

Fiduka-Jahresausblick 2022

Das Jahr 2021 endet mit überraschend hoher Inflation, niedrigen Zinsen und neuen Unsicherheiten wie der Coronavirus-Mutation Omikron. Für Anleger ist das ein herausforderndes Umfeld, das aber auch Chancen bietet. Unsere Annahmen für das neue Jahr und welche Weichenstellungen Anleger in ihrem Depot vornehmen müssen, haben wir nachfolgend kompakt dargestellt. Von Marco Herrmann

1. Die weltweite Konjunkturerholung setzt sich fort, wird aber gebremst vor allem durch anhaltende Probleme in den globalen Logistikketten und erneute partielle Corona-Lockdowns. Staatliche Ausgabenprogramme wird es weiterhin geben, jedoch in geringerem Umfang.

2. Inflation bleibt im ersten Halbjahr ein großes Thema. Danach mildern Basiseffekte die Preissteigerung ab. Steigende Löhne, hohe Energiepreise und Kosten für den Klimaschutz werden die Inflation nicht nur 2022 auf ungewohnt hohem Niveau halten. Eine Stagflation wie in den 1970er-Jahren sehen wir nicht.

3. Die Notenbanken stecken in einem Dilemma. Zum einen rechtfertigt eine pandemiegewächte Weltwirtschaft weiterhin geldpolitische Unterstützung, andererseits steigen die Risiken einer unkontrollierten Inflationsentwicklung. Wir erwarten neben der graduellen Beendigung der Anleihenkäufe auch erste Zinserhöhungen in den USA. Die EZB wird 2022 ihre Zinsen unverändert lassen.

4. Eine Reduzierung der Anleihenkäufe bedeutet geringeres Wachstum in der Liquiditätsversorgung und damit voraussichtlich eine leicht steigende Verzinsung von Anleihen. Sprunghaft höhere Renditen sehen wir nicht, da weltweit die hohen Geldbestände der Anleger das Angebot an Anleihen nach wie vor überschreiten. Bei erwarteten Renditen für zehnjährige Staatsanleihen von bis zu 2% in den USA und nahe null in Deutschland ist eine positive Realverzinsung und damit Kaufkrafterhalt nicht in Sicht.

5. Dem Euro gelingt es nicht, Boden gegenüber dem US-Dollar gutzumachen. Phantasien auf mehrere Zinserhöhungen in den USA dürften den Greenback unterstützen. Zudem könnte der Regierungswechsel in Deutschland zu einer weniger soliden Finanzpolitik in der gesamten Eurozone führen und das Vertrauen in den Euro schwächen. >>



Jetzt erhältlich:

bestellung@elitereport.de

»Die Elite der Vermögensverwalter 2022«

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



Unsere Beilage »Ausgezeichnete Family Offices« (Handelsblatt 1.12.2021) können Sie unter www.elitereport.de/presse als PDF herunterladen.

Oder Sie klicken auf das Titelbild links (direkter Link auf das PDF – circa 2 MB)



Marco Herrmann,
Chief Investment Officer und
geschäftsführender Gesellschafter
der FIDUKA-Depotverwaltung GmbH
www.fiduka.com

6. 2021 haben sich die Unternehmensgewinne nach dem Corona-Schock kräftig erholt. Die Wachstumsdynamik wird sich 2022 deutlich verlangsamen. Zusätzlich sorgen anhaltende Logistikprobleme, steigende Materialkosten und höhere Löhne aufgrund des Mitarbeitermangels für Gegenwind. Dennoch, die Auftragssituation dank einer aufgestauten Nachfrage bleibt sehr gut und dürfte für florierende Geschäfte sorgen. In der Summe rechnen wir mit Gewinnsteigerungen im Bereich zwischen 6% und 8%.

7. Haussierende Aktienmärkte 2021 haben nicht nur die Kurse, sondern auch die Bewertungen in die Höhe getrieben. Auf dem aktuellen Niveau ist bereits viel Positives ein-

gepreist, was aber auch für andere Anlageklassen wie zum Beispiel Immobilien gilt, deren Preise spürbar weiter gestiegen sind. Anleihen mit ihren niedrigen Renditen bei gleichzeitig höherer Inflation stellen für renditesuchende Anleger weiterhin keine ernsthafte Alternative zu Aktien dar. Attraktive Perspektiven sehen wir für die Investmentthemen Technologie, Automatisierung & Robotik, Gesundheit und Klimaschutz.

8. Auch 2022 bleiben Aktien die präferierte Anlageklasse. Die Schwankungsbreite der Kurse dürfte allerdings wieder auf ein normales Niveau ansteigen. Da Anleihen nur begrenzt Aussicht auf Rendite bieten, kommt dem Halten von Liquidität eine höhere Bedeutung zu. Bei zu erwartenden Rücksetzern am Aktienmarkt sollte diese Liquidität zur Erhöhung der Aktienquote genutzt werden. Denn während Anleihen mit zunehmender Anlagedauer durchaus erheblichen Inflationsrisiken unterliegen, sinken diese Risiken bei Aktien über die Zeit.

Wir wünschen allen Lesern ein glückliches und vor allem gesundes Neues Jahr! □

Spezialisierungslehrgang

Zertifizierter Family Officer

Ihr Können
kann sich sehen
lassen.

ZERTIFIZIERTER
FAMILY OFFICER
FVF

www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/family-officer

ANZEIGE



Fachseminare
von Fürstenberg

Vermögensverwaltung braucht Qualitäts- standards.

Nutzen Sie unseren zertifizierten Abschluss für Ihren Wettbewerbsvorteil.

► Überzeugen Sie durch

- nachgewiesene Qualitätsstandards
- mehr Transparenz im Qualifikationsprofil
- die Vermittlung von Sicherheit und Vertrauen
- eine aussagekräftige Orientierungshilfe

► Profitieren Sie von

- dem einzigartigen Spezialisierungslehrgang „Family Office“ mit zertifiziertem Abschluss
- interdisziplinärer Wissensvermittlung
- renommierten Referenten



Rebalancing: Vorteile, Methoden, Prinzipien

Von Dr. Gerd Kommer und Jonas Schweizer

Im Kontext von passivem Investieren versteht man unter Rebalancing die periodische Wiederherstellung der ursprünglich gewählten Portfoliostruktur (Asset-Allokation), nachdem sich diese durch unterschiedliche Renditeentwicklungen der einzelnen Portfoliokomponenten verschoben hat – eine Situation, die im Zeitablauf zwangsläufig eintritt und normal ist. Nachfolgend erläutern wir die wichtigsten Aspekte von Rebalancing. Wir tun das im Wege der Beantwortung von acht Fragen zum Thema Rebalancing.

(1) Weswegen ist Rebalancing sinnvoll?

Die folgende Tabelle zeigt hierzu ein Ein-Perioden-Beispiel für ein simples Portfolio mit drei gleich gewichteten Einzelbestandteilen und einem gesamten Anlagebetrag von 100 Euro. Die unterschiedlichen individuellen Renditen der drei Portfoliokomponenten in der Betrachtungsperiode führen zu einer deutlichen Verschiebung der Asset-Allokation zwischen dem Beginn der Periode und ihrem Ende.

Das Zahlenbeispiel in Tabelle 1 illustriert, dass alle drei Portfoliokomponenten nach Ablauf des Jahres gegenüber der ursprünglichen Portfoliostruktur unter- bzw. übergewichtet sind. Bei Komponente A hält sich die relative Veränderung noch in relativ moderaten Grenzen. Die bei B

und C recht starken Verschiebungen der Gewichtung sind hingegen kritisch zu sehen, da sie das Risikoprofil des Gesamtportfolios materiell verändern. Die risikoreichste Portfoliokomponente hat nun ein Gewicht von 41% (vorher 33,3%) – eine Zunahme von 22%. Im Gegenzug ist das Gewicht der beiden risikoärmeren Komponenten zusammen um 22% gesunken.

Da risikoreiche Assetklassen langfristig höhere Renditen aufweisen als risikoarme Assetklassen, werden die risikoreichen Portfolioteile bei einem Verzicht auf Rebalancing (nachfolgend der Kürze halber »RB«) über einen längeren Zeitraum ein steigendes Gewicht im Portfolio einnehmen – so wie im Rechenbeispiel in Tabelle 1. Dadurch wird das Portfolio ohne RB à la longue immer risikoreicher – und ertragreicher.

Die Krux bei solchen Situationen: Der Anleger registriert zwar die »Evolution« des Portfolios weg von seiner einmal bewusst gewählten Ausgangsstruktur, ist aber oft genug geneigt, das zu tolerieren, weil er annimmt, es könne doch nicht richtig sein, »ausgerechnet jetzt« die in der unmittelbaren Vergangenheit gut gelaufenen Anlagen nun teilweise zu verkaufen und die schlecht gelaufenen aufzustocken. Für manchen noch schwerer zu ertragen: jetzt wegen Rebalancing Steuern auf realisierte Gewinne zu zahlen.

Kurz- oder mittelfristig könnte natürlich auch das Gegenteil geschehen: Die risikoreichen Portfoliokomponenten

Tabelle 1: Illustration der Notwendigkeit von Rebalancing

	Portfoliokomponente A	Portfoliokomponente B	Portfoliokomponente C	Gesamtportfolio
Erwartete Rendite	Niedrig	Mittel	Hoch	
Erwartetes Risiko	Niedrig	Mittel	Hoch	
Ausgangssituation Anfang von Jahr 1				
Gewichtung im Gesamtportfolio	33,3%	33,3%	33,3%	100,0%
Geldbetrag	33,33 €	33,33 €	33,33 €	100,0 €
Situation am Ende von Jahr 1				
Rendite der Einzelkomponenten in Jahr 1	0%	-10,0%	+30,0%	6,7%
Neuer Geldbetrag Ende Jahr 1	33,33 €	30,00 €	43,33 €	106,7 €
Neue Gewichtung im Portfolio Ende Jahr 1	31%	28%	41%	100,0%
Prozentuale Veränderung relativ zur ursprünglichen Gewichtung	-6%	-16%	+22%	—

Zahlen kaufmännisch gerundet.

produzieren Verluste, also deutlich schlechtere Renditen, als die risikoarmen Komponenten – beispielsweise in einem Aktien-Crash. (Der Status »risikoreich« kommt ja nicht von ungefähr.) In diesem Fall ist das Portfolio durch die negative Markteinwirkung vorwärts gerichtet risikoärmer/sicherer und renditeschwächer geworden.

In diesem Szenario – wenn die risikoreichen/renditestarken Portfoliokomponenten stark negative Renditen hatten – fehlt vielen Anlegern der Mut, nun risikoarme Portfolioteile zu veräußern und in die soeben eingebrochenen risikoreichen Komponenten umzuschichten. Das impliziert auch, dass RB eben nicht immer heißt, das Portfolio risikoärmer zu machen, es kann auch das Gegenteil heißen, risikoreicher und ertragreicher.

Rebalancing bedeutet ganz allgemein, die originäre, hier ursprünglich drittliche, Zielstruktur wiederherzustellen, weil es diese originäre Struktur ist, die die Präferenz des Anlegers im Sinne der erwarteten Rendite-Risikokombination korrekt widerspiegelt.

(2) Was sind die Vorteile, was die Nachteile von Rebalancing?

Der wichtigste Grund für und Vorteil von RB ist das, was bereits anhand des Zahlenbeispiels in Tabelle 1 angedeutet wird: RB sorgt dafür, dass der Risikograd eines Portfolios sich nicht zu weit von der vom Anleger bewusst gewählten Größenordnung entfernt. RB ist also in erster Linie ein Risikomanagement-Instrument und dieser Risikomanagement-Aspekt sollte letztlich der alleinige oder jedenfalls der maßgebliche Grund sein, RB durchzuführen.

Daneben bringt RB aber auch – je nach Betrachtungsweise, wie wir gleich sehen werden – einen Renditevorteil. Innerhalb von Assetklassen mit etwa derselben erwarteten Rendite, also Assetklassen ähnlichen Risikos, erhöht RB langfristig die jährliche Rendite auf Portfolioebene zwischen 0,1 bis 0,4 Prozentpunkten, während das Risiko sich kaum verändert oder sogar minimal sinkt. Dieser Effekt wird in der Literatur »Rebalancing-Bonus« oder »Diversifikationsrendite« genannt. Über eine »Anlegergeneration« von rund 35 Jahren bedeuten 0,4 Prozentpunkte mehr Rendite einen Zugewinn von rund 15 % beim Vermögensendwert.

Wie erklärt sich der RB-Bonus? Bezüglich der möglichen Renditeverbesserung resultiert er daraus, dass er Regression zum Mittelwert ausbeutet sowie möglicherweise auch

in milder Form den Value- und den Size-Effekt. RB ist eine Anwendung des Prinzips von Buy Low, Sell High. Manche sprechen im Zusammenhang mit RB auch von »anti-zyklischem Investieren« (Contrarian Investing). Das ist allerdings insofern etwas ambivalent, weil kontrarisches Investieren (eine Form aktiven Investierens) neben Gemeinsamkeiten mit RB auch viele Unterschiede zu diesem aufweist.

Nahezu jede grundsätzlich vorteilhafte Entscheidung beim Investieren bringt auch mindestens einen Nachteil mit sich. Das gilt auch für RB. (Die berühmte einzige Ausnahme vom »No-free-Lunch-Prinzip« bei der Vermögensanlage ist Diversifikation.) Die drei Hauptnachteile von RB sind:

(a) Zwischen Portfoliokomponenten mit deutlich unterschiedlichen erwarteten Renditen (z. B. Aktien und kurzfristigen High-Quality-Anleihen – also dem risikoreichen und dem risikoarmen Portfolioteil) reduziert RB langfristig die Portfoliorendite etwas gegenüber reinem, »radikalem« Buy-and-Hold. Wer einen Augenblick lang nachdenkt, wird erkennen warum. Dessen ungeachtet führt RB auch in diesem Fall zu einer tendenziellen Erhöhung der risikogewichteten Rendite in Form der Sharpe-Ratio.

Betrachtet man hierzu zwei entgegengesetzte »Verschiebungsszenarien« der Asset-Allokation, gilt Folgendes: In einer Aktien-Crash-Situation wird RB die Rendite auf kurze bis mittlere Sicht deutlich erhöhen. Über die Zeitperiode eines Aktien-Crashes und seiner unmittelbar nachfolgenden Erholung ist RB auf mittlere Sicht normalerweise besonders rentabel, da man damit die günstig bewertete Assetklasse Aktien vor Beginn der Erholung nachkauft. Zugleich erfordert RB in diesem Moment viel Disziplin und Nervenstärke. Beides fehlt den meisten Privatanlegern in dieser Situation. »Rebalancing im Crash« überfordert mental viele Anleger und unterbleibt daher leider.

In einem langen Bullenmarkt (das ist das andere Verschiebungsszenario) wird RB die Rendite gegenüber Nichtstun dagegen senken.

In der »Totalperiode« (25+ Jahre) überwiegt wahrscheinlich der Senkungseffekt. (Trotzdem finden sich im Internet zahlreiche Publikationen von »Praktikern« – nicht von Wissenschaftlern –, die einen generell renditeerhöhenden Effekt von Rebalancing behaupten. Leider falsch. Hinter sol-

chen Behauptungen steckt entweder Unwissen oder der Wunsch, auf diese Weise Kunden zu gewinnen.)

(b) Kosten und Steuern: RB, soweit es im Wege von Umschichtungen geschieht (dazu weiter unten mehr), verursacht Transaktionskosten für Verkaufen und Kaufen von Investments, die ein »radikaler Buy-and-Hold-Ansatz« ohne RB nicht hat. Erfreulicherweise sind diese Kosten gering, wenn man es richtig anstellt. RB produziert ferner einen kleinen Steuernachteil, da es den von zu vielen Privatanlegern übersehenen steuerlichen Barwerteffekt durch Buy-and-Hold minimal reduziert.

(c) Arbeitsaufwand: RB verursacht naturgemäß auch Arbeitsaufwand. Wenngleich dieser Nachteil erwähnenswert ist, dürfte er selten sehr hoch wiegen, da der Aufwand alles in allem verkraftbar ist. Sofern es sich nicht um ein Do-it-yourself-Portfolio handelt, entfällt das Argument ganz.

(3) Welche Rebalancing-Methoden existieren?

Grundsätzlich existieren drei verschiedene RB-Techniken oder Methoden. Eine vierte besteht in der Kombination der drei individuellen Techniken.

(a) Kalenderbasiertes RB: Hierbei wird an einem fixen Zeitpunkt, beispielsweise alle zwölf oder alle 24 Monate, RB durch Umschichtung (Verkäufe und Käufe) vorgenommen.

(b) Bänderbasiertes RB: Ein Zahlenbeispiel: Bei einer gegebenen Asset-Allokation bleibt man im Falle von Verschiebungen in der Asset-Allokation, wie sie in Tabelle 1 dargestellt werden, so lange untätig, bis mindestens eine Assetklasse ihre Zielallokation bspw. um 20 % (Prozent, nicht Prozentpunkte) über- oder unterschreitet (siehe unterste Zeile Tabelle 1) – das RB-Band hat also eine Weite von plus/minus 20 %. Soll eine Portfoliokomponente beispielsweise 40 % umfassen, würde das bedeuten, dass sich diese Portfoliokomponente zwischen 32 % und 48 % bewegen darf ($40\% \times 20\% = 8\%$). Erst eine Verschiebung über das Band hinaus löst eine Umschichtung aus.

(c) Cash-Flow-basiertes RB: Die meisten Haushalte befinden sich in Bezug auf ihr Portfolio in einem von zwei Zuständen: Entweder sie führen dem Portfolio im Zeitablauf regelmäßig oder unregelmäßig per saldo neue Mittel zu (Portfolioaufbauphase) oder sie entnehmen dem Portfolio im Zeitablauf Mittel (Portfolionutzungs- oder -abbauphase).

Ersteres ist tendenziell bei jungen Haushalten der Fall, letzteres tendenziell bei Ruheständlern. Mit anderen Worten, die Mehrzahl aller Portfolios ist in diesem Sinne »dynamisch« in Abgrenzung zu »statisch«. Aus Rebalancing-Perspektive ist es erfreulich, weil sich diese Cash-Flows nutzen lassen, um kostenlos (und steuerneutral im Falle von Verkäufen) laufendes RB zu betreiben. Bei Portfoliozuführungen, indem man die neuen Mittel stets in die am meisten untergewichteten Portfoliokomponenten lenkt; bei Portfolioentnahmen, indem man Komponenten, deren Gewicht gestiegen ist, stets zuerst verkauft. Hier sind also, anders als bei den beiden vorgenannten Methoden (Kalendermethode und Bändermethode), keine Umschichtungen mit den damit verbundenen Nachteilen (Kosten, Steuern) erforderlich. Die CF-Methode, sofern sie im konkreten Anlegerfall möglich ist, ist im Prinzip gegenüber den beiden o. g. Umschichtungsmethoden immer zu bevorzugen, denn CF-basiertes RB verursacht keine Transaktionskosten oder Steuerzahlungen (bei Verkäufen), die nicht ohnehin stattfinden würden. In diesem spezifischen Sinne ist RB hier kostenlos und (bei Verkäufen) steuerneutral. Auch Fondssparpläne und fixe Auszahl-/Entnahmepläne (sofern das eine oder das andere bei einem Anleger existiert) sollten stets für CF-basiertes RB verwendet werden, indem man beispielsweise alle zwölf Monate den Plan so umstellt, dass die RB-Wirkung erzielt wird.

(d) Mischmethode: Alle drei vorgenannten Methoden können miteinander kombiniert werden. In einem Portfolio, dem im Zeitablauf Mittel regelmäßig oder unregelmäßig zugeführt oder entnommen werden, kann CF-basiertes RB mit einer der beiden Umschichtungsmethoden oder mit beiden verbunden werden. Priorität hat jedoch grundsätzlich CF-basiertes RB, weil es de facto kostenlos ist. Bei einem relativ zu den monatlichen Sparleistungen oder Portfolioentnahmen sehr großen Portfolio und/oder in einer Börsencrash-Situation kann es allerdings sein, dass die absehbaren Cash-Inflows oder Cash-Outflows nicht ausreichen, um realistisch das Portfolio über einen Zeitraum von maximal 36 Monaten wieder nahe genug an die Zielallokation zurückzubringen. In diesem Fall muss eine der beiden Umschichtungsmethoden ran, auch wenn das ungünstige Konsequenzen bezüglich Transaktionskosten und eventuell Steuerliquidität hat. Das deutet darauf hin, dass RB über Cash-Flows gewissermaßen »allmähliches« Rebalancing sein kann und zumeist nicht vollständiges RB »auf einen Schlag« ist. >>

Bei allen drei individuellen Methoden könnte man noch differenzieren zwischen »Rebalancing exakt zum Ziel« oder »Rebalancing zum nächstliegenden äußeren Rand des Bandes«. (Falls man kalenderbasiertes RB praktizieren will, muss man in diesem Fall auch dabei ein Band definieren.) Wenn man nur zum nächstliegenden äußeren Rand des Bandes statt »exakt zum Ziel« rebalanciert, dann kann man die Transaktionskosten vielleicht noch einmal etwas reduzieren, weil geringere Anlagevolumina gekauft und verkauft werden.

Ferner muss man zumindest gedanklich noch differenzieren zwischen zwei unterschiedlich wichtigen Rebalancing-Ebenen – Level 1 und Level 2. Level 1 ist die oberste Asset-Allokationsebene zwischen dem risikoreichen, renditestarken Portfolioteil und dem risikoarmen, renditearmen Teil. Level 2 darunter ist die Asset-Allokation innerhalb dieser beiden Portfolioteile. RB auf Level 1 ist bedeutsamer und hat höhere Priorität als auf Level 2. Bei Level 2 kann man im Interesse der Transaktionskostenminimierung gegebenenfalls länger warten (Kalendermethode) oder breitere Bänder definieren (Bändermethode), sofern man diese zusätzliche Komplexität (Differenzierung zwischen diesen beiden Levels) im eigenen RB-Ansatz nicht scheut.

Für Privatanleger, die im Do-it-yourself-Modus anlegen, dürfte kalenderbasiertes RB einfacher umzusetzen sein als bänderbasiertes RB.

Nachfolgend zur Vervollständigung des Zahlenbeispiels in Tabelle 2 die jeweiligen Rebalancing-Beträge, wenn man eine der beiden Umschichtungsmethoden und sofortiges vollständiges RB unterstellt (kein Cash-Flow-RB).

(4) Was sagt die Wissenschaft über die Vor- und Nachteile der einzelnen Rebalancing-Methoden?

Mit der akademischen Literatur über RB könnte man eine kleine Bibliothek füllen. Die Quintessenz aus wohl mehreren Hundert akademischen Studien zu RB: Der Nutzen

und die Vorteile von RB sind ausreichend klar und groß, dass RB für alle Anleger angeraten ist.

Da, wo CF-basiertes RB möglich ist, sollte stets diese Methode maximal genutzt werden, weil sie keine relevanten Transaktionskosten verursacht.

Welche der beiden Umschichtungsmethoden oder welche Kombination der Methoden nach der CF-Methode die beste ist, lässt sich nicht eindeutig bestimmen. In jedem konkreten historischen Zeitfenster liefert eine bestimmte Methode oder Methodenkombination die besten Ergebnisse. Allerdings sind die Renditeunterschiede zwischen den einzelnen Methoden zumeist eher moderat. In Ausnahmefällen können während kurzer Zeitfenster auch große Unterschiede auftreten, die sich später und auf lange Sicht vermutlich wieder nivellieren.

Auf alle Fälle sagt die Wissenschaft, dass die Wirksamkeitsunterschiede zwischen den zwei Umschichtungsmethoden insgesamt zu gering oder zu unprognostizierbar sind, als dass man zwischen den beiden Methoden einen klaren Favoriten ausmachen könnte. Das schließt zwei Schlüsselaspekte der Umschichtungsmethoden mit ein: bei der Kalendermethode, wie häufig RB stattfinden sollte, bei der Bändermethode, wie eng die Bänder sein sollten. Schlussendlich bräuchte man 500 oder 1.000 Jahre historische Kapitalmarktdaten, um zu einer verlässlichen Bestimmung der »einen besten Methode« zu gelangen. Wir verfügen aber nur über etwa 100 Jahre Daten hinreichender Qualität. Ergo spielt es keine Rolle, welche spezifische Methode man verwendet, solange man eine bestimmte wählt und einigermaßen sauber umsetzt.

(5) Wie häufig sollte Rebalancing stattfinden?

Generell gilt hier für die beiden Umschichtungsmethoden: Gerade so häufig, dass Transaktionskosten und Arbeitsaufwand auf der einen Seite in einem sinnvollen Verhältnis mit der Risikomanagementwirkung von RB auf der ande-

Tabelle 2: Umschichtungsbeträge zum Zahlenbeispiel aus Tabelle 1

	Portfoliokomponente A	Portfoliokomponente B	Portfoliokomponente C	Gesamtportfolio
Anteilsvolumen kaufen/verkaufen	2,22 €	5,56 €	-7,78 €	-
Neuer Betrag in Euro	35,56 €	35,56 €	35,56 €	106,67 €
Wiederhergestelltes Gewicht in %	33,3%	33,3%	33,3%	100%

Zahlen kaufmännisch gerundet.

ren Seite stehen. Bei der Kalendermethode bedeutet das vermutlich maximal einmal jährlich und vielleicht sogar nur alle 24 oder 36 Monate (nach Möglichkeit diszipliniert immer im gleichen Monat). Bei der Bändermethode wählt man die Bänder so, dass Transaktionskosten und Risikomanagementwirkung in einem gesunden Verhältnis zueinander stehen. Pragmatisch könnte man aus Privatanlegersicht sagen 20%. Bei einer 30%-Portfoliokomponente entspräche das plus/minus sechs Prozentpunkten. Bei der CF-basierten Methode stellt sich die Frage der Häufigkeit nicht, weil man einfach jeden hinreichend großen Cash-Flow für RB-Zwecke nutzt, ganz egal, wann immer er stattfindet.

Alles in allem wird deutlich, dass man aus der Wahl der spezifischen RB-Methode und ihrer konkreten Umsetzung keine Religion machen sollte im Sinne eines einzigen, allein selig machenden Ansatzes und seiner hochpräzisen Umsetzung. Es kommt weniger darauf an, dass man die formulierten Regeln sklavisch eng einhält, sondern (a) dass man überhaupt RB durchführt und (b) dass man RB nicht zu aktivem Spekulieren durch die Hintertür missbraucht. Das wäre dann der Fall, wenn man spekulatives Market Timing oder aktives antizyklisches Investieren daraus machen würde.

Alles in allem muss RB ein regelbasierter, mechanischer, emotionsloser, prognosefreier, disziplinierter Prozess sein. Eigentlich ganz einfach – zumindest in der Theorie.

(6) Wie passt Rebalancing mit dem Buy-and-Hold-Prinzip zusammen?

Selbstverständlich bedeutet RB eine Abweichung von »reinem, radikalem Buy-and-Hold«. Buy-and-Hold repräsentiert ein zentrales Kernelement prognosefreien passiven Investierens, aber vollkommen passives Investieren im Wortsinne existiert sowieso nicht. Buy-and-Hold sollte niemals verstanden werden als ein borniertes »ich darf niemals – auch nicht regelgebunden und intelligent – Anpassungen in meinem Portfolio vornehmen«. (Manche Kritiker von Buy-and-Hold, die verzweifelt nach Schwächen in dieser smarten Anlagephilosophie suchen, schießen gegen diese unrealistische Karikatur von Buy-and-Hold.)

(7) Heißt Rebalancing immer zur ursprünglichen Asset-Allokation zurückzukehren?

Nein, heißt es nicht. Wenn sich die Risikotoleranz oder, allgemeiner formuliert, die präferierte Rendite-Risiko-

Kombination eines passiven Anlegers/Haushaltes ändert, dann wird sich im Normalfall auch seine Level-1-Asset-Allokation ändern. Die Änderung der Risikotoleranz kann viele Ursachen haben und wird im Laufe eines Anlegerlebens vermutlich mehrfach geschehen. Hier ein paar typische Auslöser: Das Vermögen des Anlegers und/oder seine Absicht, weiter berufstätig zu sein (also sein Humankapital), ändern sich entweder plötzlich oder ganz allmählich durch Erbschaft, Schenkung, Lotteriegewinn, Immobilienfinanzierung, Unternehmensverkauf, Heirat, Ehescheidung, Arbeitslosigkeit, Krankheit, Unfall, Lebenskrise, weltanschauliche Umorientierung, Emigration ins Ausland, staatliche Maßnahmen, den ganz banalen Alterungsprozess und, und, und. Rebalancing sollte solche Änderungen der aktuellen Ziel-Asset-Allokation natürlich mitberücksichtigen. Das impliziert auch, dass nicht zwangsläufig zur unmittelbar vorhergehenden Asset-Allokation zurückbalanciert werden muss.

(8) Macht Rebalancing auch Sinn für aktiv gemanagte Portfolios?

Nein, letztlich nicht. Obwohl vor allem in angelsächsischem Bereich vielfach das Wort Rebalancing oder to rebalance im Kontext aktiver Anlagestrategien verwendet wird, hat RB so, wie es in diesem Beitrag dargestellt wird, mit aktivem Investieren nichts zu tun. Ein aktiver Anleger entscheidet seine Asset-Allokation im Prinzip laufend und opportunistisch neu in Abhängigkeit von der fortwährenden Änderung der Umstände und seiner Einschätzung derselben. In einem solchen Setting wäre RB widersinnig.

Fazit: Rebalancing ist ein integraler Bestandteil des rationalen Passiv-Investieren-Ansatzes. RB lässt sich auf der Basis einiger simpler, pragmatischer Regeln durchführen oder – wenn man will – nach einem recht anspruchsvollen Algorithmus, sofern dieser im Vorhinein jede Eventualität abdecken soll. In beiden Fällen ist das Zauberwort jedoch dasselbe: Disziplin. RB sollte in allererster Linie als Risikomanagement gesehen werden, nicht als ein Versuch, die Rendite kurz- oder mittelfristig zu steigern. CF-basiertes Rebalancing ist kostenloses Rebalancing und daher besonders attraktiv. Aus Anlegerperspektive ist Rebalancing ein Ausdruck von »ich selbst sitze im Driver Seat, nicht der Markt mit seinen kurz- und mittelfristig in alle denkbaren Richtungen ausschlagenden Kapriolen.« □

Weitere Beiträge unter: www.gerd-kommer-invest.de/blog

Börsenjahr 2022: Rekordhohe Aktienpositionierung und geringe Marktbreite

*Manfred Schlumberger,
Leiter Portfoliomanagement bei StarCapital*

Trotz der schwächer als ursprünglich erwarteten Weltkonjunktur in diesem Jahr sind die Gewinne der Unternehmen in ungeahnte Höhen vorgestoßen. Vielen Firmen ist es gelungen, trotz Lieferketten-, Chip- und Logistikproblemen angesichts der rasant steigenden Nachfrage ihre Gewinnmargen durch Preissteigerungen kräftig auszuweiten. Ein gutes Beispiel hierfür liefert die Automobilindustrie, bei der es selbst bei Luxuslimousinen keine Rabatte mehr gibt.



*Manfred Schlumberger,
Leiter Portfoliomanagement
bei StarCapital
www.starcapital.de*

Bisher war in China die Immobilienkonjunktur mit einem Anteil von 25 % am BIP Haupttreiber der Konjunktur. Der Versuch der chinesischen Führung, die Luft geordnet aus der Immobilienblase abzulassen (Stichwort »Evergrande«), die bald rückläufige Bevölkerung und hohe Leerstände lassen dies für die Zukunft nicht mehr erwarten. Angesichts der erreichten hohen Verschuldung von Haushalten und Unternehmen werden die relativ hohen Zinsen in China zum Problem. Zur Bekämpfung der Pandemie hat China stets mit drastischen Lockdowns reagiert, verbunden mit den entsprechenden Konsequenzen für die globalen Lieferketten. Angesichts der sich rasant verbreitenden Omikron-Variante besteht das Risiko, dass bei einer Fortsetzung dieser Politik das Wachstum erheblich beeinträchtigt

wird. Was dies für die größten Exportländer wie Deutschland und Japan bedeuten würde, kann man sich leicht ausmalen. China könnte also durchaus zu einem schwarzen Schwan für die Weltkonjunktur 2022 werden!

Laut der Bank of America übersteigen die Zuflüsse der letzten 12 Monate an den internationalen Aktienmärkten die Summe der Zuflüsse der 19 Jahre davor. Trotz aktuell eher vorsichtiger Stimmung sind viele Anleger bis zur Halskrause in Aktien investiert. Grund ist nämlich die fehlende Alternative an den Rentenmärkten. Auch die geringe Marktbreite vor allem in den USA gibt Anlass zur Sorge. Nur einige wenige Technologieaktien haben den Anstieg an den US-Börsen seit Mitte des Jahres getragen. Diese beiden Faktoren machen die Aktienmärkte anfällig für kräftige Rückschläge. Der DAX beispielsweise fällt im historischen Durchschnitt zweimal um mehr als 10% im Jahr – in diesem Jahr jedoch bisher kein einziges Mal! Sollten sich die möglichen schwarzen Schwäne oder gar heute gänzlich Unbekannte zeigen, droht eine entsprechende Volatilität an den Aktienmärkten. Dies ist vermutlich die überzeugendste Prognose für 2022. Die vielen neuen und unerfahrenen Investoren am Aktienmarkt werden sich dann vermutlich als eher »schwache Hände« erweisen.

Der Umstand, dass sich alle Notenbanken ihrer Verantwortung angesichts rekordhoher Staatsverschuldungen bewusst sind, spricht für moderaten Liquiditätsentzug und anhaltend niedrige Leitzinsen. Trotz zu erwartender Volatilität ist somit dennoch ein »normales« Aktienjahr mit Renditen um die 7% zu erwarten. Vermutlich wird es aber nicht mehr genügen, lediglich Indexfonds auf dem US-Aktienmarkt S&P 500 zu kaufen, um durch den 25-prozentigen Anteil der FAANGM-Aktien die meisten aktiven Wettbewerber outzuperformen. Unsere Prognose spricht 2022 eher für die benchmarkfreien Investmentmanager, die aktiv die sich bietenden antizyklischen Opportunitäten an den Aktienmärkten nutzen. □

ANZEIGE

INDIVIDUELL GRAVIERBARE ANHÄNGER



Die zeitlosen Formen der Schmuckstücke bieten die perfekte Fläche für Liebesbotschaften und Mantras, die Initialen der Liebingsmenschen, Glückssymbole oder die Koordinaten des Lieblingsortes.

www.annavonbergmann.de



Ein solides, aber auch volatiles Kapitalmarktjahr 2022

Von Robert Halver

Die weitere Entwicklung von Corona ist unsicher. Dennoch nimmt sein Schrecken für die Aktienmärkte ab. Man wird mit dem Virus leben müssen und der Umgang mit ihm wird immer professioneller. So nimmt die Politik Abstand von generellen Lockdowns, um schädliche Konjunkturverläufe und soziale Folgen zu minimieren. Im Übrigen bleiben die Notenbanken trotz zwischenzeitlich verbaler Stabilitätsbekundungen treue Aktienfreunde. Auf mehr Schwankungsbreite müssen sich die Anleger allerdings einstellen.



Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de

Konjunktur: Ab Frühjahr geht es bergauf

Zwar könnte sich die Normalisierung der Lieferketten als wirtschaftliche Achillesferse durch Corona-bedingte Transportbeschränkungen zwischenzeitlich verzögern. Doch wird es in Deutschland, den USA und China nur zu regionalen und zielgerichteten Lockdowns gegen neue Virus-Varianten kommen. Die wirtschaftlichen Erholungsprozesse will man keinesfalls riskieren, auch um nachfolgende soziale Probleme zu vermeiden. Und tatsächlich setzt sich die Stabilisierung der Konjunkturerwartungen – laut Investment-Beratungsfirma Sentix – für die nächsten sechs Monate in allen Weltregionen fort.

Grafik 1: Sentix Konjunkturerwartungen für die kommenden 6 Monate



Unabhängig davon stehen mit Dekarbonisierung und Digitalisierung gleich zwei starke und nachhaltige Wachstumstreiber zur Verfügung, die die Aktienmärkte langfristig fundamental stützen.

Rohstoffe: Die Bäume wachsen hoch, aber nicht in den Himmel

Nach der in diesem Jahr fast panischen Rohstoffnachfrage ist 2022 – auch aufgrund zunehmend abgeschlossener Lagerwiederauffüllung – mit einer allmählichen Normalisierung zu rechnen. Allen voran werden die Opec-Länder und Russland mit vorausschauender Produktionssteuerung eine Stabilisierung der Energiepreise anstreben. Die Ölförderländer haben kein Interesse daran, den Ast abzusägen auf dem sie sitzen, indem sie über wucherhafte Ölpreise den globalen Konjunkturaufschwung torpedieren und damit die nachfolgende Ölnachfrage mindern. Ohnehin fürchtet man bei Margenverbesserung eine umfassende Wiedergeburt der Fracking-Alternative in Amerika, wo sich die Ölförderung im kommenden Jahr in der Tat weiter erholen wird.

Grafik 2: US-Ölproduktion und Ölpreis WTI



Bei Industriemetallen bleibt die Nachfrage mit Blick auf den globalen Trend zum Klimaschutz grundsätzlich hoch. Zur Produktion von emissionsfreien Generatoren, Motoren und Computerchips werden gut leitende und leicht zu verarbeitende Metalle verwendet. Im Fokus steht vor allem Aluminium. Ein immer besseres Angebot bremst jedoch den Preisauftrieb. Um Gold muss man sich keine Sorgen machen. Zwar hält ein gewisser Inflationsdruck Ängste vor Liquiditätsdrosselungen und Leitzinserhöhungen aufrecht. Doch bleiben negative Realzinsen und die weiter steigende Überschuldung nachhaltige Preistreiber. Zudem hält die Diversifizierungspolitik der Notenbanken aus z. B. Indien, Brasilien oder Russland in das sachkapitalistischste aller Anlagegüter unvermindert an, um die Abhängigkeit von US-Staatspapieren zu mildern.

>>

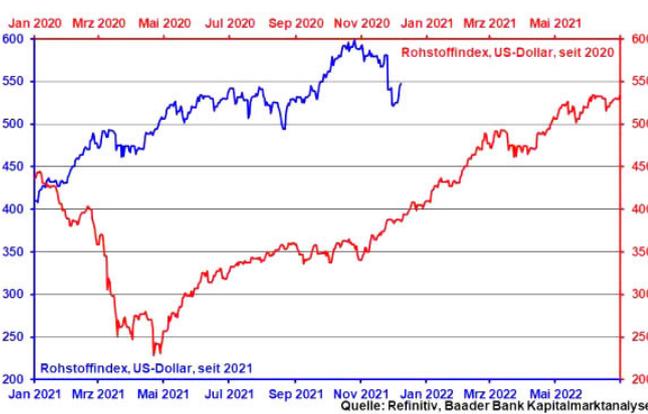
Grafik 3: Goldbestände der Notenbanken



Inflation: Die Spitzen werden getrimmt

In Amerika und Europa wird spätestens im Frühjahr der Preisgipfel überschritten. Zudem mildert der Zeitablauf den Inflationsdruck: Preissteigerungen sind relative Betrachtungen, denn man vergleicht das aktuelle Preisniveau mit dem vor 12 Monaten. Selbst wenn Rohstoffpreise und Frachtraten auf ihren derzeit hohen Niveaus verharren, würden sich 2022 deutliche Preisentspannungen zeigen.

Grafik 4: Rohstoffpreise ab 2020



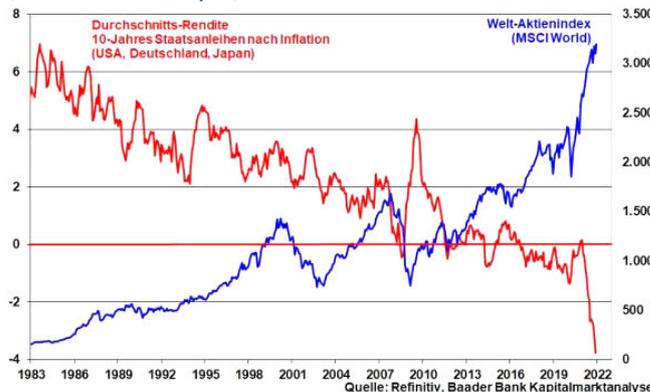
Grundsätzlich wird die Preissteigerung oberhalb jener vor Corona verharren. Dafür sprechen die robuste Rohstoffnachfrage, potenzielle Steuererhöhungen, der Fokus der Politik auf höhere Löhne, der Fachkräftemangel und zunehmende Klimaschutzauflagen.

Geldpolitik: Die Fed macht es vor, aber die EZB nicht nach

Auch im nächsten Jahr ist keine für die Finanzmärkte wirklich Furcht einflößende Geldpolitik zu erwarten. Die Inflationsberuhigung nimmt der internationalen Geldpolitik viel restriktive Arbeit ab, auch mit Blick auf das Narrativ der EZB einer vorübergehenden Preisbeschleunigung. Auch Corona-bedingte Konjunkturbehinderungen werden Fed &

Co. zur Zurückhaltung bewegen. So wird die US-Notenbank zwar die Drosselung ihrer Anleihenkäufe wie geplant im Juni beenden, aber netto keine Liquidität entziehen. Zu einer Leitzinserhöhung der Fed kommt es frühestens im Juli 2022. Selbst wenn diese frühzeitig erfolgt, beschreibt dies nicht das Szenario einer dramatischen Zinswende. Denn wer früher anfängt, hört auch früher wieder auf. Wenn auch die Dynamik nachlässt, bleibt die US-Geldpolitik dennoch weiter konjunktur- und finanzmarktfreundlich. Die EZB setzt in Abgrenzung zum Tapering der Fed ohnehin nur auf »Rekalibrierung«: Nach planmäßigem Ende ihres pandemischen Notprogramms (PEPP) im März 2022 ist mit einer Erhöhung konventioneller Aufkäufe (PSPP) zu rechnen. Insgesamt laufen Fed und EZB der inflationären Entwicklung hinterher wie der Hase dem Igel, ohne ihn jemals zu schlagen bzw. schlagen zu wollen. Denn eine Inflation, die oberhalb der Kreditzinsen und Anleiherenditen liegt und so den Trend negativer Realzinsen fortschreibt, frisst überbordende Staatsverschuldung auf. Insofern ist die Nach-Inflations-Rendite 10-jähriger Staatspapiere aus der Eurozone und den USA keine attraktive Alternative für Aktien. Wenn Inflation nicht bekämpft wird, ist sie kein Feind des Aktienmarkts, sondern ihr bester Freund.

Grafik 5: Real-Rendite 10-jähriger Durchschnitts-Staatsanleihe (USA, Deutschland, Japan) und Welt-Aktienmarkt



Währungen: Der Euro als weichste Hartwährung der Welt

Mutmaßungen über eine, wenn auch überschaubare Leitzinswende in den USA – von der die EZB sehr weit entfernt ist – stärken den Dollar. Dieser kommt der Fed angesichts steigender Importpreise durchaus zugute. Schließlich stärkt er die amerikanische Kaufkraft und dämpft den importierten Inflationsdruck. Umgekehrt sorgt die Abwertung des Euros für Exportstützung in Europa. Tut man der EZB Unrecht, wenn man unterstellt, dass ihr auch angesichts der Strukturschwächen jede Art der Konjunkturstimulierung wichtiger ist als Inflationsbekämpfung? Wenn man ihre Ren-

ditedrückung über fortlaufende Anleiheaufkaufprogramme betrachtet, ist diese Frage klar beantwortet. Tatsächlich sind Renditeunterschiede ein wesentliches Argument für Wechselkursbewegungen. Derzeit bieten 10-jährige US-Staatsanleihen rund 1,7 Prozentpunkte mehr Rendite als deutsche.

Grafik 6: Renditedifferenz 10-jährige US- zu deutschen Staatsanleihen und Wechselkurs Euro/US-Dollar

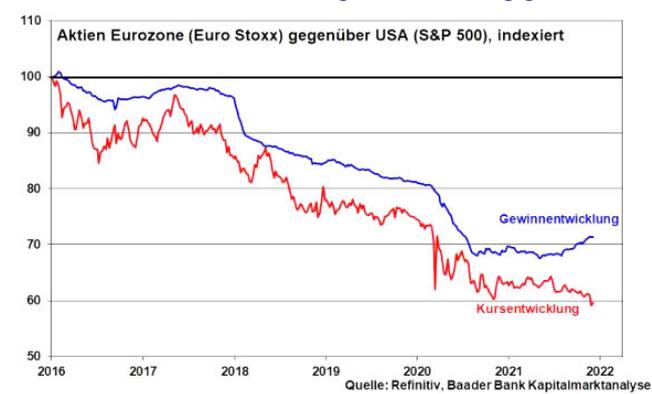


Aktienmärkte im Vergleich:

Europa im Kopf-an-Kopf-Rennen mit Amerika

US-Aktien profitieren von attraktiven Standortqualitäten in Form vergleichsweise niedriger Unternehmenssteuern, Infrastrukturmaßnahmen und natürlich durch einen gewaltigen Digitalisierungs- und damit Wettbewerbsvorsprung. Doch im Vergleich zu den USA dürfte das Tempo der konjunkturellen Erholung in Europa aufgrund von Basiseffekten höher ausfallen. Damit wandelt sich das Handicap eines seit 2016 anhaltenden Gewinnnachteils europäischer gegenüber US-Unternehmen zu einem -vorteil. Aktien der Eurozone (Euro Stoxx) begegnen amerikanischen Titeln (S&P 500 Index) im kommenden Jahr fundamental mindestens auf Augenhöhe. Nach winterlich-viraler Schwäche dürften die ab Frühjahr einsetzende weltweite Konjunkturerholung die typisch zyklisch dominierten Aktien in Europa begünstigen und ihnen Nachholpotenzial verleihen.

Grafik 7: Gewinn- und Kursentwicklung Aktien Eurozone gegenüber USA



Ebenso ist die Euro-schwächende Zinspolitik der EZB ein Pluspunkt für exportfreundliche Aktien der Eurozone.

Damit es aber nicht nur bei Nachholeffekten europäischer zu US-Aktien bleibt, ist eine durchgreifende Investitions- und Reformpolitik zwingend notwendig. Das Leistungsprinzip darf nie in Frage gestellt werden. Soziale Marktwirtschaft muss Vorrang vor einer gängelnden Staatswirtschaft haben. Nur so lassen sich die europäischen Standort- und Wachstumsqualitäten auf internationale Niveaus hieven, die dann auch Europas Aktien Wettbewerbsfähigkeit gegenüber US-Titeln verleihen.

2022 werden sich die asiatischen Schwellenländer wegen zunehmender Immunisierung gegenüber dem Coronavirus wieder positiver entwickeln. Insbesondere ein wiederauflebendes Wachstum in China sendet positive Ausstrahlungseffekte auf die gesamte Region. Ähnlich wie westliche Notenbanken wird die People's Bank of China konjunkturstützend eingreifen und sich der Immobilien- und Schuldenkrise widmen. Ein Aktien-Hemmschuh bleibt allerdings, dass chinesische Konzerne speziell auf der Tech-Seite weiterhin harten staatlichen Regulierungen ausgesetzt sind. Die Bedrohung der monopolistischen Machtstrukturen durch z. B. Social Media wird von der KP mit allen Mitteln bekämpft. Trotz zu erwartender Kurszuwächse dürfte sich daher die Underperformance asiatischer Schwellenland-Aktien zu den Industriestaaten 2022 fortsetzen. Auch Lateinamerika bleibt ein Minderperformer. Neben einer Sippenhaft der Emerging Markets trägt oft genug auch eine verfehlte Wirtschaftspolitik Verantwortung dafür, dass selbst Rohstoffreichtum keine klare Trendwende an den Finanzmärkten begünstigt. >>

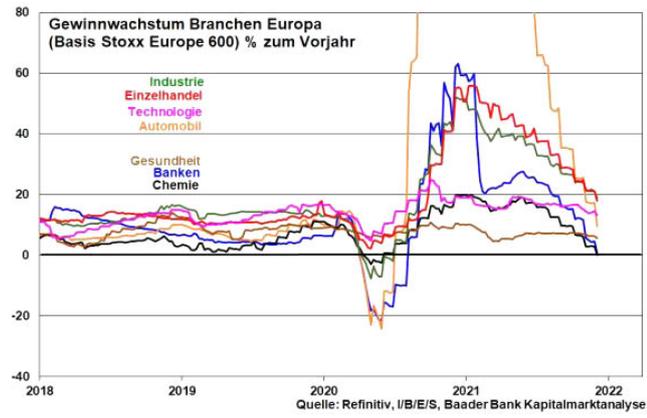
Grafik 8: Aktienmärkte Industriestaaten und Schwellenländer Asien und Lateinamerika



Branchen: Bäumchen wechsele dich

Nach abgeschlossener Konsolidierung werden sich die Gewinnperspektiven auch laut Unternehmensausblicken stabilisieren. Dabei stehen vor allem Konjunkturwerte im Fokus. Der zyklische Aufschwung dokumentiert sich in Europa vor allem in der Industrie. Bei Beruhigung der Chip-Krise spielen ebenso Autobauer ihre Stärken wieder aus. Und nach Abebben der aktuellen Corona-Welle zeigen Titel aus Einzelhandel, Luftlinien, Tourismus und Freizeit großes Nachholpotenzial.

Grafik 9: Gewinnwachstum Branchen Europa



Grundsätzlich bleiben Technologieaktien abseits von Stay at Home-Titeln gefragt. Die Digitalisierung samt Automatisierung von Industrieprozessen, künstliche Intelligenz, Quantenkommunikation und -informatik sowie das von Mark Zuckerberg als digitale Parallelwelt beschriebene Metaverse bleiben hoch aussichtsreiche Megathemen. Nicht zuletzt dienen sie Anlegern wegen ihrer hohen Margen auch als Inflationsschutz und die große Zinswende müssen sie ohnehin nicht fürchten. Zukünftig werden verstärkt kleinere Tech-Werte gefragt sein, die Nischen besetzen und bei der Politik weniger auffallen. Ihre bisher eindeutige Dominanz gegenüber Konjunkturaktien werden sie jedoch einbüßen.

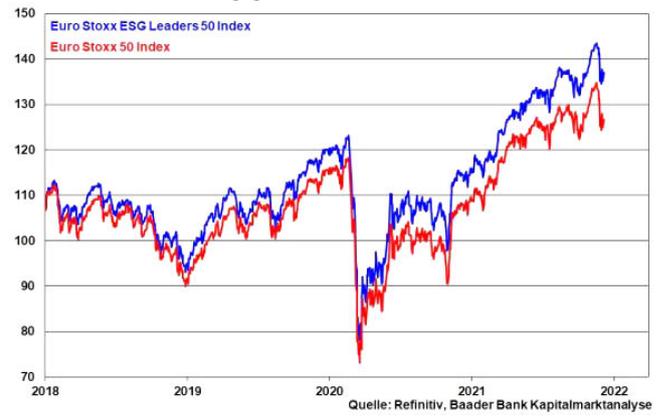
Grafik 10: Technologie gegenüber Konjunkturaktien weltweit



Grundsätzlich rotieren Anleger je nach News Flow durch eine Vielzahl von Sektoren. Dieses Anlage-Karussell treibt die Aktienmärkte in Trippelschritten höher.

Auch der Klimaschutz ist ein lukratives Megathema, wie die Outperformance gegenüber klassischen Aktien-Indices zeigt. Weltweit wird massiv in Dekarbonisierung investiert. Übrigens kann gerade Deutschland Klimaschutz. Möge die neue Ampelregierung diese Talente als Quelle zukünftigen Wohlstands und alternativer Beschäftigung fördern.

Grafik 11: Euro Stoxx 50 gegenüber Euro Stoxx ESG Leaders 50



Nicht zuletzt bleiben dividendenstarke Aktien attraktiv. Schließlich knüpfen die zu erwartenden Ausschüttungen mit ca. 37 Mrd. Euro an das hohe Niveau vor Corona an. Zudem schlagen sie einschlägige Zinsanlagen immer noch deutlich.

Übernahmen, Fusionen, Unternehmensrestrukturierungen: Das Salz in der Börsensuppe

Das Geschäft mit Übernahmen und Fusionen wird sich nach dem Rekordjahr 2021 auch 2022 fortsetzen. Die Konsolidierung geht in vielen Branchen weiter, da Firmen die coronale Schwächung der Konkurrenz für günstige Zukäufe zur Erlangung von Know-How und Marktzugang nutzen.

Hinzu kommt der Aufspaltungstrend großer Unternehmen – s. General Electric, Johnson & Johnson, Toshiba – die im Rahmen von Geschäftsfokussierungen Unternehmensteile verkaufen und damit ihren Wert insgesamt heben. Und auch der immer intensivere Fokus auf Nachhaltigkeit, Soziales und Grundsätze einer guten Unternehmensführung (kurz: ESG) sorgt dafür, dass Unternehmen sich aus problematischen Geschäftsfeldern zurückziehen und so ihre allgemeine Wertschätzung aufpolieren. >>

Krypto-Anlagen: Raus aus der Exotenecke

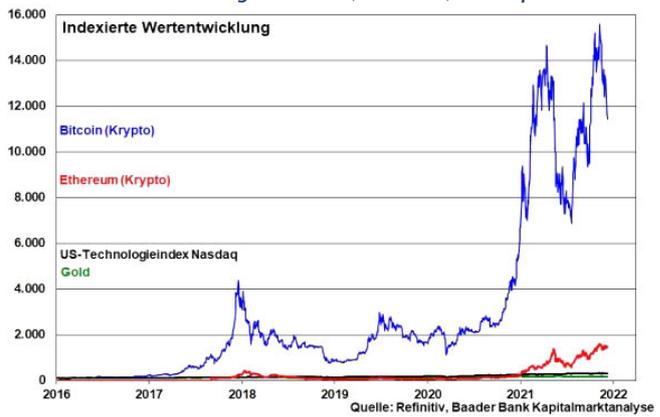
Offensichtlich wird der Bitcoin als nicht beliebig vermehrbares Gut immer mehr als Stabilitätsanlage eingeschätzt. Auch operativ scheint er eine Aufwertung zu erfahren. So könnte die offizielle Anerkennung von Bitcoin als Zahlungsmittel in einem strukturschwachen Land wie El Salvador Nachahmer finden. Ein vom US-Dollar unabhängiges Zahlungssystem für Entwicklungsländer würde überlebenswichtige Überweisungen von im Ausland Arbeitenden an ihre Familien deutlich vereinfachen und dramatisch vergünstigen.

Währenddessen liefert Ethereum als Nummer zwei unter den Kryptos die Grundlage für neue und innovative Technologien, die klassische Geschäftsmodelle verdrängen. So könnte Ethereum zur Standardplattform für Anwendungen z. B. in den Bereichen dezentraler Buchungsportale oder Finanzdienstleistungen mit weitestgehender Ausschaltung von Zwischeninstanzen wie Clearing-Stellen werden. Vorteile wären geringere Fixkosten, eine bessere Markttransparenz durch eine bessere Erfassung der Handelsströme und eine wesentlich höhere Abwicklungsgeschwindigkeit. Die Platzierung einer digitalen Anleihe der Europäischen Investitionsbank über die Ethereum-Blockchain ist hierbei nur ein Beispiel.

Neue Allzeithochs sind damit im nächsten Jahr grundsätzlich zwar möglich, allein schon, weil die allgemeine Liquiditätsausstattung hoch bleibt. Doch können in unserer

Fomo-Welt (fear of missing out, also Angst, nicht dabei zu sein oder auch zu lange dabei gewesen zu sein) aus Krypto-Bullen auch schnell wieder -Bären werden. Nicht zuletzt wird die zunehmende Regulierung gewissen Stilblüten das Wasser abgraben. Damit wird die Krypto-Welt zwar hoffähiger, doch werden so auch die Pioniergewinne seltener. Ein Ersatz für klassische Anlageformen sind Krypto-Anlagen nicht. Aber wer die enorme Volatilität aushält, kann mit ihnen spekulieren.

Grafik 12: Wertentwicklung von Bitcoin, Ethereum, Nasdaq und Gold



2022 wird mehr Volatilität ein Charakteristikum der Kapitalmärkte sein: Die mit Fragezeichen versehene Corona-Entwicklung, eine geopolitisch aufgeheizte Stimmung zwischen den Hegemonen USA, China und Russland und – wenn auch nur verbale – Stabilitätsanfälle der Notenbanken haben jederzeit das Potenzial für höhere Schwankungen. Dennoch bleiben Aktien unverzichtbar. □

EXA Energie

Für Firmen gemacht

» Optimieren Sie mit uns Ihre Strom- und Gas-Beschaffung«

www.exa-energie.de

EXA-ENERGIE
IHR UNABHÄNGIGER PARTNER FÜR
ENERGIEBESCHAFFUNG

TRANSPARENZ UND SICHERHEIT IM
ENERGIEEINKAUF

KOSTENEFFIZIENZ DURCH AKTIVES
ENERGIEMANAGEMENT

ANZEIGE

2022 ist der Gipfel der lockeren Geldpolitik überschritten, aber ...

Von Robert Halver

Seit 2009 war billiges und viel Geld der entscheidende Motor der Aktienrallye. Doch befürchten viele Anleger angesichts des hohen Inflationsdrucks die Rückkehr zur geldpolitischen Stabilität. Droht den Börsen 2022 also die Heimsuchung durch eine große Zinswende bzw. massive Liquiditätsverknappung? Bei näherer Betrachtung wird aus dem vermeintlichen Horror- aber schnell eher ein Dokumentarfilm.

Die Inflation zeigt derzeit eine besonders hässliche Fratze

Ohne Zweifel, die Preise sprießen derzeit wie Unkraut im Frühjahr. Mittlerweile reagieren immer mehr Notenbanker selbst bei der EZB Inflations-verstimmt. Als Hüter der Preisstabilitätsmoral kann ja kein Geldpolitiker Liederlichkeit an den Tag legen.

Und dennoch sollte man zwischen ehrenwerten Stabilitätsworten und tatsächlichem Handeln sauber trennen: Wie viel Herzblut darf man den Damen und Herren aus den Notenbanken bei der Inflationsbekämpfung wirklich bescheinigen?

Tatsächlich, trotz aktuellem Inflations-Buckel sprechen die Notenbanken immer noch von wiederkehrender Preisstabilität. Sie setzen darauf, dass Preissteigerung ein relativer Wert ist, der sich mutmaßlich im nächsten Jahr lindert. Wenn Rohstoffpreise und Frachtraten auf ihren aktuell hohen Niveaus verharren, würden sich 2022 im Vorjahresvergleich deutliche Preisberuhigungen zeigen. Dabei kehren Fed, EZB & Co. die Crux dieser Inflationsmessung allerdings unter den Teppich. Der absolute Preisschmerz bleibt dennoch stark. Doch geht es den Notenbanken vor allem um die Richtung. Wie beim Abnehmen ist der Weg das Ziel: Sinkt die Inflation von ihren aktuellen Höchstständen, halten sie ihre These »Am Ende wird alles gut« für bestätigt. Die laxe Inflationsbekämpfung von Fed & Co. wird insofern nachträglich geheiligt.

Heutzutage sind Notenbanken alles könnende Küchenmaschinen

Das gibt den Notenbanken viel Beinfreiheit, um das Thema Preisstabilität auf der To do-Liste nach unten zu setzen und andere Aufgaben zu priorisieren.

Nennenswertes Wirtschaftswachstum ist heutzutage nur noch durch immer höhere Kredite möglich. Bei einer bereits massiven Überschuldung muss also extraordinäre Verschuldung her. Das gilt auch hinsichtlich Corona-bedingter Konjunkturrisiken. So prognostiziert das ifo Institut für Deutschland 2022 nur noch ein Wirtschaftswachstum von 5,1 statt bisher 3,7 Prozent. Bloß nicht die geldpolitischen Stützräder zu früh vom Konjunktur-Fahrrad abnehmen. Bloß keine sozialen Probleme riskieren, die demokratieschädlich wirken. Also bloß nicht zu viel Preisstabilität betreiben, die die Stabilität der Systeme bedroht.

Überhaupt werden Notenbanken immer mehr vor den Karren des grünen Umbaus der Wirtschaft, des Klimaschutzes und der Wehrfähigkeit in einem immer gefährlicheren geostrategischen Haifischbecken gespannt.

Wer soll es denn auch sonst bezahlen? Da man einem nackten Mann nicht in die Tasche greifen kann, wird weltweit eine behütende Geldpolitik betrieben: Anhaltende Kreditzins-Drückung sorgt für Schuldentragfähigkeit und verhindert in Europa die finale Sklerose.

Nicht zuletzt darf man den »Währungshütern« der EZB getrost Exportstützung unterstellen, indem sie Zinsen weniger attraktiv als in den USA gestalten und so den Euro schwächen. In diesen harten Wirtschaftszeiten ist man doch für jedes Wachstum dankbar.

Anlageblasen dürfen nicht platzen

Mittlerweile hat sich die globale Gesamtverschuldung auf ca. 300 Billionen US-Dollar aufgetürmt. Und ein Ende ist sicher nicht in Sicht. Da diese Schulden ebenso Vermögen sind, haben wir es mit einer Monster-Anlageblase zu tun. Wenn Notenbanken Anleihen aus dem planwirtschaftlichen Käfig wieder in die marktwirtschaftliche Freiheit entließen, würden große Kapitalsammelbecken panisch verkaufen und damit die (Kredit-)Zinsen wie eine Ariane-Rakete aufsteigen lassen. Die nächste Schuldenkrise wäre so sicher wie die gebratene Gans an Weihnachten. Wenn dann unvermeidlich ebenfalls die Bauzinsen wie mit Helium gefüllte Luftballons aufstiegen, würde die nächste Immobilienkrise jene von 2008 zu einem Kindergeburtstag machen.

Nicht zuletzt, eine klare Inflationsbekämpfung würde über steigende Zinsen ebenso dem Aktienmarkt schweren

Schaden zufügen. Aus der Hausse, die die Hausse nährt, würde die Baisse, die den Crash füttert. Und die Aktienkrise würde streuen. Wie 2008 würde die Konsum- und Investorenlaune in sich zusammenfallen.

2022 wird geldpolitisch nichts so heiß gegessen wie es gekocht wird

Vor diesem Hintergrund ist auch 2022 keine wirklich beängstigende Geldpolitik zu erwarten. Selbst wenn die US-Notenbank im Sommer keine neuen Anleihekäufe mehr tätigt, werden die Finanzmärkte dennoch weiter in Liquidität ersäuft. Es wird ja netto kein Cent Liquidität entzogen. Und auch bei drei Leitzinserhöhungen der Fed rechnet der Rentenmarkt nicht mit dem Szenario einer lang-

anhaltenden geldpolitischen Verschärfung. Denn während die US-Zinsstrukturkurve am kurzen Ende ansteigende Tendenz zeigt, bleibt das lange Ende ziemlich immobil.

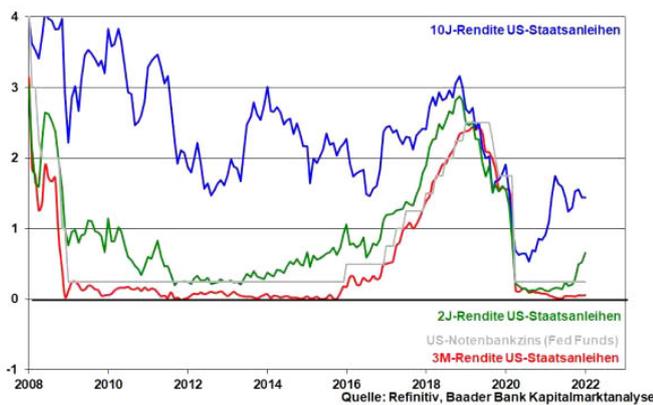
Die EZB setzt ohnehin nur auf Make-up. Nach planmäßigem Ende ihres pandemischen Notprogramms im März 2022 ist mit einer Erhöhung konventioneller Aufkäufe zu rechnen. Von Leitzinssteigerungen ist erst Recht keine Rede. Nichts soll den europäischen Seelenfrieden gefährden.

Insgesamt laufen Fed und EZB der Inflation nur halbherzig hinterher. Sie lassen sie aus gutem Grund gewinnen. Denn auch wenn es kein Notenbanker öffentlich zugeben würde, da er sich dann den Mund mit Seife auswaschen müsste: Inflation oberhalb von Schuldzinsen ist nicht nur geduldet, sondern erwünscht, denn sie frisst Verschuldung auf.

Also, auch 2022 sind negative Nach-Inflations-Renditen von amerikanischen oder europäischen Staatspapieren keine ernste Gefahr für Aktien als sachkapitalistische Anlageform. Im Gegenteil, wenn Inflation nicht bekämpft wird, ist sie kein böser Gegner des Aktienmarkts, sondern ein freundlicher Begleiter.

2022 hat die lockere Geldpolitik zwar ihren Gipfel überschritten. Doch die Luft bleibt dünn, denn wir befinden uns immer noch im Hochgebirge. □

Grafik: Zinsverläufe in den USA



 SOS-KINDERDORF
STIFTUNG

WERDEN SIE ZUKUNFTSSTIFTER!

Junge Menschen wollen ihren eigenen Weg gehen.
Helfen Sie ihnen dabei, die ersten Stufen zu erklimmen
und werden Sie Teil der SOS-Stiftungsfamilie!

Mehr Infos unter www.sos-kinderdorf-stiftung.de



ANZEIGE

ANZEIGE

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.