsam Erreichte wurde dadurch zunichte gemacht. Das ist die wahre griechische Tragödie.“

men, Beschäftigung zu schaffen. Und die Sozialversicherungsabgaben für die Firmen müssen reduziert werden.“

Das Problem: Derartige Strukturreformen brauchen lange Zeit, um sich in höherem Wachstum widerzuspiegeln. Deutschland hat ähnliche Erfahrungen vor zehn Jahren mit der Agenda 2010 gemacht. „Auch wir haben damals fünf Jahre gebraucht, bis wir die Wachstumseffekte gesehen haben. Und wir hatten den großen Luxus, diese Reformen in einem boomenden Umfeld der Weltwirtschaft tätigen zu können.“

Deutschland habe sich damals aus der Krise „herausexportieren“ können. „Aus einem Defizit in der Leistungsbilanz des Jahres 2001 wurde bis 2007 ein Überschuss von 200 Milliarden Euro. Das war gewaltig.“

Diese Chance haben die anderen Europäer heute nicht. „Die Weltwirtschaft ist vergleichsweise schwach. Die Handelsbilanzen verbessern sich zwar. Aber es ist nicht der gleiche Impuls, den wir vor zehn, 20 Jahren hatten.“

Marcel Fratzschers Fazit: „Wenn wir schon fünf Jahre gebraucht haben, werden Europas Problemländer noch viel längere Zeit benötigen. Die Aufarbeitung der Krise, strukturelle Probleme und die Tatsache, dass Reformen lange brauchen, werden für eine anhaltende Stagnation in Europa und immer wieder aufkeimende Deflationsängste sorgen. Deshalb werden die Zinsen wahrscheinlich auch die nächsten fünf Jahre niedrig bleiben – mit allen Risiken, die diese Politik birgt.“

// Die Lerbacher Runde hakt nach.

Lerbacher Runde Die jüngste Gemeinschaftsdiagnose der Forschungsinstitute zeichnete ein viel positiveres Bild von der Wirtschaft in Deutschland mit Blick auf die nächsten beiden Jahre. Wie passt das zu Ihrer Stagnationsthese?

Professor Marcel Fratzscher Deutschland erlebt tatsächlich aktuell zwei oder drei goldene Jahre. Aber wir dürfen uns davon nicht blenden lassen. Zum einen ist dies noch immer ein Aufholprozess. Trotz der Krise hat zum Beispiel Spanien die Wirtschaftsleistung in den letzten 15 Jahren um zehn Prozent stärker gesteigert als Deutschland. Und die Löhne in Deutschland sind in diesem Zeitraum viel schwächer gewachsen als in den meisten anderen europäischen Ländern. Zudem ist der Aufschwung fast ausschließlich den Exporten und dem priva-



ten Konsum zu verdanken. Die Investitionen sind nach wie vor schwach. Doch Investitionen sind eine Kernvoraussetzung für das Wachstum von morgen. Und hier steht Deutschland schlecht da. Auch wir haben in den letzten fünf Jahren viel zu wenig an strukturellen Reformen gemacht. Mehr noch: Wir haben sogar einige Punkte der Agenda 2010 zurückgedreht. Wir haben zwar einen extrem wettbewerbsfähigen Exportsektor. Aber in vielen Dienstleistungsbereichen ist das Wachstum schwach, die Produktivität enttäuschend, die Löhne gering. Die goldenen Jahre sind nur ein Strohfeder.

LR Kann die EZB-Strategie funktionieren?

MF Wenn wir nur die Finanzmärkte anschauen, dann war die EZB extrem erfolgreich. Wir haben ein massives Absinken der langfristigen Zinsen gesehen, einen viel schwächeren Euro und positive Aktienmärkte. Aber es gab noch keinen oder kaum einen Effekt auf die Kreditvergabe. In vielen Ländern ist deren Wachstum nach wie vor negativ. Und genau da liegt das Problem. Es ist schwer abzuschätzen, ob sich so die Kreditvergabe in der Peripherie wirklich ankurbeln lässt. Wer investiert schon, wenn die Nachfrage fehlt? Ich habe da große Zweifel.

LR Was, wenn es wirklich nicht klappt? Hat die EZB dann ihre letzte Patrone verschossen?

MF Zunächst wird die EZB ihr Ankaufprogramm so lange wie möglich fortführen. Dabei hat sie sich ja zunächst ein Limit gesetzt. Sie will maximal 33 Prozent der am Markt umlaufenden Anleihen kaufen. Dieses Limit lässt sich aber natürlich ändern. Und es gibt immer noch die Option, auch Anleihen privater Schuldner zu kaufen. Die US-Notenbank FED hat 2009 und 2010 Kredite direkt an große Unternehmen vergeben. Einige Zentralbanken sind auch schon auf den Aktienmärkten aktiv geworden. Hongkong hat das gemacht, Japan auch. Es gibt also noch Optionen. Die sind allerdings noch viel Furcht erregender als der Ankauf von Staatsanleihen. >

LR *Von Deutschland wird gefordert, staatliche Programme aufzulegen, um die Nachfrage in Europa anzukurbeln. Ist das eine gute Idee?*

MF Ich denke nicht. Deutschland ist zwar dank der schwarzen Null im Haushalt als einziges Land in der Lage, so etwas zu tun. Unsere Modelle zeigen aber, dass jeder zusätzliche Prozentpunkt Wachstum hier in den restlichen europäischen Ländern nur 0,1 oder 0,2 Prozent bringt. Das ist nicht schlecht, löst das Problem aber nicht. Und würde in Deutschland die

Gefahr der Überhitzung massiv erhöhen. Besser ist der Ansatz von Herrn Juncker, ein gemeinsames europäisches Investitionspaket aufzulegen, das mehr private Investitionen direkt in Südeuropa stimuliert.

LR *Manche Ökonomen fordern, die EZB solle einfach Staatsanleihen in großem Stil kaufen und dann wegwerfen. So würde die Schuldenlast der Staaten gesenkt. Diese könnten dann wieder neue Schulden machen, ihre Ausgaben erhöhen und so die Nachfrage ankurbeln. Ginge das denn wirklich?*

Staatsverschuldung und Demografie – die Zeitbombe tickt schon.

Neben den sichtbaren, expliziten Schulden der Staaten gibt es auch versteckte, sogenannte implizite Verbindlichkeiten. Sie ergeben sich aus der Differenz zwischen dem Wert der Leistungen, die der Staat seinen Bürgern in den Sozialversicherungssystemen versprochen hat und den viel geringeren Beiträgen, die er bei Rente, Pflege und Krankenversicherung in Zukunft tatsächlich einnehmen wird.

Dieses Problem ist seit Jahrzehnten bekannt. Neu ist, dass sich die Finanzierungslücke in den nächsten Jahren sukzessive immer weiter öffnen wird. Aus versteckten Schulden werden echte Belastungen.

Der Grund dafür ist in der Demografie zu finden. In Deutschland gehen in den nächsten Jahren die ersten der sogenannten Baby-Boomer in Rente. Im Jahr 2035, so Untersuchungen des Münchner ifo-Instituts, werden wir dann 7,3 Millionen Rentner mehr haben als heute. Und gleichzeitig 8,4 Millionen Menschen weniger, die sich im erwerbsfähigen Alter befinden. Der Altersquotient, also das Verhältnis zwischen Menschen über 65 und Menschen zwischen 15 und 64 Jahren, wird dann dramatisch ansteigen. Im Jahr 2000 finanzierten 100 Erwerbstätige noch 24 Rentner. Heute sind es 32. Und 2030 werden es 47 sein. Die Alterssicherungssysteme werden deshalb in den nächsten 15 bis 20 Jahren den Höhepunkt ihrer Belastung erfahren.

Was hat das mit den Kapitalmärkten zu tun?

Wer über die Bonität von Staaten, Staatspapieren und Nominalwerten nachdenkt, muss die impliziten Schulden im Blick haben. Denn diese Verbindlichkeiten sind gewaltig. In Deutschland liegen sie – je nach Annahmen bei der Kalkulation – zwischen dem Zwei- und Dreifachen des Sozialprodukts. Die aktuelle explizite Staatsverschuldung – 74 Prozent des Sozialprodukts – ist dagegen fast eine Petitesse.

Noch schwerer wiegt: Dies ist kein allein deutsches Problem. Überall in Europa – aber auch in Japan und in den USA – sehen die Alterspyramiden ähnlich aus. Und überall sind die Finanzierungslücken riesig. In Zukunft wird daraus ein gewaltiges Verteilungsproblem entstehen. Für Deutschland hat das ifo-Institut die Optionen der Politiker aufgezeigt. Sie können die Beitragssätze verdoppeln. Oder das Rentenniveau halbieren. Soll beides auf dem heutigen Niveau gehalten werden, könnte auch die Altersgrenze für den Rentenbeginn auf 77 Jahre angehoben werden. Oder, das berechnete die Stiftung Wirtschaft und Politik, die Steuerquote – also die Summe der Staatseinnahmen in Relation zum Sozialprodukt – wird zur Finanzierung um etwa acht Prozent erhöht.

Wie wird die Politik entscheiden? Höhere Steuern und Abgaben schwächen die Wirtschaft. Massive Leistungskürzungen sind extrem unpopulär. Und dürften auch schwer durchsetzbar sein. Schließlich bewegen sich alle Länder in Richtung Gerontokratie. Ab dem Jahr 2015 regiert zum Beispiel in Deutschland die Mehrheit der Alten. Sie wird eher für eine Ausweitung der Renten stimmen.

Zum „Glück“ gibt es einen Ausweg. Staatsverschuldung ermöglicht eine für die Politik „schmerzfreie“ Finanzierung. Solange die Notenbanken Staatsanleihen kaufen und damit die Zinsen niedrig halten, lässt sich die Staatsverschuldung sogar nahezu kostenfrei erhöhen. Denn die Marktkräfte, die eigentlich dafür sorgen müssten, dass bei höherer Verschuldung und entsprechend höherem Risiko für die Gläubiger die Zinsen steigen, sind ja außer Kraft gesetzt.

Die Vorstellung, in einem solchen Szenario könnten Staaten sichere Schuldner und Staatsanleihen ein gutes Investment sein, ist wohl absurd. Wahrscheinlicher geht der Krug so lange zum Brunnen, bis er bricht.

MF Das hört sich wie eine smarte Lösung an. Aber genau das darf die EZB nicht, dann das wäre monetäre Staatsfinanzierung. Investoren würden darauf massiv reagieren. Der Euro würde abwerten, es käme zu Kapitalflucht ins Ausland. Langfristig wäre der wirtschaftliche Schaden für Europa riesig. Es ist einfach nicht glaubwürdig zu sagen, wir machen so etwas nur einmal. Wer es einmal macht, macht es auch wieder. Da würde auch das deutsche Verfassungsgericht nie mitmachen. Für jeden Zentralbanker ist das der absolute Horror.



„Sollten wir irgendwann Inflation bekommen, wäre das ein Luxusproblem.“

Professor Marcel Fratzscher.

LR Die EZB müsste diese Anleihen dann ja ausbuchen und angesichts des Verlustes mit negativem Eigenkapital operieren. Wäre das überhaupt möglich?

MF Natürlich. Es gibt viele Beispiele von Zentralbanken, die Jahrzehnte mit hohem negativem Eigenkapital agiert haben. Eine Zentralbank druckt das Geld ja selbst. Sie braucht kein positives Eigenkapital. Negatives Eigenkapital hätte aber trotzdem Kosten für den Staat und die Allgemeinheit. Denn es könnten so lange keine Gewinne mehr ausgeschüttet werden, bis das Eigenkapital wieder aufgefüllt ist. Die Bundesbank hat 2014 zum Beispiel 2,95 Milliarden Euro Gewinn gemacht und an den Staat überwiesen. Die würden dann einbehalten.

LR Zeigt die Abwertung des Euro nicht, dass die EZB das Vertrauen der Menschen in die Währung schon verspielt hat?

MF Der schwache Euro ist ja gewollt. Die Importpreise steigen und sorgen für etwas höhere Inflation. Und der schwächere Euro hilft den Exporteuren. Das Ironische ist nur, dass just das Land am meisten profitiert, das die Hilfe am wenigsten braucht. Das ist Deutschland. Ich glaube nicht, dass wir uns Sorgen um den schwachen Euro machen müssen. Als er 2014 bei 1,40 Dollar stand, war der Euro massiv überbewertet. Nach unseren Modellen liegt das Gleichgewicht irgendwo zwischen 1,15 und 1,20 Euro. Davon sind wir nicht weit entfernt.

LR Die Notenbanken haben enorm viel Kapital ins System geschleust. Wie werden sie die Geister, die sie riefen, wieder los?

MF Das wird wirklich sehr schwer. Es wird massive Verwer-

fungen geben. Stellen Sie sich vor, Italien mit seinen 135 Prozent Staatsverschuldung müsste nicht mehr nur ein Prozent auf eine zehnjährige Staatsanleihe bezahlen, sondern fünf Prozent. Dann drückt die Geldpolitik einen Staat an den Rand der Insolvenz. Deshalb ist dieser Exit ein absoluter Albtraum. Die EZB wird das sehr vorsichtig vorbereiten und den Prozess über viele, viele Jahre ziehen. Auch deshalb wird die Geldpolitik über lange Jahre tendenziell immer zu expansiv sein. Doch selbst dann sind die Risiken enorm.

LR Viele Vermögende haben Angst, dass es letztlich doch zu Inflation kommt. Können Sie das nachvollziehen?

MF Ich mache mir keine Sorgen über Inflation. Eine Zentralbank kann heute überschüssige Liquidität extrem schnell wieder aufsammeln. Eine hohe Geldmenge im Markt bedeutet ja nicht gleichzeitig Inflation. Erst wenn die hohe Geldmenge zu einer hohen Kreditvergabe an die Realwirtschaft führt, würde es problematisch. Sollten wir irgendwann ein Inflationsproblem bekommen, wäre das ein Luxusproblem. Denn es würde bedeuten, dass die Volkswirtschaft wieder boomt. Aber das sehe ich zumindest in den nächsten fünf Jahren nicht.

Die Aufgabenstellung für die Lerbacher Runde:

Wie gelingt erfolgreiche Kapitalanlage, wenn wir es mit großen wirtschaftlichen sowie politischen Risiken, einem konjunkturellen Strohfeuer in Deutschland, mittelfristiger Stagnation in Europa und noch vielen Jahren expansiver Geldpolitik mit ultraniedrigen Zinsen zu tun haben? □



Die Anlagestrategie.

Wie die Lerbacher Runde ein Portfolio strukturiert. Die Ausgangslage ist knifflig. Aktienkurse auf Rekordhoch. Zinsen auf Rekordtief. Vor uns: ein konjunkturelles Zwischenhoch, insgesamt aber fünf Jahre Stagnation. Und damit noch mindestens fünf weitere Jahre niedrige Zinsen. Wie sollten vermögende Privatanleger darauf reagieren? Die Lerbacher Runde – 31 ausgewiesene Kapitalmarktexperten – hat einen Plan.

„Wir haben“, erzählt Marc Vits, Abteilungsleiter beim Bankhaus B. Metzler seel. Sohn & Co., „gerade eine Untersuchung durchgeführt. Wir wollten wissen, warum Familien in den vergangenen 200 Jahren ihr Vermögen verloren haben. Manchmal waren es natürlich persönliche Gründe wie teure Scheidungen. Wenn aber die Aufteilung des Vermögens eine Rolle spielte, galt eigentlich immer: Aktienkursschwankungen haben den dauerhaften Verlust von Vermögen nie verursacht. In der Regel waren diese Familien zu stark in Nominalwerten investiert. Dieses Risiko wird auch heute wieder unterschätzt.“

Noch immer ist das liquide Geldvermögen der Deutschen stark auf Nominalwerte konzentriert. Sie sind Kreditgeber, nicht Eigentümer. Jeweils mehr als 20 Prozent liegen auf dem Girokonto – ein Kredit an die Bank – oder sind direkt in Zinspapieren investiert. Rund 40 Prozent werden indirekt über Fonds, Lebensversicherungen und Pensionskassen in Nominalwerten gehalten. Nur 15 bis 20 Prozent stecken in Aktien und Beteiligungen. „Ich halte das für falsch“, urteilt Alexander Ruis, Geschäftsführer beim SK Family Office: „Das größte Problem ist ja nicht, dass Nominalwerte heute kaum noch Rendite bringen. Vor allem unter dem Risikoaspekt habe ich mehr und mehr Probleme, Anleihen zu halten. Die von Professor Fratzscher skizzierten Gefahren – Banken, Finanzsystem, Staatsschulden – schweben wie ein Damoklesschwert über Nominalwerten.“

Nach unten manipulierte Zinsen, so die Runde, bedeuteten zudem, dass Gläubiger systematisch be- und Schuldner gezielt entlastet würden. „In dieser Situation fühlen wir uns in der Rolle des Gläubigers nicht mehr wohl. Da sind wir viel lieber Eigentümer, also Aktionäre“, erklärt Jörg Laser, Vorstand beim Bankhaus Donner & Reuschel: „Wer langfristigen Vermögenserhalt anstrebt, muss strategisch sehr viel mehr in Aktien investieren als in der Vergangenheit.“

Michael Reuss, Huber, Reuss und Partner, geht sogar so weit, ein Portfolio aus Aktien von Firmen mit starker Bilanz und aussichtsreichen Geschäftsmodellen als das „beste Mittel zur Wertaufbewahrung“ zu bezeichnen: „Die unternehmerische Beteiligung an einem Weltmarktführer, dessen Produkte auch in Zukunft überall gefragt sein werden, dürfte ihren Wert viel eher bewahren als zum Beispiel Bargeld, von dem die Notenbanken immer mehr drucken. Oder Anleihen, wenn allein schon aufgrund der demografischen Entwicklung und den Versprechen der Regierungen an ihre Bürger absehbar ist, dass die Staatsschulden immer weiter zunehmen werden (Seite 52).“

Die Lerbacher Runde hat in den letzten Jahren entsprechend reagiert und die empfohlene Depotstruktur konsequent verän-

So investiert die Lerbacher Runde.

Die Teilnehmer beantworteten die Frage nach der aktuellen Gewichtung der einzelnen liquiden Anlageklassen in einem gemischten Depot mit durchschnittlichem Risiko (in Klammern die Aufteilung 2014). Interessant: Die Aktienquote wird ausgebaut. Und im Zinsbereich machen Eurostaatsanleihen nur noch acht Prozent aus.

	Aktuelle Gewichtung (Vorjahr)	Veränderung
Aktien	50 % (48 %)	+ 2 %
Zinspapiere	32 % (36 %)	- 4 %
Immobilien	2 % (2 %)	0 %
Edelmetall & Rohstoffe	3 % (1 %)	+ 2 %
Sonstiges	7 % (6 %)	+ 1 %
Cash	6 % (7 %)	- 1 %

Aktien	Aktuelle Gewichtung (Vorjahr)	Veränderung
USA	13 % (13 %)	0 %
Europa	28 % (28 %)	0 %
Japan	3 % (2 %)	+ 1 %
Schwellenländer	6 % (5 %)	+ 1 %



dert. „Selbst für Anleger mit nur durchschnittlicher Risikobereitschaft hat die Lerbacher Runde die empfohlene Gewichtung von festverzinslichen Wertpapieren auf 32 Prozent gesenkt“, informiert Bernd Riedel, Vertriebsdirektor bei Robeco: „Und der Anteil von europäischen Staatsanleihen ist mit acht Prozent so niedrig wie nie zuvor. Dafür wurde der empfohlene Aktienanteil auf den Rekordwert von 50 Prozent angehoben.“

Die Welt ist auf den Kopf gestellt. Was früher als sicher galt, scheint heute riskant. Und was in der Vergangenheit als Risikoanlage betrachtet wurde, soll nun Vermögen bewahren?

„Das größte Risiko sind eben nicht die Schwankungen am Kapitalmarkt“, macht Benjamin Habig, Habig Family Office, klar: „Die gab es immer. Das tatsächliche Risiko ist es, in eine massiv überbewertete Anlage zu investieren. Und das ist heute eindeutig Anleihen.“

Für viele vermögende Familien entsteht daraus ein echtes Problem. „Sie nutzten bisher Anleihen, um laufende Einnahmen zu generieren“, erklärt Christoph Weber, Geschäftsführer des WSH Family Office: „Früher waren das drei bis 3,5 Prozent. Heute liegen die Erträge bei 0,6 bis 0,7 nach Kosten. Wer mehr will – oder braucht, muss mittlerweile im Zinsbereich enorme Risiken eingehen.“

„Massen an Liquidität gehen tatsächlich für ein paar Zehntel mehr an Rendite in Coco-Bonds, Nachranganleihen oder andere, oft sehr komplizierte Strukturen“, unterstreicht Ulrich Wernitz, Leiter des Portfoliomanagements beim Bankhaus Edmond de Rothschild: „Was früher exotisch war, wird jetzt von jedem gesucht. Das macht mir schon Sorge.“ „Ich frage mich

immer“, nimmt Lars Edler, Sal. Oppenheim, den Faden auf, „wie sich diese Risiken managen lassen. Was passiert zum Beispiel, wenn alle wieder aus diesen Papieren raus wollen? Wie groß ist dann die Liquidität in diesen Bereichen?“

Einige große Investoren haben deshalb schon drastische Maßnahmen ergriffen: „Sie setzen stattdessen vermehrt auf alternative Ertragsquellen gesetzt“, informiert Kai Röhl, Leiter Third Party Distribution bei Robeco. Bei HQ Trust wurden Renteninvestments zum Beispiel weitestgehend aus den Musterportfolios verbannt und durch einen Korb aus verschiedenen alternativen Anlagen ersetzt. „Der Aspekt der Risikoabsicherung ist aus unserer Sicht bei Anleihen nicht mehr gegeben“, erläutert Jochen Butz, Partner bei HQ Trust, diese Entscheidung. (Wie die Profis alternative Anlagen konkret einsetzen, lesen Sie im Bericht über den entsprechenden Workshop ab Seite 64.)

Weil das allerdings nur ein Ausweg für Experten sei, rät die Lerbacher Runde, in stärkerem Maß auch Aktien zur Erzielung von laufendem Einkommen zu nutzen. „Dabei ist die relative Betrachtung entscheidend“, erklärt Axel Kilian, bei der UBS Deutschland AG für vermögende Kunden zuständig: „Anleihen erstklassiger Bonität mit zehn Jahren Laufzeit bringen heute bestenfalls 0,5 Prozent Rendite. Ein Korb von Aktien großer Firmen liefert aber eine Dividendenrendite von 2,5 bis drei Prozent. Selbst wenn die Kurse in zehn Jahren um 20 Prozent fallen, schneide ich mit der Aktie noch besser ab.“

Das Risiko von Kursschwankungen, so Kilian, müsse dabei eben in Kauf genommen werden. So ganz lässt sich die Furcht davor aber offenbar nicht abschütteln. „Immer mehr >

vermögende Investoren“, beobachtet Marc Hocks, Tresono Family Office, „suchen deshalb direkte nicht börsennotierte unternehmerische Beteiligungen. Dort werden keine täglich, schwankenden Börsenkurse auf Basis unzähliger Einflussfaktoren festgestellt.“ „Die Anlage wird auf das Wesentliche konzentriert – den Ertrag“, ergänzt Michael Gollits, Vorstand bei von der Heydt & Co. AG: „Erwirtschaftet die Firma sechs Prozent Rendite auf das Eigenkapital, kann die Hälfte als Dividende ausgeschüttet, die andere Hälfte reinvestiert werden. Und selbst wenn der Gewinn sich halbieren würde, läge der Ertrag noch immer bei drei Prozent – und damit weit oberhalb der Rendite einer Zinsanlage.“

„Dieselbe ökonomische Realität“, macht Michael Winkler, CIO der St. Galler Kantonalbank Deutschland, klar, „spricht übrigens auch für die Aktie. Es ist nur ein mentales Problem.

Nur weil Mister Market jede Sekunde einen Kurs anbietet, müssen sich Anleger davon ja nicht irritieren lassen.“ „Ich persönlich“, ergänzt Thorsten Keilich, zuständig für vermögende Kunden bei der Kölner Bank, „mag Aktien sogar lieber. Investoren haben dann zwar nicht so viel Einfluss auf die Unternehmensstrategie, dafür aber die Möglichkeit, breit zu streuen und jederzeit zu verkaufen.“

In der relativen Welt sind Aktien heute noch alternativloser, als sie schon vor einem Jahr waren. Stephan Jäggle, geschäftsführender Gesellschafter beim Family Office Münster Stegmaier Rombach, hatte damals schon eine provokante Rechnung für den Fall aufgemacht, dass das Zinsumfeld dauerhaft niedrig bleibt. „Bundesanleihen bringen 1,5 Prozent Rendite. Ihr Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt also bei 67. Warum soll das DAX-KGV, das ja nur bei rund 14 hält, dann nicht irgendwann auf

Bubble, Bubble? Wie hoch sind Aktienmärkte wirklich bewertet?

Ein Blick in die Vergangenheit zeigt: Allein in den letzten zwei Jahren hat sich in Sachen Aktienmarktbeurteilung schon einiges getan. Über den Daumen gepeilt sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse weltweit um 20, in Deutschland sogar um 40 Prozent gestiegen. Ein Grund zur Sorge?

„Ich glaube nicht. Bubble-Phasen sehen anders aus. Solange wir noch über Blasen sprechen, haben wir keine“, meint Michael Winkler. Natürlich hätten sich die Bewertungen ausgeweitet. „Doch das liegt daran, dass die Märkte vor zwei Jahren viel zu günstig bewertet waren. Beim DAX-KGV liegt der historische Durchschnitt zum Beispiel zwischen 14 und 15. Aktuell liegen wir nur leicht darüber.“ Einen Grund zur Besorgnis sieht Winkler auch aus einem anderen Grund darin nicht: „In der Vergangenheit war die Zinsanlage ein deutlich stärkerer Konkurrent. Bei Bundesanleihen hatten wir es im Schnitt mit Renditen zwischen 4,5 und fünf Prozent zu tun. Heute sind wir nahe null Prozent.“

Die Arbeitsthese der Lerbacher Runde lautet, dass überdurchschnittlich hohe Bewertungen an den Aktienmärkten angesichts der im historischen Vergleich ebenfalls ungewöhnlich niedrigen Zinsen durchaus gerechtfertigt seien. Vor allem, weil diese Niedrigzinsphase ja offenbar noch sehr lange Bestand haben dürfte. „Welche andere Anlageklasse bewegt sich denn sonst noch im Rahmen ihrer historischen Durchschnitte?“, fragt Marc Vits: „Die Aktie ist – verglichen mit Immobilien oder Anlei-

hen – immer noch die günstigste Alternative.“ Die Risiken dieser relativen Betrachtung sind der Runde allerdings sehr wohl bewusst. Schließlich kann eine „Geldflut“ auch dazu führen, dass Riffe unter der Oberfläche nicht mehr wahrgenommen werden – zum Beispiel zu hohe Verschuldung oder Fehlallokation von Kapital. Es gelte deshalb, Konjunktur- und Firmengewinne genau im Auge zu behalten. „Die Arbeitsthese ist nur valide, solange von steigenden oder zumindest stabilen Erträgen ausgegangen werden kann. Enttäuschen diese, kann die Liquiditätsparty auch schnell vorbei sein“, mahnt Daniel Fechtelpeter.

Besonders anfällig sei aktuell der US-Aktienmarkt. „Dort ist das sogenannte Shiller-KGV, das sich auf den durchschnittlichen Gewinn der letzten zehn Jahre bezieht, so hoch wie selten in der Historie. Und nun schwächt sich die Konjunktur ab“, informiert Fechtelpeter. „Machen wir uns nichts vor“, ergänzt Christian Stadermann: „Eine Korrektur an der Wall Street würde alle Märkte nach unten ziehen. Ich plädiere deshalb dafür, immer auch Sicherungsstrategien zu fahren.“

Eine Warnung vor Turbulenzen versprechen sich die Redakteure von private wealth durch den Kapitalmarktseismografen der TU München und den private-wealth-Börsenindikator. Aktuelle Informationen dazu erhalten Leser regelmäßig unter www.private-wealth.de im Mitgliederbereich (Benutzerkennung: privatewealth / Passwort: Expertise).

Werte zwischen 20 und 25 steigen?“, hatte Jäggle damals gefragt. Heute erneuert er das Argument: „Mittlerweile sind Aktien – relativ betrachtet – sogar noch billiger geworden. Das DAX-KGV liegt bei 17, das von vergleichbaren Unternehmensanleihen über 500. Ich glaube deshalb schon, dass die Aktienmärkte – et was weiter gedacht – noch einiges an Platz oben haben.“

Die Flut, so die Runde, hebe einfach alle Boote. Das Problem bei dieser Betrachtung ist nur: Was geschieht, wenn die Flut zurückgeht? „Darüber müssen wir uns noch lange keine Gedanken machen“, ist Jörg Borgers von Relevo Family Office Investments sicher: „Professor Fratzscher hat ja überzeugend argumentiert, dass die Zinsen in Euroland noch mindestens fünf Jahre niedrig bleiben werden. Die EZB wird so lange weitermachen, bis ihre Strategie funktioniert. Wenn das erste Programm zum Aufkauf von Anleihen nichts nützt, kommt eben ein zweites. Oder ein drittes.“

Selbst die Angst, die US-Notenbank FED könne den Liquiditätsrausch durch beherzte Zinserhöhungen beenden, sei nun vom Tisch. „Mittlerweile spüren die multinationalen US-Konzerne die Last des hohen Dollars, und die Dynamik in der US-Wirtschaft schwächt sich ab“, erklärt Daniel Fechtelpeter vom Bankhaus Lampe. Im ersten Quartal 2015 wuchs das US-Sozialprodukt tatsächlich nur noch marginal. Verantwortlich dafür waren vor allem Einbußen beim Export und bei den Investitionen im Energiesektor. „Das wird die Notenbank beeindruckt haben. Sie wird es kaum wagen, in diesem Umfeld die Zinsen zu erhöhen“, meint Marcus Storr, FERL.

Von den 30 Teilnehmern der Lerbacher Runde rechnen mittlerweile nur noch wenige mit einem ersten Zinsschritt in diesem Jahr. „Und selbst, wenn es dazu kommt, wird dies nur eine homöopathische Übung sein“, meint Ralf Bringmann, Vorstand der DZ Privatbank, „eine echte Zinswende, verbunden mit einer Reihe von Zinserhöhungen, kann ich mir überhaupt nicht mehr vorstellen.“

Steigen die Zinsen nicht, bleiben Aktien – relativ betrachtet – die erste Wahl. „Die relative Betrachtung im Vergleich zu den Anleihen hat aber natürlich auch Grenzen“, erläutert Christian Stadermann, Logos Patrimon. „Auf lange Sicht werden die Unternehmensgewinne die Aktienmärkte bestimmen. Aber bis dahin haben geldpolitische Börsen vielleicht noch lange Beine.“

Zumindest auf Sicht der nächsten Monate erwartet die Lerbacher Runde von der Liquiditätsseite weitere Unterstützung für



die Aktienmärkte. Hatte nicht selbst der insgesamt skeptische Professor Marcel Fratzscher die Jahre 2015 und 2016 als „goldene Jahre“ für die deutsche Wirtschaft bezeichnet?

„Der wichtigste Punkt ist der Eurokurs“, verdeutlicht Sebastian Klein, Vorstandsvorsitzender der Fürstlich Castell'schen Bank, „die Abwertung des letzten Jahres wird überall in Europa massiv helfen. Bei uns, in Spanien, in Frankreich, aber auch in Italien, die im Norden einen starken industriellen Kern haben.“

Was der Währungseffekt konkret bedeutet, hat Ibra Wane, Analyst bei Amundi Asset Management, für die Firmen im Euro Stoxx 50 berechnet. Diese hätten 2014 immerhin 45 Prozent ihrer Umsätze von insgesamt 2740 Milliarden Euro außerhalb der Währungsunion gemacht. Das sind stolze 1233 Milliarden Euro. Weil aus dem Ausland Vorprodukte bezogen würden, gehe es netto um ein Volumen von 451 Milliarden. Daraus sind heute – allein durch die Umrechnung zu aktuellen Wechselkursen – schon knapp 500 Milliarden geworden.

Wird dieser Betrag von 40 bis 50 Milliarden in Relation zum Gesamtgewinn 2014 betrachtet – Ibra Wane nennt 152 Milliarden Euro nach Steuern –, zeigt sich, wie gewaltig der Hebel ist. Natürlich müssen davon noch Steuern abgezogen werden. Und manche Firma wird wohl auch einen Teil nutzen, um die Preise zu senken und so Marktanteile zu erobern. „Aber unter dem Strich wird immer noch ein deutlicher Gewinnanstieg stehen“, ist Marc Hocks, Tresono Family Office, überzeugt.

„Derartige Währungseffekte“, erläutert Alexander Prochnow-Ast, Family Office Volksbank Kraichgau, „zeigen sich in den Unternehmensbilanzen in der Regel zwölf bis 18 Monate später. Wir können deshalb für den Rest des Jahres 2015 mit einigen positiven Gewinnüberraschungen rechnen.“

Setze sich nun die Sichtweise durch, dass die Leitzinsen in Europa noch sehr lange bei null bleiben, könne daraus sogar ein sehr explosives Gemisch werden. „Es stehen noch viele >

Risikomanagement: Die große Herausforderung in der Null-Zins-Welt.

„Früher lieferten Zinsanlagen in den Depots einen schönen Puffer. Wer da vier bis fünf Prozent machte, konnte einiges an Verlusten am Aktienmarkt kompensieren“, erläutert Ulrich Wernitz: „Heute schlagen diese direkt auf das Vermögen durch. Das ist ein großes Problem.“ „Außerdem“, ergänzt Alexander Prochnow-Ast, „boten Bundesanleihen mit langer Restlaufzeit in der Vergangenheit Schutz in Stresssituationen. Fielen die Aktienkurse, stiegen deren Notierungen. Nun geht dieser Schutz gegen null. Denn wohin sollen die Anleihekurse noch steigen?“

Dass mit europäischen Staatsanleihen „eine ganze Anlageklasse quasi verschwunden ist“, wie es Matthias Wesseling formuliert, stelle die Experten vor neue Herausforderungen: „Wir müssen bewusst auf der Ebene der taktischen Asset-Allokation arbeiten. Mit dem Kunden einen individuellen Plan erarbeiten, der festlegt, was im Fall des Falles zu tun ist.“ Als Anhaltspunkt für das Gespräch mit dem Bankier und Vermögensverwalter notierte die Lerbacher Runde die sieben wichtigsten Punkte:

// 01. Welchen Risiken bin ich eigentlich ausgesetzt?

„Oft werden nur die Kursrisiken beachtet. Doch auch in der Organisation (Bank/Depotbank) stecken Risiken. Und in der Liquidität einzelner Positionen. Manche können im Ernstfall nicht (zum Beispiel bei Hedgefonds und Private Equity) oder nur schwer (Nebenwerte) verkauft werden. Es ist deshalb sinnvoll, das Vermögen auf verschiedene Depotstellen zu verteilen und die Höchstgrenzen für Einzelpositionen im Depot ganz klar zu definieren“, rät Herbert Keilhammer, Vorstand Vermögenskultur AG.

// 02. In welchen Märkten bestehen Risiken?

„Häufig wird nur über Korrekturgefahren am Aktienmarkt gesprochen“, überlegt Stefan Jäggle: „Das größte Risiko liegt aber langfristig im Zinsmarkt. Alle Investoren vertrauen heute felsenfest auf die Notenbanken. Doch wenn da etwas schiefliegt, kommt es zum großen Knall. Dabei geht dann auch um Schuldenschnitte.“ „Wir haben mit Kunden einmal durchgespielt, was passiert, falls die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen nur von null auf ein Prozent steigen“, erzählt Lars Edler: „Da ging ein tiefes Schnaufen durch den Raum.“ Die wichtigsten Fragen seien: Wie gut ist die Bonität der Schuldner wirklich? Wie schütze ich mich vor Zinsänderungsrisiken? Wie reagiere ich, falls die Zinsabstände zwischen riskanten Papieren und Staatsanleihen, die angesichts der Liquiditätsflut zusammengeschmolzen sind, sich wieder deutlich ausdehnen?

// 03. Was verstehe ich selbst unter Risiko? Welche Verluste sind beim Gesamtvermögen noch akzeptabel?

„Wichtig ist zunächst immer eine Gesamtsicht auf das Vermögen“, rät Christian Stadermann, „lassen Sie sich nicht von Kursschwankungen in Teilbereichen irritieren.“ Sei die Verlustgrenze definiert, helfe eine Szenario-Analyse, meint Ralf Bringmann: „Unter welchen Umständen und in welchen Marktphasen hätte das Depot die Risikoschwellen gerissen?“ Wichtig sei auch: „Welche Messgrößen für Risiko verwendet der Bankier? Verstehen Sie die? Und deckt sich dies mit Ihrem eigenen Risikoempfinden?“

// 04. Wie wird im Risikofall konkret gehandelt?

„Wann wird der Bankier unabhängig von der Markteinschätzung aktiv?“, fragt Michael Reuss: „Nach welchen Signalen agiert er? Welche Maßnahmen werden konkret getroffen, wenn Anlageziele in Gefahr geraten? Wie handelt er dann – wird schrittweise verkauft, greift ein automatischer Stop-loss, wird systematisch über Termingeschäfte abgesichert?“

// 05. Wie werden taktische Maßnahmen umgesetzt?

Häufig werden Modelle verwendet, um die Anlagequoten zu verändern. Wie hätten diese Maßnahmen in Stresssituationen der Vergangenheit gewirkt? Wurde das Modell nach der Lehman-Krise angepasst? Und wenn ja, wie? Welche Rolle spielen Prognosen? Oder handelt das Modell prognosefrei? Wie sensibel reagiert das Modell? „Jede dieser Varianten hat Vor- und Nachteile, verursacht mehr oder weniger Kosten. Lassen Sie sich diese genau erklären. Und fragen Sie, warum Ihr Bankier gerade dieses Modell verwendet“, rät Ralf Bringmann.

// 06. Wie erfolgt der Wiederaufbau der abgebauten Anlageklasse?

Die meisten Modelle schaffen es zwar gut, in Stresssituationen die Risikoposition abzubauen. Doch das ist nur die halbe Miete. „Genauso wichtig ist es, die Regeln, nach denen beim Wiedereinstieg vorgegangen werden soll, systematisch zu definieren“, sagt Jörg Laser.

// 07. Wie häufig wird das Risiko gemessen und das Depot angepasst?

Die Risiken sollten täglich überwacht werden. Es gilt, mögliche Rendite in ein optimales Verhältnis zum eingegangenen Risiko zu setzen. „Dabei ist es sinnvoll, mit intuitiv verständlichen Risikokennziffern wie Maximum Drawdown und absoluten Euro-Beträgen zu arbeiten“, meint Keilhammer.

Anlegergruppen an der Seitenlinie, die dann auch Aktien kaufen werden“, überlegt Tom Friess, VZ Vermögenszentrum: „Mit jedem Jahr, das die Niedrigzinsphase anhält, nimmt der Anlagedruck bei privaten und institutionellen Anlegern zu.“ Besonders Versicherer und Vorsorgeinstitutionen rücken dabei in den Fokus. Professor Marcel Fratzscher hatte deren Probleme in der Null-Zins-Ära ja schon angesprochen. Wenn sie ihre Renditeziele nicht mehr erreichen können, meint die Runde, werde der Gesetzgeber irgendwann die Risikovorgaben ändern müssen – damit diese Institutionen in verstärktem Maß die einzige Anlageklasse kaufen können, die ihnen noch ausreichend Rendite bietet: die Aktie. Und dann werde noch sehr viel mehr Liquidität in den Aktienmarkt fließen. „In zwei Jahren werden wir feststellen, dass die Kurs-Gewinn-Verhältnisse, die uns heute so hoch vorkommen, noch viel weiter gestiegen sind“, prognostiziert Jörg Laser.

Dass daraus eine Aktienmarktblase entsteht, die irgendwann mit Getöse platzen wird, mögen die Experten nicht ausschließen. „Aber so weit sind wir heute noch lange nicht“, erklärt Hermann Wonnebauer, Vorstand der ZKB Österreich: „Blasen entstehen, wenn keiner mehr glaubt, dass die Kurse fallen können. Das ist aktuell nicht so.“ Der Österreicher erinnert an die Blasen der Vergangenheit. „In Japan landeten wir Ende der 1980er-Jahre bei einem KGV von 70. In der Internetblase waren dreistellige KGV normal. Und immer haben uns alle Broker genau erklären können, warum dies gerechtfertigt ist. Weil diesmal alles anders sei. Solange wir dort nicht sind, können wir langfristig und strategisch unbesorgt Aktien kaufen.“

Wie passt dieser Optimismus zu den vielen Risiken und dem Szenario einer mittelfristigen Stagnation in Europa?

„Ich sehe darin keinen Widerspruch“, überlegt Herbert Keilhammer, Vorstand bei der Vermögenskultur AG: „Solange die Weltwirtschaft moderat wächst und die Unternehmensgewinne steigen, sind Liquidität und niedrige Zinsen entscheidend.“

„Dieser Weg nach oben wird aber kein leichter sein“, grinst Christian Stadermann: „Er wird steinig und schwer. Denn die Brandherde, die Professor Fratzscher genannt hat – Politik, Geopolitik, Finanzsystem, Schwellenländer –, können immer wieder aufflammen. Darauf müssen wir uns einstellen.“

„Wir haben ja keine blühenden Landschaften, weder hier in Europa noch im Rest der Welt. Ich sehe auch keinen Strukturwandel in Frankreich und Italien. Ein selbst tragender Auf-



schwung wird weiter auf sich warten lassen“, ergänzt Fechtel-peter. Das Strohfeuer könne schneller abbrennen, als viele heute denken. „Dann sind die Rezessionsängste zurück. Und es könnte zu massiven Korrekturen am Aktienmarkt kommen“, warnt Michael Fabricius, Fabricius Vermögensverwaltung.

Diese seien, da ist die Lerbacher Runde wieder einig, allerdings Kaufgelegenheiten. „Neben der grundsätzlichen Entscheidung für höhere Aktienquoten ist in Zukunft deshalb auch taktisches Geschick nötig“, meint Matthias Wesseling, Bethmann Bank: „Um in Korrekturphasen investieren zu können, muss ich mich vorher ja antizyklisch aus dem Aktienmarkt herausbewegt haben und Cash halten.“ Dass dies alles andere als einfach ist, weiß die Runde natürlich. „Markt-Timing ist ebenfalls riskant“, meint Axel Kilian und informiert: „Wer zum Beispiel zwischen 1989 und 2013 an den besten zehn Handelstagen nicht investiert war, hat nur halb so viel Vermögen wie bei einer permanenten Vollinvestition. Absicherung durch einen Marktausstieg ist also immer auch ein zweischneidiges Schwert.“

Die Lerbacher Runde plädiert deshalb dafür, sich viel Zeit für Gespräche über das Risikomanagement zu nehmen. „Die großen Schwankungen werden kommen. Es geht dann darum, eine Systematik zu finden, die zum eigenen Risikoempfinden passt. Um sich nicht abschütteln zu lassen“, erläutert Stefan May, Vorstand der Quirin Bank.

„Ich nutze in diesen Gesprächen sehr gern den Vergleich, den André Kostolany geprägt hat“, schließt Alexander Ruis. Wirtschaft und Börse seien wie Herrchen und Hund auf einem Spaziergang. Mal läuft die Börse voraus, mal bleibt sie zurück. Doch am Ende gehen beide immer in dieselbe Richtung: „Im nächsten Jahr wird die Wirtschaft zwar nur langsam laufen. Doch die Zentralbankgelder haben die Leine des Hundes ein ganzes Stück länger gemacht. Er kann noch ziemlich weit vorausgehen.“ □



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. 19 interessante Möglichkeiten, das Portfolio mit aussichtsreichen Investments zu füllen.

Aktienstrategien.

Aktien sollen langfristig für Sicherheit und kurzfristig für Rendite sorgen. Die Lerbacher Runde skizziert Anlagemöglichkeiten mit unterschiedlichem Risikograd.

// 01. Europäische Aktien.

Der alte Kontinent ist eindeutiger Favorit der Runde. „Die Eurozone ist im Gewinn- und Konjunkturzyklus noch weit hinten dran“, erläutert Marc Vits: „Während in den USA die Firmenerträge schon wieder rund 35 Prozent über dem alten Rekordstand des Jahres 2007 liegen, sind sie in Euroland noch immer rund 13 Prozent unter diesem Niveau.“ Ein wesentlicher Grund dafür sei die unterschiedliche Entwicklung der Gewinnmargen: „Der bis Mitte 2014 enorm starke Euro hat viele europäische Firmen im globalen Wettbewerb zu Preiszugeständnissen gezwungen“, erklärt Vits. Das werde sich nun ändern. „Erstmals seit 2008 dürften die Firmenerträge 2015 in der Eurozone stärker steigen als in den USA. Dies wird auch weiter Geld von internationalen Investoren anziehen.“

// 02. US-Aktien.

In Sachen USA sind sich die Experten nicht so einig: „Die Margen sind dort auf Rekordniveau. Steigende Löhne und der hohe Dollar könnten vor allem bei exportorientierten Firmen für Gewinnenttäuschungen sorgen“, meint Daniel Fechtelpeper. „Wir sollten die USA nicht abschreiben, auch dort gibt es Möglichkeiten. 70 Prozent des Bruttosozialprodukts werden im Konsum erwirtschaftet“, ergänzt Axel Kilian: „Besonders aussichtsreich ist es, Aktien binnenwirtschaftlich orientierter Firmen zu kaufen, die auf hohen Cash-Reserven sitzen und ihren Anlegern über Aktienrückkäufe oder Dividenden das Kapital zurückgeben, das sie aktuell nicht benötigen. Sie haben zuletzt besser abgeschnitten als der Index. Und werden dies wohl auch weiter tun.“

// 03. Aktien aus Schwellenländern.

„Während Nullzins und scheinbar unendliche Liquidität in den Industrieländern die Bewertungen nach oben treiben, geht es in den Schwellenländern ‚normaler‘ zu“, erklärt Matthias Wesseling. Der Bewertungsabschlag dieser Märkte relativ zu den Industrieländern sei deshalb recht hoch. „Das ist interessant – vor allem auch weil die großen Trends, junge Bevölkerung und wachsende Mittelschicht, weiterhin gelten.“ Allerdings könne nicht mehr von „den“ Schwellenländern gesprochen werden. „Jedes Land hat eigene Stärken und Schwächen. Investoren müssen genau hinschauen, finden dann aber viele attraktive Anlagen“, erläutert Wesseling (lesen Sie dazu bitte auch den ausführlichen Artikel ab Seite 72).

„Ich favorisiere bei der Umsetzung dieser Anlageidee Aktien von großen multinationalen Firmen“, meint Herrmann Wonnebauer, „so lassen sich das politische Risiko und das Währungsrisiko vermeiden.“ Auch dass die Rechnungslegung nicht immer mit westlichen Bilanzierungsstandards vergleichbar sei, spreche gegen ein direktes Engagement. „Ich mag es, die Solidität in der Bilanzierung und das erstklassige Management in den Industrienationen mit dem Wachstumsappeal der Schwellenländer zu verknüpfen“, sagt Wonnebauer. Eine passende Anlage ist ein ETF auf den MSCI World with EM Exposure Net UCITS, in dem Firmen zusammengefasst sind, die hohe Umsätze in den Schwellenländern machen.

„Allerdings“, überlegt Christian Stadermann, „ist die Aktienperformance in Asien auch stark abhängig vom den globalen Geldflüssen. Deshalb lohnt es sich, auf Manager zu setzen, die in kleine und mittlere Firmen investieren. Hier ist die Abhängigkeit von den ‚Flow of Funds‘ geringer und ich bin näher dran an der wirtschaftlichen Entwicklung dieser Märkte.“

// 04. Fusionen und Übernahmen.

„In dieser späten Phase des Börsenzyklus nehmen in der Regel die Fusionen und Übernahmen zu. Die Kassen vieler Unter-



Der Workshop Aktien (von links): Klaus Meitingner, pw; Michael Winkler, St. Galler Kantonalbank; Jörg Laser, Donner & Reuschel; Alexander Ruis, SK Family Office; Axel Kilian, UBS Deutschland; Daniel Fechtelpeter, Bankhaus Lampe; Hermann Wonnebauer, ZKB Österreich; Matthias Wesseling, Bethmann Bank; Michael Reuss, Huber, Reuss und Partner; Detlef Mackewicz, Mackewicz & Partner; Bernd Riedel, Robeco; Marc Vits, B. Metzler seel. Sohn & Co.; Christian Stadermann, Logos Patrimon.

nehmen sind voll. Diese große M&A-Welle haben wir noch nicht gesehen“, meint Alexander Ruis, „davon sollte der Aktienmarkt als Ganzes profitieren.“ Passende Investments könnten Fonds sein, die sich auf die Identifikation von Übernahmekandidaten spezialisiert haben oder davon profitieren, dass deren Aktienkurs bis zum Abschluss des Deals oft unter dem Übernahmepreis notiert und Angebote nachgebessert werden.

// 05. Wandelanleihen.

„Angesichts der ambitionierten Marktbewertung plädiere ich für etwas mehr Vorsicht“, meint Daniel Fechtelpeter. „Interessant sind Wandelanleihen oder Wandelanleihefonds.“ Wandelanleihen werden mit fester Laufzeit und festem Kupon begeben. Während der Laufzeit hat der Anleger das Recht, das Papier zu einem vorher festgelegten Kurs in Aktien des Unternehmens zu wandeln. Er muss dies aber nicht tun. Fallen die Aktienkurse, bekommt er den Nennwert zurück. „Diese Titel machen Kursanstiege bei Aktien zu zwei Dritteln mit, Kursrückgänge aber nur zu einem Drittel. Dieses asymmetrische Profil von Chance und Risiko gefällt mir“, sagt Fechtelpeter.

// 06. Discountzertifikate.

„Wir haben ja die Losung ausgegeben: Kaufen in Schwächephasen. In diesem Moment sind Discountzertifikate ein at-

traktives Instrument“, erklärt Michael Winkler. Der Anleger erhält den zugrunde liegenden Basiswert – Aktien und Indizes – mit einem Abschlag gegenüber dem aktuellen Kurs. Dieser Rabatt ist aber nicht umsonst. Denn gleichzeitig sind die Gewinnchancen beschränkt. Der Anleger profitiert nur bis zu einem sogenannten Cap, also dem Höchstkurs. Notiert der Basiswert am Laufzeitende auf oder über dem Cap, erhalten Anleger diesen maximal möglichen Betrag ausgezahlt.

„Besonders interessant ist, dass der Discount mit der Volatilität steigt“, erklärt Winkler. „Bei einem Kursrückschlag ist genau das der Fall. Der Anleger kauft den Basiswert in diesem Moment zu einem niedrigeren Kurs und mit einem höheren Abschlag. Das ist doppelt attraktiv.“

// 07. Optionen auf den Aktienbestand verkaufen.

„Für Investoren, die nicht das gesamte Aktienrisiko tragen wollen, fahre ich ein besonderes Modell“, verrät Christian Stadermann: „Basis sind Bluechips mit einer vernünftigen Dividendenrendite. Auf diese Aktien verkaufe ich Kaufoptionen. Dafür erhält der Inhaber der Aktie eine Prämie. Entwickeln sich die Kurse seitwärts oder fallen sie, bleibt die Aktie im Depot. Prämien sowie Dividenden sind Ertrag und puffern etwaige Verluste ab. Steigt die Notierung über den Ausübungspreis der Option, muss die Aktie zu diesem Kurs verkauft >

werden. Der Anleger kassiert dann die Prämie sowie die Kursdifferenz zwischen dem Ausübungspreis und dem Kaufkurs. Bei steigenden Märkten kann diese Aktion in kurzen Abständen oft wiederholt werden. Mit gebremstem Risiko sind so hohe einstellige Renditen per annum drin.“

// 08. Technologie, die Lebensversicherung für unsere finanzielle Zukunft.

„Technische Entwicklungen vollziehen sich in immer schnelleren Tempo“, erklärt Michael Reuss: „Die Märkte der Zukunft werden von Firmen beherrscht sein, die über einzigartiges Know-how verfügen und mit daraus abgeleiteten Anwendungen andere Branchen unter Wettbewerbsdruck setzen.“

Für Anleger stellt sich die schwierige Frage: Welche Technologiefirmen werden in fünf oder zehn Jahren den Ton angeben? „Zum Glück bietet der Kapitalmarkt selbst eine Antwort. Der Nasdaq-100-Index enthält die 100 an der US-Technologiebörse Nasdaq gelisteten Tech-Firmen mit der höchsten Marktkapitalisierung. Durch dieses Kriterium filtert der Index diejenigen Unternehmen heraus, die sich als Gewinner der technologischen Entwicklung etablieren. Denn nur die haben eine Chance, sich in diesen Index hineinzuarbeiten“, erklärt Reuss: „Um nicht gleich auf dem falschen Fuß erwischt zu werden, bietet es sich an, in gleichmäßigen Raten über einen längeren Zeitraum zu investieren. Aufgrund der starken Aufwertung des US-Dollars der letzten Monate und der unseres Erachtens ausbleibenden Zinswende in USA erscheint es auch angebracht, das Währungsrisiko kurzfristig abzusichern.“

// 09. ETF auf den MSCI World Energy.

„Mit dem Verfall des Ölpreises von 115 Dollar pro Barrel Mitte Juni 2014 bis auf unter 50 Dollar im Januar 2015 verloren auch die Aktien des MSCI World Energy Index deutlich an Wert“, informiert Jörg Laser. Im letzten Jahr gab der Index für Energieaktien zweistellig nach, während der branchenübergreifende MSCI World deutlich zulegen konnte. „Dadurch ist der Index nun vergleichsweise günstig bewertet“, rechnet Laser vor: „Das 2015er-KGV liegt bei 15 (MSCI World rund 19), die Dividendenrendite bei 3,7 Prozent (MSCI World 2,4 Prozent).“ Mangels attraktiver Investitionsmöglichkeiten in Zeiten niedriger Ölnotierungen haben einige Energieunternehmen weitere Aktienrückkäufe angekündigt. Zudem fanden in den USA bereits erste Förderkürzungen statt,

sodass das Angebot trotz zunächst nicht absehbarer Quotenkürzungen der OPEC in den kommenden Monaten tendenziell sinken dürfte. „Erholt sich der Ölpreis weiter“, folgert Laser, „werden davon auch die Energieunternehmen profitieren.“

Zinserträge in einer zinsfreien Welt.

„Wer mehr als 0,5 Prozent Ertrag will oder braucht, muss sich aus der Komfortzone bewegen, höhere Risiken eingehen und seinen Anlagehorizont erweitern“, erklärt Herbert Keilhammer. Es gelte, alle Möglichkeiten zu nutzen, die Zinspapiere bieten. Die Lerbacher Runde macht sich auf die Suche.

// 10. Auf gemischte Depots setzen.

„Wir haben speziell für Stiftungen ein Portfolio aufgelegt, das real das Kapital erhalten und zugleich einen Ertrag zwischen drei und fünf Prozent bringen soll“, erläutert Ralf Bringmann: „Der Schwerpunkt liegt mit rund 70 Prozent auf Anleihen, dazu kommen etwa 20 Prozent Aktien und zehn Prozent andere Investments. In den Anlageklassen selbst setzen wir auf interessante Nischen. Im Anleihebereich sind das zum Beispiel Papiere guter Schuldner in Fremdwährungen wie Austral-, US- oder Neuseeland-Dollar. Im Aktienbereich setzen wir auf Dividentitel, bei den alternativen Investments können das Wandelanleihen oder Real Estate Investment Trusts sein.“

// 11. Staatsanleihen aus Südeuropa.

„Ein Ziel der Europäischen Zentralbank mit ihrer geldpolitischen Lockerung ist, dass sich die europäischen Krisenstaaten wieder mit lang laufenden Staatsanleihen refinanzieren können“, erklärt Sebastian Klein von der Fürstlichen Castell'schen Bank. Die EZB müsse mit ihrem Anleihekaufprogramm die Renditen zehnjähriger spanischer oder italienischer Staatstitel deshalb weiter nach unten drücken. „Und das bedeutet natürlich Kursgewinne. Bei italienischen Staatsanleihen mit langer Laufzeit ist in diesem Jahr noch einmal ein Gesamtertrag – Kursgewinn plus Kupon – von bis zu zehn Prozent drin“, meint Klein. Das Risiko: Zwischenzeitlich könne es immer wieder zu Phasen mit schnell steigenden Renditen und Kursverlusten kommen. „Aber per saldo lohnt es sich, heute das zu kaufen, was die EZB morgen kaufen wird“, sagt Klein.



Der Workshop Anleihen (von links im Uhrzeigersinn): Ulrich Wernitz, Edmond de Rothschild; Herbert Keilhammer, Vermögenskultur AG; Tom Friess, VZ Vermögenszentrum; Prof. Stefan May, Quirin Bank; Gerd Hübner, private wealth; Lars Edler, Sal. Oppenheim; Michael Gollits, Bank von der Heydt; Alexander Prochnow-Ast, Volksbank Kraichgau, Dr. Sebastian Klein, Fürstlich Castell'sche Bank (nicht im Bild: Christoph Weber, WSH Family Office und Ralf Bringmann, DZ Privatbank).

// 12. Inflationsindexierte Anleihen.

Verzinsung und Rückzahlungskurs inflationsindexierter Anleihen werden an die Inflationsrate angepasst. Die Papiere bieten so einen Ausgleich bei künftigen Preissteigerungen. Dass die Lerbacher Runde diese Titel empfiehlt, ist auf den ersten Blick schwer verständlich. Hatte Marcel Fratzscher Inflation in Euroland nicht nahezu ausgeschlossen?

„Wer weiß schon, wie dieses Experiment der Notenbanken ausgeht? Eine kleine Absicherung gegen Inflation halte ich nicht für völlig verkehrt“, meint Sebastian Klein. „Außerdem“, ergänzt Ulrich Wernitz, „hängt die Kursentwicklung dieser Papiere während der Laufzeit ja von den Inflationserwartungen der Anleger an. Nehmen diese zu, klettern die Kurse. Ich könnte mir gut vorstellen, dass die Erwartungen künftig in Europa steigen werden. Die EZB hat doch das Ziel, die Inflation auf rund zwei Prozent zu heben.“

Erreicht sie dieses tatsächlich, würden Anleger auch langfristig mit „Inflationslinkern“ besser abschneiden als mit Bundesanleihen. „Wer das Anlageergebnis auf Endfälligkeit vergleichen will, muss auf die Break-even-Inflation achten“, erklärt Klein. Aktuell liege die bei 1,5 Prozent – klar unter dem EZB-Ziel. Interessant seien auch amerikanische „Inflationslinkers“. „Sie sind bezogen auf die Break-even-Inflationsrate noch etwas attraktiver bewertet“, erklärt Ulrich Wernitz: „Die Wirtschaft

läuft besser als in Europa, die Löhne steigen – und vielleicht verpasst die US-Notenbank ja den richtigen Zeitpunkt für Zinserhöhungen. Dann könnte es dort zu Inflation kommen.“

// 13. Unternehmensanleihen aus den USA und Asien.

Bei Unternehmensanleihen lohnt sich ein Blick in die USA und nach Asien: „Dort sind die Renditen viel höher als in Europa“, informiert Michael Gollits. Als Beispiel nennt er die Anleihe von Anheuser Busch, Single-A-Rating, sechs Jahre Laufzeit. „In Euro rentiert sie mit 0,68 Prozent, in Dollar mit 2,3 Prozent.“ Noch interessanter werde es in Asien. „Dort erhalten Anleger bei Dollaranleihen gleichen Ratings und gleicher Laufzeit noch einmal 0,5 bis 0,6 Prozentpunkte mehr.“

Allerdings sei dabei die Entwicklung des Dollarkurses zu beachten. In diesem Punkt ist die Lerbacher Runde mittlerweile gespalten. Das stärkere Wachstum spreche für den Dollar. Falls die US-Notenbank die Leitzinsen aber doch nicht erhöhe, könne dies den Greenback belasten. „Je nach Einschätzung kann das Währungsrisiko ja abgesichert werden“, erklärt Gollits. „Das kostet etwa 0,6 bis 0,7 Prozentpunkte pro Jahr. Trotzdem bleibt dann noch eine Menge an Zusatzrendite.“ Nach Ansicht von Tom Friess könnten US-Hochzinsanleihen ebenfalls interessant sein. „Sie bringen aktuell sechs Prozent im Schnitt und die Ausfallraten sind im historischen



Der Workshop Alternative Anlagen (von links im Uhrzeigersinn): Kai Röhl, Robeco; Michael Fabricius, Fabricius Vermögensverwaltung; Jörg Borgers, Relevo Family Office; Marc R. Hocks, Tresono Family Office; Thorsten Keilich, Kölner Bank; Marcus Storr, FERI; Moritz Eckes, private wealth; Benjamin Habig, Habig Family Office; Stephan Jäggle, Münster Stegmaier Rombach Family Office.

Vergleich sehr niedrig“, fasst er zusammen. Wer will, könne sich auch bei diesen Papieren gegen Wechselkursverluste absichern. Ein Aspekt sei bei all diesen Anlagen noch zu beachten: „Diese Titel sind wenig liquide, die Spanne zwischen An- und Verkaufskurs kann in Stressphasen deutlich steigen.“ Gollits rät deshalb, Engagements als langfristig zu betrachten und diese notfalls bis zum Laufzeitende zu halten.

// 14. Hybridanleihen.

Hybridanleihen sind nachrangige, eigenkapitalähnliche Unternehmensanleihen – meist von Finanzinstituten – mit sehr langer Laufzeit oder ohne Laufzeitbegrenzung. „Einige der Bank-Papiere zählen ab 2023 nicht mehr zum Kernkapital und werden deshalb wohl vorzeitig gekündigt“, erläutert Alexander Prochnow-Ast. „Dann sind Renditen zwischen drei und vier Prozent drin.“ Die Risiken bestehen in der Nachrangigkeit bei Konkurs – dann werden erst alle anderen Gläubiger bedient, sowie im Ausfall des Kupons im Falle eines Jahresfehlbetrages. „Wer investiert, muss sich den Emittenten und den Prospekt der Anleiheemission sehr genau ansehen“, rät Prochnow-Ast.

// 15. Fremdwährungsanleihen.

„Die Beimischung von Fremdwährungsanleihen“, erklärt Lars Edler, „bietet sowohl die Chance auf einen Zusatzertrag als

auch eine zusätzliche Risikostreuung. Wir untersuchen deshalb mehr als 65 Länder auf Basis fundamentaler wirtschaftlicher, gesellschaftlicher und politischer Faktoren auf ihre Solidität. In die zehn solidesten Staaten investieren wir.“

Der Reiz dabei: „Wir streben einen langfristigen Ertrag von insgesamt drei bis 3,5 Prozent pro Jahr in Euro an, wobei der Großteil in der Regel über die Währungsseite zustande kommt“, erläutert Edler. Genau darin liegt auch das Risiko. Wechselkursverluste können schnell zu einem Minus führen. „Wichtig ist deshalb, zu diversifizieren, die Positionen laufend zu überwachen und – bei Gefahr – abzusichern“, rät Edler.

Diversifikation neu denken.

Die klassische Vermögensaufteilung – Aktien, Renten, Cash – scheint mit der globalen Intervention der Notenbanken an ihre Grenzen gekommen zu sein. Die Lerbacher Runde fragt: Sind „Alternative Anlagen“ die neuen Renten?

„Alternative Anlagen verhalten sich größtenteils unabhängig von der Entwicklung anderer Märkte“, erläutert Marcus Storr, FERI, „deshalb sind sie grundsätzlich auch als Alternative für Anleihen geeignet.“ Allerdings sei es nicht ganz einfach, in die-

sem Genre erfolgreich zu sein. „Es geht um Hedgefonds, direkte Unternehmensbeteiligungen, Private Equity, Infrastrukturanlagen und Immobilien. Das ist ein breites Feld und erfordert entsprechendes Know-how“, macht Marc Hocks klar. Zudem sollten sich Anleger vorab im Rahmen der Gesamtallokation klar werden, welcher Teil des Vermögens liquide und welcher nicht liquide sein soll. „Wenn dann Umschichtungen von Zinsanlagen in Alternatives gemacht werden, muss das im Rahmen der Liquiditätsplanung und den Anlagehorizonts auch verkraftbar sein“, erklärt Stephan Jäggle.

// 16. Hedgefonds und Absolute Return.

Hedgefonds führen in Deutschland bislang eher ein Nischendasein. Michael Fabricius nennt die eingeschränkte Liquidität, vergleichsweise hohe Gebühren und die Intransparenz als mögliche Gründe. „Der mit der Anlage erzielte Ertrag rechtfertigte auch häufig die Kosten nicht“, ergänzt Jäggle.

Bei anhaltend niedrigen Zinsen, ist Marcus Storr sicher, werde ihre Bedeutung künftig aber zunehmen. Das Wachstum hat auch strukturelle Gründe: Viele Fonds sind heute auch als regulierte Publikumsfonds (USCITS-Fonds) investierbar. Die Einstiegsbeträge sind geringer und die Liquidität ist durch den täglichen Handel ebenfalls gegeben. Storr gibt jedoch zu bedenken: „Chancen und Risiken eines Hedgefonds liegen immer in seinen Investmentansätzen, nicht in der Verpackung.“ Unter Diversifikationsaspekten für Aktien- und Rentenportfolios halten die Experten von HQ Trust insbesondere Marktneutrale Strategien, Managed Futures und Global Macro für geeignet. Das Problem für Anleger: „Einzelne Hedgefonds zu analysieren ist eine komplexe Aufgabe und erfordert ein hohes Maß an Spezialisierung“ erklärt Stephan Jäggle.

// 17. Infrastrukturinvestments.

Hier sind die Beteiligungsmöglichkeiten für Anleger noch überschaubar. Marc Hocks glaubt aber, dass das Segment deutlich an Bedeutung gewinnen könnte. Sogenannte Public Private Partnerships zur Finanzierung von lokaler Infrastruktur könnten das Thema vorantreiben. Aktuelle Hürden sieht er vor allen Dingen im Zugang zu interessanten Projekten. „Beteiligungen an Betreibern zum Beispiel von Windkraftanlagen können eine Möglichkeit sein, allerdings halte ich das Thema Speicherung und Netzbetrieb langfristig für viel interessanter.“

Geschlossene Fonds, Private Equity, aber auch offene Fondslösungen bieten Zugang zu Infrastruktur als Asset-Klasse. „Um keinen Schiffbruch zu erleiden, erfordert aber auch dieser Bereich besondere Kenntnisse der regulatorischen Besonderheiten einzelner Märkte und Sektoren auf Seiten des Anbieters“, merkt Benjamin Habig an.

// 18. Immobilien.

Die Wohnimmobilienpreise in deutschen Großstädten ziehen seit Jahren an. Der Verband Deutscher Pfandbriefbanken ermittelte allein 2014 einen Anstieg um fünf Prozent. Dennoch hält Jörg Borgers dieses Segment selektiv nach wie vor für attraktiv. „Wohnimmobilien im Einzugsbereich der deutschen Metropolstädte sind interessant, wir bevorzugen Bestandsobjekte mit Renovierungsbedarf und Wertsteigerungspotenzial. Die Bewertung vergleichbarer Objekte in Innenstadtlagen halten wir dagegen für ausgereizt.“ Sofern nicht zur Eigennutzung gedacht, rät Marc Hocks von Objekten mit Quadratmeterpreisen über 3800 Euro ab: „Wir bewegen uns gerne in B-Städten wie Bonn, Aachen, Ingolstadt oder Freiburg bei einem Mietniveau von sieben bis 9,50 Euro. Auch Büro- oder Logistikobjekte halten wir für interessant, da der Wohnungsmarkt zunehmender Regulierung unterliegt.“ Ein baldiger Abschwung ist für Thorsten Keilich unwahrscheinlich, „weil die Zinsen sehr lange sehr günstig sein werden, bleiben Immobilien attraktiv“.

// 19. Private Equity.

Auch Private Equity befindet sich nach Ansicht von Detlef Mackewicz im Aufwind: „Die Finanzierungsbedingungen haben sich verbessert, Investoren – L.P.s – erneuern ihre Engagements oder haben sie erhöht.“ Seine Favoriten sind sogenannte Secondaries, also Private-Equity-Fonds, die am Zweitmarkt gehandelt werden. „Die Vorteile sind: geringeres Risiko, da die Investments bereits bekannt sind, schnellere Kapitalrückflüsse und gegebenenfalls Einkauf mit Preisabschlag.“

Auch direkte unternehmerische Beteiligungen sind nach Ansicht von Marc Hocks, Tresono, eine Option, wenn es die Vermögensstruktur des Anlegers zulässt und die Diversifikation nicht zu kurz kommt. Für realen Werterhalt würden auch die Themen Wald und Agrarflächen sorgen. Hocks weist allerdings ausdrücklich darauf hin, dass derartige Investments hier nur in stabilen Rechtssystemen getätigt werden sollten. □