

Der FIDUKA-Jahresausblick 2020

Von Marco Herrmann

Ein ereignisreiches, jedoch höchst versöhnliches Börsenjahr 2019 liegt hinter uns. Neben dem Brexit, konjunkturellen Sorgen und der Geldpolitik bewegte die Märkte zuletzt vor allem der kalte Handelskrieg zwischen den USA und China. Das kommende Jahr 2020 steht im chinesischen Horoskop im Zeichen der »Metall-Ratte«. Die Ratte steht dabei für kreative, tatkräftige Erneuerung, das Element Metall für Stabilität, Mut und auch (finanziellen) Erfolg. Alles Dinge, die man sich für die Beziehung zwischen China und den USA und somit für die Weltwirtschaft nur wünschen kann. Aber auch im eigenen Depot sollte man den Mut zur Erneuerung aufbringen, um in Nullzinszeiten und einem schwierigen konjunkturellen Umfeld noch erfolgreich und profitabel zu wirtschaften. Wir möchten Ihnen daher einen über die stets fantasiereichen chinesischen Weissagungen hinaus reichenden, faktenbasierten Ausblick auf das Wirtschafts- und Börsenjahr 2020 geben:

Die Annahmen der FIDUKA für 2020

1. Die Weltwirtschaft wird 2020 moderat laufen. Wegen der bekannten Unsicherheiten (v. a. Handelszölle und Brexit) rechnen wir jedoch bestenfalls mit einem globalen Wachstum von leicht über 3% (Vj. 3,0%). Primär werden die Schwellenländer das Wachstum anschieben, während sich die Daten in der Eurozone stabilisieren sollten. In den USA und in China lässt dagegen die Dynamik leicht nach. Wegen der Unwägbarkeiten des Handelsstreits sind weitere Enttäuschungen allerdings nicht auszuschließen.

2. Eingeholt von der Realität schwenkten die Notenbanken 2019 widerwillig um und beendeten den Versuch, die Geldpolitik zu normalisieren – stattdessen wurden die Leitzinsen gesenkt. Ein klarer Kurs im Jahre 2020 in Richtung weiterer Zinssenkungen ist nicht erkennbar. Basierend auf unserem Konjunkturszenario schließen wir zumindest Zinserhöhungen in den USA und in der Eurozone im Jahresverlauf prinzipiell aus. Lediglich beim Einlagenzinssatz der EZB könnte es zu Adjustierungen kommen. Die Geldpolitik bleibt grundsätzlich unterstützend.

3. Die Wirksamkeit weiterer Zinssenkungen zur Stimulierung der Wirtschaft ist infrage zu stellen. Daher wird in den nächsten Jahren die Fiskalpolitik in Europa wieder eine stärkere Rolle spielen müssen, um die schwächelnde

NEU ERSCIENEN:
»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2020«



Stückpreis: 39,80 Euro (inklusive Porto, Verpackung und Mehrwertsteuer, Auslandsporto wird extra berechnet)
Handelsblatt-Abonnenten erhalten 10 Euro Rabatt

Bestellung unter: bestellung@elitereport.de

Konjunktur zu unterstützen. Die »schwarze Null« gehört der Vergangenheit an – der Anstieg der Staatsschulden geht weiter.

4. Einem großen Schuldenberg, der finanziert werden möchte, stehen noch größere Geldvermögen gegenüber. Hinzu kommt die Geldschwemme der Notenbanken. Solange die Inflation moderat bleibt, wird es auch nicht zu spürbar steigenden Renditen an den Anleihenmärkten kommen. Wir rechnen nicht damit, dass 10-jährige Bundesanleihen 2020 nachhaltig über der magischen 0%-Grenze rentieren. US-Staatsanleihen sollten sich in einer Bandbreite von 1,5% - 2,0% bewegen.



Marco Herrmann ist Chief Investment Officer und geschäftsführender Gesellschafter der FIDUKA Depotverwaltung in München. Sie wurde 1971 von André Kostolany und Gottfried Heller gegründet und verwaltet Vermögen für Privatkunden, Firmen und Stiftungen www.fiduka.com

5. Die Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro dürfte vorerst vorbei sein. Anhaltend hohe Haushaltsdefizite und die steigende Verschuldung der USA schwächen den Greenback. Gleichzeitig hat der US-Dollar wegen der gesunkenen Zinsdifferenz zum Euro an Attraktivität eingebüßt. Mit Blick auf die politische Situation in der Eurozone und den herrschenden Negativzinsen ist es zwar schwer vorstellbar, dass der Euro deutlich aufwertet, aber ein paar Prozent sollten möglich sein.

6. Vor dem Hintergrund weiterhin bestehender Unsicherheiten bleibt die Investitionsbereitschaft der Unternehmen niedrig. Gleichzeitig müssen einzelne Branchen (z. B. Autos, Banken, Einzelhandel) strukturelle Umbrüche bewältigen. Nach einer enttäuschenden Entwicklung bei den Unternehmensgewinnen 2019 könnte es im Jahre 2020 wieder etwas besser laufen. Mehr als 5% Gewinnsteigerung ist jedoch unwahrscheinlich – die Markterwartung liegt derzeit noch beim Doppelten.

7. Nach kräftigen Kursgewinnen 2019 dürfte es im neuen Jahr an den Aktienmärkten nicht mehr so rasant aufwärts gehen. In unserem Hauptszenario blicken wir mit leichtem Optimismus in die Zukunft und rechnen mit einer

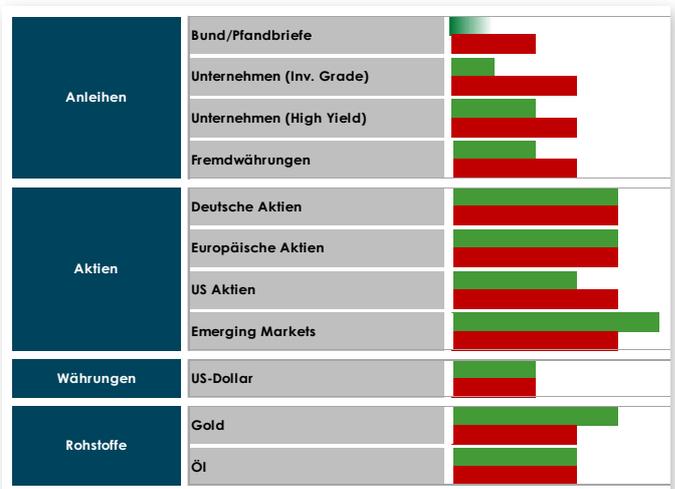
verhaltenen Verbesserung der Unternehmensgewinne. Auf Basis einzelner Bewertungsfaktoren sind Aktien absolut betrachtet heute nicht mehr günstig, aber auch nicht in einer Blase. Attraktiv sind europäische Aktien, aber für eine klare Outperformance braucht es mehr als das prognostizierte magere 1%-ige BIP-Wachstum. Ähnlich wie 2019 ist aufgrund möglicher politischer Einflüsse die Prognosekraft leider stark eingeschränkt – die Marktschwankungen könnten wieder zunehmen. Da hilft nur eine breite Streuung – regional wie auch über verschiedene Anlageklassen.

8. Gold profitiert von anhaltend niedrigen Zinsen, steigenden Schulden und erhöhten geopolitischen Risiken. Zudem haben einige Notenbanken das Edelmetall als Diversifikation für ihre Währungsreserven wiederentdeckt. Nach der nun abgeschlossenen rund 8-jährigen Konsolidierungsphase dürfte das Edelmetall weiteres Potenzial besitzen.

Erfolg versprechende Anlagestrategien für 2020

Wie in den letzten Jahren werden die Finanzmärkte auch 2020 im Bann der Politik stehen. Handelskrieg, Brexit und die US-Präsidentenwahlen sind kein leichtes Umfeld für Anleger. Es muss damit gerechnet werden, dass 2020 neben neuen Allzeithöchstständen an den Aktienmärkten auch gewisse Korrekturen mit sich bringt. Das birgt jedoch wunderbare Chancen für ausgewählte Aktieninvestments und aktive Vermögensverwalter.

Wegen der vielen Unsicherheiten im kommenden Jahr führt kein Weg an einem breit diversifizierten Portfolio



Chance/Risiko-Profil der Anlagesegmente (Chance ■ Risiko ■)

vorbei. Aktien aus Europa und den Schwellenländern dürften am meisten von einer Erholung der Weltwirtschaft profitieren. Die individuell richtige Mischung aus wachstumsstarken Aktien in Zukunftsbranchen und defensiven Werten mit stabilen Dividenden bildet dabei das Fundament eines auf Vermögenszuwachs ausgerichteten Depots.

Aber auch bei festverzinslichen Anleihen wird es Chancen geben: Solide Unternehmensanleihen sind die bevorzugte Basis. Bei positiven Konjunktursignalen kann das Depot jedoch auch um Hochzinsanleihen und Fremdwährungsanleihen ausgewählter Schwellenländer ergänzt werden, um die Rendite zu erhöhen. Ein temporäres Vorhalten von

Liquidität schadet auch 2020 nicht. Allerdings werden viele Banken sich das künftig vergüten lassen. Negativzinsen auf Einlagen von Privat- und Firmenvermögen werden wohl oder übel zur Realität werden. Mit einem aktiv betreuten Renten-Portfolio, welches mit seinen Laufzeiten auf individuelle Notwendigkeiten abgestimmt ist, kann man jedoch gegensteuern.

Generell sollten Sachwerte wie Aktien, Immobilien mit gewissen Einschränkungen sowie nach dem erfolgreichen Comeback 2019 auch Gold davon verstärkt profitieren können. Der Auftrieb der Vermögenspreise dürfte somit in eine neue Runde gehen. Gerne helfen wir Ihnen dabei, davon zu profitieren. □

ifo-Präsident Fuest: Finanztransaktionssteuer ist ein Schritt in die falsche Richtung

Der ifo-Präsident Clemens Fuest hat die geplante Finanztransaktionssteuer kritisiert. »Diese Steuer ist ein Beispiel für eine Politik, die vorgibt, Probleme zu lösen, sie aber tatsächlich eher verschärft«, sagte er in München. »Viele Menschen denken, dass der Staat damit schädliche Spekulation bekämpfen könne und diejenigen bestrafe, die sich vor der Finanzkrise auf Kosten der Allgemeinheit bereichert haben. Tatsächlich braucht man andere Instrumente, um diese Ziele zu erreichen.«

Hauptursache für schädliche Spekulation und übermäßige Risikoneigung an den Finanzmärkten sei eine zu geringe Eigenkapitalausstattung von Banken. In der Finanzkrise mussten Banken letztlich mit staatlichen Geldern gerettet werden. »Das kann eine Steuer auf Finanztransaktionen nicht verhindern. Zielführender ist es, von den Banken deutlich höheres Eigenkapital zu verlangen. Viele Länder haben zusätzlich Abgaben auf Fremdkapitalfinanzierung von Banken eingeführt«, sagt Fuest.

Die neue Steuer erfasse wichtige Spekulationsinstrumente nicht, beispielsweise Derivate. Außerdem verringere sie die

Umsätze am Markt, sodass es für einzelne Spekulanten leichter wird, die Preise zu beeinflussen. »Deshalb kann eine Finanztransaktionssteuer unerwünschte, spekulativ bedingte Preisausschläge sogar verstärken.«

Auch das Argument, dass bestimmte Finanzdienstleistungen nicht von der Mehrwertsteuer erfasst werden, spreche nicht dafür, eine Transaktionssteuer einzuführen. »Es ist seit Jahren bekannt, dass man zur Lösung dieses Problems eine Steuer auf Teile der Wertschöpfung im Finanzsektor erheben muss, im einfachsten Fall die Lohnsummen und Boni bei Finanzdienstleistern. In Dänemark beispielsweise existiert eine solche Steuer«, sagt Fuest.

Irreführend sei die Behauptung, der Weltwährungsfonds (IWF) unterstütze eine Finanztransaktionssteuer. In einer ausführlichen Stellungnahme habe der IWF bereits im Jahr 2010 dargelegt, dass eine Finanztransaktionssteuer das falsche Instrument ist, um den Finanzsektor zur Beteiligung an den Kosten der Finanzkrise heranzuziehen. »Der IWF hat von einer Finanztransaktionssteuer abgeraten und unter anderem eine Steuer auf Löhne und Gewinne der Finanzunternehmen vorgeschlagen, die sogenannte Finanzaktivitätssteuer.«

www.ifo.de | www.cesifo.org

Buy and Hold im Wandel der Zeit. Lohnt sich die Anlagestrategie in einem zunehmend disruptiven Umfeld noch?

Von Rolf Stump

Geldanlage ist im Prinzip doch ganz einfach. »Kaufen Sie Aktien, nehmen Sie Schlaftabletten und schauen Sie sich die Papiere nicht mehr an. Nach vielen Jahren werden Sie sehen: Sie sind reich«. Was Börsenlegende André Kostolany einst in seiner so eloquenten Art und Weise beschrieben hat, wurde durch viele – bis in die Gegenwart reichende – Erfolgsgeschichten eindrucksvoll belegt. Diejenigen, die ihr Ziel (noch) nicht erreicht haben, dürften – bei ehrlicher Betrachtung – wohl eher zu viel, denn zu wenig gehandelt haben.

Zur Wahrheit gehört allerdings auch die Tatsache, dass es nicht alle Unternehmen bis in die Gegenwart geschafft haben bzw. heute nur noch eine Außenseiterrolle einnehmen. Darunter auch eine Reihe namhafter Unternehmen (u. a. Nokia, Kodak ...), die lange Zeit selbst Vorreiter ihrer Branche waren, mit ihren einstigen Innovationen aber mittlerweile nur noch die Vergangenheit repräsentieren. Indem sie die dynamischen Veränderungen verpasst, sich ihnen lange widersetzt oder andere Unternehmen sie auf ihrem Weg überholt haben, wurden sie selbst zum Opfer ihrer Erfolgsgeschichte.

Disruptive Entwicklungen, d. h. die Zerstörung, Verlagerung und Schöpfung von neuen Produkten, Anwendungen und Abläufen sind seit jeher Teil unserer wirtschaftlichen DNA und im Prinzip nichts Neues. Und doch sind wir in den letzten Jahren in einen tiefgreifenden Veränderungsprozess eingetreten, der sich in seiner Geschwindigkeit und Intensität nochmals deutlich verstärkt hat. Dabei stellt nicht nur die Digitalisierung, Industrie 4.0 sowie der verstärkte Einsatz der künstlichen Intelligenz viele Geschäftsprozesse sowie ganze Geschäftsmodelle auf den Prüfstand. Auch die sich bei uns beschleunigende Energiewende und in Gang gesetzte Nachhaltigkeitsdebatte zwingt immer mehr Unternehmen in einen Transformationsprozess. Sollte es jemals eine Komfortzone gegeben haben, so wird Anpassungsfähigkeit zukünftig zu einem elementaren Wettbewerbsfaktor für die Unternehmen werden.

Nach einer Studie des Beratungsunternehmens Innosight ist die durchschnittliche Betriebszugehörigkeit der Unternehmen aus dem S&P 500 von ursprünglich 33 Jahren (im

Jahr 1964) auf 24 Jahre (2016) gesunken. Eine Entwicklung, die nach Einschätzung des Unternehmens bis zum Jahr 2027 voraussichtlich sogar auf nur noch 12 Jahre durchschnittlicher Betriebszugehörigkeit sinken wird.

Dass nach dieser Prognose in den nächsten 10 Jahren nahezu 50% der Unternehmen aus dem aktuellen S&P 500 ersetzt werden, bedeutet nicht zwangsweise, dass diese Unternehmen von den Kurslisten verschwinden. Vielmehr werden schneller wachsende Unternehmen deren Platz einnehmen, Unternehmen aufgrund ihrer Marktkapitalisierung in nachgelagerte Indizes verdrängt werden oder Fusionen und Übernahmen neue Konstrukte entstehen lassen.

Rolf Stump,
Bereichsleiter Family Office
Niederlassung Stuttgart,
GLOGGER & PARTNER
Vermögensverwaltung
www.vermoegensverwaltung-europa.com



Entscheidend ist aus Sicht eines Investors jedoch nicht die Frage, wie viele Unternehmen von dieser Entwicklung betroffen sein werden, sondern wer aus der digitalen/technologischen Revolution als Gewinner und wer als Verlierer hervorgehen wird. Die Identifikation dieser Champions dürfte damit zu einem wichtigen Erfolgsfaktor werden. Die latente Angst, dass man dabei auf das falsche (ein lahmes) Pferd gesetzt haben könnte, veranlasst zugleich viele Anleger dazu, die Handlungsfrequenz zu erhöhen. Buy and Hold wird damit nur noch zum gut gemeinten Vorsatz.

Steht die sogenannte »Nichtstun-Strategie« damit im Widerspruch zu unserem disruptiven Umfeld? Wir sind der Überzeugung, dass sich langfristiges Anlegen auch in der Zukunft auszahlen wird. Denn Disruption stellt für sich allein genommen noch keine Bedrohung dar. Entscheidend ist die Art und Weise, wie ein Unternehmen mit dieser Herausforderung umgeht. Viele Unternehmen haben das in ihrer langjährigen Geschichte mehrmals erfolgreich bewiesen. Eine Erfolgsgarantie für die Zukunft lässt sich daraus gleichwohl nicht ableiten. Eine (Existenz-)Bedrohung besteht aber erst dann, wenn Hinweise nicht wahrgenommen werden, der Status quo bewahrt wird oder der Veränderungsprozess mangels ausreichender Kapitalausstattung bzw. zu hoher Verschuldung nicht mitgestaltet werden kann. >>

Die Aussage von André Kostolany hat aus unserer Sicht auch heute noch weitgehend Gültigkeit. Aktien bieten langfristig nicht nur statistisch gesehen beste Ertragschancen, sondern im andauernden Niedrigzinsumfeld auch das unserer Meinung nach beste Preis-/Leistungsverhältnis. Von Schlaftabletten würden wir allerdings abraten, besteht damit die Gefahr, dass man die Zukunft verschläft. Wir halten es deswegen mit folgender Formulierung: Kaufen Sie gute Aktien zu einem fairen Preis. Eine ausführliche Analyse des Unternehmens ist dabei unumgänglich. Diese umfasst neben einer fundierten Analyse der Bilanz und der Tragfähigkeit des Geschäftsmodells auch die wesentlichen

Wettbewerber und die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens. Trinken Sie bei Bedarf Beruhigungstee. Schauen Sie nicht auf den Preis Ihrer Papiere, sondern auf die Entwicklung und Aussichten des Geschäftsmodells. Überprüfen Sie (oder beauftragen einen Fachmann damit) in regelmäßigen Abständen Ihre Analyse und passen Sie die Kennzahlen entsprechend an. Stimmen diese, nimmt mit zunehmender Anlagedauer auch die Wahrscheinlichkeit für steigende Renditen deutlich zu. Lassen Sie sich auf Ihrem Weg nicht von Weltuntergangspropheten verunsichern. Vielleicht werden Sie auf diesem Wege sogar reich. Einwände dagegen hätte wohl niemand. □

Flexible Office Space: Eine eigene Assetklasse mit Chancen und Risiken

*Von Marcel Abel, Geschäftsführender Direktor
bei Jones Lang LaSalle*

Am Thema Flexible Office Space scheiden sich die Geister: Die einen sehen in den flexiblen Büroflächen einen Trend, der nichts anderes als die Erosion der klassischen Bürovermietung bedeutet, die anderen erkennen mit den Turbulenzen bei WeWork bereits das Ende einer immobilienwirtschaftlichen Illusion. Soweit zumindest die beiden Enden der Bandbreite. Doch Hysterie und Polarisierung helfen selten weiter – erst recht nicht, wenn es um die Zukunft und Investitionen geht.

Eines hat die Entwicklung der vergangenen drei Jahre allerdings gezeigt – und daran ändert auch die aktuelle Lage bei WeWork nichts: Flexible Office Space ist keine Teildisziplin der Bürovermietung, sondern hat sich zu einer eigenen Assetklasse gemausert. Sie steht nach meinem Verständnis gleichberechtigt neben Kategorien wie Hotels oder Logistik. Und wie immer, wenn etwas Neues entsteht, bieten sich Chancen, denen aber auch – das ist die Logik der Dinge – Risiken gegenüberstehen. Die können für die jeweiligen Akteure mitunter sehr unterschiedlich ausfallen: für die Eigentümer der Immobilie, für die Betreiber der flexiblen Büroflächen, für Unternehmen als Nutzer und ebenso für die Stadt und deren kommunale Verwaltung. Insbesondere die Konsequenzen für Letztere werden noch viel zu oft vernachlässigt oder gar ignoriert.

Eigentümer: Heute sorglos, morgen ahnungslos

Da sind zunächst die Eigentümer, die es gewohnt sind, mit ihrem Endnutzer in Kontakt zu stehen und Mietverträge mit klassischen Laufzeiten über fünf oder zehn Jahre abzuschließen. Mit den Flex-Space-Betreibern machen Sie jetzt ganz neue Erfahrungen: Laufzeiten von 15 Jahren und mehr bei großen Flächen und spürbar höhere Mieten sind die Regel. Klingt verlockend, und das ist es auf den ersten Blick auch.

Das Risiko ist erst auf den zweiten Blick beziehungsweise nach einiger Zeit zu erkennen: Der Eigentümer hat vielleicht den Kontakt zum Betreiber, aber nicht mehr zum Endnutzer.

Die Folge: Er steht praktisch im Nebel. Vermieter wissen nicht mehr, was ein Nutzer zu zahlen bereit ist, und ebenso wenig, welche Ansprüche er hat. Noch spürbarer wird es aber, wenn Eigentümer ausschließlich auf Flexible-Office-Space-Betreiber setzen, der Markt sich auf drei oder vier dominante Akteure konsolidiert und diese plötzlich die Preise diktieren – so wie bereits vielerorts im Einzelhandel geschehen.

Betreiber: Alles verändert sich, auch die Regulierung

Die Betreiber, das zeigen die Zahlen, können ein Netzwerk in den großen deutschen Städten aufbauen und sich so als überregionale Marke positionieren. Wer als Nutzer in eine Berliner Niederlassung geht, findet Gleiches ebenso in München oder Hamburg. Doch auch in dieser neuen Assetklasse werden wir mit Sicherheit Nachregulierungen

erleben. Wenn die Expansion Realität wird, werden die Rahmenbedingungen für Betreiber ebenso in Bewegung geraten.

Nutzer: Die große Freiheit in jeder Hinsicht

Nutzer haben mehr räumliche und zeitliche Flexibilität. Wer ein Unternehmen aufbaut oder in der Wachstumsphase ist, kann hier Flächen hinzumieten, ohne sich langfristig oder spekulativ binden zu müssen – von der Flächenverfügbarkeit in Toplagen ganz abgesehen. Außerdem fallen viele Verwaltungsaufgaben durch die Pauschale weg.

Doch auf der anderen Seite fehlt das »Werkstor«, die Identität, die Zugehörigkeit zum Unternehmen, wenn alle Mitarbeiter vermischt an einem neutralen Ort sitzen. Auf der Coworking-Fläche fühlt man sich nicht mehr zwingend als »Henkelianer« oder »Lufthansete«, sondern vielleicht eher als »WeWorker«. Mit der offenen Kommunikation über Unternehmensgrenzen hinweg sinkt auch die Bindung zum Arbeitgeber und die Türen für Abwerbungen sind im Zeitalter des Fachkräftemangels sperrangelweit offen.

Stadt: Wenn der eigene Erfolg zum Problem wird

Schließlich die Stadt, die durch das flexible Flächenangebot von Firmengründungen und -zuzügen profitieren kann. Flexible Office Space ist im Trend, zieht ein innovatives wie kreatives Publikum an. Ein Pluspunkt für die Stadt – wirtschaftlich und auch, was das Image betrifft. Doch der Erfolg kann eine Kehrseite haben. Flexible Office Space plant deutlich kompakter als ein klassischer Büronutzer. Wo früher 500 Angestellte saßen, können es bald bei Vollauslastung 1.500 oder mehr sein. Wo so verdichtet mehr eingenommen wird, steigen die Preise und ein Ver-

drängungswettkampf um Flächen setzt ein. Meist ziehen dann kleine Unternehmen wie Handwerker den Kürzeren und müssen weichen.

Auf diesen Markt hat die Stadt wenig Einfluss. Eine Deckelung der Mieten wirkt sich eher schädlich aus. Wo sie aber präventiv tätig werden muss, ist bei der Infrastruktur: Können Umfeld, öffentlicher Nahverkehr und die sonstige Infrastruktur die Verdichtung und den Ansturm der Nutzer auf Dauer stemmen?

Die Lösung: Eigentümer, Betreiber und Stadt müssen frühzeitig kommunizieren, Folgen abschätzen und beispielsweise Mobilitätskonzepte entwickeln, um einen Verkehrsinfarkt zu verhindern.

Pendler stärken und investieren, statt regulieren

Dieser Ansatz – Immobilien und Infrastruktur gemeinsam zu denken – ist für wachsende Großstädte ohnehin der einzige Weg in eine erfolgreiche Zukunft. Denn immer mehr Menschen können sich Wohnraum in den Zentren nicht mehr leisten und ziehen ins Umland. Deren Arbeitskraft darf nicht auf verstopften Wegen in die Innenstadt verloren gehen. Das ist eine Milliardenaufgabe, die gar nicht früh genug angegangen werden kann.

»Investieren statt Regulieren« muss darum die Devise sein. Denn wir sehen bereits jetzt in Berlin, dass politisch motivierte Regulatorik für Verunsicherung sorgt und letztlich das genaue Gegenteil des Beabsichtigten erzeugt: künftig noch weniger Wohnoptionen für Nutzer.

Denn das haben die Debatte um Wohnen und Flex Office Space gemeinsam: Pauschale Hysterie hilft wenig, eine differenzierte Betrachtung der Chancen und Risiken hingegen schon.

www.jll.de



Bethel

Briefmarken können helfen ...

Bitte schicken Sie uns Ihre Briefmarken.
Sie schaffen damit sinnvolle Arbeit
für behinderte Menschen.

Briefmarkenstelle Bethel · Quellenhofweg 25 · 33617 Bielefeld
www.briefmarken-fuer-bethel.de

Das Zinsänderungsrisiko bei Anleihen

Von Alexander Weis und Gerd Kommer,
Gerd Kommer Invest GmbH

Die drei wesentlichen Risikoquellen von Anleihen sind Fremdwährungsrisiko, Ausfallrisiko und Zinsänderungsrisiko; mit Letzterem beschäftigen wir uns in diesem Beitrag. Das Zinsänderungsrisiko von Anleihen ist das Risiko eines Anlegers, das sich aus dem inversen (negativen) Zusammenhang von Zinsänderungen und dem Kurs von Anleihen ergibt: Steigen die Marktzinsen, fallen die Kurse von Anleihen. Deshalb sollten Anleihen, die als Risikoanker in einem Portfolio fungieren, eine kurze Restlaufzeit und wenig Bonitätsrisiko aufweisen.

Immobilien, Anleihen (einschließlich Bankguthaben) und Aktien bilden das Fundament der meisten Privatanlegerportfolios. In diesem Blog-Beitrag befassen wir uns mit den Risiken von Anleihen – Staatsanleihen und Unternehmensanleihen – und speziell dem Zinsänderungsrisiko.

Im Wesentlichen existieren drei mögliche Quellen für Anleihenrisiko: Fremdwährungsrisiko (Wechselkursrisiko), Ausfallrisiko (Bonitätsrisiko oder Englisch »Credit Risk«) und Zinsänderungsrisiko. Mit Währungsrisiko haben wir uns in unserem Blog-Beitrag »Währungsabsicherung: Wann sinnvoll, wann nicht?« auseinandergesetzt; das Ausfallrisiko werden wir in einem zukünftigen Beitrag aufgreifen.

Bei Anleihen, sofern sie in einem systematisch strukturierten Portfolio die Rolle eines »Risikoankers« einnehmen sollen, müssen die drei genannten Risiken auf ein Minimum oder sogar, wenn möglich, auf null reduziert werden.

Das Währungsrisiko kann vollständig ausgeschaltet werden, indem man sich auf Anleihen in seiner »funktionalen Währung« (»Heimwährung«) oder auf Fremdwährungsanleihen mit einer Wechselkurssicherung (Hedge) beschränkt. Das Ausfallrisiko lässt sich durch die Auswahl von Papieren hoher Bonität und durch Diversifikation senken. Es bleibt das Zinsänderungsrisiko. Dieses lässt sich durch die Beschränkung auf Anleihen mit kurzen Restlaufzeiten sehr weit herunterfahren.

Was genau ist Zinsänderungsrisiko? Allgemein formuliert ist es das Risiko schädlicher Vermögenseffekte, das sich aus Zinsänderungen ergibt. Konkreter ausgedrückt und auf die

Position eines Anlegers bezogen, ist es das Risiko von Kursverlusten bei Anleihen, die entstehen können, wenn die Marktzinsen steigen. Für Privatanleger dürfte das Zinsänderungsrisiko unter den drei Anleihenrisiken die meisten Verständnisprobleme verursachen.

Um die Zinsänderungsrisikothematik zu verstehen, wollen wir uns daher auf konzeptioneller Ebene ganz kurz mit einfacher Anleihen-Mathematik befassen. Das hier zentrale Konzept ist der negative oder inverse Zusammenhang zwischen dem Kurs (dem Preis oder Wert) von Anleihen und der Veränderung des Marktzinsniveaus: Ein Anstieg des Marktzins führt unter sonst gleichen Umständen zu einem Rückgang von Anleihenkursen, ein Sinken des Marktzins zu einem Kursanstieg.

Warum das so ist, illustrieren wir anhand des folgenden fiktiven Beispiels: Angenommen, der Marktzinssatz für zehnjährige Bundesanleihen am 1.1.2020 beträgt 1% p. a. und die Bundesrepublik Deutschland begibt an diesem Tag eine Anleihe (Anleihe A) mit einem jährlichen Coupon (jährliche Zinszahlung) von 1% und einer Laufzeit von zehn Jahren. In diesem einfachen Fall wird der Markt diese Anleihe am Emissionstag mit genau 100 Euro »bepreisen«. Unterstellen wir ferner (wie auch immer unwahrscheinlich), dass einen Tag später am 2.1.2020 der Marktzins schlagartig auf 2% ansteigt und Deutschland am selben Tag eine neue Anleihe (Anleihe B) begibt, die ebenfalls eine Laufzeit von zehn Jahren aufweist, aber einen Coupon von 2% p. a. zahlt. Anleihe B wird im Markt ebenfalls für 100 Euro gehandelt, weil der gezahlte Coupon exakt dem neuen Marktzins entspricht.

Da die neu begebene Anleihe B mit 2% einen attraktiveren Coupon aufweist als die am Vortag emittierte Anleihe A (die ja nahezu die gleiche Restlaufzeit hat) mit einem lediglich 1%-Coupon, muss der Marktwert der Anleihe A so weit sinken, dass die Anleger indifferent zwischen den beiden Anleihen sind; in diesem Beispiel wäre das bei einem Kurs von rund 91 Euro der Fall. Auf die Darstellung der zugrunde liegenden Berechnungen verzichten wir hier der Einfachheit halber (siehe dazu den Wikipedia-Artikel über Anleihen).

Unser Beispiel illustriert, dass ein Zinsanstieg zu einem Rückgang von Anleihenpreisen führen muss. Es existiert eine einfache Faustformel, mit der man das zu erwartende Ausmaß an Marktkursänderungen infolge von Zinsänderungen abschätzen kann. Sie lautet wie folgt: Steigen bzw.

fallen die Marktzinsen um X%, fällt bzw. steigt der Marktkurs einer Anleihe um Y%, wobei X dem Zinsanstieg in Prozentpunkten entspricht und Y der Restlaufzeit der Anleihe in Jahren. Ein Beispiel: Die Zinsen steigen von 2% auf 3% und die Restlaufzeit einer Anleihe beträgt 15 Jahre. In dem Fall wird der Kurs der Anleihe ungefähr um $1\% \times 15 = 15\%$ fallen. Diese Faustregel gilt allerdings nur approximativ, funktioniert nur für relativ geringe Zinsänderungen und nur für Anleihen, die eher niedrige Coupons aufweisen. Das sind jedoch Voraussetzungen, die gerade derzeit in der Praxis erfüllt werden. Diese besagte Faustformel ergibt sich aus dem Konzept der sogenannten Modified Duration (siehe dazu den Wikipedia-Artikel über Bond Duration).

Das Zinsänderungsrisiko einer Anleihe kann man in gewissem Sinne ausschalten, indem man sie bis zur Fälligkeit hält und wenn dem Anleger zwischenzeitliche Wertschwankungen gleichgültig sind. Am Ende der Laufzeit wird man nämlich immer ihren ursprünglich zugesagten, sogenannten Nennwert zurückbezahlt bekommt (vorbehaltlich eines Ausfalls des Anleihen-Emittenten). Diesen Umstand kann man beispielsweise dann ausnutzen, wenn man bereits heute weiß, dass man an einem Zeitpunkt in der Zukunft einen bestimmten Geldbetrag benötigen wird. Dann kann man nämlich einfach eine Anleihe mit einem Nennwert in der Höhe des benötigten Betrags und demselben Fälligkeitsdatum erwerben. Dieses Konzept nennt sich im Fachjargon »Asset-Liability Matching« und wird beispielsweise in den Anlageportfolios von kapitalbildenden Lebensversicherungen betrieben: Für eine Zahlungsverpflichtung von einer Mio. Euro in zehn Jahren erwirbt eine Versicherung heute eine Anleihe, die in zehn Jahren fällig wird und dann eine Mio. Euro zahlt. Für die meisten Privatanleger dürfte dieses Konzept von begrenztem Interesse sein, da das angelegte Geld über die gesamte Laufzeit hinweg nicht angerührt werden darf, weil es sonst eben wieder den üblichen Marktkursschwankungen unterliegen würde und weil die meisten die Kursschwankungen bis zur Fälligkeit ohnehin nicht ignorieren können.

An dieser Stelle müssen wir noch kurz auf den Sonderfall Bankguthaben eingehen. Schließlich könnte ein Anleger nun einwerfen, dass sich das Zinsänderungsrisiko von Anleihen insbesondere im kurzfristigen Bereich ja leicht und vollständig vermeiden lasse, indem man statt einer kurzlaufenden Anleihe Bankguthaben verwendet (Tagesgeld, Festgeld, Sparbuch etc.). Ja, bei Bankguthaben besteht in

der Tat kein Zinsänderungsrisiko, doch dieser Vorteil wird durch ein hohes Ausfallrisiko erkaufte. Wegen dieses Risikos kommen Bankguthaben für rationale Anleger generell nur bis zur Obergrenze der staatlichen Einlagensicherung in Frage oder für sehr kurzfristiges Geldparken, bis eine weniger risikoreiche Anlageform gefunden wurde. Die besagte Obergrenze liegt bei 100.000 Euro pro Einleger-Bank-Kombination (staatliche Einlagensicherung). Warum das Ausfallrisiko bei Bankguthaben jenseits dieser Grenze inakzeptabel ist, haben wir in unserem kürzlichen Blog-Beitrag »Das unterschätzte Risiko von Bankguthaben« gezeigt.

Zurück zu Anleihen und zu einem realen Beispiel für Zinsänderungsrisiko: Die Republik Österreich emittierte am 12.9.2017 zwei verschiedene Anleihen. Eine mit einer Restlaufzeit von fünf Jahren und einem Coupon (jährliche Zinszahlung) von 0,0% und eine mit einer Restlaufzeit von beeindruckenden 100 Jahren und einem Coupon von 2,1%. Da die Marktzinsen seit Emission dieser Papiere (Stand Ende November 2019) leicht gesunken sind (noch niedriger wurden), sind die Kurse beider Anleihen erwartungsgemäß gestiegen – der der fünfjährigen Anleihe um knapp 1%, der der 100-jährigen Anleihe um spektakuläre 73% (Stand Ende November 2019). Dieser Fall verdeutlicht zwei Dinge. Erstens, dass nicht nur in der Theorie, sondern auch in der Realität ein inverser Zusammenhang zwischen Änderungen des Marktzinsniveaus und der Rendite von Anleihen besteht, und zweitens, dass dieser umso stärker ausgeprägt ist, je höher die Restlaufzeit einer Anleihe ist. Zusammengefasst: Wenn die Zinsen steigen, sinken die Kurse von Anleihen und umgekehrt. Dieser Effekt ist stärker für Anleihen mit langer Restlaufzeit als für solche mit kurzer Restlaufzeit.

Unterstellt man ein »normales« Zinsniveau, das sich z. B. aus dem Mittelwert der realen (inflationsbereinigten) Zinsen über einen hinreichend langen historischen Zeitraum ableiten lässt, dann implizieren die niedrigen Zinsen heute, dass Anleihen aktuell hoch bewertet sind. Deswegen wird in Fachartikeln – nach einem von Anfang der 1980er Jahre bis 2016 fast 35 Jahre anhaltenden globalen Zinssenkungstrend – häufig von der »Bond Bubble«, der Anleihenblase, gesprochen. Es gilt das Grundprinzip: Niedrige Zinsen gehen mit einer hohen Bewertung des Anleihenmarktes einher, hohe Zinsen mit einer niedrigen Bewertung.

Allgemein formuliert: Jede Assetklasse hat zu einem gegebenen Zeitpunkt ein spezifisches Bewertungsniveau; je hö-

her das Bewertungsniveau, desto niedriger die »erwarteten Renditen« in der Zukunft, also die durchschnittlichen Renditen in den nächsten Jahren bis zur Normalisierung des Bewertungsniveaus. Bei Anleihen ist die sogenannte »Umlaufrendite« (Rendite bis zur Fälligkeit) die erwartete Rendite und somit besonders einfach zu ermitteln.

Es ist inzwischen auch bei der breiten Bevölkerung angekommen, dass die Assetklasse Wohnimmobilien in den großen Städten der DACH-Länder heute eher hoch bewertet ist (siehe hierzu z. B. die kürzlich veröffentlichte Studie »UBS Global Real Estate Bubble Index 2019« der UBS). Aus den Ausführungen in diesem Blog-Artikel wissen wir nun, dass auch Anleihen hoch bewertet, also »teuer«, sind. Lediglich die Assetklasse Aktien in Gestalt des globalen Aktienmarkts befindet sich aktuell relativ nahe an ihrem fairen Bewertungsniveau (die Ausführungen und Zahlen in unserem Blog-Beitrag »Überbewertung des Aktienmarkts – was tun?« per Juni 2018 sind heute unverändert gültig). Für Gold existiert keine sinnvolle, allgemein anerkannte Methode, das Bewertungsniveau zu bestimmen (siehe hierzu auch unseren Blog-Beitrag »Gold als Investment – braucht man das?«). Bei Rohstoffen (exklusive Edelmetalle) dürfte das Bewertungsniveau heute eher niedrig sein.

Noch nicht in der allgemeinen Bevölkerung angekommen ist das Faktum, dass »Nullzinsen« nicht neu sind, sondern in den global wohlhabendsten Ländern mit hoher Rechtssicherheit und hoher Bonität in den letzten 120 Jahren häufig über kurze und lange Zeiträume auftraten. Diese für konkrete Anlageentscheidungen von Privatanlegern aus unserer Sicht enorm praxisrelevante Feststellung haben wir in unserem Blog-Beitrag »Nullzinsen und Anlagenotstand – real oder nur konstruiert?« dargelegt. Allerdings werden wir das Gegenteil – »die heutigen 'Nullzinsen' sind etwas völlig neues und einzigartiges« – noch über Jahre hinweg falsch von Medien oder ahnungslosen Politikern hören.

Da die Nominal- und Realzinsen in allen westlichen Ländern derzeit außerordentlich niedrig und – für Staatsanleihen der Länder mit der höchsten Bonität – sogar negativ sind und da alle westlichen Zentralbanken seit mehreren Jahren eine lockere, expansive Geldpolitik betreiben, erscheint es für uns eher unwahrscheinlich, dass die Zinsen noch nennenswert weiter fallen werden. Andersherum halten wir es für plausibel, dass sie in den nächsten Jahren wieder ansteigen werden.

Um in diesem Kontext unser Beispiel 100-jähriger österreichischer Staatsanleihen noch einmal aufzugreifen: Bei einem Anstieg des Marktinzins von zwei oder drei Prozentpunkten ist bei dieser außerordentlich langfristigen Anleihe mit einem Kursverlust von über 90 % zu rechnen.

Fazit: Wie sollte man einen als Risikoanker dienenden Anleihenteil im Portfolio angesichts des momentan eher hohen Zinsänderungsrisikos vor einem drohenden Zinsanstieg schützen? Am besten geht das, indem man sich auf kurzfristige Anleihen hoher Bonität in seiner Heimatwährung beschränkt. Die Restlaufzeit der Anleihen sollte so gering wie möglich gewählt werden, da kurzfristige Anleihen im Falle eines Zinsanstiegs in viel geringerem Maße leiden und die dann höheren Zinsen viel schneller mitnehmen werden als langfristige Anleihen. Bei einem Portfolio aus vielen Anleihen, z. B. bei einem oder mehreren Anleihen-ETF, ist die durchschnittliche Restlaufzeit maßgeblich.

Dass kurzfristige Anleihen hoher Qualität derzeit Nullrenditen oder negative Renditen erzeugen, sollte niemanden von dieser Vorgehensweise abhalten. Schließlich geht es bei diesem Investment erstens primär um Sicherheit und nur sekundär um Rendite und zweitens, weil Realzinsen nahe null für die »risikofreie« Anlage in den letzten 120 Jahren überwiegend der Normalfall waren. □

Literatur:

- Holzhey, Matthias; Skoczek, Maciej; Hofer, Katharina (2019): »UBS Global Real Estate Bubble Index 2019«; UBS Schweiz AG, Zürich; Internet-Fundstelle (letzter Aufruf am 15.10.2019): <https://www.ubs.com/global/en/ubs-news/r-news-display-ndp/en-20190930-grebi-global.html>
- Kommer, Gerd; Weis, Alexander (2019): »Gold als Investment – braucht man das?«; Blog-Beitrag; November 2019 <https://www.gerd-kommer-invest.de/gold-als-investment/>
- Kommer, Gerd/Schweizer, Jonas (2018): »Das Risiko von Direktinvestments in Immobilien besser verstehen«; Blog-Beitrag; August 2018 <https://www.gerd-kommer-invest.de/das-risiko-von-direktinvestments-in-immobilien-besser-verstehen/>
- Kommer, Gerd; Schweizer, Jonas (2019): »Das unterschätzte Risiko von Bankguthaben«; Blog-Beitrag; August 2019 <https://www.gerd-kommer-invest.de/risiko-von-bankguthaben/>
- Kommer, Gerd; Schweizer, Jonas (2018): »Überbewertung des Aktienmarkts – was tun?«; Blog-Beitrag; Juni 2018 <https://www.gerd-kommer-invest.de/ueberbewertung-des-aktienmarkts/>
- Kommer, Gerd; Weis, Alexander (2018): »Nullzinsen und Anlagenotstand – real oder nur konstruiert?«; Blog-Beitrag; April 2018 <https://www.gerd-kommer-invest.de/nullzinsen-und-anlagenotstand/>
- Kommer, Gerd; Weis, Alexander (2018): »Währungsabsicherung: Wann sinnvoll, wann nicht?«; Blog-Beitrag; Januar 2018; Link: <https://www.gerd-kommer-invest.de/wann-ist-waehrungsabsicherung-sinnvoll/>

Die vorhergehenden Beiträge finden Sie unter:

www.gerd-kommer-invest.de/blog

Zeit ist Gold

Von Manfred Gburek

EZB-Präsident Mario Draghi wirkt in letzter Zeit recht verstört. Da schwadroniert er zum Beispiel mit dem Satz, die Bilanzen der Banken im Euroraum seien hinreichend gegen Risiken abgesichert – um daraus im selben Atemzug das Fazit zu ziehen, deshalb solle die Einlagensicherung vergemeinschaftet werden. Was das eine mit dem anderen zu tun hat, bleibt Draghis Geheimnis.

Was macht den EZB-Präsidenten so nervös, dass er es an Logik fehlen lässt? Zunächst sicherlich die hohe Verschuldung Italiens: rund 130 Prozent der Wirtschaftsleistung, entsprechend knapp einem Viertel aller Staatsschulden im Euroraum. Und als ob das nicht schon schlimm genug wäre, gibt es noch ein weiteres, kaum lösbares Problem: Italiens Banken sind in großem Umfang mit dem Staat verfilzt. Von daher gesehen ist Draghis Plädoyer zugunsten einer gemeinschaftlichen Einlagensicherung ein weiterer Versuch, vor allem Deutschland zur Kasse zu bitten.

Die EU-Kommission hält Kredite allein in der Eurozone bis zu 760 Milliarden Euro für faul – und kann so gut wie nichts dagegen unternehmen. Das liegt unter anderem an einem Trick, den Banken besonders gern anwenden: Faule Kredite werden nicht entsorgt, sondern verlängert. Auf diese Weise entstehen Kreditblasen zugunsten maroder Schuldner und dementsprechend zulasten der Gläubiger – bis sie eines Tages platzen.

Alternativen? Es gibt eigentlich nur eine, und für die will weder die EZB noch die EU-Kommission noch irgendeine Regierung geradestehen: Faule Kredite in großem Umfang abschreiben. Käme es dazu, dürfte umgehend die nächste Finanzkrise folgen. Also werden Kredite weiter aufgeblasen, und man hofft auf ein Wunder. Das wird sich natürlich nicht einstellen. Wir haben es also mit einer zu erwartenden Entwicklung zu tun, von der wir allein wissen, dass sie kommen wird, aber nicht, unter welchen Umständen und wann.

Was auf der einen Seite die vergebenen Kredite, sind auf der anderen Seite die ihnen entsprechenden Schulden. Insofern ist das, was sich gerade im Finanzsektor des

Euroraums abspielt, ein Teil der globalen Schuldenkrise. Wie es um die steht, hat die OECD in einer umfangreichen Studie veröffentlicht. So sind die Staatsschulden der entwickelten Länder in den vergangenen zehn Jahren von 25 auf 45 Billionen Dollar gestiegen. Rechnet man alle globalen Schulden zusammen, also zusätzlich zu den Staatsschulden der entwickelten Länder auch die der übrigen Länder, der Banken, Unternehmen und privaten Haushalte, landen wir bei 233 Billionen Dollar. Das ist eine Schuldenquote von 318 Prozent der weltweiten Wirtschaftsleistung. Vor zehn Jahren waren es erst 280 Prozent. Insofern relativiert sich sogar die Schuldenquote Italiens in Höhe von 130 Prozent.

Wie kann man sich eine Lösung des Schuldenproblems vorstellen? Die Währungsgeschichte ist reich an Beispielen, und sie hat auffallend oft mit Gold zu tun. Hier folgen einige Beispiele aus dem 20. Jahrhundert. 1923: Die deutsche Hyperinflation erreicht ihren Höhepunkt. 1925 bis 1928: Nacheinander führen Großbritannien, Italien und Frankreich den zuvor abgeschafften Goldstandard wieder ein. 1933: Die USA geben die Goldparität und -einlösungspflicht auf. 1934: Die USA setzen die neue Goldparität auf 35 Dollar je Feinunze (31,1 Gramm) fest; das entspricht einer dramatischen Dollar-Abwertung. 1935 bis 1938: Mehrere Länder geben den Goldstandard erneut auf; der Abwertungswettbewerb erreicht den Höhepunkt. 1944: Im amerikanischen Bergnest Bretton Woods wird der Gold-Devisen-Standard aus der Taufe gehoben. 1948: Die D-Mark ersetzt die Reichsmark; vor allem Gläubiger, etwa deutsche Sparer aller Art, verlieren den Großteil ihres Vermögens. 1961: Die D-Mark wird aufgewertet bzw. der Dollar abgewertet. Der Goldpool wird gegründet, er soll unter anderem den Goldpreis deckeln, überlebt aber gerade mal sieben Jahre. 1971: Die USA rücken kein Gold mehr gegen Dollar raus; der Gold-Devisen-Standard geht in ein ständiges Auf und Ab der Währungen über, das bis heute anhält.

Wie all diese Beispiele zeigen, besteht die Währungsgeschichte aus einer permanenten Abfolge von Geld- und Gold-Experimenten. Wobei allerdings unterschieden werden muss: Geld ist im Lauf der Zeit beliebig manipulierbar und vermehrbar. Dagegen kann sich das nur begrenzt verfügbare Gold der Manipulation durch Regierungen und Notenbanken entziehen – auch wenn der Entzug, wie im Fall des Goldpools, sieben Jahre auf sich warten lässt. >>

Die Rolle des Goldes in der Währungsgeschichte des 20. Jahrhunderts war, wie die erwähnten Beispiele belegen, nicht zu unterschätzen. Aber was bedeutet das im Hinblick auf die nächsten Jahre? Den Ausgangspunkt bildet das erwähnte, von der OECD treffend beschriebene, durch Zahlen untermauerte Schuldenchaos. Aus ihm gibt es kein Entrinnen. Schulden vor sich her zu schieben, zumal weltweit, kann keine Lösung sein. Doch ausgerechnet das findet seit Jahren statt. Das heißt, die für das Währungssystem zuständigen Regierungen und Notenbanken klammern sich an die trügerische Hoffnung, irgendwie werde es schon weiter gehen. Derweil tüfteln wenigstens einige Denkfabriken an möglichen Lösungen herum. Eine davon: Gold als Basis des Vertrauens in ein goldgedecktes Währungssystem etablieren. Eine weitere Lösung: ein Korb aus Edelmetallen und Rohstoffen in derselben Funktion.

Solche Überlegungen sind nicht gerade neu. Allerdings: Früher wurden sie sofort wieder verworfen, dagegen werden sie heute ernsthaft in Erwägung gezogen. Das Problem: Während etwa bis zur Jahrtausendwende die USA als Hegemon sowohl politisch als auch währungs-technisch schalten und walten konnten, wie sie wollten,

haben sie es jetzt mit China als neuer Wirtschaftsmacht zu tun. Ein Währungssystem, das diesen Namen verdient, ist folglich ohne China – einschließlich noch so mancher anderer Staaten, man denke nur Indien und Russland, aber auch an die Europäische Union – kaum vorstellbar.

Solange die Interessen der für ein denkbare neues Währungssystem maßgebenden Staaten weit auseinander gehen, ist an ein solches System nicht zu denken. Daraus folgt: Die globalen Schulden werden noch mehr aufgeblasen, und man klammert sich immer weiter an die trügerische Hoffnung, alles werde irgendwie gut gehen. Wird es aber nicht. Das spricht für Gold, von dem man als Anleger jetzt nicht genug auf der sprichwörtlichen hohen Kante haben kann. Oder in Abwandlung eines populären Spruchs: Zeit ist Gold. □

Kapitel 18 aus dem Buch:
»Reich werden ist keine Schande!.«
Von Manfred Gburek

Kindle Edition: www.amazon.de | ePUB: www.epubli.de

Die bayerische kammerphilharmonie gratuliert Wolfgang Amadé Mozart zum Geburtstag mit gleich zwei Konzerten

»Sehr brillant, angenehm in die Ohren« beschrieb Mozart seinem Vater Leopold die Werke, mit denen er sich in Wien einführen wollte. Die bayerische kammerphilharmonie und der Pianist Alexander Schimpf haben diese drei Klavierkonzerte KV 413-415 auf CD eingespielt.



Pünktlich zu Wolfgang's Geburtstag präsentiert das Ensemble zwei davon im Konzert »un-er-hört: Wunderkinder« am So. 26.1. um 11 und 17 Uhr im Kleinen Goldenen Saal in Augsburg. Dazu erklingt die 9. Stresichersinfonien von Felix Mendelssohn Bartholdy, die dieser im Alter von nur 14 Jahren komponierte.

Das Mozart-Geburtstagsständchen hat Tradition bei der bayerischen kammerphilharmonie und wird aufgrund der großen Nachfrage dieses Jahr gleich zwei Mal gespielt.

So. 26.01.20, 11 und 17 Uhr
 Kleiner Goldener Saal
 un-er-hört: Wunderkinder

Wolfgang Amadé Mozart Klavierkonzerte Nr. 11 und 12
 Felix Mendelssohn Bartholdy Streichersinfonie Nr. 9 C-Dur

Alexander Schimpf Klavier
 Gabriel Adorján Konzertmeister und Leitung

Tickets:

www.kammerphilharmonie.de
info@kammerphilharmonie.de
 +49(0)821/521 36 20

Wenn das
Handelsblatt
für Sie
nicht relevant
ist, haben Sie
hoffentlich nichts
mit Geld zu tun.



Ein Angebot der Handelsblatt GmbH, Toulouser Allee 27, 40211 Düsseldorf.

Impressum: Anschrift: Elite Report Redaktion, Niggerstraße 4/II, 81675 München, Telefon:+49 (0) 89 / 470 36 48, redaktion@elitebrief.de
Chefredakteur: Hans-Kaspar v. Schönfels v.i.S.d.P. **Realisation:** Falk v. Schönfels **Steuern und Recht:** Jürgen E. Leske

Rechtliche Hinweise/Disclaimer: Die enthaltenen Informationen in diesem Newsletter dienen allgemeinen Informationszwecken und beziehen sich nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person. Sie stellen keine betriebswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche, rechtliche oder steuerliche Beratung dar. Im konkreten Einzelfall kann der vorliegende Inhalt keine individuelle Beratung durch fachkundige Personen ersetzen. Der Inhalt darf somit keinesfalls als Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Handelsanregungen oder Empfehlungen in diesem Newsletter stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten, auch nicht stillschweigend, dar. Niemand darf aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Für Entscheidungen, die der Verwender auf Grund der vorgenannten Informationen trifft, übernehmen wir keine Verantwortung. Obwohl wir uns bei der Auswahl des Informationsangebotes um größtmögliche Sorg-

falt bemühen, haften wir nicht für ihre Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die in diesem Newsletter angebotenen Informationen, Produkte oder Dienstleistungen ohne gesonderte Ankündigung jederzeit zu verändern, zu ergänzen, zu löschen oder zu aktualisieren. Indirekte sowie direkte Regressansprüche und Gewährleistung wird für jegliche Inhalte kategorisch ausgeschlossen. Leser, die aufgrund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln auf eigene Gefahr, die hier veröffentlichten oder anderweitig damit im Zusammenhang stehenden Informationen begründen keinerlei Haftungsbiligo. Ausdrücklich weisen wir auf die im Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft erheblichen Risiken hoher Wertverluste hin. Das Informationsangebot in diesem Newsletter stellt insbesondere kein bindendes Vertragsangebot unsererseits dar. Soweit dies nicht ausdrücklich vermerkt ist, können über diesen Newsletter auch seitens der Leser keine Angebote abgegeben oder Bestellungen getätigt werden. Für alle Hyperlinks und Informationen Dritter

gilt: Die Elite Report Redaktion erklärt ausdrücklich, keinerlei Einfluss auf die Gestaltung und die Inhalte der gelinkten Seiten zu haben. Daher distanziert sich die Elite Report Redaktion von den Inhalten aller verlinkten Seiten und macht sich deren Inhalte ausdrücklich nicht zu Eigen. Diese Erklärung gilt für alle in den Seiten vorhandenen Hyperlinks, ob angezeigt oder verborgen, und für alle Inhalte der Seiten, zu denen diese Hyperlinks führen. Auch für Werbeeinhalte Dritter übernimmt die Elite Report Redaktion keinerlei Haftung. Das Copyright dieses Newsletters liegt bei der Elite Report Redaktion, München. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung dieses Newsletters im Wege des Herunterladens auf dauerhafte Datenträger und/oder des Ausdrucks auf Papier sowie die Weiterverbreitung ist gestattet. Jede andere Nutzung des urheberrechtlich geschützten Materials ist ohne unsere schriftliche Genehmigung untersagt. Für gegebenenfalls bestehende oder künftig entstehende Rechtsverhältnisse ist ausschließlich deutsches Recht anwendbar und sind nur deutsche Gerichte zuständig.