

Warum der öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige für Wertpapieranlagen so wichtig ist

Von Reinhard Vennekold

Der öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige für Wertpapieranlagen – warum diese in unserer Branche noch relativ unbekannt Expertise immer mehr nachgefragt wird.

Viele kennen den öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen bei der Erstellung von Gutachten nach einem Kfz-Unfall oder beim Immobilienkauf, oder bei einem Schaden beim Bau eines Eigenheims bzw. Eigentumswohnung.

Mit dem Boom an den Aktienmärkten in den letzten Jahren und dem vermehrten Interesse von Vermögensinhabern und deren Erben am Börsengeschehen wächst der Bedarf an fachkundigen Sachverständigen für diesen Bereich. Reinhard Vennekold, von der IHK München und Oberbayern öffentlich bestellter und vereidigter Sachverständiger, erstellt Gutachten, die zum Beispiel von Gerichten zur Urteilsfindung einer möglichen fehlerhaften Vermögenanlage herangezogen werden.



*Reinhard Vennekold,
von der Industrie- und
Handelskammer für München und
Oberbayern öffentlich bestellter
und vereidigter Sachverständiger
für Wertpapieranlagen
www.vennekold.com*

Genauso wird auch bei der Bewertung von Vermögensverwaltungsdienstleistungen im Rahmen des jährlich erscheinenden Elite Reports diese Expertise mit einfließen.

Wie zeichnet sich nun ein IHK-Sachverständiger aus?

»Er muss in einem anspruchsvollen Verfahren seine ausgeprägte Sachkunde sowie seine umfassende Eignung nachweisen. Sachverständige müssen Sachverhalte klären, Feststellungen treffen und diese an andere Personen in Gutachtenform vermitteln. Sie benötigen daher ein präzises Beurteilungsvermögen sowie kommunikative Kompetenzen« (aus IHK-Magazin). Der Sachverständige muss Gewähr dafür bieten, dass er seine Aufgabe unparteiisch, unabhängig, weisungsfrei, gewissenhaft und persönlich erledigt. >>

*Sehr geehrte Vermögensverwalter,
der Fragebogen zur Vorauswertung der besten
Vermögensverwalter 2023 steht unter diesem Link
zum Download bereit:*

www.elitereport.de/fragebogen

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

*Bitte füllen Sie den Fragebogen aus und schicken
Sie ihn per E-Mail bis zum 20. August 2022 an
uns zurück: redaktion@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.
bestellung@elitereport.de*

Die öffentliche Bestellung ist »die Zuerkennung einer besonderen Qualifikation, die der Aussage der vereidigten Sachverständigen einen erhöhten Wert verleiht« und bestimmte Sachverständige aus den Kreisen der nicht öffentlich bestellten Sachverständigen heraushebt. So hat das Bundesverwaltungsgericht die öffentliche Bestellung in zwei grundlegenden Entscheidungen charakterisiert.

Welche Aufgaben umfassen nun das Sachgebiet »Wertpapieranlagen«?

Die Tätigkeit eines öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen für Wertpapieranlagen (einschließlich Derivate) erstreckt sich insbesondere auf Bewertungen der Chancen und Risiken von börsennotierten Wertpapieren sowie Beurteilungen der Angemessenheit von Vermittlungs-, Betreuungs- und Beratungsdienstleistungen im Zusammenhang mit Wertpapieranlagen.

Bei den Wertpapieranlagen geht es um vertiefte Produktkenntnisse hinsichtlich der verschiedenen Varianten von verzinslichen Wertpapieren, Aktien, Zertifikaten, Optionscheinen und Investmentfonds. Aber auch die Beurteilung

von Erfolgs- und Risikomaßstäben für die einzelnen Wertpapieranlagen sowie die Konstruktion eines Wertpapierdepots und dessen Bewertung zählen zum Aufgabenbereich eines Sachverständigen für Wertpapieranlagen.

Die relevanten Rechtsvorschriften finden sich im Wertpapierhandelsgesetzbuch (WpHG), des Vermögensanlagen-gesetzes (VermAnlG) des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) sowie in der Finanzanlagenvermittlerverordnung (Fin-VermV). Solange die Börsen wie in den vergangenen Jahren immer gestiegen sind, kam es bei den Vermögensinhabern weniger zu Reklamationen bzw. Beschwerden in Bezug auf Vermögensverwaltungsdienstleistungen.

Mit Einführung von MiFID II und deren transparenten Offenlegung sämtlicher Kosten und Gebühren einschließlich teurerer Fondsprodukte wandelte sich die Situation: Auf einmal stellte man fest, dass die Vermögensverwaltung doch wesentlich mehr kostet, als vom Berater ursprünglich dargestellt worden ist. Auch die performanceabhängige Vergütung und deren Berechnung wurde in Folge der zum Teil erheblichen höheren Gebühren plötzlich in Frage gestellt. >>

ANZEIGE



Fachseminare
von Fürstenberg

15. UND 16. SEPTEMBER 2022

SCHLOSS KRICKENBECK, NETTETAL BEI DÜSSELDORF

Jahrestagung Family Office 2022

Profitieren Sie von einer Fachveranstaltung, die Ihnen Raum für einen freien Austausch gibt.

UPDATE

- ▶ Wissenswertes zu aktuellen praxisrelevanten Themen
- ▶ Einblicke in Best-Practice-Beispiele
- ▶ Vertiefung und Erweiterung der Inhalte des Lehrgangs „Zertifizierter Family Officer (FvF)“
- ▶ Renommierte Praktiker als Referenten

NETWORKING

- ▶ Konstruktiver Austausch bei gebotener Diskretion
- ▶ Persönlicher Auf- bzw. Ausbau eines Netzwerkes
- ▶ Möglichkeit „über den eigenen Tellerrand“ zu schauen
- ▶ Attraktives Rahmenprogramm

FACHLICHES
UPDATE

DISKRETION

NETWORKING

AUSTAUSCH

FORTBILDUNG



Weitere Informationen
oder direkte Anmeldung:
www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/jahrestagung

Doch mit der Offenlegung der Kosten und Gebühren sind die Unstimmigkeiten bei der Vermögensanlage noch lange nicht erledigt. Denn mit Beginn der Coronakrise, steigender Inflation und aktuell fallenden Aktienmärkten aufgrund der Ukraine-Krise mit der einhergehenden Energiekrise zeigte so manches Depot eines Vermögensinhabers mit stark fallenden Tendenzen konfrontiert.

Jetzt sind Vermögensanleger besorgt um ihr Ersparnis bzw. ihr Depot: War das Risiko vielleicht doch zu hoch? Hat der Vermögensverwalter zu riskante Wertpapieranlagen ausgewählt, war das Depot nicht genügend diversifiziert? Gab es Absicherungen? Alles Fragen, die der Vermögensinhaber mangels Erfahrung kaum sicher und verständlich beant-

worten kann. Die Erklärung des Beraters wirkt oftmals als Entschuldigung und das Vertrauen zwischen Berater und Vermögensinhaber ist getrübt. Ein Sachverständiger kann mit der Erstattung eines Gutachtens die Situation klären und für beide Seiten eine Win-win-Situation sein. Ein öffentlich bestellter und vereidigter Sachverständiger unterliegt bestimmten Rechten und Pflichten und ist daher für diese Aufgabe bestens geeignet. Doch nicht nur im Nachgang werden die Dienstleistungen eines öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen für Wertpapieranlagen immer mehr gesucht. Auch im Vorfeld bei der Auswahl eines Vermögensverwalters oder bei der Prüfung eines Depotanlagevorschlages wird die Sachkunde des Sachverständigen immer mehr nachgefragt. □



Nachhaltige Investition braucht
nachhaltiges Vertrauen, Glaubwürdigkeit durch
sinnstiftenden Dialog

 designyourflow®

Coaching für Firmen, Organisationen, Gruppen

ANZEIGE

Seit 1.8.2022: GmbH-Gründung per Mausclick

Seit dem 1.8.2022 ist es Gesetz, dass eine GmbH digital gegründet werden kann. Das gilt allerdings nur für Bargründungen (Gründungen, bei denen das Stammkapital nur in Geld erbracht wird). Sachgründungen, bei denen das Kapital nicht in Form von Geld, sondern in Form von Gegenständen wie etwa Fahrzeugen eingebracht wird, gibt es online nicht.

Nach einer entsprechenden EU-Richtlinie wäre es auch möglich, beispielsweise die Gründung einer Aktiengesellschaft online zu ermöglichen. Allerdings scheint es wegen der Komplexität der Aktiengesellschaft wenig wahrscheinlich, dass dies in absehbarer Zeit umgesetzt wird.

Online-Identitätsprüfung statt Notartermin

Bei einer Online-Gründung einer GmbH erübrigt sich der

Notartermin, also das persönliche Erscheinen der Beteiligten beim Notar. Vielmehr ist es nun möglich, dass der Notar im Rahmen einer Videokonferenz die Identifizierung der Beteiligten vornimmt.

Aber Achtung: Hier dürfte es zumindest zu Anfangsschwierigkeiten kommen. Denn ein bloßes Hinhalten des Personalausweises des Gründers in die Kamera, wie man das im Rahmen von Online-Ident-Verfahren kennt, ist zu unsicher. Man wird also ein NFC – fähiges Mobiltelefon – brauchen, damit der Notar die Echtheit des Personalausweises klären kann. Hat er aber dennoch Zweifel an der Identität der Beteiligten oder an deren Geschäftsfähigkeit, steht es ihm frei, die Online-Beurkundung abzulehnen.

Hintergrund der neuen Regelung ist die EU-Digitalisierungsrichtlinie aus dem Juli 2021, die durch ein entsprechendes Bundesgesetz umgesetzt wurde.

Jürgen E. Leske | www.raleske.de

Ein Testament will erläutert sein

Von Jürgen E. Leske

Sprachlosigkeit in Testamentsfragen ist die schlimmste Sünde, die ein Erblasser begehen kann.

Ein Fall aus der Praxis: Ein Ehepaar mit drei Kindern verfasst ein sogenanntes Berliner Testament mit diesem Inhalt: »Nach dem Tod des Erstverstorbenen von uns soll der Überlebende Alleinerbe sein. Sollte eines unserer Kinder in diesem Fall sein Pflichtteil verlangen, dann soll er oder sie auch nach dem Tod des Zweitversterbenden auf den Pflichtteil gesetzt sein.«



Jürgen E. Leske | www.ralecke.de

Bei Lichte betrachtet: eine weise Regelung. Hier soll der überlebende Ehegatte wirtschaftlich abgesichert sein. Alles, was man in langen Ehejahren erwirtschaftet hat, soll dem Überlebenden bis zum Rest seiner Tage erhalten bleiben. Er soll seinen bisherigen Lebensstandard ohne Weiteres beibehalten können.

Die Sache hat aber einen Schönheitsfehler: Die Eltern haben über dieses Testament mit den Kindern zur Zeit der Abfassung nicht gesprochen. Es gab nur Schweigen. Die Kinder waren bestürzt über die Regelung, als das Testament eröffnet wurde. Sie waren nicht über den Inhalt an sich traurig. Selbstverständlich haben sie verstanden, dass der überlebende Elternteil (sozialtypisch: die Mutter) weiterhin wirtschaftlich das Leben führen können soll, wie in den letzten Jahrzehnten zuvor.

Was die Kinder ärgerte: In dieser Regelung (wer nach dem Tod des Erstverstorbenen auf dem Pflichtteil beharrt, der soll auch nach dem Tod des zweiten Elternteils auf den Pflichtteil gesetzt werden) wird ein Misstrauen formuliert.

Die Eltern hielten es für möglich, dass eines der Kinder oder alle tatsächlich den Pflichtteil verlangen und damit

die überlebende Mutter oder den überlebenden Vater in wirtschaftliche Schwierigkeiten bringen. »Wie konnten sie nur annehmen, dass wir dem überlebenden Elternteil das antun würden?« Das ist die große Frage, die sich die Kinder stellten. Was für ein Misstrauen gegen ihre eigenen Kinder hegten denn die Eltern bei Abfassung des Testaments!?

Was war da falsch gelaufen?

Es ist das große Schweigen, das in dieser Familie herrschte. Es ist ja gar nicht ausgeschlossen, dass das Misstrauen der Eltern völlig aus der Luft gegriffen war. Vielleicht ist es sogar so, dass ein Kind, welches das Testament studierte, sich tatsächlich auch ertappt fühlte. Das wird dieses Kind natürlich nicht laut sagen. Jedenfalls ist es so, dass die überlebende Mutter oder der überlebende Vater nach dem ersten Todesfall in Erklärungsnot gerät. Wie soll er/sie die Situation erläutern, die damals herrschte, als man das Testament abfasste? Im Zweifel wird dieses Elternteil die Schuld auf den Verstorbenen/die Verstorbene abwälzen, um sich einigermaßen aus der Situation zu retten.

Was sagt uns dieser Fall?

In jedem Artikel, der sich mit der Abfassung von Testamenten befasst, und in jedem Ratgeber über Erbrecht findet sich mehr oder weniger ausführlich die Floskel: Keiner denkt gerne an die Abfassung seines Testaments. Wenn aber nach dem Tod des Betroffenen kein Testament vorhanden ist, ist der Katzenjammer groß.

Das ist also der erste Befund: Es gibt eine weitverbreitete Scheu, über die letzten Dinge nachzudenken. Man schiebt dieses Nachdenken über Jahre hinaus. Man macht sich nicht klar, dass auch junge Menschen plötzlich sterben können. Diese Nachlässigkeit, die wir alle in uns haben, kann man auch Verantwortungslosigkeit nennen. Wer als jemand, der etwas zu vererben hat, sich einfach aus Gedankenlosigkeit aus der Nummer heraus stiehlt durch Untätigkeit, hinterlässt seinen Erben insbesondere einen Packen voller Probleme.

Im oben vorgeführten Fall war es aber tatsächlich so, dass das Ehepaar sich sogar entschlossen hatte, ein Testament abzufassen. Das ist löblich. Gedankenlos aber war es von den Eltern, eine solch einschneidende Regelung zur Frage des Pflichtteils einfach ohne ein Wort der Erläuterung stehen zu lassen. >>

Es gibt hier zwei Möglichkeiten: Die eine ist, dass in dem Testament die Situation erläutert wird. Die Eltern könnten also hineinschreiben (oder in einem Brief an die Kinder, den sie dem Testament beilegen), dass sie natürlich wissen, dass sich dieser Text sehr schroff liest. Die Lösung, die man gefunden hat, ist aber nur dazu gedacht, die wirtschaftliche Situation des überlebenden Ehegatten zu sichern. Selbstverständlich wüssten sie, dass keines der Kinder wirklich auf seinen Pflichtteil bestanden hätte.

Wer das geschickt formuliert, jeweils abgestimmt auf die Situation in der Familie, nimmt der im Testament getroffenen Regelung die Spitze.

Noch schöner wäre es allerdings, wenn die Eltern die Situation noch zu Lebzeiten und vor Abfassung des Testaments mit den Kindern besprechen. Es geht darum, Zwistigkeiten und Missverständnisse von vornherein auszuräumen. Sicherlich fordert ein solches Gespräch oder solche Gespräche der Eltern mit den Kindern von allen eine gewisse charakterliche Größe. Oft empfinden es die Eltern als besonders schwierig, mit den Kindern so offen zu reden. Dann wäre vielleicht ein Mediator zu empfehlen, der aber tunlichst vom Erbrecht eine Ahnung hat und den Kindern erklären kann, dass man ihnen nichts Böses will.

Zu Psychologie von Testamenten

Neben der rein materiellen Regelung eines Testaments – Wer bekommt das Haus? Wer bekommt den Schmuck? Was wird aus der Eigentumswohnung? – hat die ganze Angelegenheit eine psychologische Seite. Denn in dem Testament wird Zuneigung formuliert, auch Abneigung gegen einzelne Betroffene kann herausgelesen werden. Die materiellen Werte, die hier zugesprochen oder abgesprochen werden, sind Gradmesser für Liebe, Zuneigung und Ablehnung. Das Dumme ist nur: Wenn ihnen, den Erben und Enterbten, all dies erst nach dem Tod des Verfassers des Testaments kommentarlos serviert wird, dann ist der Krieg vorherzusehen. Jeder kann Geschichten aus seiner Umgebung erzählen, in denen Gekränkte zu Hyänen wurden und mit allen Mitteln eine Korrektur des Willens anstreben, den der Erblasser formuliert hat. Die harmonischsten Familien werden plötzlich zu Schlangengruben.

Es gibt auch die anderen Fälle: Ein Familienmitglied, das zwar den Erblasser jahrelang gepflegt hat und sich um

ihn gekümmert hat, wird übergangen. Die Enttäuschung darüber kann dazu führen, dass der Betroffene sich völlig zurückzieht und nicht einmal mehr den Pflichtteil verlangt.

Exkurs: Wenn man von einer Enterbung spricht, meint man regelmäßig, dass der Betroffene auf den Pflichtteil gesetzt wurde. Der Pflichtteil ist wertmäßig die Hälfte des gesetzlichen Erbes des Betroffenen – also ein wesentlich geringerer Wert. Es bedeutet aber auch, dass diese Person nicht Erbe ist, sondern nur noch einen Anspruch gegen den Nachlass hat, und zwar auf Geld. Alle anderen Wertsachen, die sich im Nachlass befinden mögen (die Kunstsammlung, die Immobilien), bleiben für ihn unerreichbar. Er kann nur einen Geldwert herausverlangen. Den muss er aber verlangen, niemand muss ihm das freiwillig geben. Wenn er also den Anspruch nicht geltend macht, läuft er Gefahr, dass er selbst dieses Anspruchs verlustig geht.

»Warum nur, warum?«

Die Frage nach dem Warum ist die, die die Nachkommen umtreibt, wenn es keine Erklärung durch den Erblasser gibt oder gegeben hat. Das sollte der Erblasser wissen und bedenken. Regelmäßig ist kein Erblasser daran interessiert, Unfrieden in die Familie zu tragen. Vielmehr sollten alle an ihn mit Wohlwollen, Wärme und Liebe denken. Schweigen ist hier nicht Gold, sondern Schweigen ist hier Gift.

Sollten die Erben selbst initiativ werden?

Ja, das sollten sie überlegen. Wer als zukünftiger Erbe ahnt, dass sich hier etwas zusammenbraut, der sollte mal darüber nachdenken, ob nicht er oder alle, die ein Erbrecht haben, selbst das Gespräch suchen und die Eltern fragen, wie sie denn das Erbe zu regeln gedenken. Man wundert sich oft, wie froh die Erblasser sind, wenn endlich jemand das Eis aufbricht und die Dinge zur Sprache bringt. Also, auch das kann eine erfolgreiche Strategie sein.

Mit warmer Hand

Und schließlich: Ein Erblasser hält sich für immer in guter Erinnerung, wenn er schon zu Lebzeiten zu teilen wusste und von seinem Vermögen weitergab. Das können auch aufwendige, lustige Familienfeste sein, die er zu Lebzeiten gibt. Dann hat er auch etwas davon – und alle gedenken stets seiner mit Freuden. Mit warmer Hand gegeben – da liegt Segen drauf. □

Immobilienwirtschaft in makroökonomisch turbulenten Zeiten – die Globalisierung 2.0

Von Prof. Dr. oec. Hanspeter Gondring

Was wir jetzt erleben, ist im wahrsten Sinne des Wortes eine »Krise«. Mit Krise wird allgemein eine Zuspitzung bzw. ein Wendepunkt verstanden, ab dem sich eine Situation verbessern, aber auch verschlechtern kann. Das trifft auf »Die-Zeitenwende-Rede« des Bundeskanzlers zu. Um die Chancen einer Krise nutzen zu können, bedarf es einer objektiven Beurteilung des jeweiligen »Lageverlaufs der Krise«. Genau hier gibt es stellenweise zumindest in der öffentlichen Wahrnehmung unklare, tendenziöse und falsche Aussagen. Das Narrativ der jetzigen geopolitischen und makroökonomischen Entwicklung wird an einigen Stellen nicht korrekt. Deshalb der Faktencheck:



*Prof. Dr. oec. Hanspeter Gondring
FRICS, Studiengangsleiter Duale
Hochschule Baden-Württemberg
Stuttgart, Gründer/Leiter ADI
Akademie der Immobilienwirtschaft*

1. Russland-Ukraine-Konflikt

Dieser Konflikt hat die strukturellen Fehlbildungen im globalen Wirtschaftssystem der letzten 30 Jahre nur aufgedeckt, d. h., dieser Konflikt ist nicht die eigentliche Ursache, sondern wie ein »Flash«, der die Schattenseiten, also die Risiken der globalisierten Wirtschaft, in das öffentliche Bewusstsein aufblendet. Auch die geopolitische Anspannung war schon seit den frühen 1990er Jahren immer da gewesen und findet nur jetzt im Russland-Ukraine-Konflikt ihre Zuspitzung. Gleichfalls ist der globale »Systemkampf« des freiheitlich-demokratischen Systems gegen das autoritär-despotische System nichts Neues, nur wird es jetzt evident. Am Ende werden sich zwei feste Systemblöcke mit jeweils wechselnden Partnerländern in Afrika, Asien und Südamerika gegenüberstehen. Die Mittel der ideologischen Auseinandersetzung sind Energie, Rohstoffe, Nahrungsmittel und Information. Die Globalisierung 2.0 hat begonnen.

Wir haben in den letzten 20 Jahren drei Krisen gut überstanden (Dotcom-Krise, Finanzkrise und Coronakrise). Diese Krisen waren technische Krisen mit einem V-Verlauf. Die Krisen kamen sehr schnell und gingen wieder schnell.

Dagegen ist die jetzige Krise eine strukturelle Krise mit einem U-Verlauf, der eher langsam in eine Talsohle heruntergeht und dann ebenso langsam wieder aufsteigt. Strukturell ist die Krise deshalb, weil die über die letzten 30 Jahre gebildeten Wirtschaftsstrukturen der internationalen Arbeitsteilung und des Rohstoff- und Energiehandels durch die Globalisierung der Länder untereinander innerhalb weniger Tage aufgebrochen bzw. infrage gestellt wurden. Jetzt hat der Prozess der Neubildung globaler Wirtschaftsstrukturen (u. a. ohne Russland und mit Vorbehalt gegenüber China) begonnen, der über mehrere Jahre hinweg andauern wird – eventuell mit kleineren Erholungsphasen.

2. Energie

Energie ist ein entscheidender Produktionsfaktor für Wachstum und damit für den Wohlstand der Nationen. Steigende Energiekosten drücken das volkswirtschaftliche Wachstum und führen zu Wohlstandsverlusten. In der Globalisierung 1.0 lag der Fokus auf der Beschaffung von »billigen« Energieträgern, unabhängig von den jeweiligen ideologischen und humanitären Gegebenheiten der Förderländer. Nordstream 1 und 2 sind hierfür beste Beispiele. Das soll keine Kritik an der Politik sein, weil erstens jeder im Nachhinein »schlauer« ist und zweitens ein Vertrauen in das Dogma bestand, über langfristige ökonomische Zusammenarbeit »ideologische Werte« wirkungsvoll transportieren zu können.

Im Ergebnis haben die Europäer in der Vergangenheit einen »Wechsel« für Wachstum und Wohlstand unterschrieben, der jetzt eingelöst wird. In der Förderung von Erdgas liegen die USA mit 23,3% des Welthandels vor Russland mit 18,1%, dem Iran 5,9%, Kanada 4,5% und China 4,3%; Norwegen hat einen Anteil am Welthandel von 2,9%. USA und Russland sind die größten Erdgaslieferanten. Beim Erdöl liegen auch die USA mit 19,7% der Weltfördermenge vor Saudi-Arabien mit 11,5%, Russland mit 11,1%, Kanada mit 5,6% und China mit 5,2% vorne.

Daraus lässt sich ableiten, dass ein Switch, also nur das Umlegen eines Schalters, um ein Förderland gegen ein anderes auszutauschen, jedenfalls kurz- bis mittelfristig nicht funktionieren kann. Auch braune Energieträger und Windkraftanlagen lösen das Energieproblem, also die Sicherstellung der Grundlast, nicht und sodass der Konflikt aufbricht, was gesellschaftspolitisch wichtiger ist: Wachstum und Wohlstand mit Braunkohle und Atom-

kraft einerseits oder geringes Wachstum mit Wohlstandseinbußen mit nachhaltigen Energiequellen und ideologisch konformen Förderländern. Das mag zwar nach einer »Schwarz-Weiß-Färbung« klingen, aber auch ein »Grau« wird die Energiekosten für Jahre verteuern.

3. Nahrungsmittelknappheit

In Deutschland wird es keine Nahrungsmittelknappheit geben, weil der Selbstversorgungsgrad nach Aussage der Bundesanstalt für Landwirtschaft und Ernährung (BLE) mit Weichweizen bei 125 % und mit Gerste bei 113 % liegt, d. h., Deutschland ist sogar Exporteur für Weichweizen und Gerste. Nach Auskunft der EU können die Überschussproduzenten von Weizen wie Deutschland, Frankreich, Rumänien, Polen und Bulgarien wahrscheinlich 2022 40 Millionen Tonnen Weichweizen, das sind 31 % der Produktion, exportieren. 62 % des weltweiten Exports von Weizen, Mehl und Weizenprodukten kommen aus der EU, Russland, USA und Kanada. Der Weizenimport aus der Ukraine macht 1,9 % und der aus Russland 0,1 % aus und ist damit vernachlässigbar.

Der starke Preisanstieg von Nahrungsmitteln in Deutschland liegt nicht in der Verknappung, sondern muss eine andere Ursache haben. Es sind die Erzeugerpreise, die gestiegen sind, weil beispielsweise im März 2022 gegenüber Februar 2022 die Preise für

- Erdgas (+ 125 %)
- Strom (+ 66 %)
- Leichtes Heizöl (+ 57 %)

gestiegen sind, was die Nahrungsmittel im Durchschnitt in diesem kurzen Zeitpunkt um 9,2 % verteuert hat. Die aktuelle Teuerungsrate ist die höchste seit 1949.

Das Problem liegt in der Versorgungsabhängigkeit von Drittländern, die von den Weizen- und Maisproduktion in der Ukraine stark abhängig sind. Der Ukraine gehört ein Drittel der »schwarzen Erde« und hat damit die fruchtbarsten Böden auf der Welt, was sie schon immer in den letzten Jahrhunderten zum begehrten Angriffsziel ausländischer Aggressoren gemacht hat. Nach Statista 2022 sind die Hauptabnehmer von Weizen aus der Ukraine Ägypten, Indonesien, Bangladesch, Pakistan, Jemen, Libanon. Politisch gilt stark vereinfachend die Formel: »Wer diese Länder ernähren kann, dessen Ideologie gilt« (oder noch banaler: »Tausche Weizen gegen Ideologie«). Im beschriebenen Systemkampf ist Getreide zu einem wichtigen Instrument geworden.

4. Inflation

Die Kaufkraftstabilität ist eines der wirtschaftspolitischen Ziele des »Wachstumsgesetzes«, besser Stabilitätsgesetz, von 1967. Eine wesentliche Hauptaufgabe der Zentralbank war es, das Wirtschaftswachstum inflationsneutral zu finanzieren, d. h. so viel Geldmenge zur Verfügung zu stellen, wie für die Finanzierung des Wirtschaftswachstums in einem Dreijahresziel erforderlich ist. Gerade nach 1974 mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems hat die Bundesbank mit der Politik des knappen Geldes einen beispiellosen und weltweit anerkannten und gerühmten Beitrag zur Geldwertstabilität der Bundesrepublik geleistet. Diese neoklassische Geldpolitik galt für die EZB in ihren Anfängen als Orientierung.

Mit der Finanzkrise wurde diese Position weitgehend aufgegeben und zu einer postkeynesianischen Geldpolitik gewechselt, die nicht die Geldmenge, sondern den Leitzins als unterstützendes Mittel der Wirtschaftspolitik zum Ziel hat. Damit wurde das Postulat der Unabhängigkeit der Notenbank à la Neoklassik zwar nicht de jure, aber de facto aufgegebenen.

Die EZB wurde zum Hauptkäufer von Staatsanleihen (und damit zum Finanzierer schwächelnder EU-Länder), was heute noch ein »Sakrileg« der überwiegend neoklassisch geprägten Volkswirte ist. Es wird bewusst eine öffentliche Meinung geprägt, dass die Zentralbanken die Hauptverantwortung für die Inflationsexplosion haben, weil sie viel zu spät den Leitzins erhöht haben. Die Politik hat damit eine Türe gefunden, sich ein Stück weit aus der Verantwortung zu ziehen. Selbst wenn es zu einer Rezession kommen würde, läge ein großer Teil der Schuld immer bei der EZB. Sie hat sich bewusst und auch zu Recht lange Zeit gegen eine Leitzinserhöhung gewehrt, musste aber wegen des stärker werdenden gesellschaftlichen und politischen Drucks »halbherzig« den Leitzins doch erhöhen.

Folgende Fakten begründen ein Zögern der EZB, den Leitzins zu erhöhen bzw. an der Zinsschraube zu drehen:

1. Die steigende Inflation ist nicht wie in den 1970er und 1980er Jahren eine Nachfrageinflation, sondern eine Kosteninflation. Eine importierte Kosteninflation (Import von Energie, Halberzeugnisse, Rohstoffe) ist immun gegen geldpolitische Impulse. Die EZB kann weder die Energiepreise senken, noch Lieferkettenprobleme lösen oder Nahrungsmittel produzieren. Lediglich 1,5 bis 2,0%-Punkte der

aktuellen Inflationsrate sind nachfragebedingt und durch die Geldpolitik beeinflussbar: kreditfinanzierter Hausbau, kreditfinanzierter Urlaub, kreditfinanzierte Anschaffungen Autos, Wohnungseinrichtungen, Haus- oder Wohnungsaus-/umbau usw. Die Konsumlaune wird sich abkühlen: z. B. weniger Restaurantbesuche, weniger Kultur, weniger Freizeitkonsum. Was bleiben wird, sind die Inflationsstreiber (Anteil von 5 – 5,5%-Punkte) wie Energie, Rohstoffe und auch Erzeugerpreise und jetzt auch die steigenden Kapitalkosten. An diesem Faktum wird keine Leitzinspolitik etwas ändern können.

2. Je länger der Russland-Ukraine-Konflikt andauert, um größer wird das Risiko einer Rezession, in der steigende Zinsen als zusätzlicher Akzelerator die Rezession beschleunigen oder zumindest die Dauer der Rezessionsphase verlängern würde. In diesem Fall würde ihr im wirtschaftspolitischen Raum ebenfalls eine große Mitverantwortung zugeschrieben werden. Vor diesem Hintergrund sind aus geld- wie wirtschaftspolitischer Sicht steigende Leitzinsen zumindest sehr riskant. Die jetzigen Leitzinserhöhungen der EZB sind mehr als eine Reaktion auf die kräftigen Leitzinserhöhungen der FED als eine Aktion gegen die Inflation. Die EZB hängt am »Zinsrock« der FED, weil ein internationaler Zinsspread zu unerwünschten Zinsarbitrage-Prozessen führen kann.

Grundsätzlich gilt: Die Immobilienkonjunktur ist ein nachlaufender Zyklus, d. h., heutige Entwicklungen wirken erst in 15 – 24 Monaten.

Entwicklung des Wohnungsmarktes unter diesen Bedingungen:

- Es gilt als sicher, dass es für die privaten Immobilieninvestoren (EFH, Eigentumswohnungen) in jedem Fall deutlich teurer wird; Grenzhushalte werden ihre Immobilieninvestition aufgeben, zumindest aber zurückstellen. Der Erschwinglichkeitsindex wird in den nächsten Jahren steigen, d. h., für private Haushalte bleibt das Wohnungseigentum für längere Zeit ein Traum. Aber: Es drängen immer mehr Singles und junge Familien auf den Markt, die finanziell von den Eltern oder Erben unterstützt werden und sich unabhängig vom Haushaltseinkommen ein Wohnungseigentum leisten können. Diese Erbgeneration wird zu einer potenziellen Nachfragekohorte für Wohnungseigentum.
- Ebenso gilt es als sicher, dass Mieterhaushalte auf längere Zeit durch Energie- und Wohnkosten belastet werden.

Viele Haushalte werden die 40%- Marke der Bruttowarmmiete am Nettoeinkommen erreichen bzw. überschreiten. So werden die hohen Energiekosten 2022 erst 2023 weitergegeben, d. h., in 2023 wird es für viele Haushalte finanziell »eng« werden, wenn sie keine Rückstellungen gebildet haben. »Wohnen« ist ein Grundbedürfnis und hat damit eine geringe Preiselastizität, was dazu führen wird, dass die Haushalte ihren sonstigen Konsum zurückfahren müssen. Betroffen davon sind Gastronomie und die Konsumgüterindustrie.

- Mietpreise und Kaufpreise werden absolut noch mäßig in diesem Jahr ansteigen, aber die negativen Grenzwerte lassen erkennen, dass der Marktzyklus seinen oberen Punkt erreichen wird. Selbst wenn 2023 und 2024 der Wohnimmobilienmarkt in den Preisen stellenweise 5 – 10% nachgeben sollte, deutet das nicht auf eine Preisblase hin, sondern darauf, dass einige Teilmärkte ihren »Überreibungen« ablassen.

Entwicklung des Büroimmobilienmarktes unter diesen Bedingungen:

- Die Diskussion um Flächenreduktion wegen New Work kommt einem »Schattenboxen« gleich. Der Flächenverbrauch bei Büro wird sich in den nächsten Jahren trotz Homeoffice, u. a. neue Arbeitsformen, nicht reduzieren, sondern sogar etwas zunehmen, zumindest aber gleichbleiben.
- Hybride Arbeitsformen werden zum »Büroalltag«, während in der Übergangphase die »Sandwich-Generation« doch noch den persönlichen Kontakt mit Kollegen/innen und den leitenden Personen sucht, wird sich das jedoch ab 2030 ändern. Bis dahin müssen die Arbeitgeber moderne, inspirierende und ansprechende Büroräume mit »Wohnzimmerqualität« bereithalten, unabhängig davon, ob immer ein Teil der Beschäftigten im Homeoffice ist oder nicht, d. h., auch bei »halber Raumbelastung« ist ein ausreichendes Flächenangebot entsprechend einer 100%-Belegungsquote vorzuhalten. Die Verringerung der Bürofläche würde auch ein schlechtes Signal an dem Markt geben! Kostentechnisch sind die Raumkosten im Verhältnis zu den Personalkosten eine eher untergeordnete Kostengröße; von 100% Kosten für einen Büromieter entfallen heute 75 – 80% auf die Personalkosten, 5 – 10% auf die Raumkosten.
- Studien zeigen, dass Büroimmobilien an B- und C-Standorten weniger volatil sind (meistens Eigentümermieter) als die an A-Standorten; daran wird sich in den nächsten Jahren auch nichts ändern. >>

Entwicklung der Einzelhandelsimmobilien unter diesen Bedingungen:

- Haushalte neigen dazu, Konsum, der nach außen gezeigt wird und für einen bestimmten Status steht, möglichst lange aufrechtzuerhalten, während Konsum, der nur innerhalb eines Haushalts erfolgt, relativ schnell heruntergefahren wird.
- Konsumgüter mit Außenwirkung wie Autos, Urlaubsreisen, Ausstattung usw. werden ggf. durch Auflösung von Liquiditätsreserven finanziert, während Grundnahrungsmittel qualitativ (z. B. wieder mehr billigeres Fleisch) und quantitativ (z. B. Fleischmenge) weniger nachgefragt werden.
- Der Einzelhandelsumsatz wird volatil bleiben und kann nur auf »Sicht« prognostiziert werden.
- Der innerstädtische Einzelhandel muss sich in den nächsten Jahren deutlich wandeln! Der eigentliche Kauf ist nicht mehr primär entscheidend, sondern das Einkaufserlebnis. Wir leben in einer »Spaßgesellschaft«, die auch im innerstädtischen Bereich »Spaß« haben will (Spaß ist hier Synonym für erlebnisreich, abwechslungsreich und unterhaltungsreich).

Projektentwicklung (Trader) unter diesen Bedingungen:

- Projektentwickler treffen quasi »heute« eine Entscheidung (unter der jeweils aktuellen Informationsdichte), deren Ergebnis aber ein paar Jahren in der Zukunft liegt (geringe Informationsdichte).

- Daraus ergeben sich u. a. Fertigstellungs-, Kosten- und Finanzierungsrisiken, die heute kaum kalkulierbar sind; eine adäquate Risikoeinpreisung ist de facto nicht mehr möglich, weil die Renditen von heute 3 – 6 % (siehe 5 % Studie von bulwiengesa) auf über 10 % steigen würden, was am Markt nicht durchsetzbar wäre.
- Sicher ist, dass Projektentwicklung keine risikoadäquaten Renditen mehr erwirtschaften kann. D. h., ein nicht zu vernachlässigender Risikoteil verbleibt beim Projektentwickler (Trader) oder abstrakt ökonomisch: Die Unsicherheit der Investition steigt.
- Als weiteres Problem kommt hinzu, dass die Fertigstellung des Projektes genau in eine makroökonomisch rezessive Phase fällt (negativer Schweinezyklus).
- Ob jetzt eine Projektentwicklung durchgeführt werden soll oder nicht, hängt weder von dem »Bauchgefühl« noch von spekulativen Zukunftsprognosen ab, sondern rational davon, inwieweit Risiken abgewälzt werden können. Die Entscheidung für oder gegen eine Projektentwicklung ist abhängig von dem Verhältnis zwischen Renditeerwartung und Risiko.
- Der EK-Anteil der Projektfinanzierung wird steigen.

In diesem Sinne hat jede Krise nicht nur eine Risikoseite, sondern auch eine Chancenseite (was der Gauss'schen Normalverteilung entspricht). □

EXA

Energie

Für Firmen gemacht



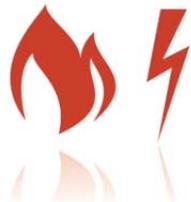
»Optimieren Sie mit uns Ihre Strom- und Gas-Beschaffung«

www.exa-energie.de



**EXA-ENERGIE
IHR UNABHÄNGIGER PARTNER FÜR
ENERGIEBESCHAFFUNG**

Sparen Sie Kosten und Zeit durch unser umfassendes Energie-Know-how.



**TRANSPARENZ UND SICHERHEIT IM
ENERGIEEINKAUF**

Nutzen Sie den Wettbewerb und erzielen Sie beste Konditionen am Markt.



**KOSTENEFFIZIENZ DURCH AKTIVES
ENERGIEMANAGEMENT**

Setzen Sie auf Ökologie, Kostenvorteile und staatliche Förderung.

ANZEIGE

Goldsparplan von pro aurum erhält Bestnote »Sehr Gut«

In diesem Jahr ist Gold seinem Ruf als wirksamer Inflationsschutz besser gerecht geworden als die Kryptowährung Bitcoin, die in diversen Medien in der Vergangenheit zum digitalen Gold geadelt wurde. Während sich der Bitcoin mehr als halbiert hat, zeigte sich das gelbe Edelmetall nahezu unverändert.

Gold bietet langfristigen Kaufkraftverlust

Weil der Goldpreis gewissen Kursschwankungen unterliegt und zahlreiche Einflussfaktoren auf ihn einwirken, hat es in den vergangenen Jahren auch Verlustphasen gegeben, in denen die Inflation nicht kompensiert wurde. Laut der Website goldprice.org war dies bei Berücksichtigung der auf Eurobasis ermittelten Performance allerdings lediglich dreimal der Fall (2013, 2015 und 2021). Wer also einmal pro Jahr ein Goldinvestment getätigt hat, musste in der Regel keinen Kaufkraftverlust hinnehmen.

Mittlerweile kann man das Thema Inflation als allgegenwärtig bezeichnen. Es vergeht kein Tag, an dem das Problem in den Medien nicht zur Sprache kommt. Kein Wunder, schließlich kletterte hierzulande die Geldentwertung mit 7,9 Prozent p. a. auf den höchsten Wert seit 48 Jahren. Angesichts explodierender Staatsausgaben, Gesundheitskosten und Schuldenberge sollte jeder Anleger einen Plan B für die Alters- bzw. Krisenvorsorge in der Schublade haben – zum Beispiel den Goldsparplan von pro aurum. Im Mai dieses Jahres hat die Redaktion des Wirtschaftsmagazins Focus Money einen exklusiven Produkttest über Goldsparpläne veröffentlicht.

In dem Artikel anlässlich des Produkttests war unter anderem Folgendes zu lesen: »Gold ist ein knappes Gut und gilt daher seit vielen Jahrhunderten als Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel Nummer eins.« Nach Ansicht von Focus Money sollte Gold bei Privatanlegern »eine tragende Rolle spielen« und als »eine Art Versicherung für Teile des Portfolios angesehen werden«. Doch die Redaktion lobte nicht nur die Vorzüge eines Goldinvestments im Allgemeinen, sondern wies zudem darauf hin, dass man mit Goldsparplänen auch bei geringen Investitionssummen auf lange Sicht »einen staatlichen Goldschatz anhäufen« könne. Diese Form des Goldkaufs werde zudem durch den wachsenden Wettbewerb innerhalb der Branche und den damit einhergehenden Gebührenschild begünstigt. Besonders

wichtig für Anleger: Der Goldsparplan von pro aurum wurde im Rahmen dieses Qualitätstests mit der Bestnote »Sehr Gut« ausgezeichnet.

Goldsparplan bietet viele Vorteile

Wer beispielsweise eine Krügerand-Goldmünze mit einem Feingewicht von einer Unze regelmäßig ansparen möchte, benötigt zwei Dinge: Geld, Geduld und Disziplin. Ihr Preis pendelt derzeit nämlich im Bereich von 1.800 Euro. Der Goldsparplan ermöglicht bei angemessenen Sparraten aller Voraussicht nach einen schnelleren Erwerb der weltbekanntesten Goldmünze. Mit einem Goldsparplan kann man zudem das Risiko reduzieren, möglicherweise zum falschen Zeitpunkt bei Gold einzusteigen (-> Timingrisiko).

Ein großer Vorteil des Goldsparplans besteht darin, dass in Phasen hoher Goldpreise weniger Gramm Gold gekauft werden als in Zeiten niedriger Preise, wodurch für den Anleger dank des Durchschnittskosteneffekts in der Regel günstigere Einstiegskurse entstehen. Für viele Berufsanfänger sowie Anleger mit geringem Geldvermögen lässt sich der Aufbau »privater Goldreserven« am besten durch das Einrichten eines Goldsparplans bewerkstelligen. Aus der Not wird sozusagen eine Tugend gemacht.

Konzept des Goldsparplantests von Focus Money

Der Test der Goldsparpläne wurde im Auftrag von Focus Money vom Deutschen Finanz-Service Institut (DFSI) durchgeführt. Dabei wurden insgesamt mehr als 45 Anbieter von Goldsparplänen kontaktiert und ein detaillierter Fragenkatalog über 120 Merkmale übermittelt. Eingeteilt war dieser in die folgenden vier Kategorien: »Allgemeines/Service« (max. 17,25 Punkte), »Preis« (max. 19,5 Punkte), »Vertragsgestaltung« (max. 12,75 Punkte) und »Lagerung & Lieferung« (max. 28,25 Punkte). Maximal erreichbar waren somit 77,75 Punkte.

In Abhängigkeit von der Punktzahl des besten Anbieters gab es in der Abstufung zwischen 100 Prozent und 80 Prozent die Note »Sehr Gut«, von 79,99 bis 60 Prozent ein »Gut« und bei 59,99 Prozent bis 40 Prozent das Urteil »Befriedigend«. Weil die Noten »Ausreichend« und »Mangelhaft« als Ausschlusskriterium fungierten, tauchten diese (nicht empfehlenswerten) Anbieter in den jeweiligen Tabellen nicht auf und wurden wertungstechnisch ausgeschlossen. Insgesamt zwölf Goldsparpläne haben den »Härtetest« erfolgreich absolviert. Zwei Anbieter erhielten die Gesamt-

note »Gut« und zehnmal wurde sogar die Bestnote »Sehr Gut« vergeben – auch für den Goldsparplan von pro aurum. Für »Sehr Gut« wurden die Teilkategorien »Preis«, »Vertragsgestaltung« sowie »Lagerung & Lieferung« befunden. Im Bereich »Allgemeines & Service« gab es ein »Befriedigend«.

Die wichtigsten Ausstattungsmerkmale von pro aurum Tresorgold:

Bruchanteilsgold: Mit der ersten Sparrate in Höhe von mindestens 25 Euro wird bereits Geld in Gold eingetauscht. Sobald die angesparte Goldmenge erreicht wird, erfolgt der Kauf der ausgewählten Münze oder des Barrens.

Einmalanlagen können in beliebiger Höhe getätigt werden. Dies führt dann zu einem beschleunigten Goldkauf. Flexibilität: Bei Bedarf können die monatlichen Sparraten problemlos erhöht, reduziert oder ausgesetzt werden – auch via Internet.

Sicheres Lagern und Verwahren: Die erworbenen Goldbestände werden aus rechtlicher Sicht als Sondereigentum betrachtet und in einem Frankfurter Hochsicherheitstresor bei vollumfänglichem Versicherungsschutz sicher aufbewahrt.

Auslieferung: Wer möchte, kann sich die bereits erworbenen Goldmünzen bzw. -barren jederzeit ausliefern lassen, wobei allerdings Logistikgebühren anfallen. Diese können eingespart werden, falls die Produkte in einer Filiale von pro aurum oder Ophirum – unserem Kooperationspartner – persönlich abgeholt werden.

Unter www.proaurum-tresorgold.de finden Sie weitere wichtige Details zum Goldsparplan von pro aurum. Fazit: Aufgrund der enormen Kaufkraftverluste macht Goldsparen auf lange Sicht höchstwahrscheinlich deutlich mehr Sinn als das Sparen von Geld. □

Die Renaissance lokaler Emerging-Markets-Anleihen

In der Rubrik »Themen der Zeit« wirft Robert Reichle, Leiter Fixed Income Global & Emerging Markets, Fondsmanager des Berenberg EM Bonds und des Berenberg Sustainable EM Bonds, einen Blick auf die Anlageklasse der Schwellenländeranleihen in Lokalwährung.

Die Anlageklasse der Schwellenländeranleihen hat einen der schwierigsten Jahresstarts der jüngeren Vergangenheit hinter sich. Hauptgründe für die in absoluten Zahlen negative Performance der Schwellenländeranleihen waren die kontinuierlich steigenden Zinsen, die Sorge um eine viel frühere Straffung der Geldpolitik sowie die Rücknahme der infolge der Covid-19-Pandemie auferlegten Konjunkturprogramme in den USA. Zusätzlich zu diesen Belastungen kam mit dem Angriff Russlands auf die Ukraine ein geopolitischer Schock hinzu, der die Risikobereitschaft für Schwellenländeranleihen in Frage stellen könnte.

Allerdings führte die Entwicklung der jüngsten Vergangenheit aber auch dazu, dass lokale Schwellenländeranleihen – das wahrscheinlich zyklischste und häufig auch volatilste Anlagesegment innerhalb des Schwellenländer-

anleihen-Universums – profitieren konnten. Paradoxe Weise stellt sich sogar der Beginn der Corona-Krise gewissenmaßen als Startschuss für die Renaissance lokaler Emerging-Markets-Anleihen heraus. Während die meisten Schwellenländer zwar von der Corona-Pandemie hart getroffen wurden, hat dies zugleich die Leistungsbilanzen der betroffenen Länder durch einen massiven Importrückgang, bzw. eine Währungsabwertung stark begünstigt. Lateinamerika und auch Teile Afrikas haben aufgrund steigender bzw. hoch bleibender Rohstoffpreise zudem eine erhebliche Realzinsprämie und positive Außenhandelsbedingungen geschaffen. Somit wurde sozusagen die fundamentale Grundlage für eine nachhaltige Entwicklung von Lokalwährungs-Schwellenländeranleihen (ohne Osteuropa) gelegt. Abgesehen von den fundamentalen Argumenten wie geringerer Verschuldung und der Wachstumserwartung spricht auch die Rendite für die Anleihen. Selbst nach Abzug der ebenfalls stark gestiegenen Inflation weisen sie deutlich positive Realrenditen auf. Angesichts der höchsten globalen Inflationswelle seit Jahrzehnten und den anhaltend negativen Realrenditen in der entwickelten Welt ist dies durchaus bemerkenswert.

Die vollständige Analyse finden Sie hier als PDF:
www.berenberg.de

Downside Hedging – der heilige Gral des Investierens?

Von Gerd Kommer und Maximilian Bartosch,
Gerd Kommer Invest GmbH

Der globale Aktienmarkt hat seit dem letzten Höchststand am 4. Januar dieses Jahres 13 % eingebüßt (MSCI World Index in Euro, Stand 01.07.2022). Angesichts der seit etwa acht Monaten anziehenden Inflationsraten und Zinsen wie auch des wohl noch länger währenden Russland-Ukraine-Kriegs hat sich in den Medien und am Internet-Stammtisch die Auffassung eingebürgert, dass »derzeit die Risiken für einen nahen Aktien-Crash« besonders hoch seien.

Vor diesem Hintergrund klettert nun ein altbekannter Investment-Zombie aus seinem Grab – wie stets, wenn es am Aktienmarkt längere Zeit deutlich nach unten ging: Der »Downside Hedging-Zombie« (Hedging = Absicherung). Er steht für den Glauben, es sei unter Nutzung bestimmter Finanzprodukte oder Investmenttechniken systematisch möglich, das Drawdown-Risiko (Kursverlustrisiko) eines Aktienportfolios zu reduzieren, ohne dafür ein entsprechendes Opfer im Sinne einer geringeren Langfristrendite oder geringeren risikogewichteten Rendite erbringen zu müssen. Im Marketingmaterial für derartige Absicherungsstrategien oder Anlageprodukte heißt das »die Aufschwungsphasen des Aktienmarktes mitnehmen und die Abschwungsphasen vermeiden«. Auch Finanzjournalisten und -blogger publizieren gerne und oft Stories über Fälle, in denen solche Hedging- oder »Portfolio-Insurance«-Ansätze funktioniert haben. Dahinter steckt der alte Anlegertraum »gleiche Rendite mit weniger Risiko« – der vermeintliche heilige Gral des Investierens.

In diesem Beitrag wollen wir zeigen, dass es damit nicht weit her ist. Der heilige Gral des Investierens entpuppt sich bei näherer Betrachtung weit überwiegend als »fehlerhafte Ware«, die man später gerne zurückgeben würde. Mittel- und langfristig werden mehr als die Hälfte derjenigen, die an die Versprechungen von Downside Hedging (»DH«) glauben, schlechter dastehen als diejenigen, die es unterlassen. Die Minderheit, die durch DH in einem (zumeist kurzen) Zeitfenster profitiert, tut das wahrscheinlich aus bloßem Glück, sprich Zufall. Glück lässt sich im folgenden Zeitfenster allerdings nicht systematisch wiederholen und im langfristigen Mittel senkt DH die realisierte Rendite.

Welche Downside-Hedging- oder Downside-Protection-Produkte und Strategien existieren?

Die Welt der DH- oder Finanzprodukte ist ein großer, bunter Zoo. In Bezug auf Aktien gehören die folgenden zu den wichtigsten: Put-Optionen (Verkaufsrechte), Put-Optionscheine, Short-Zertifikate, Short-ETFs (auch inverse ETFs genannt), zahlreiche Finanzprodukte mit eingebauten Kapitalgarantien (beispielsweise Riester-Fonds und andere Garantiefonds oder Garantiezertifikate), Derivate auf Volatilität oder – für institutionelle Anleger – »Absolute Return«-Hedgefonds und »Tail Risk«-Hedgefonds.

Daneben existieren viele Investmentfonds, die zwar nicht explizit DH-Finanzprodukte sind, sich in ihrem Marketing aber letztlich so darstellen. Ein Beispiel dafür ist der Investmentfonds von Dirk Müller (»Dirk Müller Premium Aktien«, WKN A111ZF). Hauptgrund für dessen anämische Langfristrendite ist eine spezielle DH-Strategie, die er seit sieben Jahren in Vorbereitung auf »die größte Wirtschaftskrise aller Zeiten« (Untertitel seines letzten Buches) praktiziert.

DH kann auch im Do-it-yourself-Modus oder von einem Vermögensverwalter betrieben werden, beispielsweise durch den Einsatz von Stop-Loss-Orders oder durch Short-Selling (Leerverkäufe) entweder einzelner Wertpapiere oder durch Short-Selling sogenannter Index-Futures (durch Indizes definierte Aktienpakete).

Die am meisten verbreitete DH-Strategie ist das altbekannte Market Timing ohne Nutzung spezieller Hedging-Produkte – der Versuch, den Zeitpunkt von Aktienmarktabschwüngen und -aufschwüngen abzapfen. Ein weniger hochtrabendes Synonym für Market Timing ist »Rein-Raus«. Rein-Raus ist unter Do-it-yourself-Anlegern gleichermaßen verbreitet wie unter Vermögensverwaltern und Fondsmanagern. Im Fondsbereich heißt das dann »vermögensverwaltende Fonds«, »Multi-Asset-Fonds« oder – weniger glamourös – Mischfonds.

Auch traditionelles Stock Picking wird für DH-Zwecke eingesetzt. Der Stock Picker glaubt, rechtzeitig vor einem Marktabschwung in »defensive Aktien« umschichten zu können.

Von DH zu unterscheiden ist assetklassenübergreifende Diversifikation, also das Kombinieren von Aktien mit beispielsweise High-Quality-Anleihen innerhalb eines Portfo-

lios, um Volatilität und Drawdown-Risiko des Portfolios zu senken. Allerdings besteht hier – anders als bei DH – nicht die Wunschvorstellung, man könne Risiko systematisch senken, ohne dabei auch Rendite aufgeben zu müssen.

Nachfolgend gehen wir auf die Vor- und Nachteile von DH ein. Wir schicken voraus – Achtung, Spoiler Alert –, dass die Nachteile überwiegen.

Schwierigkeiten bei der Implementierung von Downside Hedging

Für diejenigen, die in Eigenregie investieren, ist Nachteil Nr. 1, dass DH viel Arbeitsaufwand und/oder Zusatzkosten produziert. Privatanleger, die DH nicht schon selbst ausprobiert haben, dürften diesen Aufwand und diese Mehrkosten unterschätzen. Eine DH-Strategie korrekt umzusetzen, erfordert laufendes enges Monitoring des Investments und laufendes aktives Eingreifen und Handeln – also Arbeit.

Hinzu kommt das gerne übersehene operative Risiko der Umsetzung einer DH-Strategie.

Zwei Beispiele: Die Nutzung von Stop-Loss-Orders ist anspruchsvoller und arbeitsaufwendiger, als es sich derjenige vorstellt, der lediglich die Lexikondefinition von Stop-Loss-Orders kennt. Es fängt damit an, dass dieser Order-Typ, insbesondere bei sehr heftigen Marktbewegungen nach unten in der Praxis keineswegs so zuverlässig funktioniert, wie das im Lehrbuch steht.

Bei Short-ETFs wird man mit dem Problem der komplexen Pfadabhängigkeit der Hedging-Wirkung dieser Produkte konfrontiert. Pfadabhängigkeit bedeutet, dass ein Short-ETF eine tägliche Neuevaluierung durch den Anleger erfordert.

Soweit man den hohen Arbeitsaufwand durch DH und das operative Umsetzungsrisiko an eine Bank, einen Vermögensverwalter oder einen Fondsmanager outsourct, wird sich der damit verknüpfte beträchtliche Aufwand dort in hohen laufenden Gebühren manifestieren. Diese werden zwei- bis fünfmal so hoch sein wie die Kosten für ein delegiertes Indexinvestment auf Buy-and-Hold-Basis.

Die Performance-Bilanz von Downside Hedging

Damit kommen wir zu Problem Nr. 2 von DH: seine in langfristiger Perspektive kümmerliche Performance-Bilanz. In den Studien, die am Ende dieses Beitrags genannt werden,

wird diese Bilanz für eine Vielzahl verschiedener DH-Strategien und Zeiträume quantifiziert – in zwei Untersuchungen sogar für Zeitspannen von rund 100 Jahren (Dimson u. a. 2007, AQR 2018).

Hauptursächlich für die enttäuschenden Zahlen ist schlussendlich immer der gleiche Grundtatbestand: Auf lange Sicht sind die von DH verursachten entgangenen Gewinne – die Opportunitätskosten – höher als der erzielte Nutzen, die Dämpfung der Kursverluste.

Das wiederum hat drei miteinander zusammenhängende Ursachen: Erstens bewegt sich der globale Aktienmarkt langfristig nach oben. Diese strukturelle Aufwärtsbewegung wird von einer hohen kurzfristigen, starken Volatilität überlagert, die es zu jedem gegebenen Zeitpunkt außerordentlich schwer macht, zu erkennen, ob in diesem Moment eine längere Aufschwungs- oder kurz- bis mittelfristige Abschwungsphase vorliegt. Wenn DH während einer der längeren Aufschwungsphasen betrieben wird, wird das die Partizipation des Investors an diesem Aufschwung begrenzen. Das hat mit den durch DH verursachten Kosten zu tun und/oder damit, dass DH sehr selten präzise genug funktioniert, als dass die »DH-Handbremse« nicht zumindest zeitweilig auch in der Aufschwungsphase angezogen wird, wenn eigentlich ungebremstes Vorwärtsfahren angesagt wäre.

Ein Beispiel: Ein Fondsmanager, der in einzelne Aktien investiert (Stock Picking), glaubt, dass die Wahrscheinlichkeit für einen starken Aktienmarkteinbruch in den nächsten Monaten hoch ist. Er kauft deswegen Put-Optionen auf die zehn größten Einzeltitel in seinem Aktienportfolio. Die Optionen haben eine Laufzeit von sechs Monaten, der Preis dieser Optionen richtet sich nach der Ausgestaltung der Puts. Je stärker ihre Absicherungswirkung nach unten ist, desto teurer sind sie. Wenn wir nun annehmen, dass in den fraglichen sechs Monaten die Aktien im Portfolio eine positive Rendite von – sagen wir – moderaten zwei Prozent erzeugen, wird die Nettorendite auf Portfoliobasis diese zwei Prozent abzüglich der Kosten für die nutzlos verfallenden Optionen sein.

Zweitens sind stark anhaltende Drawdowns – trotz unseres abweichenden Bauchgefühls – zu selten, als dass es sich bei den gegebenen Kosten für Absicherungen auf lange Sicht lohnen würde, diese Kosten aufzuwenden.

Das Argument kann man auch umdrehen: Absicherungen sind im Mittel einfach zu teuer relativ zum Schutzniveau, das sie bieten.

Drittens ist der Aktienmarkt so informationseffizient, dass es nach allem, was wir aus 60 Jahren empirischer Kapitalmarktforschung wissen, nicht zuverlässig genug möglich ist, den Beginn nachhaltiger Up-Phasen oder Down-Phasen zu prognostizieren, als dass man damit eine kostengünstigere entsprechende Buy-and-Hold-Strategie schlagen könnte. Insbesondere das rechtzeitige Lösen der Handbremse Downside Hedging misslingt in der Regel.

Trotzdem behaupten wohl 95 % der Finanzbranche und 95 % der Finanzmedien und Investment-Blogger tagein, tagaus direkt und indirekt, bei ihnen funktioniere DH. Warum sie das tun, ist leicht zu erklären: Mit aktivem Investieren, darunter auch DH, kann man als Finanzdienstleister weit mehr verdienen als mit rationalem, prognosefreiem Buy-and-Hold.

Und in den Finanzmedien und der Bloggersphäre lässt sich mit Storytelling und Clickbaiting à la »Ausverkauf an der Wall Street nimmt Fahrt auf« oder »So sichern Anleger ihr Depot ab« ganz einfach mehr Auflage machen als mit Veröffentlichungen über wissenschaftlich orientiertes Investieren, wie der, die Sie soeben lesen.

Hinzu kommt, dass die meisten Privatanleger das Märchen von Rendite mit begrenztem Risiko ganz einfach glauben wollen, weil das ihrer eigenen Intuition und dem allzu menschlichen Wunsch von »reich werden bei begrenztem Risiko« entspricht.

Wissenschaftliche Studien zu Downside Hedging

Schlussendlich sollten wir uns bei einem finalen Urteil über DH – so, wie das für die Beurteilung aller Investmentstrategien angeraten ist – an der Wissenschaft orientieren. In der Wissenschaft wird der Sachverhalt so gesehen: Wirklich überzeugende Belege für das Funktionieren von DH fehlen. Funktionieren hieße, dass DH über einen langfristigen Zeitraum eine vergleichbare Buy-and-Hold-Strategie nach Kosten zuverlässig und hinreichend deutlich outperforms oder eine deutlich bessere risikoadjustierte Rendite (z. B. Sharpe-Ratio) erzeugt. Die Gründe für das Fehlen solcher DH-Erfolgsbelege haben wir oben genannt.

Mit Belegen für das Versagen von DH könnte man hingegen eine ganze Bibliothek füllen. 20 dieser Studien nennen wir am Ende dieses Beitrages.

Aber man muss und sollte sich hierbei nicht nur auf Untersuchungen beschränken, die sich spezifisch mit DH befassen. Letztlich ist beinahe jede von tausenden wissenschaftlicher Untersuchungen zum Versagen aktiven Investierens, die seit etwa 1960 publiziert wurden, zugleich auch eine Studie über das Versagen von DH. Grund: Praktisch alle aktiven Anleger, seien sie die Manager eines normalen Publikumsfonds, die Manager eines Hedgefonds oder Do-it-yourself-Privatanleger, betreiben zumindest eine der oben genannten DH-Formen.

Gibt es nun doch Situationen, in denen Downside Hedging helfen kann?

Nun haben wir dargestellt, was die Nachteile von DH sind, nämlich der damit verbundene hohe Arbeitsaufwand und seine unattraktive Performance-Bilanz.

Doch gibt es nicht trotzdem Konstellationen, in denen DH einen Nutzen stiftet?

In der Fachliteratur wird – zumeist eher »der guten Ordnung halber« – darauf hingewiesen, dass man mit DH das Drawdown-Risiko oder allgemein das Verlustrisiko in einem Portfolio kurzfristig limitieren könne. Das stimmt überwiegend – es stimmt sogar nicht nur kurzfristig, sondern sogar auch langfristig –, aber dies bedeutet dennoch nicht viel.

Für ein global diversifiziertes 100%-Aktienportfolio besteht auf der Basis von Daten aus den letzten 120 Jahren ein Maximum-Drawdown-Risiko von rund 60 %. Wer dieses Risiko nicht tragen will, kann es in der Tat mit einem der hier genannten DH-Produkte oder Techniken abmildern.

Zeigt das nicht, dass DH doch einen Nutzen hat? Eher nein.

Erstens kommt es beim Investieren – wenn wir genauer darüber nachdenken – nahezu nie auf bloß kurzfristige Ergebnisse an. Kurzfristige Ergebnisse mögen unsere augenblicksbezogene Wahrnehmung und Gefühlswelt dominieren, sind aber in der Zahlenrealität eher bedeutungslos. Das gilt selbst für einen Day Trader. Sie sind eher bedeutungslos, weil Investieren und Vermögensbildung ein Marathon-

lauf sind, kein 100-Meter-Sprint. Wir und die Medien interpretieren diesen Marathonlauf törichterweise zwar oft wie ein Rennen aus 420 einzelnen 100-Meter-Sprints, was aber nichts an der zugrunde liegenden Realität ändert: Der Anlagehorizont der meisten Privathaushalte entspricht ihrer Restlebenserwartung und eben nicht nur den nächsten 12 Monaten.

Zweitens könnte derjenige, der kein Drawdown-Risiko von 60% in seinem Portfolio tragen will, dieses Risiko durch die Beimischung einer risikofreien Anlage in Gestalt eines High-Quality-Anleihen-ETFs beliebig weit senken – zu bescheidenen Kosten, mit merklich reduzierter Komplexität und mit höherer Zuverlässigkeit. Aber natürlich auch unter Aufgabe eines entsprechenden Teils der Aktien-Upside.

Drittens gelingt DH sogar bei wohlwollender Betrachtung selbst in rein kurzfristiger Betrachtung oftmals nicht so, wie auf der »Verpackungsbeschreibung« des Hedging-Produkts angegeben.

Fazit

Downside Hedging ist ein seit mindestens 40 Jahren immer neu gebrochenes Versprechen der Finanzbranche, das Risiko von Aktien nennenswert zu mildern, ohne nennenswerten Verlust von Renditechancen nach oben aufzugeben. Es wird Zeit, dass wir aufhören, auf diese Schimäre hereinzufragen.

Die Assetklasse Aktien hat höhere Langfristrenditen als alle anderen Assetklassen, höhere als Immobilien, als Anleihen, als Gold, als Rohstoffe und wahrscheinlich auch als Kryptowährungen. Wer diese hohen Langfristrenditen ungeschmälert für sich nutzen will, der muss das damit vorhandene Drawdown-Risiko auch ungeschmälert tragen.

Im Vergleich zu DH funktioniert die Senkung von Aktienrisiko einfacher, zuverlässiger und rentabler mit traditioneller assetklassenübergreifender Diversifikation, also insbesondere durch die Beimischung kurzlaufender High-Quality-Anleihen. Auf diesem Weg wird ein Anleger auf lange Sicht sehr wahrscheinlich eine attraktivere Rendite-Risikokombination erzielen als durch DH. So war es jedenfalls in den letzten 100 Jahren: »We find using nearly a century of data that diversification is probably (still) investors' best bet« (AQR 2018).

www.gerd-kommer-invest.de

Literatur:

- AQR (ohne Autor) (2018): »It Was the Worst of Times: Diversification During a Century of Drawdowns«; Working Paper 3Q18; Internet-Fundstelle: www.aqr.com/Insights/Research/Alternative-Thinking/It-Was-the-Worst-of-Times-Diversification-During-a-Century-of-Drawdowns
- Benninga, Simon/Blume, Marshall (1985): »On the Optimality of Portfolio Insurance«; In: *The Journal of Finance*; Vol. 40; No. 5; December 1985
- Bryant, Chris/O'Sullivan, Emmett (2011): »Investment Returns from Tracker Funds and Guaranteed Equity Bonds«; Investment Management Association; Statistics Series Paper 2; April 2011; Internet-Fundstelle: www.theinvestmentassociation.org/assets/files/research/20110411-GEBSresearch.pdf
- Geng, Deng/Guedj, Ilan/Mccann, Craig/Mallett, Joshua (2011): »The Anatomy of Principal Protected Absolute Return Notes«; In: *The Journal of Derivatives*; Vol. 19; No. 2; August 2011
- Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2007): »Volatility and Portfolio Protection Over 107 Years«; May 2007; Internet-Fundstelle: citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.465.6025&rep=rep1&type=pdf
- Estrada, Javier (2007): »Black Swans and Market Timing: How Not to Generate Alpha«; November 2007; Internet-Fundstelle: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1032962
- Estrada, Javier (2015): »Multiples, Forecasting, and Asset Allocation«; In: *Journal of Applied Corporate Finance*; Vol. 27; No. 3; 2015
- Foltice, Bryan (2022): »Revisiting Covered Calls and Protective Puts: A Tale of Two Strategies«; Working Paper; 17.05.2022; Internet-Fundstelle: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3786342
- Haghani, Victor/White, James (2022) »Do Options Belong in the Portfolios of Individual Investors?«; Working Paper; 28.4.2022; Internet-Fundstelle: seekingalpha.com/article/4504503-options-portfolio-strategy-investors
- Campbell, Harvey/Hoyle, Edward/Ratray, Sandy/Sargaison, Matthew/Taylor, Dan/Van Hemert, Otto (2019): »The Best of Strategies for the Worst of Times: Can Portfolios be Crisis Proofed?« In: *The Journal of Portfolio Management*; Vol. 45; No. 5; July 2019
- Ariful, Hoquem/Kämmer, Robin/Meyer-Bullerdiek, Frieder (2018): »Portfolio insurance strategies in a low interest rate environment: A simulation-based study«; In: *Journal of Finance and Investment Analysis*; Vol. 7; No. 3; 2018
- Israelov, Roni (2019): »Pathetic Protection: The Elusive Benefits of Protective Puts«; AQR; In: *The Journal of Alternative Investments*; Vol. 21; No. 3; 2019
- Israelov, Roni/Nielsen, Lars (2015): »Still Not Cheap: Portfolio Protection in Calm Markets« (2015); In: *The Journal of Portfolio Management*; Vol. 41; No. 4; Summer 2015
- Israelov, Roni/Nielsen, Lars/Villalon, Daniel (2017): »Embracing Downside Risk«; In: *The Journal of Alternative Investments*; Vol. 19; Issue 3; Winter 2017
- Lei, Adam/Huihua Lib (2009): »The value of stop loss strategies«; In: *Financial Services Review*; Vol. 18; 2009
- Lo, Andrew/Remorov, Alexander (2017): »Stop-loss strategies with serial correlation, regime switching, and transaction costs«; In: *Journal of Financial Markets*; Vol. 34; 2017
- McQuinn, Nicholas/Thapar, Ashwin/Villalon, Daniel (2020): »Portfolio Protection? It's a Long (Term) Story...«; Working Paper; 2020; Internet-Fundstelle: www.aqr.com/Insights/Research/Journal-Article/Portfolio-Protection-Its-a-Long-Term-Story
- Shepard, Peter/Burke, John (2020): »Did hedging tail risk pay off?«; MSCI; Working Paper April 2020; Internet-Fundstelle: www.msci.com/www/blog-posts/did-hedging-tail-risk-pay-off/01784814215
- Standard Life (ohne Autor) (2017): »Garantien in der langfristigen Anlage sind zu teuer, meist unverständlich und nutzlos«; Pressemitteilung; Standard Life Deutschland; 15.02.2017
- Thatcher, Gearhart/Lyman, Ames/Trivedi, Neelay/Vasilachi, Igor (2021): »The Efficacy & Cost of Hedging with Options – The Price of a Good Night's Sleep«; Working Paper; 27.09.2021; Internet-Fundstelle: verdadcapp.com/archive/the-efficacy-amp-cost-of-hedging-with-options

»Aus dem perfekten Stagflationssturm droht ein Orkan zu werden«

Wird die aktuelle Dramatik der Situation von der Politik unterschätzt bzw. heruntergespielt? Dr. Wolfgang Sawazki, Vorstand von SALytic Invest, blickt mit Sorgen auf die Konjunktur, gesellschaftspolitische Verwerfungen und den Kapitalerhalt von Anlegern. Seine These: Durch die aktuelle Kumulation dreier Zeitenwenden hat eine dramatische Abwärtsspirale begonnen – es sei denn, die Politik steuert gegen. Seine Argumentation:

»Wir sehen aktuell die Konjunktur und die Kapitalmärkte in West-/Osteuropa vor einem GAU, auf den verschiedene Einflüsse gleichzeitig einwirken: Zinswende, Krieg, Energieembargos, gestörte Lieferketten und China als stotternder Motor der Weltwirtschaft hinterlassen mehr als nur eine »schwierige Zeit«. Schlimmstenfalls sehen wir eine nachhaltige enorme Schwächung des Industriestandorts Deutschlands mit einer Deindustrialisierung. Während die Politik noch von einem schweren Winter spricht, wäre es wohl ehrlicher, eine Dekade mit nachhaltigen Abwärtsrisiken zu erwarten. Diese Krisen haben strukturelle Effekte, die enorm unterschätzt werden, denn eine Rohstoff-/Energiekrise und ein Eiserner Vorhang zu Russland wirken sich nicht nur kurzfristig aus, sondern verändern nachhaltig das »Geschäftsmodell Deutschland«. Sinkende Konsum- und Geschäftsklimazahlen sind nur Verbote einer substanziellen Abwärtsspirale.

Im Ukrainekrieg drohen wesentliche Elemente der bisherigen europäischen Sanktionspolitik wie die Embargos für Rohstoffe und Energie anders als der Ausschluss aus dem Swift-Abkommens und dem Exportverbot von High Tech-

Komponenten fulminant zu scheitern. Während Russland die niedrigeren Öl- und Gasausfuhren mit höheren Preisen kompensieren und die Handelsströme etwa für Kohle und Öl/Benzin leicht ändern kann, sind die Konsequenzen für Europa und auch Afrika erheblich. Daher bedarf es einer mit den USA und der Ukraine abgestimmten europäischen Lösung, die Europa weniger schadet. Sonst wird sich die Abwärtsspirale immer schneller drehen und nicht nur einen »kalten Winter«, sondern auch erhebliche Produktions- sowie Beschäftigungseinbußen zur Folge haben. Damit erleidet Deutschland und weite Teile Osteuropas hohe Wohlstandsverluste und die europäischen Asset-Preise (Immobilien, Aktien, Euro, Anleihen...) fallen weiter. Letztlich geht damit auch der finanzielle Handlungsspielraum zum Wiederaufbau der Ukraine verloren.

Anders als in allen anderen vorherigen Krisen, werden diesmal die Notenbanken nicht zur Hilfe eilen können, da sie in restriktiver Form die hohe – durch den Ukraine-Krieg angeheizte – Inflation bekämpfen müssen. Auch wird der Staat nicht mehr – wie in der COVID-Krise – alle Unternehmen retten können, da die Verschuldung enorm angestiegen ist.

Eine Erholung der Konjunktur ist nur möglich, wenn China als Lokomotive der Weltwirtschaft deutlich Fahrt aufnimmt und die Rohstoff-/Energiepreise u. a. im Zuge eines Waffenstillstands in der Ukraine deutlich sinken. Dann fällt die Inflation, was es den Notenbanken ermöglicht, ihren Straffungskurs zu moderieren. Umgekehrt würde eine Verschärfung des Ukraine-Krieges mit weiteren Umdrehungen an der Sanktionsschraube oder eine komplette Einstellung der russischen Gaslieferungen einen zusätzlichen Konjunkturschock verursachen. Dann wird aus dem Sturm ein fataler Orkan.«

www.salytic-invest.de

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



Bringt der Sommer die Wende am Aktienmarkt?

Von Robert Halver,

Leiter der Kapitalmarktanalyse der Baader Bank AG

In der Urlaubszeit ist es am Aktienmarkt normalerweise ruhig. Dieses Jahr dagegen ist an der Börse eher mit einem »Aktiv-Urlaub« zu rechnen. Es deuten sich Entwicklungen an, die die Aktienstimmung stabilisieren. Zwar werden damit die schwer einschätzbaren Krisen nicht komplett gelöst, doch ist ein weiterer Aktienerbruch nicht mehr wahrscheinlich.

Das Katz und Maus-Spiel Putins sollte Europa nicht mitspielen

Russisches Gas fließt wieder nach Deutschland. Denn würde der russische Präsident alles auf null setzen, verlöre er seinen entscheidenden Trumpf auf einen Schlag und würde auch bei den letzten Putin-Verstehern in Ungnade fallen. Dennoch kann Europa nicht entspannt sein. Jeden Tag aufs Neue werden wir das Gänseblümchenorakel befragen müssen. Er liebt mich, er liebt mich nicht, konkret: Er liefert, er liefert nicht, noch konkreter: Wie viel liefert er und wie viel liefert er nicht.



Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de

Die permanente Gefahr, dass Europa über die Energie-Klippe in ein tiefes Wirtschafts-Loch fällt, die zunehmende Kriegsmüdigkeit bei uns sowie die Angst, im Winter in der Wohnung seinen eigenen Atem sehen zu müssen, sprechen dafür, dass die westliche Sanktionskeule zukünftig mit weniger Schmackes geschwungen wird. Die Furcht der Politiker vor den Wählern ist groß. Es ist zu hoffen, dass eine pragmatische Energiepolitik Raum greift, um dem lupenreinen Aggressor Putin nicht weiter die energieseitige Destabilisierung Europas über Deutschland als Ankerstaat zu ermöglichen.

Jedes Springen über den ideologisch verseuchten Schatten, der durch viel Heuchelei und teilweise bewusst unsaubere Argumentation noch schattiger wird, würde Verbrauchern, Unternehmen, der Wirtschaft, dem Wohlstand und schließ-

lich Aktien guttun. Kurze Frage: Woher kommt eigentlich der Strom, wenn im Winter Millionen von elektrischen Heizlüftern mit einer Leistung von jeweils 2 kW laufen? Und schon aktuell befinden sich die Strompreise auf Rekordniveau.

Gibt es in China bald wieder den Tag der offenen Tür?

Unzählige Industrieunternehmen aus Deutschland sitzen auf Aufträgen wie die Henne auf unausgebrüteten Eiern. Tatsächlich können diese aus Mangel an Vorprodukten aus China nicht abgearbeitet werden, sozusagen schlüpfen. Doch besteht die berechtigte Hoffnung, dass sich nach dem Parteitag der KP im Oktober, auf dem sich Xi Jinping als Corona-Besieger feiern lassen will, die Schotten wieder öffnen. Nicht zuletzt schädigt die Kasernierung China selbst, das von einer – wenn man ehrlich messen würde – Rezession heimgesucht wird. China kann auf den Außenhandel nicht verzichten. Jede Lockerung wäre eine doppelte Freude für die Industrieunternehmen. Sie kämen wieder üppiger an Vorprodukte aus China und China wäre auch als Absatzmarkt wieder aufnahmefähiger. Diese Stimmungsverbesserung träge auf konjunkturzyklische Aktien in Europa und speziell Deutschland, die längst eine scharfe Rezession einpreisen wie z. B. Automobil- und Industriewerte.

Vor dem »Zins-Wendchen« der EZB müssen sich Anleger nicht fürchten

Selbst wenn die EZB jetzt das erste Mal seit 11 Jahren die Leitzinsen erhöht, sollte man nicht von epochal sprechen. Nähmen die »Währungshüter« Inflationbekämpfung gemäß klarem Auftrag ernst, müssten die Zinsen konsequent oberhalb der Inflationsrate angesetzt werden. Leitzinsen von über acht Prozent sind aber so unwahrscheinlich wie die Besiedlung des Saturns. Am Ende dieses Zinserhöhungszyklus, der vermutlich kurz, kürzer, am kürzesten verlaufen wird, werden die Realzinsen immer noch unter Wasser liegen. Damit sind kurzfristige Zinsanlagen beim besten Willen keine Anlagealternative zu Aktien, es sei denn, man ist masochistisch veranlagt.

Zinsangst kommt auch mit Blick auf Staatsanleihen nicht auf. Denn eine neue Schulden- bzw. Euro-Krise 2.0 wird die mit reichlich Barmherzigkeit für reformunwillige Länder ausgestattete Madame Lagarde in jedem Fall verhindern. Vor allem die Angst vor einem (finanz-)politisch angeschlagenen Italien, das die gesamte Eurozone in Mitleidenschaft ziehen könnte, ist ein »Killerargument« gegen jede strikte

Geldpolitik. Mit dem wunderschönen Instrument »Transmission Protection Mechanism« (TPM) wird die EZB zur Europäischen Zauber-Bank, die – Simalabim – zu hohe, wirtschaftlich schädliche, obwohl bonitätsgerechte Renditeaufschläge von Euro-Süd gegenüber Euro-Nord weg hext. Zins-sparer sollten auch zukünftig nicht die Zeche für eine Geldpolitik zahlen, die der Stabilität offensichtlich Hausverbot erteilt hat. Immerhin, die leicht restriktivere Zinspolitik hat für die europäischen Aktienmärkte etwas Positives. Sie sorgen für eine Stabilisierung des Euros, der der importierten Inflation entgegenwirkt und ausländischen Anlegern die Angst vor Währungsverlusten bei Euro-Aktienengagements nimmt.

Die Fed ist von der schnellen Truppe

Für ihre Verhältnisse eher ungewöhnlich, aber die US-Notenbank macht mit ihrer Zinserhöhungspolitik kurzen Inflations-Prozess. Und das ist gut so: Statt Zinsangst lange aufrechtzuerhalten, was Finanzmärkte und Wirtschaft verunsichert wie ein hungriger Fuchs, der um den Hühnerstall schleicht, will man das, was gemacht werden muss, schnell beenden. Diese Geldpolitik begünstigt zwar eine Rezession. Doch sobald die Inflation auf dem Rückzug ist, kann man wieder zügig an Zinssenkungen denken, was der kreditver-

liebten US-Wirtschaft gefällt. Überhaupt, ist Zinssenkungsphantasie nicht das schmackhafteste Salz in der Börsensuppe? Die abebbende Zinsangst wird den Tech-Aktien zugutekommen. Mittlerweile hat sich deren Überbewertung auch relativ im Gleichklang mit der Normalisierung der Anleiherenditen drastisch beruhigt. Fundamental verfügen viele Tech-Unternehmen ohnehin über sehr valide Geschäftsmodelle, die z.B. auf der weltweiten Rationalisierung aufgrund eines massiven Konkurrenzdrucks basieren. Es spricht viel dafür, dass die High-Tech-Branche, die den allgemeinen Almatrieb der Aktienmärkte angeführt hat, auch die sein wird, die für den Auftrieb verantwortlich ist. Sicherlich bleibt das Börsenparkett aufgrund der vielen Unsicherheiten rutschig und schwankungsanfällig. Doch sollte die schwarze Stimmung, die unzählige Kapitalsammelstellen in unglaublich viel Cash baden lässt, die vorhandenen Lichtblicke wie günstige Aktienkurse nicht abdunkeln. Kauft man nicht auch jede Waschmaschine lieber günstig ein? Wir befinden uns in der Investitionsphase.

Insgesamt wird der Sommer die Erkenntnis liefern, dass der Gipfel des Börsenpessimismus hinter uns liegt und die Bodenbildung abgeschlossen ist. Einen schönen Sommer und Glück auf! □

ANZEIGE

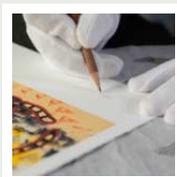


Là ci darem la mano, 2021

Grafik von Falk von Schönfels

Vom gleichnamigen Duett von Wolfgang Amadeus Mozart aus dessen Drama giocoso »Don Giovanni« inspiriert, ist dem Künstler ein leuchtendes, aufmunterndes Werk gelungen.

Sichern Sie sich eines der 30 nummerierten und signierten Exemplare im Blattformat 48 x 33 cm für 670 Euro oder 58 x 42 cm mit Rahmen aus Nussbaumholz für 920 Euro, jeweils zzgl. Versandgebühr.



faz.net/selection, Info: (069) 75 91-10 10, Fax: (069) 75 91-80 82 52

F.A.Z. Selection steht für herausragende Qualität und anspruchsvolles Design – exklusiv für F.A.Z.-Leser gefertigt in deutschen Manufakturen und von renommierten Herstellern. Besuchen Sie unseren Online-Shop!

Frankfurter Allgemeine
SELECTION

ANZEIGE

Deutschland braucht mehr Ja-Sager.

Ja zu Herausforderungen. Ja zu verrückten Ideen. Ja zur Aufbruchstimmung. Ja zu Neugier. Ja zu Ungeduld. Ja zum An-sich-Glauben. Ja zum Ausprobieren. Und Scheiterndürfen. Ja zu „Warum nicht?“. Ja zu „Jetzt erst recht!“. Ja zu hohen Zielen. Und übers Ziel hinausschießen. Ja zu Quereinsteigern. Ja zu Auf-, Aus- und Umsteigern. Ja zu Digital Nomads. Ja zu New Work. Und zur Expertise der Alten. Ja zu einfach mal anfangen. Ja zu nie auslernen. Ja zu Open Source. Und Open Minds. Ja zu KI und IoT. Ja zum Wissenwollen. Und Machenwollen. Ja zu Wagemut. Ja zu Ehrgeiz. Ja zu Erfahrung. Und neuen Erfahrungen. Ja zum Zweifeln. Ja zur Zusammenarbeit. Ja zu Experimentierfreude. Und Erfindergeist. Ja zu neuen Wegen. Ja zu schwierigen Entscheidungen. Ja zu interdisziplinär. Und zu außergewöhnlich. Ja zu Vorbildern. Ja zu Nachhaltigkeit. Ja zu „Jetzt, nicht irgendwann“. Ja zum Infragestellen. Und Antwortensuchen. Ja zu einem ehrlichen Nein. Ja zum Kleinanfangen. Ja zum Große-Pläne-Haben. Ja zur Beharrlichkeit. Ja zum Um-die-Ecke-Denken. Ja zum Hinfallen. Und Wiederaufstehen. Ja zum Träumen. Ja zum Handeln. Ja zum Ja-Sagen. Ja zu **BEREIT FÜR NEUES DENKEN.**



Mehr erfahren und testen unter handelsblatt.com/neuesdenken

Handelsblatt
Substanz entscheidet.

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.