

Handelsblatt

INFLATION UND GELDANLAGE

„Wir erwarten einen Goldpreis von 2300 Dollar“

von: Jessica Schwarzer
Datum: 04.08.2016 10:36 Uhr

PREMIUM Die Inflation wird kommen, die Kapitalmärkte hat sie sogar bereits erreicht, ist Mark Valek überzeugt. Der Fondsmanager glaubt, dass Anleger darauf nicht vorbereitet sind. Was für den Fall der Fälle ins Depot gehört.



Goldbarren

Mit der Inflation würde auch der Goldpreis steigen.

(Foto: dpa)

Mark Valek ist Österreicher und auch Anhänger der „Österreichischen Schule der Nationalökonomie“, die etwa politisch motivierte Zinspolitik scharf kritisiert und den Staat möglichst fern der Wirtschaft halten möchte. Valek hat sogar einen Fonds aufgelegt, dessen Strategie auf dieser Lehre aufbaut. Der Fonds setzt je nach Marktlage auf Inflation oder Deflation. Eins wird schnell klar, von der Politik des billigen Geldes der Notenbanken hält er wenig.

Herr Valek, die Notenbanken fluten die Märkte seit Jahren mit Liquidität, wo bleibt die immer wieder befürchtete Inflation?

Der Begriff Inflation ist eine Definitionssache. Derzeit wird der Begriff Inflation gemeinhin als Synonym für die Teuerung der Konsumentenpreise verstanden. Doch ursprünglich bedeutet Inflation eine Aufblähung beziehungsweise ein Anschwellen der Geldmenge. Die Teuerung der Preise ist eine Konsequenz aus der Inflationierung der Geldmenge und sollte daher genau

genommen begrifflich unterschieden werden.



Mark J. Valek

Manager des Austrian Economics Golden Opportunities Fund (AEGO).

Also stecken wir mitten drin in der Inflation?

Wir erleben zweifelsfrei Inflation im ursprünglichen Sinne, also eine Aufblähung der Geldmenge. Die Teuerung der Konsumgüter findet einstweilen noch in einem begrenzten Maß statt. Jedoch ist eine Teuerung bei diversen Anlagegütern definitiv festzustellen und die hat natürlich mit den monetären Experimenten der Notenbanken zu tun. Null- und Negativzinsen haben massive Auswirkungen auf Anleihen, Immobilien und auch Aktien. Wenn man einen derart wichtigen Preis für die Wirtschaft, nämlich den Preis für das Geld manipuliert beziehungsweise

reguliert, dann muss man mit entsprechend starken Verzerrungen bei den Vermögenswerten rechnen.

Würden Sie diese massiven Auswirkungen auf die Preise bereits als Blasen bezeichnen? Beispielsweise am Aktienmarkt?

Blase ist natürlich immer ein gefährliches Wort. Wenn man aber gewisse Indizien der Aktienbewertung hernimmt, also klassische Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis und dergleichen, dann sind wir sicher nicht mehr im günstigen Terrain. Wenn wir uns Europa ansehen, sind die Bewertungen vielleicht noch vertretbar. Überteuert sind aus meiner Sicht die USA. Da wird implizit sehr viel Wirtschaftswachstum eingepreist in den Kurs-Gewinn-Verhältnissen der Aktien. Doch dieses Wachstum sieht man derzeit nicht, im Gegenteil, es schwächt sich weiter ab. Aktien sind in den Industrienationen tendenziell überteuert.

Und der Anleihemarkt?

Hier wird die Überhitzung eindeutig, wenn man auf die Renditen schaut. Hier sehen wir negative Renditen in Staatsanleihebereich und teilweise bei Unternehmensanleihen. Wir haben Minuszinsen, müssen also dafür zahlen, wenn wir dem Staat Geld borgen dürfen, der aber ohnehin stark verschuldet ist und dessen Verschuldung tendenziell weiter steigt. Das ist eine deutliche Überteuering. Das meinen übrigens auch sehr prominenten Köpfe wie der ehemaligen US-Notenbankchef Alan Greenspan, der sich in den vergangenen Tagen und Wochen ähnlich geäußert hat.

Wie sieht es mit den Immobilien aus?

Die recht hohen Immobilienpreise sind wohl oder übel auch eine Folge der Zinsentwicklung. Immobilien mit nur noch sehr geringen Mietrenditen sind auch kein besonders werthaltiges Investment mehr. Ihr großer Nachteil ist die mangelnde Liquidität. Das wird gerade wieder in London sichtbar. Wenn es zu einem unerwarteten Schock kommt wie etwa der Brexit einer war, dann können Immobilienbesitzer ziemlich böse Überraschungen erleben. Das gilt insbesondere für diejenigen, die ihr Immobilieninvestment über Fonds spielen und dieses Engagement geistig wie ein Wertpapier behandeln und ihn in dieselbe Liquiditätsklasse einreihen wie einen Aktienfonds. Bei Immobilien sehe ich in erster Linie Liquiditätsrisiken, auf die man achten sollte.

Und wo sehen wir aktuell die größte Blase?

Die größte Blase ist meiner Meinung nach die „Fiat money“-Blase.



AKTIEN, RENTEN, IMMOBILIEN

Finden Sie den passenden Fonds

Mit der Fondssuche lassen sich Fonds nach Kosten, Renditen und Anlageklassen sortieren. Welcher Fonds zu Ihnen passt. [mehr...](#)

„Fiat money“, also „es werde Geld“.

Genau. Wir haben seit den 1970er-Jahren ein völlig ungedecktes Geldsystem, das in einer exponentiellen Art und Weise seit viereinhalb Dekaden von Notenbanken und Geschäftsbanken durch Kreditschöpfung aufgebläht wird. Seit 2008 ist der systemisch benötigte, permanente Inflationierungsvorgang ins Stocken geraten. In der Folge treten nun immer stärker die Phänomene Preisinflation und Preisdeflation auf. Diese sind Symptome eines instabilen Geldsystems. Die größte Blase ist unser derzeitiges Geldsystem selbst. Es wird Geld aus dem Nichts geschaffen - und das in immer schnellerer Geschwindigkeit.

Wie sieht vor diesem Hintergrund ihre Inflationsprognose aus?

Eine steigende Teuerung wird kommen, darüber schreiben wir schon länger. Eine Geldentwertung ist letzten Endes der einzige vermeintliche Weg aus der chronischen Überschuldung, welche die Industrieländer plagt aber ironischerweise durch die Nullzinspolitik nur verschlimmert wird. „Heraus zu wachsen“ wäre natürlich der angenehmste Weg aus der Misere. Es gibt nur keine realistische Kombination von Wachstum und Besteuerung, welche den Staaten das herauswachsen aus der Überschuldung ermöglichen würde. Bei Ausbleiben ausreichenden Wachstums gibt es letzten Endes nur zwei Möglichkeiten. Die erste wäre ein Schuldenschnitt. Das ist natürlich extrem unangenehm und systemisch auch alles andere als erwünscht. Denn dann würden sogenannte risikolose Anlagen, die jede Bank und jede Versicherung halten muss, beschnitten. Eine riesen Eruption wäre programmiert. Deshalb tun Notenbanken alles - aber wirklich alles - dafür, die zweite Variante auszulösen.

Die Inflation?

So ist es. Viele Marktteilnehmer bezweifeln derzeit, dass eine Teuerung der Konsumentenpreise wirklich fabriziert werden kann. Meiner Meinung nach ist in diesem Geldsystem die Aufgabe einer Notenbank aber genau das: Inflation zu produzieren, den Kreditschöpfungsprozess der Geschäftsbanken zu orchestrieren und das Geld sukzessive zu entwerten. Durch die Aufblähung der Geldmenge geschieht auch ein permanenter Vermögenstransfer hin zu den Erstempfängern des neu geschaffenen Geldes während die Geldhalter sukzessive verwässert werden. Es gibt seit Ende des Goldstandards keine Restriktionen wie viel Geld geschaffen werden darf. Dementsprechend werden die Notenbanker Maßnahmen finden Geld zu schaffen und es nachfragewirksam unter die Leute zu bringen. Es gibt keinen Plan B. Die EZB druckt so lange Geld, bis auch Konsumentenpreisinflation zu sehen ist.

Immer wieder wurden auch Forderungen nach sogenanntem „Helikopter-Geld“ laut. Was halten Sie davon?

Beim „Helikopter-Geld“ als potenziellem Ausweg aus der Liquiditätsfalle unseres miserablen Bankensystems sind wir innerhalb der akademischen Diskussion schon relativ weit fortgeschritten. Man würde quasi Liquidität an den Banken vorbei schleusen und die nicht stattfindende Geldschöpfung aus dem Bankensystem zu umschiffen. Das ist ein bisschen so wie ein Bypass bei

einer Herztransplantation. Die Liquidität würde direkt zu den Konsumenten kommen und für Nachfrage sorgen. Das werden wir früher oder später sehen, wenn die Teuerung nicht von alleine kommt.

WAS HINTER DEM „HELIKOPTERGELD“ STECKT

Was versteht man unter „Helikoptergeld“?

Die Idee ist denkbar einfach: Man muss nur im großen Stil Geld unter der Bevölkerung verteilen, schon kommt die Wirtschaft durch den Geldregen in Schwung und die Inflation zieht an. Was zunächst wie ein Scherz klingt, wird aktuell in Finanzkreisen ernsthaft diskutiert.

Hat es so etwas schon mal von einer Notenbank gegeben?

Nein, das reine Verschenken von Geld wurde von führenden Notenbanken noch nicht in die Tat umgesetzt. Während der Finanzkrise 2008 verteilte die US-Regierung zwar Steuergutschriften an Privathaushalte. Allerdings gibt es einen Unterschied zum „Helikoptergeld“: Die US-Notenbank verschenkte in der Krise kein Geld, sondern sicherte ihre Geldschwemme über den Kauf von Wertpapieren ab. Ähnlich geht zurzeit die EZB vor. Werden einmal gekaufte Wertpapiere wieder verkauft oder fällig, fließt das Geld zurück zur Notenbank. Dies wäre bei „Helikoptergeld“ nicht der Fall.

Wie wird in der EZB-Führung über die Idee gedacht?

Notenbankchef Mario Draghi versicherte zwar, dass innerhalb des EZB-Rates nicht ernsthaft über die Idee des „Helikoptergeldes“ gesprochen wurde. Auf der Pressekonferenz nach der jüngsten Zinsentscheidung der Notenbank hatte er aber auf die Frage eines Journalisten die Idee nicht rundweg abgelehnt, sondern als „ein sehr interessantes Konzept“ bezeichnet. Etwas konkreter wurde EZB-Chefvolkswirt Peter Praet. In einem Interview mit der Zeitung „La Repubblica“ stellte der Vordenker der EZB klar, dass theoretisch alle Notenbanken dieses „extreme Instrument“ einsetzen könnten. Es stelle sich nur die Frage, ob und wann der Einsatz Sinn mache.

Wie wäre das in der Praxis umsetzbar?

So einfach das Konzept in der Theorie wirkt, so schwierig wäre die Umsetzung. Zunächst einmal hat die EZB nicht die Kontonummern der etwa 337 Millionen Bürgern der Eurozone, um das Geld zu überweisen. Allein an der Zahl der Konten zeigt sich die bürokratische Herkules-Aufgabe, die mit einer solchen Maßnahme verbunden wäre. Schwierig wird es auch aus bilanztechnischen Gründen. Bisher gilt das Prinzip: Frisches EZB-Geld gibt es nur gegen Sicherheiten als Gegenleistung. Wenn die EZB das Geld aber einfach verschenken würde, dann stellt sich die Frage: Wie soll das verbucht werden? Nach Einschätzung von Commerzbank-Experte Michael Schubert wäre das Auszahlen von „Helikoptergeld“ unter dem Strich nur indirekt über die Euroländer denkbar. „De facto würde die EZB den Euroländern also eine Art Kredit gewähren“, erklärt Schubert.

Was sagen die Kritiker?

Zu den Kritikern einer solchen Maßnahme zählt Bundesbankchef Jens Weidmann: „Ob und wie Geld an die Bürger verschenkt wird, ist eine hochpolitische Entscheidung, die Regierungen und Parlamente fällen müssen“, sagte Weidmann in einem Interview mit der Funke-Mediengruppe. Hier habe die EZB einfach kein Mandat. Schon die bisher beschlossenen Maßnahmen werden nach Einschätzung von Weidmann schwächer in der Wirkung, je länger sie dauern, während Risiken und Nebenwirkungen der lockeren Geldpolitik zunehmen. Aber auch unter Volkswirten ist das Konzept höchst umstritten. Der Chefvolkswirt der Berenberg Bank, Holger Schmieding, bezeichnet die Idee des „Helikoptergeldes“ schlichtweg als „Quatsch“. Es würde die Illusion nähren, die Notenbank könne für die Bürger einfach immer mehr Geld drucken und damit die Probleme lösen. Politisch würde man damit in Europa einen gefährlichen Präzedenzfall schaffen, meint Schmieding.

Wie wahrscheinlich ist es, dass die Idee des „Helikoptergeldes“ in die Tat umgesetzt wird?

Das ist eher unwahrscheinlich. Auch wenn immer mehr Experten warnen, dass die Möglichkeiten der EZB im Kampf gegen die niedrige Inflation ausgeschöpft seien, sieht sich die Notenbank selbst noch lange nicht am Ende ihrer Möglichkeiten. Sollten am Konjunkturhimmel wieder düstere Wolken aufziehen und große Eurostaaten wie Frankreich oder Italien stärker unter Druck geraten, dann verfüge die EZB immer noch über genügend Munition, versicherte jüngst EZB-Chefvolkswirt Praet in einem Interview. Ganz ähnlich äußerte sich zuletzt auch EZB-Direktor Benoît Coeuré.

Wagen Sie eine Prognose, ob und wann die Inflation kommt?

Eine Prognose über den Zeitraum lässt sich implizit aus unserem Gold-Report und dem darin geäußerten Kursziel für Gold ableiten. Bereits im Juni 2015 haben wir als Dreijahresziel einen Goldpreis von 2300 US-Dollar pro Feinunze ausgerufen und das haben wir in unserem aktuellen Report auch wieder bestätigt.

Das ist aber ein mächtiger Anstieg.

Letztes Jahr sind wir auch noch für relativ wahnsinnig abgestempelt worden. Jetzt scheint unser Ziel für viele schon eher im Bereich des Möglichen zu liegen, nachdem wir dieses Jahr in der ersten Jahreshälfte eine massive Stärke im Goldpreis aber auch generell in den inflationssensitiven Anlageklassen gesehen haben. Die Anzahl jener, welche wie wir verstehen, dass wir in einer systemischen Krise stecken wächst, da die versprochenen Ergebnisse der Wirtschaftspolitik ausbleiben und eine Normalisierung der Geldpolitik unmöglich ist. Da wir systemisch die Teuerung dringend brauchen, können wir uns nicht vorstellen, dass noch drei weitere Jahre ins Land ziehen, ohne dass teuerungsseitig etwas geschieht. Da alle Diskussionen der Geldpolitiker darauf ausgerichtet sind diese Inflation zu schaffen, gehen wir davon aus, dass es bis Mitte 2018 zu einer deutlichen Umkehr der Inflationstendenz gekommen ist, was mit einem deutlichen Anstieg der inflationssensitiven Anlageklassen gemeinsam passieren wird.

Wie sollten Anleger sich positionieren, die wie Sie mit Inflation rechnen?

Viele Anleger unterschätzen die Gefahr der Teuerung. Sie sind für ein stabiles Investmentumfeld und immer weiter fallende Zinsen aufgestellt, wie wir es in vergangenen 20 bis 30 Jahren auch hatten. Das heißt, sie haben in der Regel noch immer einen relativ hohen Anteil festverzinslicher Anlagen. In einem klassischen Portfolio sind das etwa 70 Prozent Renten und 30 Prozent Aktien. Vielleicht entfallen noch zehn bis 20 Prozent auf Immobilien, auf Kosten der Renten. So sieht das durchschnittliche Portfolio aus. Im Schnitt ist das zu wenig Absicherung für den Inflationsfall.

Und wie sichert man sich da ab?

FONDS

DEUTSCHE BETEILIGUNGS-AG

Finanzinvestor wagt größere Übernahmen

VON STEVE COHEN BIS GEORGE SOROS

Reich, reicher, Hedgefondsmanager

INVESTMENTBANK

Goldman Sachs legt neuen Private-Equity-Fonds auf

Es macht Sinn, sich für ein inflationäres oder sogar stagflationäres Szenario zu rüsten und entsprechende Bausteine in sein Portfolio einzubauen. Quasi als „Inflation Diversifyer“. Insbesondere die meist hohen Anleihe- aber auch herkömmliche Aktienallokationen gilt es für den Inflationsfall abzusichern. Dies kann über das Beimischen von inflationssensitive Anlageklasse wie Gold und Mienenaktien oder Rohstoffinvestments geschehen.

Gegenüber inflationsindexierten Anleihen sind wir eher kritisch, da es relativ wenige Emittenten mit guter Bonität gibt. Außerdem reagieren diese Anlagen nicht nur auf die Teuerung, sondern auch auf das generelle Zinsniveau. Dies kann dazu führen, dass wenn die Teuerung einsetzt der gewünschte Effekt der Absicherung gar nicht gegeben ist. Die Fonds welche von uns veranlagt werden, bieten unterschiedliche Lösungsansätze für dasselbe Problem: Wir wollen die zu erwartenden Unwägbarkeiten der kommenden Jahre für unsere Investoren leichter verträglich machen beziehungsweise Opportunitäten daraus nutzen.

Die Zeiten, in denen Anleihen Ruhe ins Depot brachten, scheinen vorbei zu sein.

Früher hielt man Renten für Zinserträge und Aktien für Preisanstiege. Derzeit erscheint es mir

anders herum. Man setzt auf weitere Kursanstiege der Anleihen, weil der Bund Future vielleicht noch auf 170 oder 180 steigt und die Renditen für zehnjährige Anleihen auf minus ein Prozent abrutscht, wer weiß. Die Motivation für Aktienkäufe sind oft die Dividenden als Surrogat für nicht mehr vorhandene Zinserträge. Grundsätzlich nichts Schlechtes, aber das Risiko eines Aktieninvestments darf nicht unterschätzt werden.

Sie haben gemeinsam mit Ronald-Peter Stöferle Anfang 2014 einen Fonds aufgelegt, dessen Strategie auf den Erkenntnissen der Österreichischen Schule der Nationalökonomie aufbaut. Was bedeutet das konkret?

Wir haben in unserem Buch „Österreichisch Schule für Anleger - Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“ auf das instabile, nicht nachhaltige Geldsystem hingewiesen. Die Probleme der sogenannten Finanzkrise sind nicht gelöst, da es sich um eine Systemkrise handelt. Wir müssen weitere Instabilität in Form von Inflation und Deflation erwarten. Investmentseitig gibt es dazu unterschiedliche Zugänge. Einer davon ist eine regelbasierte Positionierung für alle möglichen Szenarien wie Wachstum, Rezession, Inflation und Deflation umzusetzen, wie wir es in unserem neuen Fonds, dem Incrementum Permanent Fund auch tun. Weiteres verwalten wir spezielle Rohstofffonds und einen Real Income Aktien Fonds um das Inflationsthema über diese Anlageklassen abzudecken. Eine dynamische Variante setzen wir in unserem ersten, von Ihnen angesprochenen Austrian Economics Golden Opportunities Fund (AEGO) um. Dieser ist ein Portfoliobaustein und als „Inflation Diversifyer“ konzipiert. Hier allokatieren wir dynamisch in inflationssensitive Anlageklassen und wollen einen besseren low Volatility Inflationsschutz als inflationsindexierte Anleihen anbieten.

Für das Fondskonzept gab es einen Feri Eurorating Award als beste Neuheit. Wie entwickelt sich der Fonds?

Im Kern stehen bei dem Fonds inflationssensitive Anlageklassen wie Minenaktien, Energieaktien und rohstoffnahe Investments. Diese setzen wir so ein, dass wir keine zu hohe Schwankung in den sonst sehr volatilen Anlageklassen erzeugen. In den ersten beiden Jahren war der Anteil inflationssensitiver Anlageklassen sehr gering gewichtet, da unser Inflationssignal uns meist kein grünes Licht gab. Dies war vor dem Hintergrund der Entwicklung der inflationssensitiven Märkte rückblickend die richtige Entscheidung. Anfang des Jahres hat sich das geändert und wir sind derzeit erstmals fast voll investiert. Wir liegen seit Anfang Januar 5,5 Prozent im Plus. In den ersten beiden Jahren hat sich der Fonds ganz gut gehalten, 2014 war er leicht im Plus und 2015 wies er ein Minus von knapp zehn Prozent auf. In Anbetracht der Tatsache, dass sich Öl und Rohstoffpreise generell in den Jahren 2014 und 2015 katastrophal entwickelten, sind wir alles in allem sehr zufrieden.

Herr Valek, vielen Dank für das Interview.