

in puncto

Ein Spezial zum FAROS Institutional Investors Forum

01.2017



PLUS: Wie sieht die Investmentstrategie von morgen aus? Diskussionsstoff und Hintergrund liefern dazu Stefan Keitel, Steve Keen, York Hosak, Joachim Fröhlich, Christian Wriedt, Alexander Kolb, Walter Botermann, Andreas Lindner, Andreas Kretschmer, Friedrich-Wilhelm Floren, Kai Kunze und Yves Mersch.

Niedrigzinsen EZB-Direktoriumsmitglied Yves Mersch über den Werkzeugkasten der Zentralbank

Institutionelle Investoren Gert Dijkstra über die Suche nach dem erfolgversprechenden Investment

Japan Ein Gespräch mit dem Wirtschaftswissenschaftler Koichi Hamada über die Wirkungsweise der Abenomics

Orientierung in der Welt der neuen Normalität

Die 19. Euro Finance Week (EFW) stand ganz im Zeichen der „neuen Normalität“. Aus Sicht der institutionellen Anleger sind das in erster Linie die fast abgeschafften Zinsen, die die gelernte Welt von Risiko und Rendite umgewälzt haben. Wären die Finanzmärkte ein Kompass und die Nadel darin der Zins, so wäre diese Nadel gestört. Durch den Eingriff der Notenbanken ist die Signalfunktion des Zinses außer Kraft gesetzt, was auf absehbare Zeit wohl auch so bleiben wird. Die Geldpolitik wirkt wie ein Magnet auf den „Kompass“ Markt. Was bleibt, sind Investoren auf Orientierungssuche. In einem Umfeld, welches statt eines risikolosen Zinses von zinslosen Risiken geprägt ist und es keine Alternative zu alternativen Anlageformen gibt, ist Dialog besonders wichtig.

Das FAROS Institutional Investors Forum setzt hier an. Das exklusive Investorenforum bringt Top-Entscheidungssträger von Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen und Single Family Offices mit den Experten ausgewählter Asset-Manager zusammen und versteht sich als Plattform zur Vernetzung. Das Timing ist ideal, steht doch das neue Börsenjahr kurz bevor. Bei allen Herausforderungen, die uns auch im kommenden Jahr begleiten werden: Wir freuen uns auf das dritte FAROS Institutional Investors Forum im November 2017 und hoffen, den Teilnehmern dann erneut Orientierung bei ihren Entscheidungen zu geben – mit oder ohne die „Nadel“ Zins im Kompass der Finanzmärkte.

Herzlich
Ihr

ANDREAS SCHOLZ
PUBLISHER
INTERNATIONAL
BANKERS
FORUM



KOMMENTAR

„WIR TUN DAS UNSERE, DIE FINANZINDUSTRIE MUSS DAS IHRE TUN“

Von Yves Mersch

„Die Kenntnis der Ursachen bewirkt die Erkenntnis der Ergebnisse“ (Cicero – Causarum enim cognitio cognitionem eventorum facit, Topica 67)

Die Finanzbranche ist mit einem enormen Wandel konfrontiert. Viele der Veränderungen sind gewollt und positiv. Aber bei Weitem nicht alle. Oft wird die Politik der EZB als Ursache für die aktuellen Probleme im Banken- und Finanzsektor genannt. Dass eine solche Schlussfolgerung zu kurz greift, wird schnell deutlich. Nicht erst seit der Krise, sondern bereits seit einigen Jahrzehnten sinkt der Wachstumstrend in vielen entwickelten Volkswirtschaften. Tatsache ist, dass ein verlangsamtes Wachstum zu niedrigeren langfristigen Zinsen geführt hat.

In diesem Umfeld besteht die Gefahr einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale. Denn natürlich bleiben diese Entwicklungen nicht unbemerkt von den Wirtschaftsakteuren; ihre Erwartungen trüben sich ein. Wenn eine Firma weniger Nachfrage erwartet, wird sie weniger gewillt sein, große Investitionen in Angriff zu nehmen. Hinzu kommt, dass alternde Gesellschaften, wie wir sie in zahlreichen entwickelten Volkswirtschaften finden, nicht nur mit einem verringerten Arbeitskräfteangebot auskommen müssen, sondern auch verstärkt sparen. Das hat inzwischen dazu geführt, dass wir einen Überhang an Er-

sparnissen haben und der Bedarf an sicheren Anlagemöglichkeiten knapp wird. Es wird also weniger investiert und verstärkt gespart. Dieser Investitionsstreik wird noch verstärkt, wenn die öffentliche Hand – dort, wo Handlungsspielraum und Nachfrage besteht – weniger investiert, als allein der gesamtwirtschaftliche Substanzerhalt erfordert.

Diese Dynamik hat zu einem Rückgang des natürlichen Zinses geführt – also der reale Zins, bei dem Sparen und Investieren im Gleichgewicht sind, bei einer normal ausgelasteten Wirtschaft, in der es weder Aufwärtsschub noch Abwärtsdruck auf die Inflation gibt. Der natürliche Zins spielt für unsere Geldpolitik eine wichtige Rolle. Liegt der Leitzins unter dem natürlichen Zins, wirkt die Geldpolitik stimulierend auf die Wirtschaft, indem sie einen Anreiz für Konsum und Investitionen schaffen soll. Umgekehrt findet bei Leitzinsen, die über dem natürlichen Zins liegen, ein Dämpfen der Nachfrage und somit auch des Preisanstiegs statt.

Im aktuellen Umfeld hat die EZB den Marktzins unter das Niveau des natürlichen Zinses gebracht. Dementsprechend stehen der Leitzins seit März des abgelaufenen Jahres bei null und der Zinssatz für die Einlagenfazilität bei -0,4 Prozent. Hätten wir dies nicht getan, hätten konstante Nominalzinsen bei fallenden Inflationsraten zu höheren Realzinsen geführt ▶

Neubau der EZB

Der neue EZB-Tower wurde im März 2015 offiziell eröffnet. Er misst 201 Meter.



YVES MERSCH

Der 67-Jährige weiß um die Nebenwirkungen, die die derzeitige EZB-Politik mit sich bringt. Deswegen will er die Instrumente auch nicht länger als nötig einsetzen.

Mit Durchblick

Die Niedrigzinspolitik verlangt Anlegern einiges ab. Es sind neue Strategien gefragt.

INTERVIEW

„DIE NEUE NORMALITÄT FÜHRT ZU ABKOPPLUNG“

Gert Dijkstra ist der strategische Kopf des Pensionsfonds APG. Der Fonds hat über 400 Mrd. Euro zu verwalten. Eine echte Herausforderung in diesen Zeiten.

Herr Dijkstra, was sind für Sie in diesen Zeiten der „neuen Normalität“ die größten Herausforderungen?

Gert Dijkstra: Wir müssen Investments finden, die einen langfristigen Erfolg versprechen. Wir haben dabei zwei Ansätze, die wir verfolgen. Wir gucken uns Investments mit langen Cashflows an, die in Einklang mit dem Wirtschaftswachstum stehen. Und zum Zweiten suchen wir nach Investments, die Nachhaltigkeit versprechen. Unser Erfolg gibt uns Recht. Wenn wir die vergangenen 20 Jahre betrachten, konnten wir durchschnittlich eine jährliche Rendite von 7,4 bis 8,1 Prozent erreichen.

Das hört sich ambitioniert an. Wie spüren Sie diese Investments auf?

Dijkstra: Das soll nicht überheblich klingen, aber wir sind ein sehr großer Investor. Wir sind weltweit mit rund 440 Mrd. Euro investiert. Wir werden gefunden. Wir haben eine lange Tradition und waren einst einer der größten, wenn nicht gar der größte Investor in Immobilien. Das aber hat sich geändert. Es gibt sehr viel mehr Wettbewerber aus den USA, Europa aber auch aus Asien, die nach ähnlichen Investitionsmöglichkeiten suchen wie wir.

Wie reagieren Sie auf diese Entwicklung?

Dijkstra: Wir arbeiten heute sehr viel mehr als früher in Netzwerken zusam-



MIT EINFLUSS Gert Dijkstra und sein Team suchen auf der ganzen Welt nach Investmentmöglichkeiten. Es kommt vieles, aber bei Weitem nicht alles infrage.

men. Da kommt dann eine Zusammenarbeit mit Investoren zustande, die eine ähnliche Investmentphilosophie verfolgen wie wir. Oft sind es kanadische Pensionsfonds, die uns sehr ähnlich sind.

Sie sind auf Ihrer Suche nach Investmentmöglichkeiten weltweit unterwegs. Was lassen Sie links liegen?

Dijkstra: Wir sind viele Jahren einer Art Ausschlussverfahren gefolgt. In Länder wie Nordkorea investieren wir nicht. Wir sind auch nicht willens, in bestimmten Branchen anzulegen. Wir folgen da auch Vorgaben der Vereinten Nationen.

Derzeit ist so viel Geld im Markt und Anleger suchen händeringend nach Investi-

“ DIE REAKTIONEN VON MENSCHEN IN EXTREMSITUATIONEN LASSEN SICH NICHT AUF DEM REISSBRETT PLANEN. YVES MERSCH

onsmöglichkeiten. Sehen Sie bereits Blasenbildung in einigen Sektoren?

Dijkstra: Das ist eine permanente Entwicklung. Das hat auch mit der neuen Normalität zu tun, die Sie bereits ansprachen und gilt für viele Bereiche. Entscheidungen sind heute viel weniger vorhersehbar und basieren auch nicht unbedingt immer auf Fakten und Zahlen. Denken Sie nur an Brexit oder auch die Wahl von Donald Trump als Präsident in den USA. Emotionen haben heutzutage einen viel größeren Stellenwert. Das gilt für das Thema Investments ganz genauso.

Inwiefern?

Dijkstra: Diese neue Normalität führt dazu, dass sich die Wirtschaft in Teilen von den Finanz- und Kapitalmärkten abgekoppelt hat. Die Europäische Zentralbank muss irgendwann dafür sorgen, dass das wieder in Einklang gebracht wird. Das QE-Programm oder auch das Anleiheankauf-Programm der EZB hat vieles durcheinandergewirbelt.

Geht die Europäische Zentralbank den falschen Weg?

Dijkstra: Die EZB versucht, die vorhandenen Instrumente so einzusetzen, um das Inflationsziel von nahe, aber unter 2 Prozent zu erreichen.

Sie antworten diplomatisch.

Dijkstra: Ich bin nicht sicher, ob die EZB-Politik wirklich nachhaltig ist.

Wie lang wird und kann diese Politik weiterverfolgt werden. Sehen Sie den Exit?

Dijkstra: Es gibt wenig Indikation, dass sich bald irgendetwas ändern wird. Hinzu kommt ja noch, dass wir nicht nur auf Europa gucken können, sondern die USA oder Japan ebenso im Blick haben müssen. Es wird für die Notenbanker eine sehr große Herausforderung sein, die Märkte auf einen Umschwung vorzubereiten.

Ist Deutschland für APG ein wichtiger Markt?

Dijkstra: Ja. Wir sind hier in vielen Assetklassen investiert und wollen dieses Engagement auch weiter ausweiten. ■

► und das ohnehin schon anämische Wachstum noch weiter geschwächt. Dies hätte das Risiko einer Deflation erhöht. Wir mussten also handeln, um unserem Mandat zur Sicherung der Preisstabilität treu zu bleiben. Allerdings können wir unsere Zinsen nicht unbegrenzt senken. Ab einem bestimmten Niveau wird es für Marktteilnehmer beispielsweise attraktiver, Bargeld zu halten – trotz der damit verbundenen Kosten –, als negative Zinsen zu zahlen.

Auch wenn dieser Punkt noch nicht erreicht ist, sollten wir im Hinterkopf behalten, dass weitere Zinssenkungen im negativen Bereich unter Umständen nicht linear ausfallen. Die Reaktionen von Menschen in Extremsituationen lassen sich nicht auf dem Reißbrett planen. Wir können die Marktzinsen aber auch auf andere Art beeinflussen. So haben wir mit unseren Wertpapierankäufen beispielsweise die Zinsstrukturkurve nach unten verschoben. Und durch unser Angebot langfristiger Kredite zu günstigen Konditionen, die eine zusätzliche Kreditvergabe belohnen, haben wir erreicht, dass Banken ihre Kreditzinsen senken konnten, was zu einer stärkeren Kreditvergabe geführt hat. All unsere Maßnahmen haben dazu beigetragen, dass die wirtschaftliche Erholung im Euroraum vorankommt – wenn auch langsamer als erwartet und gewünscht. Auch wenn die Rückkehr zur Preisstabilität länger dauert als ursprünglich erwartet und strukturell schwieriger geworden ist, stellt dies noch keinen Grund dar, von unseren Zielen abzuweichen. Eine Zentralbank muss verlässlich sein, gerade in Zeiten größter Unsicherheit. Wie schon Abraham Lincoln einst sagte: Mitten im Sturm soll man die Pferde nicht wechseln. Derartige Forderungen werden in jüngster Zeit zwar häufiger gestellt, insbesondere angesichts steigender Inflationsraten. Aber das Wachstum ist noch zögerlich und der Inflationspfad nicht nachhaltig. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung stellt sich die Frage, wie lange wir noch von noch niedrigeren Zinsen als Option reden können. Mit

Blick auf die Bedeutung, die Glaubwürdigkeit für eine Zentralbank einnimmt, sollten notwendige Anpassungen unseres Handelns und unserer Rhetorik nicht verschleppt werden. Zugleich gilt es, nichts zu überstürzen. Die Fragilität der Erholung gebietet ein sehr behutsames Vorgehen. Niedrige Zinsen und akkommodierende Politik bleiben im derzeitigen Umfeld angebracht. Der Anpassungsprozess an neue Begebenheiten braucht seine Zeit. Denn wir sind uns bewusst, dass unsere Maßnahmen nicht frei von Nebenwirkungen sind und diese stärker hervortreten, je länger diese unkonventionellen Maßnahmen im Einsatz bleiben.

Es muss klar sein, dass diese Maßnahmen von vorübergehender Natur und keinesfalls dauerhaft Teil unseres Werkzeugkastens sind.

Unterstützung der Politik nötig

Die wirtschaftliche Erholung kann nicht allein von der Geldpolitik getragen werden, sondern braucht Unterstützung aus der Politik. Im Wesentlichen geht es darum, eine Trendwende im globalen Wachstum herbeizuführen. Dazu gehört, die Fiskalpolitik dort verstärkt einzusetzen, wo Raum und Notwendigkeit besteht. Nur dann kann sich unsere Geldpolitik wieder normalisieren. Darüber hinaus brauchen wir vor allem Reformen, die beispielsweise für mehr Flexibilität in Arbeits- und Produktmärkte sorgen. Denn wir haben ein Mandat, das besagt, dass wir mittelfristig eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2 Prozent erreichen müssen. Je länger es dauert, dieses Ziel zu erreichen, desto größer wird die Gefahr, dass sich die Nebenwirkungen unserer Maßnahmen verstärken. Während wir das Unsere tun, um die Nebenwirkungen so gut es geht im Rahmen zu halten, muss die Finanzindustrie das Ihre tun und sich den neuen Gegebenheiten nach Möglichkeit anpassen. ■

YVES MERSCH Der ehemalige Notenbankpräsident Luxemburgs ist seit dem Jahr 2012 Mitglied im EZB-Direktorium.

GERT DIJKSTRA ist Chef-Strategie und Board-Mitglied des holländischen Pensionsfonds APG Asset Management.

VORDENKER

JAPANISCHE ÖKONOMIE – (K)EINE BLAUPAUSE FÜR EUROPA

Koichi Hamada lacht. „Nein“, sagt er, er müsse nicht gleich weiter. Er bleibe ein paar Tage in Frankfurt. Er wolle sich ein bisschen die Stadt ansehen, vielleicht biete das Schauspiel etwas Sehenswertes. Dann aber, dann müsse er weiter. Auf die nächste Konferenz. Und dann auf die nächste. Und dann vielleicht auf noch eine. Da müsse er erst einmal in seinen Terminkalender gucken. Koichi Hamada ist ein gefragter Mann.

Hamada ist 80 Jahre alt. Er redet ruhig und bedächtig – mit sehr vielen Pausen. Denkpausen. Das ist man als Zuhörer gar nicht mehr gewöhnt, dass man jemandem beim Denken, zuhören, ja zusehen kann. Das muss man aushalten können. Schon gleich will man diesem Wirtschaftswissenschaftler, der jahrelang an der amerikanischen Eliteuniversität Yale gelehrt hat, die nächste Frage stellen. Und noch eine und noch eine. Aber Koichi Hamada entschleunigt. Koichi Hamada denkt nach, bevor er spricht. Und er fasst keinen neuen Gedanken, bevor der alte zu Ende gedacht ist.

Das Denken ist sein Job. Hamada ist einer der engsten Berater von Shinzo Abe, dem japanischen Premierminister. Hamada gilt als einer der Architekten der Politik „der drei Pfeile“, mit dem die japanische Wirtschaft endlich aus dem



Tal der Tränen geführt werden soll. Die jüngsten Wirtschaftsdaten hatten etwas Ermutigendes. So ist das BIP im zweiten Quartal um 2,2 Prozent gestiegen und hat sich im Vergleich zum ersten Quartal beschleunigt. Experten hatten weniger

Wachstum erwartet. Aber ist das wirklich die Wende?

Hamada bezweifelt im Gespräch, dass es um Japan überhaupt so schlecht bestellt ist, wie seit Jahren behauptet wird. „Ein Grund dafür ist die falsche Berech-

ZUR PERSON

Koichi Hamada ist emeritierter Ökonomieprofessor der US-amerikanischen Eliteuniversität Yale. Geboren wurde der Wissenschaftler 1936 in Tokio, wo er auch aufwuchs und später an der Universität studierte. Hamada gehört zu den

engsten Beratern des japanischen Premierministers Shinzo Abe. Der Japaner war stets ein Verfechter von strikten, ja fast drastischen Maßnahmen. Erst mit Abe ließen sie sich durchsetzen. Der Arbeitsmarkt allerdings brauche noch Reformen.



KOICHI HAMADA trafen wir in Frankfurt bei einem Zwischenstopp auf der Euro Finance Week.

nung“, sagt der Wirtschaftswissenschaftler. Nicht in allen Bereichen, aber in einigen. Ein Beispiel sei das reale Wachstum im Haushaltsjahr 2014, das um einen Prozentpunkt gesunken sein soll. Werden allerdings die Steuereinnahmen betrachtet, so habe das Wirtschaftswachstum um drei Prozentpunkte über der offiziellen Zahl gelegen. Ein Fehler sei auch, bei der Berechnung des Wirtschaftswachstums nur wirtschaftliche Aktivitätä-

ten innerhalb der japanischen Grenzen einzukalkulieren. Angesichts des starken Außenhandels sollte man aber besser das sogenannte „Cross National Income“ zugrunde legen. Demnach wäre das BIP 2015 um 2,5 Prozent gewachsen, und nicht wie bisher errechnet um 0,8 Prozent. Dennoch hat Japan ein Problem: die Überalterung der Gesellschaft.

Japans Regierung hatte einst den Plan ausgegeben, das japanische BIP auf 500 bis 600 Mio. Yen steigern zu wollen. Seiner Meinung nach ist dieses Ziel längst erreicht.

Der japanische Arbeitsmarkt hat Reformen nötig

Die bisherigen vier Jahre von Abes Amtszeit wertet Hamada als „großen Erfolg“. Die Beschäftigung und das Steueraufkommen seien signifikant erhöht worden. Gerade der Arbeitsmarkt aber, sagt Hamada, der müsse weiterentwickelt werden.

„Die Abenomics wirken“, sagt Hamada, aber es gebe natürlich Rückschläge. Die weltwirtschaftliche Großwetterlage habe nicht gerade dazu beigetragen, dass sich Japan weiter erholen könne. Diese Großwetterlage werde beispielsweise durch China bestimmt, dessen wirtschaftliche Entwicklung sich deutlich abgekühlt habe. Auch der Brexit habe für reichlich Unsicherheit in Japan gesorgt.

In der Diskussion um die Politik der Europäischen Zentralbank wird Japan oft als Schreckensszenario genannt, nachdem das Mittel des „Quantitative Easing“ nicht die gewünschte Inflation brachte, sondern die Wirtschaft in der Deflation verharren ließ. „Das ist schwer zu vergleichen“, sagt der emeritierte Yale-Professor. Europa sei zu heterogen. Im Hinblick auf die Schwierigkeiten in der Eurozone sei vor allem die Frage, ob Länder wie Italien, Spanien oder Griechenland dem Euroraum überhaupt hätten beitreten sollen. Da lässt sich lange darüber nachdenken. ■

Japan steckt seit über 20 Jahren in der Krise. Die EU sollte sich darum sorgen.

Natürlich sind die Parallelen unverkennbar. Seit Jahren versucht die japanische Notenbank mit geöffneten Geldschleusen Inflation herbeizuschwemmen, doch nachhaltig gebracht hat das bisher wenig. In der Europäischen Union flutet die Europäische Zentralbank die Märkte mit Liquidität, und obwohl sich vielleicht kleinere positive Effekte einstellen – der große Durchbruch will einfach noch nicht gelingen. Immer wieder geht daher das Gespenst um, Japan biete das Szenario, das Europa erst noch bevorstehe. Tatsächlich zeigt der Beginn der Wirtschaftskrise Japans Bekanntes. Das Platzen der Aktien- und Immobilienblase führte zu einer Vertrauenskrise und die Wirtschaft ging in die Knie. Produzentenpreise und Löhne gerieten unter Druck, was wiederum sinkende Konsumentenpreise zur Folge hatte. Japan schlitterte in die Deflation und kam nicht mehr heraus. Tatsächlich sind sich die Ökonomen nicht einig, ob Japan als schlechtes Beispiel für die Europäische Union taugt. Koichi Hamada, der emeritierte Yale-Professor, beschwichtigt. Europa sei sehr heterogen. Die Umstände und Bedingungen seien nicht vergleichbar. Und zudem: Japan stehe besser da, als es die angewandte Statistik vermuten lässt. Zu hoffen wäre das. Sicher ist es leider nicht.

Herzlich
Ihre

INKEN SCHÖNAUER
CHEFREDAKTION
INTERNATIONAL
BANKERS
FORUM



Kinoreif: „Danger is real. Fear is just an option.“

Das gut besuchte zweite FAROS Institutional Investors Forum (FIIF) war geprägt von der Sorge von Pensionskassen, Versicherern und anderen Institutionellen Investoren angesichts der anhaltenden Niedrigzinsphase mit einer Absenkung des Leitzinses durch die EZB auf erstmalig null Prozent und unsicheren politischen Verhältnissen insbesondere in den USA und Großbritannien. Die Mehrheit der Redner, darunter EZB-Direktor Yves Mersch und Steve Keen, Kingston University London, stimmten auf eine Welt ohne „sicheren“ Zins ein. In den Fachpanels nahm unter den rund 250 Teilnehmern aus diesem Grund auch der Diskurs über die Chancen und Risiken der aktuellen Kapitalmarktsituation und über die bei der Konferenz präsentierten Investmentansätze, insbesondere mit alternativen Anlagestrategien, einen breiten Raum ein.

In Anlehnung an Will Smith im Hollywoodstreifen „After Earth“ lautet die Losung: „Danger is real. Fear is just an option“. Die Institutionellen Investoren zeigten sich entschlossen, nicht in Angststarre zu verfallen, sondern die vorhandenen Investment-Chancen zu nutzen und dabei auch einmal neue Wege zu gehen. Ein schönes Feedback kam beim Ausklang im Clubhaus Germania von einem Teilnehmer, der erstaunt konstatierte, dass er noch nie eine derart offene und emotionale Diskussion auf einer Investmentkonferenz erlebt und die Vernetzung und den Austausch mit anderen Investoren genossen habe.

Herzlich
Ihr

UWE RIEKEN
GESCHÄFTS-
FÜHRER
FAROS
CONSULTING



INTERVIEW

„DIE WIRTSCHAFTLICHEN UND POLITISCHEN ELITEN HABEN WELTWEIT VERSAGT“

Der australische Wirtschaftswissenschaftler Steve Keen nimmt kein Blatt vor den Mund. Mit provokanten Äußerungen stellt er sich gegen das, was man „Mainstream“ nennt. Auch an Protestaktionen von Wirtschaftskritikern beteiligt er sich.

Prof. Keen, sehen Sie Licht am Ende des Tunnels, wenn es um die Finanzkrise geht?

Steve Keen: Um ganz ehrlich zu sein, sehe ich gar kein Licht. Die wirtschaftlichen und politischen Eliten auf der ganzen Welt müssen zur Kenntnis nehmen, dass ihre Konzepte letztlich versagt haben.

Warum?

Keen: Nehmen wir Neoliberalismus als Beispiel. Er hatte mal seine Zeit, aber nur deshalb, weil ihn ein enormer Anstieg der privaten Verschuldung finanziert hatte. Diese Last liegt nun bei den normalen Arbeitnehmern. Die werden unzufrieden und wählen gegen das sogenannte Establishment.

Wollen Sie damit sagen, dass Brexit und Donald Trump die logischen Konsequenzen sind?

Keen: Ja, sie sind logische Konsequenzen eines gescheiterten Systems. Schauen wir auf die ehemalige Sowjetunion. Natürlich war das System fehlerhafter, als es der Neo-

liberalismus je gewesen ist. Aber im Ergebnis war es dasselbe. Die Menschen gingen auf die Barrikaden, weil sie nichts mehr zu verlieren hatten. Wir erleben gerade einen milderen Wandel als das, was damals im Osten passierte. Das System im Westen ist nicht ganz so dysfunktional. Aber es ist dysfunktional.

Warum ist es so gefährlich, mehr Schulden zu machen?

Keen: Weil Kredite, die nichts anderes als Verschuldung sind, die Nachfrage erhöhen, während die Verschuldung weiter steigt. Das hat enorme Auswirkungen auf die Wirtschaft. Selbst dann, wenn Arbeitnehmer sich nicht verschulden, zahlen sie dennoch dafür, denn ihr Einkommen sinkt, während das der Banker steigt. Was wir sehen, ist ein Aufstand gegen die Globalisierung und Finanzialisierung. Die absoluten Verlierer sind die Arbeitnehmer der sogenannten Ersten Welt. Die multinationalen Konzerne sind die Gewinner.

Welche Lösung schlagen Sie denn hier vor?

Keen: Wir müssen die private Verschuldung senken.

Und wie?

Keen: Durch einen „modernen Schuldenerlass“. Zurzeit pumpen die Zentralbanken Geld in den Finanzsektor, indem sie QE (Quantitative Easing) be-

Kritisch

Steve Keen hatte schon 2005 vor einer Wirtschafts- und Finanzkrise gewarnt.



PROFESSOR IN EILE Morgens noch in Frankfurt, hatte Steve Keen nach dem Interview schon am frühen Nachmittag wieder eine Ökonomie-Vorlesung in London.

treiben. Das Gleiche könnten sie mit den privaten Schulden machen und Geld auf private Konten pumpen. Die Schuldner hätten ihre Schulden reduziert, die Sparer würden eine Finanzspritze kriegen.

In Ihrem neuen Buch teilen Sie die Länder in drei Gruppen ein. Bitte erläutern Sie uns das.

Keen: Ich beschreibe Länder entweder

als „wandelnde Toten der Verschuldung“, „Zombies in spe“ oder die „immun“ sind. Die „wandelnden Toten“ sind Länder wie die USA, Großbritannien und Spanien, in denen die private Schuldenblase 2008 geplatzt ist. In diesen Ländern wächst das Kreditvolumen nur wenig und die Entwicklung der Volkswirtschaften stagniert. Die „Zombies in spe“



VIELLEICHT IST DAS EIN NEUSTART FÜR REINDUSTRIALISIERUNG.

STEVE KEEN

sind Länder wie China, Australien, Kanada und sogar Belgien, die im Laufe der Weltwirtschaftskrise weiter Kredite aufnahmen und nun viel höheres Niveau in der Privatverschuldung haben; sobald diese Privatverschuldung nicht mehr steigt, beginnt dort die Krise. Die „immun“ Länder haben große Handelsüberschüsse kreiert, die ihnen ein kontinuierliches Wachstum ohne allzu große Privatverschuldung ermöglicht haben.

Ist Deutschland eine Ausnahme?

Ja. Deutschland ist vielleicht das einzige Land, bei dem wir einen sinkenden Anteil bei der Privatverschuldung beobachten. Der Grund dafür ist der riesige Handelsüberschuss: Man muss auf dem heimischen Markt kein Geld schaffen, denn die Exporteinnahmen erzeugen dieses Geld selber. Ein weiterer Grund ist die Tatsache, dass in Deutschland aufgrund der extrem mieterfreundlichen Gesetze keine Notwendigkeit besteht, eine Immobilie kaufen zu müssen. Das hält die Verschuldung niedrig.

Was denken Sie denn über den Brexit und seine Folgen?

Keen: Ehrlich gesagt, sehe ich nur wenige negative Folgen. Wenigstens wird der Wechselkurs korrigiert und der Pfundkurs ist, wo er sein sollte. Vielleicht ist das ein Neustart für Englands Reindustrialisierung. Das produzierende Gewerbe hat früher 25 Prozent des BIP ausgemacht – nun sind es 12 Prozent. Das muss wieder aufgebaut werden. ■

STEVE KEEN Seit September 2014 ist Keen Leiter des wirtschaftswissenschaftlichen Fachbereiches der Kingston University in London.



STRATEGIE

Alexander Tavernaro beschäftigt sich als Senior-Portfolio-Manager mit der quantitativen Anlagestrategie. Wir treffen ihn bei Invesco in Frankfurt zum Gespräch.

INTERVIEW

QUANTITATIVE STRATEGIE: MIT DER MACHT DER ZAHLEN IN DIE ZUKUNFT

Invesco ist ein international agierender Asset-Manager, der Assets von über 800 Mrd. Dollar verwaltet. In Frankfurt ist das Asset-Management unter „quantitativen“ Modellen angesiedelt. Das verwaltete Vermögen dabei liegt bei 35 Mrd. Dollar. Immer mehr Staatsfonds nehmen sich dieser Strategien an.

Herr Tavernaro, Sie betreiben die Quantitative Analyse nicht erst seit gestern. Wie hat sich dieses Modell im Laufe der Zeit verändert?

Alexander Tavernaro: Die Modelle sind tatsächlich vor über 30 Jahren entwickelt worden. Die Idee dabei ist, anhand verschiedener Faktoren ein umfassendes Bild über ein Unternehmen zu bekommen, um damit eine Investmententscheidung treffen zu können. Die Modelle von damals sind aber mit den Modellen von heute natürlich nicht mehr vergleichbar. Das hat auch mit der Vielfalt und der Masse von Daten zu tun, die heute zur Verfügung stehen. Das hat sich genauso verändert wie der Fokus der Investoren.

Nämlich?

Tavernaro: Es gibt einige Produkte von damals, die heute auch von passiven Anbietern im Markt sind. Unser Angebot hat sich eher diversifiziert. Die wachsenden Teilbereiche sind eher die der Alternativen Anlagestrategien und des Absolute Returns. Das hat sich spätestens seit dem Ausbruch der Finanzkrise in den Vordergrund geschoben und wird nun natürlich durch die extrem niedrigen Zinsen begünstigt.

Wie gehen Sie bei der Auswahl der Anlagen vor?

Tavernaro: Wir suchen beispielsweise nach Aktien, die im Vergleich zu anderen Papieren langfristig attraktiver bewertet

sind. Bei Aktien wenden wir unter anderem „Value-Kriterien“ an. Dazu gehören z.B. Cashflow-Renditen, Gewinnrenditen oder auch die Dividendenrendite. Die Idee ist, dass die billigeren Aktien langfristig die teureren Aktien outperformen sollen.

Da gibt es aber Zyklen.

Tavernaro: Ja, das stimmt, Value-Kriterien waren in den letzten Jahren nicht so erfolgreich. Das kommt erst langsam wieder zurück, aber es ist auch nur ein Teil unserer Betrachtung. Wichtig für unsere Bewertung ist auch die Bilanz. Wir mögen Aktienrückkäufe, das kommt den Aktionären zugute.

Was gefällt Ihnen nicht?

Tavernaro: Wenn Unternehmen mit ihrem Cash-Bestand oder über Kreditaufnahme andere Unternehmen kaufen. Da werden meist viel zu hohe Preise gezahlt und bis Synergien tatsächlich gehoben werden, kann es sehr lange dauern. Wenn sie sich denn überhaupt einstellen.

Gibt es weitere neue Trends?

Tavernaro: Wir beobachten sehr genau, was die „Short-Seller“ tun. Wir haben festgestellt, dass sie oft über „überlegene“ Informationen verfügen, die eine gute Indikation sein können. Damit sind natürlich nicht Insider-Informationen gemeint. Aber wir beobachten, dass sich Short-Seller oft sehr intensiv und detailliert mit Unternehmen beschäftigen, und eine verstärkte Aktivität ruft uns auf den Plan.

Und wenn Sie eine verstärkte Aktivität feststellen?

Tavernaro: Wir schichten natürlich nicht sofort das ganze Portfolio um, das ist eher ein gleitender Prozess. Aber es ist ein Faktor von vielen, die wiederum unterschiedlich gewichtet sind.

Ereignisse wie der Brexit oder die Präsidentschaftswahl in den USA können Sie also erst mal vernachlässigen.

Tavernaro: Ja, zunächst haben solche Ereignisse gar keine Auswirkung auf unsere Strategie. Es ist dann eher die Frage, was das zukünftig bedeutet. Veränderungen spürt man über die Zeit. Und manchmal auch nur dann, wenn sie Einfluss auf die Risikobewertung haben.

Dann kümmert Sie auch die EZB-Politik kurzfristig wenig?

Tavernaro: Das ist so. Wir vergleichen Assets in ihrer Peergroup untereinander und versuchen die guten von den schlechten zu trennen. Dabei ist das Marktumfeld für alle gleich. Das von makroökonomischen Bedingungen abhängig zu machen, würde eine Gewichtung schaffen, die ihnen nicht zusteht.

Die Investoren haben aber eine gewisse Renditeerwartung, die Sie in den zinslosen Zeiten schwerer bedienen können.

Tavernaro: Ja, das stimmt. Es ist aber eindeutig festzustellen, dass sich die Risikobereitschaft in den vergangenen Jahren deutlich erhöht hat, um die angestrebte Renditeerwartung zu erzielen.

Warum sollten sich denn Institutionelle Investoren Ihrer Dienste bedienen? Das können sie doch im Zweifel auch selbst?

Tavernaro: Wir stehen gerade mit außereuropäischen Staatsfonds in engem Kontakt – vor allem mit asiatischen. Dort haben Asset-Manager eine hohe strategische Bedeutung. Aber wir stehen tatsächlich auch in zunehmendem Wettbewerb mit den Inhouse-Abteilungen, die diese Staatsfonds über die Zeit selbst aufgebaut haben. ■

ALEXANDER TAVERNARO ist Senior-Portfolio-Manager bei Invesco.

UMFRAGE

NIEDRIGZINS, TRUMP UND BREXIT. WO GEHT ES HIN?

Auf der Suche nach dem richtigen Investment sind sie alle. Aber nicht alle Investoren haben die gleichen Bedingungen. Pensionskassen oder Lebensversicherer haben unter Umständen einen eingeschränkteren Anlagehorizont als die Chefinvestoren von Stiftungsvermögen. Die wiederum können vielleicht überall in der Welt anlegen, müssen aber gewisse Branchen auslassen. In einer Umfrage unter institutionellen Anlegern haben wir nach dem Ausblick für 2017 und die Strategie gefragt.

01. Wie ist Ihr Ausblick für das Jahr 2017?
02. Was ist Ihre Strategie, um als Investor diese Niedrigzinsphase zu überstehen?
03. Nach welchen Modellen gehen Sie prinzipiell bei der Suche nach Investments vor?

York Hosak, Geschäftsführer, Faktum B – Family Office

01. Geopolitische Krisen, Trump und Brexit-Folgen, die Zukunft der EU und die drohenden Wahlerfolge von populistischen Parteien machen es unmöglich, klare Vorstellungen zu entwickeln, was von 2017 zu erwarten ist. Allenfalls kann erwartet werden, dass Märkte volatiliter werden und Risikoprämien steigen. Auch Zinsprognosen, wann der Wendepunkt in der Eurozone kommt und wie es mit den US-Zinsen weitergeht, sind unmöglich.



Auf der Euro Finance Week trafen institutionelle Anleger und andere Marktteilnehmer zu Gesprächen zusammen.

Unter den rund 200 Gästen, Rednern, Investoren und Asset-Managern waren auch York Hosak (Bild 1), Marco Brockhaus (Bild 2), Andreas Lindner (Bild 3) Walter Botermann (Bild 4) und Friedrich-Wilhelm Floren (Bild 5). Sie alle diskutierten über die Möglichkeiten in diesen Zeiten der neuen Normalität. Klar ist: Einfacher werden die Zeiten nicht. Die Suche nach der richtigen Assetklasse wird schwieriger – vor allem wegen der niedrigen Zinsen.

“ **DIE ZINSEN BLEIBEN NIEDRIG. ES SIND ALSO KEINE PHASEN ZU ÜBERSTEHEN. WIR ERLEBEN EINE NEUE ZEITRECHNUNG.** CHRISTIAN WRIEDT

02. Möglichst viel Exposure zu Real Assets (Aktien, PE/Venture, und Immobilien), die alle und vor allem in Kombination gute Chancen haben, einen positiven realen Return zu erwirtschaften. Dabei sind illiquide Investments besonders attraktiv wegen ihrer Illiquiditätsprämie, die verdient werden kann. Als Absicherung gegen die oben genannten Unsicherheiten wird die Gold-Allokation erhöht. Solange die Zinsen so niedrig sind, wird Leverage aktiv genutzt.
03. Vor allem strategische Asset-Allocation-Analysen, bei denen unter einer vorgegebenen Zielrendite die möglichst risikooptimale Gewichtung von Assetklassen allgemein, der Portfolio-optimale Aufbau von illiquiden Assetklassen und von Leverage modelliert werden und Szenario-Analysen bzw. Stresstests unterzogen werden. Innerhalb der Assetklassen wird grundsätzlich nach den besten Managern gesucht. Diese müssen im liquiden Bereich nach Kosten nachhaltig besser gewesen sein und zukünftig voraussichtlich auch besser sein als die ETF-Alternativen.

Joachim Fröhlich, Generalbevollmächtigter, Evangelische Bank

01. Das Jahr 2017 wird aus vielerlei Hinsicht ein herausforderndes Jahr. Insbesondere die Niedrigzinspolitik gepaart mit den weiter zunehmenden geopolitischen Risiken (Wahlen in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden, Regierungswechsel in den USA etc.) wirken sich belastend auf die Geschäftstätigkeit der Kunden und in der Folge damit auch auf unser Haus aus. Wir gehen jedoch zunächst von einem stabilen Geschäftsergebnis aus, jedoch machen sich die Auswirkungen der Niedrigzinspolitik immer mehr bemerkbar.
02. Diversifikation durch Verbreiterung der Asset Allocation und Kostenoptimierung.
03. Wir selektieren unsere Portfolien dem Grunde nach im Geist der Asset Allocation, da wir glauben, dass

dies auf globaler Ebene und perspektivisch der sinnvollste Ansatz ist.

Christian Wriedt, Vorsitzender des Kuratoriums, Körber Stiftung

01. In der Tendenz positiv. Damit meine ich die wirtschaftliche Entwicklung. Störfeuer erwarte ich aus der (Welt-) Politik. Wie geht es weiter mit Italien und was passiert in Frankreich? Welche Diskussionen erwarten uns im Wahlkampf 2017 hier in Deutschland?
02. Die Zinsen bleiben niedrig. Es sind also keine „Phasen“ zu überstehen – wir erleben eine neue Zeitrechnung – die Zinsen bleiben auf sehr niedrigem Niveau. Daher gilt bei mir seit jeher: Sachwerte – d.h. Aktien und Immobilien, sonst nichts!
03. Bei Immobilien: Lage – Lage – Lage! Bei Aktien: Gesellschaften, die mich mit einem zukunftssträchtigen Geschäftsmodell überzeugen.

Walter Botermann, Vorstandsvorsitzender Alte Leipziger – Hallesche Konzern

01. Die größte Herausforderung im Jahr 2017 stellt sicherlich weiterhin die Niedrigzinsphase mit ihren Auswirkungen auf die Altersversorgung und auch auf die Kalkulationsgrundlagen in der Krankenversicherung dar. Chancen für Vermittler sehe ich durch die Ausweitung der betrieblichen Altersvorsorge auf bisher nicht erschlossene Personenkreise, wie es das kürzlich vorgestellte Konzept von Andrea Nahles vorsieht. Das innenpolitisch wichtigste Ereignis ist sicherlich die Bundestagswahl im September. Ihr Ergebnis wird auch Weichen im Bereich der Finanzdienstleistungen stellen. Das Thema Bürgerversicherung könnte wieder auf die Agenda rücken, obwohl viele Fachleute das duale Gesundheitssystem in Deutschland für eines der leistungsfähigsten der Welt halten.
02. Neben den Anteilen an Aktien und Immobilien am Kapitalanlagenbestand, die weiter ausgeweitet werden sollen, stellen Investitionen in

die Erzeugung erneuerbarer Energien eine Möglichkeit dar, mit stabilen Erträgen die Kundengarantien zu erfüllen.

03. Die Anlage in Renten und Aktien sowie Immobilien zu Wohnzwecken und für den Einzelhandel werden wie bisher durch unsere eigenen erfahrenen Mitarbeiter durchgeführt. Spezielle Fragen zu erneuerbaren Energien und zu Teilen von Immobilieninstrumenten werden mithilfe von Beratern geprüft und zur Entscheidung vorbereitet.

Andreas Lindner, Chief Investment Manager Life / Health Germany, Allianz Investment Management

01. Eine Kristallkugel habe ich nicht. Was man aber sicher sagen kann, ist, dass die Volatilität an den Kapitalmärkten eher zu- als abnehmen wird. 2017 wird sicher ein spannendes Jahr werden, bei dem Themen wie der Brexit, die Wirtschaftspolitik der USA oder auch die Frage des Wachstums von China die Anleger beschäftigen werden. Vorteil eines großen Lebensversicherers ist sicher, dass wir langfristig anlegen und damit kurzfristige Schwankungen nahezu unbedeutend für die erwirtschaftete Rendite unserer Altersvorsorgekunden sind.
02. Wir haben bereits seit acht Jahren unsere Anlagestrategie auf die derzeit dauerhaft niedrigen Zinsen ausgerichtet. So haben wir beispielsweise frühzeitig die Duration unserer festverzinslichen Kapitalanlagen verlängert und damit die damals noch deutlich höhere Verzinsung gesichert. Zudem konzentrieren wir uns auf Anlageklassen, in denen unsere Expertise einer weltweiten Aufstellung, unsere Größe von gruppenweit rund 700 Mrd. Euro und unser langfristiger Anlagehorizont als Lebensversicherer ein Wettbewerbsvorteil sind. Das sind nichthandelbare Anlageklassen, sprich sogenannte alternative Kapitalanlagen. So haben wir eigene Teams aufgebaut, etwa für ▶

► Gewerbeimmobilien- und Infrastrukturfinanzierungen, für erneuerbare Energien, für Infrastruktureigenkapitalfinanzierungen.

Zuletzt haben wir ein Team für Mittelstandsfinanzierungen in den USA eingerichtet.

03. Mischen und Streuen ist unsere oberste Maxime. Als Lebensversicherer und langfristiger Investor konzentrieren wir uns darauf, die Verpflichtungen gegenüber den Kunden langfristig zu bedienen. Dabei verfolgen wir das Ziel, bei begrenztem Risiko eine möglichst attraktive Rendite zu erreichen und diversifizieren aus Sicherheitsgründen die Kapitalanlagen breit über rund 50 Anlageklassen, wie beispielsweise Länder, Regionen und Währungen. Dank der breiten Streuung und Mischung können Kursschwankungen in einzelnen Segmenten ausgeglichen, sehr stabile Erträge erzielt und auf Dauer eine attraktive Rendite für die Kunden erzielt werden.

Andreas Kretschmer, Hauptgeschäftsführer, Ärzteversorgung Westfalen-Lippe

01. Auch das Jahr 2017 dürfte im Zeichen von weltweit geringem Wachstum bei gleichzeitig hoher Verschuldung und geopolitischen Spannungen stehen. Die weitere Entwicklung in der Eurozone und der Einfluss der weltweiten Notenbanken auf die Finanzmärkte werden vermutlich die treibenden Kräfte bleiben.
02. Die ÄVWL hat die positiven Ergebnisse der vergangenen Jahre genutzt, um Risikokapital aufzubauen. Dieses erlaubt es der ÄVWL, zunehmend langfristige Investitionen zu tätigen, die trotz verändertem Rendite-/Risiko-Profil feste Cashflows aufweisen, sich dem Markteinfluss weitgehend entziehen und Illiquiditäts-, Komplexitäts- oder Innovationsprämien beinhalten (z.B. nicht gelistete Infrastruktur, erneuerbare Energien, gewerbliches Darlehensersatzgeschäft mit dinglichen Sicherheiten). Ein traditionell hoher Anteil an



MAN DARF FÜR 2017 NICHT ZU NEGATIV SEIN. DIE WELTWIRTSCHAFT SCHEINT SICH LANGSAM ZU VERBESSERN. DABEI SOLLTE AUCH CHINA MIT IM FOKUS STEHEN. ES GIBT HOFFNUNG.

FRIEDRICH-WILHELM FLOREN

Immobilien sowie eine hohe Diversifikation über Ländergrenzen hinweg sind ebenfalls feste Bestandteile unserer Strategie.

03. Die ÄVWL verfolgt eine klar umrissene Langfrist-Strategie (s.o.). Auch wenn Modelle dabei vereinzelt zum Einsatz kommen (z.B. Minimum-Varianz-Mandate oder Smart-Beta-Ansätze), ist zu berücksichtigen, dass diese generell zunehmend unter dem Einfluss von unvorhersehbaren Strukturbrüchen leiden – sie sind insofern stets mit großer Vorsicht zu betrachten.

Friedrich-Wilhelm Floren, Geschäftsführer, Versorgungswerk der Landesärztekammer

01. Man darf für 2017 nicht zu negativ für die Märkte sein. Die Weltwirtschaft scheint sich langsam zu verbessern. Dabei sollte auch China mit im Fokus stehen, dort scheint eine schwierige Phase durchschritten zu sein und es gibt Hoffnung auf eine stabilere Konjunktur. Die Aktienmärkte scheinen zu diesen Annahmen bereits den richtigen „Riecher“ zu haben. Neue All-Time-Highs“ an den US-Börsen nach einer längeren Konsolidierung

sprechen für sich und haben auch Ausstrahlungswirkung! Siehe die aktuelle Entwicklung der Eurobörsen, speziell den DAX.

An den Rentenmärkten muss dementsprechend mit moderaten Zinsanstiegen gerechnet werden. Diese werden in den USA etwas stärker als in Europa sein. Ein Rentencrash ist bei weiterer Einflussnahme der Notenbanken nicht zu erwarten.

02. Die Strategie für 2017 besteht darin, die Fixed-Income-Rückflüsse (Zinsen und Tilgungen) in Private Equity, Infrastruktur und höherverzinsliche Kreditstrategien zu investieren. Auch werden Opportunitäten auf der Immobilienseite gesucht. „Normale“ Rentenanlagen werden mit hoher Wahrscheinlichkeit keine nennenswerten Erträge bringen.
03. In den berücksichtigten strategischen Anlageklassen screenen wir die technischen Entwicklungen auf positives oder negatives Erscheinungsbild. Auf das entsprechende Ergebnis wird ein fundamentaler Top-down-Ansatz gelegt. Sind die Erwartungswerte den Assetklassen dann ausreichend ergiebig, werden Investitionsbeschlüsse gefasst. Mit dieser Vorgehensweise haben wir nachhaltig gute Ergebnisse erzielt.

Kai Kunze, Geschäftsführer, Peter Möhrle

01. Es wird weiter viel zu viel Geld im Markt geben, als dass sich die Realwerte im Preis stark nach unten bewegen könnten. Mit hoher Volatilität wird sich der Markt weiter der Überhitzung nähern. Dass er platzt, ist sicher. Wann er platzt, weiß keiner.
02. Wir als Familien-Industrieholding sehen Investments langfristig. Wir können Phasen wie diese durchstehen. Eigentlich müsste man sich verschulden, aber das ist nicht unsere Art. Wir investieren einfach in gute Unternehmen und Projekte.
03. Überzeugende Konzepte in guten zukunftsorientierten Märkten gepaart mit der richtigen Kompetenz in der Umsetzung. ■