

Ausblick 2023: Schwieriges Börsenjahr mit möglichem Happy End

Von Gottfried Heller

Gott sei Dank ist es hinter uns, das schlimme und extrem turbulente Börsenjahr 2022. Es stand für uns Anleger ganz im Bann der immer schneller galoppierenden Inflation und der dadurch hervorgerufenen abrupten Wende der Zinspolitik der Notenbanken, insbesondere der amerikanischen Fed. Die Flurschäden, die diese beiden Ereignisse an den Aktienmärkten hinterlassen haben, sind gewaltig, am gewaltigsten bei den jahrelang enorm überbewerteten US-Technologiewerten. Der Nasdaq 100-Index verlor in den ersten 50 Wochen des Jahres fast ein Drittel an Wert, der Facebook-Konzern Meta Platforms, der einer seiner Stars war, sogar knapp 65%. Da nehmen sich 20% minus des S&P 500 und 13% Verlust des DAX fast schon bescheiden aus.

Inflation und Zinsen – das werden meines Erachtens zwar auch 2023 ganz gewichtige Börsenthemen bleiben, aber keine alle anderen überragenden mehr wie 2022, als jede Inflationszahl und jede Äußerung eines Notenbankers von den Analysten auf die Goldwaage gelegt worden ist. Zuletzt haben wir das ja Mitte Dezember erlebt, als die Fed und die EZB auf ihren letzten Sitzungen des Jahres klar gemacht haben, dass es ein viel weiterer und steinigere Weg bis zum Ende der Zinserhöhungen und einem Sieg über die Inflation ist, als es die Märkte in den Wochen zuvor gehofft hatten. Und diese »Warnungen« haben das Augenmerk vermehrt auf die Konjunktur gerichtet, die vermutlich im Lauf des Jahres 2023 für die Börsen noch wichtiger wird als Inflation und Zinserhöhungen. Und das aus mehreren Gründen.

Blicken wir aber zunächst zurück: Die Weltwirtschaft hat sich, allen Unkenrufen zum Trotz, 2022 so gut gehalten, dass die Unternehmensgewinne kräftiger zulegen konnten, als es lange Zeit erwartet worden war. Die Aktienrallye von Oktober bis Anfang Dezember ist zum Teil darauf zurückzuführen. Das Münchner ifo Institut macht für den Ertragsboom auch die sogenannte Gewinninflation verantwortlich. Viele Firmen nutzen die Teuerungsphase, um ihre Preise stärker anzuheben als ihre Kosten. Dass Unternehmen Preise erhöhen und ihre Gewinne dadurch verbessern können, ist ja auch der Hauptgrund dafür, dass Aktien, anders als Zinsanlagen, mittel- und langfristig Schutz vor der Inflation bieten. >>

**Die Elite Report Redaktion
wünscht Ihnen
ein erfolgreiches 2023!**



**Vermögenswirksame Intelligenz gesucht
Minus, viel Minus oder Vermögenserhalt trotz Krisen:
Gute Vermögensverwalter schützen ihre Kunden
und betreuen sie umfassend.**

**Stückpreis: 39,80 Euro (inklusive Porto, Verpackung
und Mehrwertsteuer, Auslandsporto wird extra berechnet)
Handelsblatt-Abonnenten erhalten 10 Euro Rabatt
Bestellung bitte an: bestellung@elitereport.de**



Börsen müssen noch lange mit höheren Zinsen leben

Höhere Preise können Unternehmen natürlich bei guter Konjunktur leichter durchsetzen als bei einer schwachen. Bis vor Kurzem waren die meisten Experten von einem kurzen und relativ moderaten Wirtschaftsabschwung ausgegangen. Aber diese Einschätzung hat sich mit den jüngsten Maßnahmen der Notenbanken geändert. Die Zinserhöhungen um jeweils einen halben Prozentpunkt von Fed und EZB waren zwar erwartet worden, nicht aber, dass die Zentralbanker nahezu jegliche Hoffnung auf ein baldiges Ende höherer Zinsen zerstört haben.

Zahlreiche Analysten hatten ja schon für den Herbst 2023 erste Zinssenkungen der Fed vorausgesagt – aber Fed-Chef Powell und EZB-Präsidentin Christine Lagarde haben diesem Optimismus einen dicken Strich durch die Rechnung gemacht. Ablesbar ist das an der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe, die innerhalb weniger Tage um einen halben Prozentpunkt auf 2,2 % nach oben geschneit ist. Anleger rechnen also mit einem stärkeren Zinsanstieg als bislang. Vor allem die EZB hat Nachholbedarf, da ihr Leitzins mit 2,5 % nur gut halb so hoch ist wie der amerikanische, obwohl die Inflationsrate in Euroland mit 10,1 % zweistellig ist und in den USA »nur« 7,1 % beträgt. Weiter steigende Zinsen aber werden die Konjunktur 2023 erheblich belasten.

Konjunktur reagiert mit Verspätung auf die straffere Geldpolitik

Ihre Hauptwucht entwickeln Zinsschritte in der Regel erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung von üblicherweise rund einem Jahr. Die vollen Auswirkungen der schnellsten und kräftigsten Zinserhöhungen der US-Notenbank Fed seit ihrem Bestehen – von null auf 4,5 % in neun Monaten – für die Konjunktur werden deshalb frühestens Anfang 2023 sichtbar werden. Die Folgen der EZB-Maßnahmen noch deutlich später. Wie stark die Zinserhöhungen das Wirtschaftswachstum bremsen werden, liegt ziemlich im Nebel, da es keinerlei Erfahrungen mit monetären Ausstiegsphasen nach einer so langen Phase extrem lockerer Geldpolitik gibt.

Die Notenbanken haben ja auch noch nie eine so gewaltige Geldflut geschaffen wie in den letzten Jahren. Deren Eindämmung dürfte zusätzliche Probleme verursachen. Fed und EZB haben seit dem Beginn der Coronapandemie ihre Bilanzsumme jeweils mehr als verdoppelt, indem sie riesige Summen an Staatsanleihen aufgekauft und den Regierungen so das Schuldenmachen leicht gemacht haben.

Die EZB hortet inzwischen für fünf Billionen Euro Anleihen. Diese gewaltige Summe will sie ab März reduzieren, aber nur gemächlich, weil sonst hoch verschuldete Staaten wie Italien straucheln und eine neue Eurokrise auslösen könnten. Die Fed sitzt sogar auf Bonds im Wert von über acht Billionen Dollar, baut diese Bestände aber immerhin um 95 Milliarden Dollar pro Monat ab.

*Der unabhängige Anlage-Experte
Gottfried Heller gibt fundierte
Ratschläge zur Geldanlage und
Altersvorsorge mit Aktien und ETFs.
gottfried-heller.de*



Weniger Liquidität führt zum Kampf ums Kapital

Dieser Entzug an Liquidität wird den Wettstreit zwischen der Realwirtschaft, den Staaten und den Kapitalmärkten um das knapper werdende Geld verschärfen. Mit anderen Worten: Die Börsen werden nicht mehr so in Liquidität schwimmen wie in den letzten Jahren. Und das dürfte den Aktienmärkten zusetzen.

Die gute Nachricht für 2023 ist, dass die Inflation ihren Höhepunkt zumindest vorläufig erreicht hat oder ihm nahe ist. Die schlechte Nachricht lautet aber, dass sie deutlich höher bleiben wird als in den Jahrzehnten zuvor. Der Preisauftrieb auch ohne Energie und Nahrungsmittel ist stärker geworden. Er sorgt inzwischen in nahezu allen Bereichen für einen Entzug von Kaufkraft bei den Verbrauchern, der 2023 den Konsum zunehmend belasten dürfte. Selbst EZB-Chefvolkswirt Philip Lane rechnet damit, dass die sogenannten Zweitrundeneffekte – beispielsweise über höhere Löhne – die Inflation 2023 und 2024 weit oben halten werden. Die verschiedenen Entlastungsprogramme der Regierungen, vom umstrittenen Hunderte von Milliarden schweren Inflation Reduction Act in den USA bis zum deutschen 200-Milliarden-Euro-Abwehrschirm, können das zwar dämpfen, aber nicht dauerhaft aufhalten. Zumal mit den deutlich steigenden Schulden der Staatshaushalte die jetzt schon gewaltige Schuldenproblematik weiter verschärft wird.

China ist das Zünglein an der Konjunktur-Waage

Dass das Ausmaß des Konjunkturabschwungs die große Unbekannte für das Börsenjahr 2023 ist, liegt nicht nur an den Folgen der Zins- und Finanzpolitik der westlichen Staaten,

sondern auch an China, das zusammen mit den USA den Lauf der Weltwirtschaft maßgeblich bestimmt. Auf der einen Seite ist es für die Konjunktur positiv, dass die Regierung in Peking ihre Null-Covid-Politik stark gelockert hat, weil das weniger Unterbrechungen von Lieferketten bedeutet und Chinas Konjunktur neue Impulse verleiht. Auf der anderen Seite aber führen die zunehmenden Coronafälle immer wieder zu Produktionseinschränkungen, die das Wachstum bremsen. Wie stark die Coronawelle im bevölkerungsreichsten Land der Erde letztlich ausfallen wird, kann niemand voraussagen. Viel wird für die Konjunktur und die Börsen davon abhängen, ob und wann China wieder zur Wachstumslokomotive für die Weltwirtschaft werden kann.

Kurseinbrüche sorgen für gute Einstiegschancen

Was bedeutet das alles für die Börsenentwicklung 2023? Zuerst große Unsicherheiten und starke Kursausschläge in beide Richtungen. Per saldo rechne ich mit einem Seitwärtstrend innerhalb eines sehr breiten Kursbandes, der im Lauf des Jahres tendenziell einem neuen Aufwärtstrend weichen könnte. Das bedeutet für langfristig orientierte Anleger, dass sie scharfe Kurseinbrüche, wie wir sie vermutlich mehrmals erleben werden, als Einstiegschancen nutzen können. Wir dürfen ja nicht vergessen: Die Aktienmärkte eilen der tatsächlichen Konjunktorentwicklung üblicherweise um 9 bis 12 Monate voraus. Eine Wirtschaftserholung 2024 würden die Börsen deshalb schon im Lauf des Jahres

2023 vorwegnehmen – insbesondere die zyklischen Aktien aus den Industriestaaten und die Aktienmärkte der Schwellenländer.

Allerdings wird der Weg an den Börsen vor allem wegen der knapperen Liquidität mühsam bleiben. Um mit meinem schwäbischen Landsmann, dem Dichter Friedrich Schiller, zu sprechen: »Die schönen Tage von Aranjuez sind nun zu Ende«. Der Kursanstieg der Jahre vor 2022 erfolgte sozusagen auf einem bequemen Wanderweg, in den nächsten Jahren müssen wir uns auf eine steinigere Klettertour mit vielen Auf- und Abs einstellen. Da ist es am besten, Sie schauen nicht jeden Tag nach, wie die Kurse stehen, sondern nur ab und zu. Das schont Ihre Nerven.

Angesichts der zahlreichen Unwägbarkeiten, vom Ukraine-Krieg über Inflation und Inflationsbekämpfung bis zu hektischen Anleihe-, Rohstoff- und Devisenmärkten sowie erheblichen Konjunkturunsicherheiten, sollten Sie Ihre Investments zudem möglichst breit nach Regionen und Branchen streuen und nicht nur auf wenige Einzelwerte setzen. Wie schnell sich Trends und Tendenzen ändern können, haben wir ja 2022 zur Genüge gesehen. Am besten lassen sich die Chancen mit ETFs nutzen, also börsengehandelten Indexfonds. Sie bilden preiswert die Performance von Indizes wie dem S&P 500, dem Stoxx Europe 600 oder dem MSCI Emerging Markets eins zu eins nach. □



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

Spezialisierungslehrgang

Zertifizierter Family Officer

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



Ihr Können
kann sich sehen
lassen.

ZERTIFIZIERTER
FAMILY OFFICER
FVF

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

Berenberg Märkte-Monitor von Chefanlagestrategie Prof. Dr. Bernd Meyer

Das vierte Quartal brachte einen versöhnlicheren Abschluss eines der historisch schlechtesten Jahre für Multi-Asset-Anleger, in dem die aggressivste geldpolitische Strafung seit mehr als 40 Jahren die Bewertung von Aktien, Anleihen und Immobilien gleichermaßen traf. Rohstoffe boten den einzigen Lichtblick, nicht zuletzt wegen Putins Krieg und der schwelenden Energiekrise. Die Ausgangsbasis für 2023 ist mit günstigeren Bewertungen, höheren Zinsen, dem noch immer verbreiteten Pessimismus, geringen Risikopositionen vieler Anleger und hohen Kassenbeständen nun aber besser als im Vorjahr. Die Risiken sind dennoch hoch und erneute Rückschläge im ersten Halbjahr wahrscheinlich, auch bedingt durch den andauernden Liquiditätsentzug der Zentralbanken. Die Weltkonjunktur dürfte sich weiter abschwächen, bevor es wieder aufwärts geht. Die Volatilität dürfte auch in 2023 erhöht bleiben. Chancen sehen wir besonders bei Rohstoffen, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen sowie Aktien aus Europa und einzelnen Schwellenländern.

Kurzfristiger Ausblick: Nach einem Jahr im Zeichen der Inflation und Rezessionsängsten dürften 2023 verstärkt die Unternehmensgewinne im Fokus der Anleger stehen. Spannend wird es daher ab Mitte Januar, da dann die Q4-Berichtssaison mit den Zahlen der US-Großbanken deutlich an Fahrt aufnimmt. Zudem findet das Wirtschaftsforum in Davos vom 16. bis 20. Januar statt und am 22. Januar beginnt in China das Jahr des Hasen. Die deutsche Inflation (Dez.) und die Einzelhandelsumsätze (Nov.) werden am Dienstag veröffentlicht. Der chinesische sowie die Eurozonen-Service-Einkaufsmanagerindizes (PMI, Dez.) und der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe für die USA (Dez.) sowie die Inflationsdaten (Dez.) für Frankreich folgen am Mittwoch. Am Freitag werden die deutschen und die US-Auftragseingänge (Nov.), das Wirtschaftsvertrauen (Dez.) in der Eurozone, der ISM-Service-PMI (Dez.) sowie die US-Arbeitsmarktdaten (Dez.) bekannt gegeben.

Den vollständigen Monitor mit Kurzanalysen zu den verschiedenen Anlageklassen finden Sie hier als PDF:
www.berenberg.de

»Angesichts einer schwächeren Weltkonjunktur sind wir vorsichtig«

Von Gérard Piasko

Die Finanzmärkte haben die Erwartung einer geldpolitischen Wende der US-Zentralbank überaus optimistisch eingepreist. Aufwärtsbewegungen der wichtigsten Aktienmärkte von rund 15-20 % und eine Korrektur des US-Dollars von fast 10 % zeigen dies an. Eine massive Zinswende durch die westlichen Zentralbanken erscheint jedoch verfrüht, da die Inflation weit vom Zentralbankziel von 2 % entfernt bleibt. Deutliche Zinssenkungen dürften erst nach einem globalen Konjunkturrückgang erfolgen, welcher die weiter optimistischen Gewinn-schätzungen des Marktkonsensus zuerst belasten würde. Bei sinkenden Unternehmensgewinnen durch Konjunkturrückgang wird das Umfeld aber für Aktien negativer, weshalb wir im Sinne des Bankmottos »Sicherheit vor Rendite« vorsichtig bleiben müssen.

Die globalen Konjunkturaussichten werden nach dem enormen Anstieg besonders der US-Leitzinsen negativer. Die hohen Zinsen (in den USA allein drei Zinserhöhungen um 0,75 % in sehr kurzer Zeit) wirken nicht sofort, sondern mit einer Verzögerung von 6-12 Monaten auf die Weltwirtschaft. Zudem bleibt die Kerninflation ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise noch längere Zeit weit vom Zielwert der Zentralbanken entfernt, nicht nur in den USA, sondern auch in der Eurozone. Die Aussichten für die Weltwirtschaft bleiben sehr schwierig, sogar ohne geopolitische Risiken. Diese kommen als Risikofaktor aber noch hinzu, ebenso wie die ungelöste Situation in China, der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt. Mit fast 25 % Anteil an der gesamten chinesischen Wirtschaftsaktivität ist der Immobiliensektor weiter eine sehr starke Belastung für Chinas Konjunktur und damit kann China kaum wie in früheren Jahren klare Impulse für das globale Wirtschaftswachstum geben, sondern bleibt wegen der Lieferketten ein Problem für die Weltwirtschaft.

Aktien

Die Aktienmärkte haben in den letzten Wochen mit einer satten Erholung um rund +20 % ein ideales Szenario eingepreist (englisch »priced for perfection«). Das bedeutet, die Märkte antizipieren ein nachhaltiges Zurückkommen der Inflation zu den Zielwerten der Zentralbanken, aber gleichzeitig auch ein solides Wirtschafts- und Gewinn-

wachstum. Dies erscheint aber in der gleichen Zeit kaum möglich und darum zu gut, um wahr zu sein. Sollte die Inflation in den USA und in der Eurozone auf das Zentralbankziel von 2 % fallen, dürfte dies nur bei einem massiven Wirtschaftsrückgang, wenn nicht gar einer Rezession, möglich sein. Dann aber würden die Firmengewinne einbrechen, was die Aktienmärkte kaum unbeeinflusst lassen würde.

Gérard Piasko,
Chief Investment Officer,
Maerki Baumann & Co. AG

www.maerki-baumann.ch



Gegenwärtig sind die Aktienbewertungen gemäß den wichtigen Kriterien wieder teurer. Dies gilt unter Einbezug der aktuellen Konsensgewinnschätzungen. Diese dürften aber zu hoch sein, weil zum einen sowohl das Umsatzwachstum wegen Konjunkturabschwächung überschätzt, zum anderen aber auch der Kostendruck wegen steigender Lohnkosten und zunehmender Finanzierungskosten unterschätzt wird. Die Gewinne werden zum Jahreswechsel vom Konsens der Bankanalysten sowieso immer zu hoch eingeschätzt, diesmal könnte es aber zu besonders ausgeprägten Gewinnrevisionen nach unten kommen. Dann würde die jetzt schon nicht günstige Bewertung der Aktien noch höher ausfallen. Daher ist es sinnvoll, vorsichtig und eher defensiv zu sein. Wir halten eine Übergewichtung des eher defensiv ausgerichteten Schweizer Marktes im Hinblick auf die von uns 2023 erwartete globale Konjunkturabschwächung.

Wir favorisieren den defensiv ausgerichteten Schweizer Aktienmarkt wegen der 2023 erwarteten globalen Konjunkturabschwächung.

Obligationen

Die globalen Anleihenmärkte haben zwar in den letzten Wochen auch zugelegt, aber mit rund 5 % weniger als die Aktienmärkte mit 15-20 % und sind in der Bewertung auch weniger teuer als die Aktienmärkte. Für die kommenden Wochen, ja Monate sind nicht nur die Inflationsveränderungen wichtig. Sollte die globale Konjunktur stärker einbrechen, könnten Staatsanleihen sowohl gegenüber Aktien relativ besser laufen als auch besser als die Anleihen

niedriger Kreditbonität, also solche mit »High Yield«-Rating. Bei einer Seitwärtsbewegung der Konjunktur könnten Unternehmensanleihen dank der höheren Startrendite im Gesamtertrag relativ mehr abwerfen. Wichtig wird also neben der Inflation auch die Konjunktorentwicklung, aber ebenso die Kommunikation und die Handlungen der Zentralbanken. Angesichts von bestehenden Unsicherheiten kann eine ausgewogene und an Qualität orientierte Positionierung in Betracht gezogen werden. Wir bleiben angesichts ihrer relativ ausgewogenen Rendite-Risiko-Mischung bei einer Favorisierung von Anleihen mit guter Kreditqualität beziehungsweise »Investment Grade«-Rating.

Währungen

Grundsätzlich stützen die kommenden US-Zinserhöhungen den US-Dollar. Doch bei weniger als erwarteter Aggressivität der amerikanischen Zentralbank und gegenüber den USA weitergehenden Zinserhöhungen durch die Europäische Zentralbank beziehungsweise die Schweizerische Zentralbank könnte sich die Erholung der europäischen Währungen fortsetzen. Allerdings ist die Euro-Erhölung gegenüber dem US-Dollar kurzfristig stark ausgefallen, was eine Konsolidierung erwarten lässt. Insgesamt kann für die nächsten Wochen eine neutrale Haltung eingenommen werden, da beidseitige Schwankungen angesichts sinkender Marktliquidität zum Jahresende wahrscheinlicher werden. Der Schweizer Franken sollte in den kommenden Monaten im Vergleich zu anderen Währungen weniger Volatilität zeigen.

Rohstoffe

Für Rohstoffe wird die Balance zwischen Nachfrage und Angebot in den kommenden Monaten sehr bedeutsam. Einerseits würde bei einer stärker als erwarteten Wirtschaftsabschwächung die abnehmende Nachfrage Rohstoffpreise belasten. Andererseits ist das globale Angebot bei den meisten Rohstoffen weiterhin im historischen Vergleich unterdurchschnittlich. Wir bleiben derzeit bei einer neutralen Positionierung. Für Gold, das sich gegenüber anderen Rohstoffen, vor allem dem Energiebereich, etwas weniger gut entwickelt hat, wird die Dollar-Entwicklung wichtig werden. Nicht vergessen werden darf aber, dass Gold sich 2022 klar besser gehalten hat als Aktien und Anleihen. Damit hat es seine Diversifikationsfunktion erfüllt, wenn auch etwas weniger ausgeprägt als erwartet. □

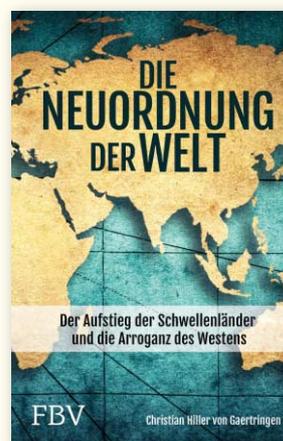
Buchvorstellung:

Die Neuordnung der Welt

Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs beruhte die Weltordnung auf einer starken Stellung der USA und ihrer Verbündeten. Der Westen strotzte nur so vor Selbstbewusstsein und versuchte, anderen Ländern seine Wertvorstellungen zu diktieren. Heute liegt es offen da: Der Rest der Welt will sich nicht länger der Ordnung fügen, wie sie der Westen in seinem patriarchalischen Großmut entworfen hat. Und so wird die Vormachtstellung der USA sowohl in militärischer als auch in wirtschaftlicher Hinsicht immer mehr infrage gestellt.

Wirtschaftsjournalist Christian Hiller von Gaertringen analysiert in seinem neuesten Buch die Entwicklungen, die auf eine tiefgreifende Veränderung der internationalen Kräfteverhältnisse hinauslaufen. Seine These: Die neue Weltordnung wird sich nicht allein um China herum herausbilden. Auch werden sich nicht China und die USA die Spitzenpositionen teilen. Es wird eine multipolare Weltordnung entstehen, die stark von den heutigen Schwellenländern geprägt sein wird.

Doch wie wird die neue Weltordnung konkret aussehen? Welche Länder werden aufsteigen, welche werden absteigen? Welche Position wollen wir in dieser neuen Welt anstreben? Und vor allem: Welche Position können wir realistischere Weise anstreben? Kenntnisreich und scharfsinnig gibt Christian Hiller von Gaertringen Antworten auf diese Fragen. Ein unverzichtbarer Beitrag zu der Debatte über die neue Weltordnung, der viele Überzeugungen ins Wanken bringen wird.



»Die Neuordnung der Welt«
Christian Hiller von Gaertringen
Hardcover, 256 Seiten
Erschienen: Dezember 2022
ISBN: 978-3-95972-648-1
www.m-vg.de

Persönliches Weltbild – eine Orientierungshilfe für Anleger

Von Thomas Portig

Viele Anleger sind nach dem außergewöhnlich schlechten Finanzmarktjahr 2022 verunsichert. Vor allem Anleger mit ausgewogenen Depots konnten die Verluste an den Aktienmärkten nicht mit Anleihen abmildern, denn beide Anlageklassen sind synchron gefallen. Eine solche Entwicklung ist in den letzten Jahrzehnten nur selten vorgekommen. Der Blick in die Vergangenheit hilft zwar, vergangene Ereignisse zu erklären, ist aber für eine Orientierung, wie ein Wertpapierdepot aktuell und für die nächsten Jahre aufgestellt sein soll, nicht hilfreich. Diese Aufgabe ist nur zu lösen mit einem Weltbild.



Thomas Portig,
Portfoliomanager,
Sand und Schott GmbH

www.sand-schott.de

Das Weltbild sollten Anleger nicht mit Prognosen verwechseln. Weder die Volkswirte der Notenbanken noch Vermögensverwalter oder gar selbst ernannte Finanzmarktexperten in den Medien können die Zukunft an den Finanzmärkten prognostizieren. Das könnte die Frage aufwerfen, für was brauche ich als Anleger dann einen Vermögensverwalter.

Ein guter Vermögensverwalter hilft seinen Mandanten, bessere Finanzentscheidungen zu fällen

Zu Anfang, aber auch im Verlauf der Zusammenarbeit sollte ein Vermögensverwalter das Risikoprofil des Anlegers mit gezielten wissenschaftlich fundierten Fragen eruieren. Denn jeder Anleger hat ein unterschiedliches Empfinden, was für ihn Risiko bei Finanzentscheidungen bedeutet. Beispiel: Ein Anleger, der bereits seit vielen Jahren die positiven und negativen Schwankungen an den Finanzmärkten erlebt hat, empfindet Risiken anders, als ein Anleger, der eventuell nur das letzte Jahr erlebt hat oder aktuell vor einer Neuanlage steht. Aber auch ein erfahrener Anleger, der vielleicht als Unternehmer den Umgang mit Risiken gewohnt ist, kann bei seinen Finanzentscheidungen sehr defensiv sein – und umgekehrt.

Wenn das Risikoprofil ermittelt ist und es eine Übereinstimmung mit der gewünschten und erwarteten Rendite besteht, dann sollte auch der Zeithorizont dazu passen. Beispiel: Soll das angelegte Vermögen zu einem bestimmten Zeitpunkt für eine Investition bereitstehen oder soll es als Altersvorsorge mit unbestimmtem längerem Zeithorizont angelegt werden? Beide Szenarien erfordern – unabhängig vom Risikoprofil des Anlegers – eine unterschiedliche Anlagestrategie.

Der Vermögensverwalter hat ein Weltbild, das die drei für die Finanzmärkte wichtigsten Bereiche umfasst:

- Wachstum
- Inflation
- Geld- und Fiskalpolitik.

Diese drei Bereiche sind die wesentlichen Einflussfaktoren für die Entwicklungen an den Finanzmärkten und bestimmen folgende drei Punkte:

- Sentiment (wie ist die Stimmung der institutionellen Anleger und der Privatanleger)
- Bewertung (sind einzelne Anlageklassen neutral, über- oder unterbewertet)
- Trends (wohin fließen die Finanzströme, was wird eher verkauft – was wird eher gesucht).

Basierend auf Thesen, die mit dem Anleger besprochen werden und die der Vermögensverwalter regelmäßig überprüft, werden die Chancen und Risiken für die Anlageklassen Aktien, Anleihen, Rohstoffe und Immobilien bestimmt und positive und negative Szenarien besprochen. Denn trotz wissenschaftlicher Vorgehensweise und langer Erfahrung kann es immer anders kommen als geplant. Tritt dieser Fall ein, dann hilft der Vermögensverwalter dem Anleger, das besprochene Szenario durchzuhalten, gegebenenfalls etwas anzupassen, und er schützt den Anleger vor emotionalen Entscheidungen (die natürlich nicht als solche empfunden werden). Empirische Studien belegen, dass viele Anleger dazu neigen, unweit von Tiefpunkten Anlagen zu verkaufen und unweit von Hochs an den Finanzmärkten dynamischer zu werden.

Ein guter Vermögensverwalter ist ein Finanzmarktexperte, aber vor allem ist er Dienstleister, eventuell auch Coach, bringt wissenschaftlich fundiertes Fachwissen und Erfahrung mit und wird im Laufe der Jahre oft ein Vertrauter und manchmal sogar ein Freund der Familie des Anlegers. >>

Das Weltbild wird im Jahr 2023 und darüber hinaus von folgenden Thesen bestimmt:

- **Wachstum-These 1:** Das Weltwirtschaftswachstum wird in den nächsten 6 bis 12 Monaten – eventuell auch länger – schwächer werden. Aber die Dynamik der Abschwächung lässt nach.
- **Inflation-These 2:** Die Inflation hat den Höhepunkt überschritten und sie wird fallen (allein schon aufgrund des Basiseffektes bei der Berechnungsweise). Jedoch wird die Inflation aus strukturellen Gründen nicht wieder auf das in den letzten Jahren bekannte Niveau zurückkommen. Der Verlauf in den USA und Europa wird zum Teil unterschiedlich sein.
- **Geld- und Fiskalpolitik-These 3:** Die US-Notenbank stellt die Inflationsbekämpfung konsequent vor die wirtschaftliche Interessenlage. Die EZB muss mehr politische Strömungen in ihre Entscheidungen einbeziehen. Dem Markt wird Liquidität entzogen, die Notenbankbilanzen schrumpfen langsam. Die Staatsverschuldungen steigen jedoch weiter.

Auswirkungen des Weltbildes auf die Vermögensstrukturierung und auf Einzelinvestments:

Anleihen: Da die Zinssteigerungsphase vermutlich noch nicht beendet ist, sollte ein Übergewicht in Höhe von ca. 75% in kurzen Laufzeiten (1 bis 3 Jahre) aufgebaut werden. Weitere ca. 25% könnten in länger laufenden Anleihen (7 bis 10 Jahre) positioniert sein, um erhöhte Zinsen zu sichern und um eventuell von Zinssenkungen in einer Rezession zu profitieren. Oft reicht schon die Annahme für eine Rezession aus, denn die Finanzmärkte sind den Entwicklungen der Wirtschaft meist ca. sechs bis neun Monate voraus. In den USA kann eine stark inverse Zinskurve beobachtet werden (Rendite 1-jährige Staatsanleihe 4,7% zu Rendite 10-jährige Staatsanleihe mit 3,5%). Damit ergibt sich eine einseitige »Barbell-Strategie« (Investition in kurze und lange Laufzeiten) zu Gunsten kurzfristiger Anleihen. Bedingt durch den vermutlich auch in Zukunft belasteten Euro sollte mindestens ein Drittel in US-Dollar angelegt werden. Alternativ auch Teile im Schweizer Franken (höchste Realrendite). Gute Bonitäten haben eindeutig Vorrang, denn die Spreads (Differenz zu Staatsanleihen) von Hochzinsanleihen steigen. Das heißt, dass bei diesen Anleihen steigende Risiken eingepreist werden.

Aktien: In Zeiten von Rezessionsangst oder bevorstehender Rezession in Verbindung mit hoher Inflation (Stagflations-

Szenario) sollte in Sektoren investiert werden, die in diesem Szenario am besten bestehen können. Für Rezession anfällige Sektoren sollten gemieden werden. Gleiches gilt für Sektoren, in denen Preissteigerungen schwer durchsetzbar sind.

- **Übergewichtung:** defensive Sektoren wie Gesundheitswesen, defensive Konsumgüter, Versorger (aktuell etwas weniger Versorger, weil staatliche Eingriffe möglich sind)
- **Moderate Gewichtung:** sensitive Sektoren wie Technologie, Industrie, Energie, Kommunikationsdienstleistungen
- **Untergewichtung:** zyklische Sektoren wie zyklische Konsumgüter, Grundstoffe, Finanzdienstleistungen und Immobilien

Qualität ist das oberste Selektionskriterium – möglichst in Verbindung mit stabilem Dividendenwachstum. Earnigs per share (EPS) wird eine wichtige Kennzahl für Qualitätsakten im Jahr 2023 sein. Aktien, die hier überdurchschnittliche Ergebnisse liefern, sollten entsprechend eine gute Wertentwicklung haben. In den USA finden wir attraktivere Aktien als in Europa. In Europa sind Frankreich, die Schweiz und Spanien eher zu bevorzugen. Großbritannien ist aktuell problembehaftet. Deutschland, Österreich und Italien sollten eher untergewichtet bleiben.

Rohstoffe/Gold: Das Edelmetall Gold hat kurzfristig in Inflationszeiten nicht das Verhalten angezeigt (und zeigt es auch aktuell in US-Dollar gerechnet nicht), was ihm zugeschrieben wird. Ein Grund könnte der angestiegene Zins sein, der »zinsloses« Gold weniger attraktiv macht. Bei länger anhaltenden Inflationszeiten hat Gold jedoch in der Vergangenheit verzögert seine Wirkung gezeigt. Der Goldanteil kann in einem diversifiziert aufgestellten Wertpapierdepot 5% bis maximal 10% betragen.

Immobilien: Eine Investition in börsennotierte Immobiliengesellschaften ist in Anbetracht der noch steigenden Zinsen derzeit nicht sinnvoll. Investitionen in nichtbörsennotierte Immobilienfonds sind nur mit eingeschränkter Liquidität möglich und somit kein liquides Investment. Der Immobilienmarkt kommt unter Druck, denn die Nachfrage nach Hypothekendarlehen ist stark eingebrochen. Daraus lässt sich ableiten, dass die Immobilienpreise in nächster Zeit vermutlich weiter fallen werden.

Nachhaltigkeit: Nachhaltigkeit (ESG – Environmental Social Governance – zu Deutsch: Umwelt, Soziales und Unterneh-

mensführung) und SRI (Socially Responsible Investment – frei übersetzt: »nachhaltiges und gesellschaftlich verantwortungsbewusstes ethisches Investieren«) sollten heute Teil der Selektionskriterien für Wertpapierdepots sein. Tiefer gehende Impact-Investments, die zum Beispiel auf das Pariser Klimaabkommen abzielen, bergen hingegen Bewertungs- und Liquiditätsrisiken und sind meist wenig diversifiziert und deshalb keine Empfehlung.

Ausblick

Positiv für die Weltwirtschaft ist die Entwicklung der Frachtraten. Der Global Container Freight Index (FBX) war in den letzten Jahren im Schnitt bei ca. USD 1.500. Das Allzeithoch erreichte der Index mit USD 10.996 am 17.09.2021. Mit Schwankungen fällt der Index wieder und notiert aktuell bei ca. USD 2.168. Das ist eine sehr positive Entwicklung zum Thema Lieferkettenprobleme, über die wenig berich-

tet wird. Auch das Jahr 2023 wird vermutlich von größeren Schwankungen geprägt werden, aber die Chancen für eine positive Wertentwicklung sind hoch. Mit Aktien investieren Anleger in produktives Kapital, denn Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft führt langfristig zu Wachstum. Wird die Aktienselektion auf Qualitätsaktien fokussiert, dann profitieren Anleger von der Preissetzungsmacht, den geringen Verschuldungen und den sicheren Geschäftsmodellen dieser Unternehmen. Anleihen können erstmals seit der Finanzkrise 2007/2008 wieder ihre Funktion erfüllen und bieten eine planbare und positive Rendite. Der Mechanismus, die Schwankungen der Aktien zu reduzieren, sollte wieder erfüllt werden.

Mit einem guten Vermögensverwalter an Ihrer Seite und mit der beschriebenen Anlagestrategie können Anleger zuversichtlich in das Jahr 2023 blicken. □

Sechs Lehren aus 2022

1. Inflation schadet allen Assetklassen

Portfolios, die vernünftig diversifiziert zu sein schienen, waren es plötzlich nicht mehr, und auch bei vermeintlich »sicheren« Staatsanleihen zeigte sich ein vergleichbares Bild. Cash erwies sich als einziger echter »Diversifikator«, wenngleich eine zweistellige Inflation dennoch einen Kaufkraftverlust bedeutet.

2. Die Zentralbanken gehen keine Risiken ein, um ihre Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung wiederherzustellen

Die massiven fiskalischen und geldpolitischen Anreize als Reaktion auf die Coronapandemie waren im Nachhinein betrachtet eindeutig ein politischer Fehler.

3. Die Volkswirtschaften passen sich erstaunlich gut an

Die europäischen Volkswirtschaften haben sich schneller als erwartet an die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs angepasst – sowohl die deutsche Industrieproduktion als auch das reale BIP konnten im Laufe des Jahres geringfügig steigen, obwohl die Gasimporte hierzulande um 30 % zurückgingen.

4. Wo man sich befindet, hat einen Einfluss auf die Entwicklung der Kapitalmärkte

Britische und japanische Anleger verzeichneten dank der Outperformance ihrer lokalen Aktienmärkte begrenzte Portfolioverluste. In Europa haben Aktien im Gegensatz zu

den USA und China deutlich besser abgeschnitten als Staatsanleihen.

5. China ist ein Sonderfall

Chinesische Anlagen müssen getrennt von Schwellenländern und entwickelten Märkten betrachtet werden. Angesichts des wachsenden Gewichts und der Bedeutung Chinas an den globalen Märkten und seiner häufig divergierenden makroökonomischen Politik sind die Aktien und Anleihen des Landes zu groß, um sie zu ignorieren, bergen aber auch einzigartige Risiken. Die chinesische Besonderheit macht das Land jedoch nicht uninteressant: Seit Präsident Xi die Grenzen des Landes geöffnet hat, steigen die chinesischen Aktien stark.

6. Jeder Bärenmarkt zeigt neue Wege auf, Geld zu verlieren

Da die Liquiditätsflut, die in den letzten zehn Jahren weltweit in die Märkte gepumpt wurde, allmählich abzufließen beginnt, beginnen die Anleger, den Unterschied zwischen Qualitätsanlagen und spekulativen Anlagen zu erkennen. Bei einigen Vermögenswerten ist es schwer, den zugrunde liegenden Wert zu erkennen, wie z. B. beim Bitcoin, der während der Pandemie um das 10-Fache anstieg, nur um später zusammenzubrechen, oder auch bei Nicht-fungiblen Tokens (NFTs).

[>> Zur Originalpublikation von Luca Paolini, Chefstrategie von Pictet Asset Management \(Englisch\)](#)

Die Legende des hohen Marktanteils von passivem Investieren

Von Dr. Gerd Kommer und Praval Kapoor

Indexfonds wurden vor 52 Jahren erfunden, ETFs – eine Variante von Indexfonds – vor 31 Jahren. Seitdem stehen die passiven Fonds in der Kritik. In den letzten Jahren hat die Lautstärke dieser Kritik zugenommen und erreicht inzwischen manchmal ein bizarr schrilles Volumen. Das zeigen die folgenden fünf Zitate aus Veröffentlichungen von Indexing-Kritikern:

► *»Warum passives Investieren schlimmer ist als Marxismus«* – Titel eines Research-Memos des amerikanischen Aktienhändlers Sanford Bernstein im August 2016

► *»The love of index funds is terrible for our economy«* – Überschrift eines Artikels auf dem US-Finanzportal MarketWatch vom 10.12.2018

► *»Passives Investieren ist ein riesiges Macht- und damit auch Kartellproblem, das die Marktwirtschaft, vielleicht sogar die Demokratie bedrohen kann«* – Bert Flossbach, Chef des größten bankunabhängigen Vermögensverwalters in Deutschland, Flossbach von Storch, in einem Interview im Februar 2018

► *»On a societal basis, indexing is potentially disastrous«* – Michael Green, Portfoliomanager beim amerikanischen Vermögensverwalter Simplify Asset Management in einem Interview im Juli 2021

► *»I believe Passive Investing is the most massive misallocation of capital in the history of mankind«* – Cathie Wood, amerikanische (Technologie-)Fonds-Managerin in einem Interview im März 2022

Mit den 18 gängigsten Anti-Indexing- (oder Anti-ETF)-Argumenten haben wir uns schon in einem Beitrag im August 2017 beschäftigt (siehe Literaturliste unten). Wie der damalige Beitrag zeigt, lässt sich die meiste Indexing-Kritik mit ein bisschen Sachlogik, mit historischen Daten oder mit Belegen aus Untersuchungen von unabhängigen Wissenschaftlern oder Aufsichtsbehörden leicht widerlegen.

Im vorliegenden Beitrag wollen wir auf ein einzelnes aus diesen 18 Anti-Indexfonds-Argumenten näher eingehen – auf dasjenige, das hinter den oben aufgeführten »heftigen« Zitaten steckt. Seine Widerlegung braucht etwas mehr Platz als die der anderen 17 Argumente. In unseren Worten zusammengefasst lautet dieses Anti-Indexing-Argument ungefähr so: Indexfonds (darunter ETFs) haben mittlerweile einen Marktanteil von [40%]. Weil der Anteil passiven Investierens so hoch ist, schwächt er zunehmend die Preisfindungsfunktion (engl. Price Discovery Mechanism) des Kapitalmarktes und untergräbt dadurch den Beitrag der Börsen zur volkswirtschaftlichen Kapitalallokationsfunktion. Die oben in eckige Klammern gesetzte Prozentzahl für den Passiv-Marktanteil schwankt je nach Medienartikel und Kritiker. Sie bewegt sich typischerweise in einer Bandbreite von 20 bis 50 Prozent. Schon diese Uneinheitlichkeit deutet darauf hin, dass die Berechnung des Marktanteils von »Passiv« offenbar gar nicht so einfach oder so eindeutig ist. Wir werden im Folgenden zeigen, dass die besagten Prozentwerte dramatisch überzogen sind. Tatsächlich bewegt sich der globale Marktanteil passiven Investierens eher in einer Größenordnung von drei bis fünf Prozent, vielleicht sogar unter zwei Prozent – und das 50 Jahre nach der Erfindung des ersten Indexfonds im Jahr 1971. Im Rest dieses Artikels leiten wir her, wie die falschen »20 bis 50 Prozent« zustande kommen, die im Kontext der angeblichen »ETF-Blase« oder »Indexing Bubble« immer wieder genannt werden, und warum die Größenordnung »unter fünf Prozent« wahrscheinlich näher an der Wahrheit liegt.

Wie ist »Passiv investieren« überhaupt definiert?
Zunächst noch eine begriffliche Klärung, die für das Verständnis des nachfolgenden Datenmaterials essenziell ist: »Passiv investieren« – um dessen globalen Marktanteil es hier ja geht – ist definiert als »Investieren mit breit diversifizierten Indexfonds (ETFs oder klassischen, nicht börsenhandelten Indexfonds) auf Buy-and-Hold-Basis«. Wichtig in dieser Definition ist die Buy-and-Hold-Bedingung. Die bloße Nutzung von Indexfonds für Anlagezwecke ohne Buy-and-Hold stellt kein passives, sondern aktives Investieren dar. Geschätzt dürfte mehr als die Hälfte der rund 10 Billionen (10.000 Milliarden) US-Dollar, die per Ende 2021 weltweit in ETFs investiert waren, insbesondere von institutionellen Anlegern aktiv eingesetzt werden. Die Mehrheit dieser Anleger spekuliert darauf, erwartete Renditeunterschiede von Assetklassen im Zeitablauf erfolgreich ausnutzen zu können, praktiziert also Market Timing. Man kann somit auch bei Nutzung eines passiven Vehikels aktiv investieren. Außerdem repräsentiert ein beträchtlicher Teil der weltweit rund 8.000 ETFs bereits konstruktionsbedingt aktives Investieren. Zu diesen ETFs gehören Themen-ETFs, inverse ETFs, Leveraged ETFs, Single-Stock-ETFs, active ETFs (darunter die Fonds der oben erwähnten Cathie Wood) und das volumenmäßig bedeutsame ETF-Segment Factor-Investing-ETFs (im Branchenjargon auch »Smart Beta« genannt).

Auf dem ETF-Portal justETF.com waren Ende Dezember 2022 in Summe 2.227 ETFs gelistet. 64% (1.430) davon fielen in die so definierte Kategorie »aktive ETFs«. (Diese »aktiven« ETFs haben jedoch tendenziell kleinere Anlagevolumina als wirklich passive, »klassische« ETFs.)

Der tatsächliche Marktanteil von »Passivem Investieren«

Bevor wir zur Herleitung des wirklichen weltweiten Marktanteils für passives Investieren kommen, noch der Hinweis, dass in den deutschsprachigen Medien zu diesem Aspekt beinahe ausnahmslos Zahlen für den »US-Investmentfonds-Markt« genannt werden. Mit »US-Investmentfonds« sind »Publikumsfonds« gemeint, also Fonds, die aufsichtsrechtlich ohne nennenswerte Einschränkungen an normale Privatanleger vermarktet werden dürfen. In den USA wird dieser Fondstypus als »Mutual Funds« bezeichnet, in Deutschland wahlweise als Publikumsfonds, »offene Investmentfonds« oder »UCITS-Fonds«. Letzteres ist der aufsichtsrechtlich prä-

zise Begriff. Der globale Fachbegriff für diese Fondskategorie lautet »Regulated Open Ended Funds« (ROEFs). Zu ihnen gehören Mutual Funds und ETFs in den USA, in Europa sogenannte »UCITS-Fonds«, inklusive ETFs. Indexfonds sind fast immer ROEFs. Keine Publikumsfonds sind hingegen Hedgefonds, Private-Equity-Fonds, US Pension Funds, Sovereign Wealth Funds und viele andere Typen institutioneller Fonds, die in Summe das Anlagevolumen des globalen Publikumsfondsmarktes übersteigen. Hier entscheidend ist, dass in diesen Nicht-Publikumsfondstypen der Passiv-Anteil entweder Null ist (z. B. bei Hedgefonds oder Private-Equity-Fonds) oder jedenfalls viel niedriger als bei Publikumsfonds ist.

Kommen wir nun zur wesentlichen Statistik. (Wer die Angaben in der folgenden Tabelle voll und ganz nachvollziehen möchte, wird nicht umhinkommen, die Tabellenfußnoten sorgfältig zu lesen. Wen nur die grundsätzliche Logik der Tabelle interessiert, kann sich die Fußnoten ersparen.)

Tabelle: Zusammensetzung und Volumen des globalen Investmentmarktes und der geschätzte globale Marktanteil passiven Investierens, Stand Ende 2021

	Anlageform / Asset-Klasse	Billionen USD [1]	Anteil der Asset-Klasse am globalen Vermögen	Anteil passiver Investment-Vehikel in der Asset-Klasse [2]	Davon Anteil echtes Passiv Investieren an passiven Inv.-Vehikeln [3]	Echter Anteil je Asset-Klasse von Passiv-Investieren [4]
A	Börsennotiertes Eigenkapital (Aktienmarkt)	\$ 124	17%	21%	75%	15%
B	Nicht-börsennotiertes Eigenkapital (z. B. Beteiligungen an GmbHs)	\$ 162	22%	0	0	0
C	Börsennotiertes Fremdkapital (Anleihenmarkt)	\$ 127	17%	11%	75%	8%
D	Nicht-börsennotiertes Fremdkapital (Kredite an private HH, Unternehmen und Staaten)	\$ 131	17%	0	0	0
E	Wohnimmobilieninvestments, soweit nicht enthalten in A, B, C oder D	\$ 155	21%	0	0	0
F	Cash, soweit nicht enthalten in C oder D	\$ 40	5%	0	0	0
G	Edelmetalle, soweit nicht enthalten in A, B, C, oder D	\$ 11	1,4%	0	0	0
H	Kryptowährungen, soweit nicht enthalten in A, B, C oder D	\$ 1	0,1%	0	0	0
	TOTAL	\$ 751	100%			

► Alle Zahlen gerundet. ► [1] Zahlenangaben in deutschen Billionen. Eine dt. Billion (1.000 Milliarden) entspricht einer angelsächsischen Trillion, nicht zu verwechseln mit einer angelsächsischen Billion (dt. Milliarde). ► [2] Daten aus dem dem ICI Factbook 2022 (siehe weiter unten). ► [3] Diese Zahlen sind Schätzungen der Gerd Kommer GmbH; siehe hierzu auch die Ausführungen im laufenden Text weiter oben. ► [4] Die Zahlen in dieser Spalte sind das Ergebnis der Multiplikation der Zahlen in den beiden Spalten links daneben. ► Quellen für die zugrundeliegenden Rohdaten: SIFMA 2022 Capital Markets Fact Book (July 2022), ICI Investment Company Fact Book 2022, Savills plc (Immobilien), verschiedene Aufsätze des IWF (IMF) und der BIS Basel. Die Market-Cap-Zahlen für Edelmetalle und Kryptowährungen stammen aus anderen leicht zugänglichen Quellen. ► Nicht enthalten in dieser Tabelle sind die Asset-Klassen Sammlerobjekte (z. B. Kunst) sowie der Wert der öffentlichen Infrastruktur im Eigentum des Staates, soweit sie nicht C oder D enthalten sind.

Ermittelt man das Summenprodukt aus den beiden Spalten »Anteil am globalen Vermögen« und »Echter Passiv-Investieren-Anteil«, resultiert ein globaler Marktanteil für passives Investieren über alle Assetklassen hinweg von 4,0%. Dieser Wert liegt weit unterhalb den immer wieder von Indexing-Kritikern angeführten und in den Medien und im Internet verbreiteten Größenordnungen von 20 bis 50 Prozent.

Was sind die technischen Gründe für die übertriebenen Marktanteilszahlen, denen wir ständig begegnen?

► Es wird falsch unterstellt, dass Zahlen für den US-Investmentmarkt repräsentativ seien für den Rest der Welt. Der Marktanteil passiver Fonds außerhalb der USA ist jedoch weit geringer. Genaue Daten existieren für die »Welt ex Nordamerika« jedoch nicht.

► Es wird direkt oder indirekt falsch unterstellt, dass sogenannte »Publikumsfonds« (innerhalb derer Indexprodukte einen vergleichsweise großen Anteil haben) den größten Teil des globalen Assetmarktes ausmachen. In Wirklichkeit repräsentieren sie volumenmäßig weltweit jedoch weniger als ein Drittel aller Anlagekanäle.

► Es wird falsch unterstellt, dass »in einen Indexfonds investieren« gleichbedeutend sei mit »passiv investieren«. Wie oben beschrieben, sind viele ETF-Anleger aktive Investoren, weil sie Market Timing betreiben und/oder weil sie in aktive ETFs investieren.

► Es wird ignoriert, dass die globalen Investmentmärkte (wie in der Tabelle aufgeführt) in hohem Maße integriert sind. (In der Realwirtschaft – der Herstellung von und dem Handel mit Gütern und Dienstleistungen – nennt man diese Intergration Globalisierung.) Die globalen Investmentmärkte sind länderübergreifend innerhalb der einzelnen Assetklassen integriert und natürlich auch zwischen den Assetklassen, also über sie hinweg. Wenn ein Anleger die von ihm erwartete Rendite seines bisherigen MSCI World-ETF-Investments für unattraktiv hält, dann kann er in jede andere Assetklasse, die ihm in diesem Moment attraktiver erscheint, wechseln: Immobilien, Rohstoffe, Anleihen, Krypto oder was auch immer. Aktien konkurrieren nicht nur mit Aktien, sondern mit allen Alternativen. Vor diesem Hintergrund kommt es sinnbefreiter Zahlenhuberei gleich, den Marktanteil von passivem Investieren isoliert für kleine, künstlich definierte Inseln aus einem Land und einem Finanzprodukt innerhalb des weltweiten Investmentmarktes zu kalkulieren, beispielsweise für die künstliche Insel »US-Publikums-Aktienfonds«. Ein einfaches Beispiel zur Illustration: Im Jahr 2021 betrug der Anteil von Publikums-

fonds am gesamten US-Aktienmarkt 32%. Darin machten aktive Fonds 64% und Indexfonds 36% aus. 68% des US-Aktienmarktes bestand also nicht aus Publikumsfonds. In diesem Nicht-Publikumsfondsteil ist der Indexing-Anteil deutlich niedriger als im Publikumsfondsteil. Was heißt deutlich niedriger? Niemand weiß es genau, weil diese Zahlen nicht existieren. Was wir aber wissen, ist, dass es für eine bestimmte Aktie keine Rolle spielt, ob sie von einem US-Aktienfonds, einem deutschen Mischfonds, einem australischen Privatanleger oder einem britischen Hedgefonds gekauft wird – sie alle operieren und konkurrieren im gleichen global integrierten Markt. Weil sie das tun, macht seine Berechnung des Passiv-Anteils nur auf globaler Ebene und nur assetklassenübergreifend Sinn. Aber selbst unsere oben ermittelte 4%-Marktanteilsschätzung für den globalen Investmentmarkt ist vermutlich noch zu hoch. Warum das der Fall ist, wird aus der folgenden Überlegung deutlich.

Die Kritik am angeblich hohen Marktanteil von Passive Investing basiert auf der These, dass durch passives Investieren die Preisfindungsfunktion (Price Discovery Mechanism) des Kapitalmarktes beeinträchtigt und deswegen die Kapitalallokationsfunktion des Marktes geschwächt wird. (In diesem Sinne hat ein Markt die volkswirtschaftliche Funktion, knappes Kapital dorthin zu lenken, wo sein ökonomischer Nutzen am höchsten ist, also suboptimale Investitionen und Verschwendung zu reduzieren.)

Einen Beitrag zur Price Discovery in einem bestimmten Markt und zu einem bestimmten Zeitpunkt leistet jedoch nur derjenige Investor, der kauft oder verkauft (also handelt, tradet). Das bloße Halten eines Investments (Assets) trägt rein gar nichts zur Preisfindung im jeweiligen Assetmarkt bei, weil während des bloßen Haltens eines Assets keine Preissignale (im Ökonomenjargon »Knappheitssignale«) gesendet werden. Das gilt für jeden Assetmarkt: für Aktien, Anleihen, Immobilien, Rohstoffe, Derivate, Edelmetalle, Devisen, Kryptowährungen, Sammlerobjekte etc.

Beispiel: Wer im Jahr 1990 in Köln eine Wohnimmobilie kaufte und sie im Jahr 2022 wieder verkaufte, hat nur genau zweimal zur Preisfindung im Kölner Immobilienmarkt beigetragen: 1990, danach 32 Jahre lang nicht mehr und dann noch einmal 2022. Weil das bloße Halten von Assets keinerlei Price-Discovery-Wirkung hat, sind auch die Marktanteile von passiven Anlagevehikeln (oder passiv Investie-

ren im Allgemeinen) beim Asset-Volumen für eine Diskussion über die Preisfindung und Kapitalallokation im Markt wenig relevant.

Es stellt sich nun die Frage, wie groß das Handelsvolumen (in Abgrenzung um Anlagevolumen) passiver Anlagevehikel in Relation zum gesamten Handelsvolumen ist. Anders formuliert: Wie hoch ist der Marktanteil passiver Anlagevehikel beim Trading?

Die Zahl der Trades in den globalen Kapitalmärkten dürfte seit dem Zweiten Weltkrieg in den allermeisten Jahren zugenommen haben. Das hat drei Hauptursachen: (a) das Wachstum der Weltwirtschaft, (b) anknüpfend an das Wachstum dieser Realwirtschaft die parallele Expansion der Kapitalmärkte sowie (c) technischer Fortschritt (Traden wird für jeden einfacher und wird aufgrund sinkender Trading-Kosten immer günstiger).

Weil Indexfonds ihre Holdings konstruktionsbedingt sehr wenig traden, ist ihr Anteil an allen Trades global mikroskopisch gering und könnte in den letzten 30 Jahren – mit der Entstehung von Day Trading und High Frequency Trading in der Welt des aktiven Anlegens – sogar noch gefallen sein. Wir schätzen den Marktanteil von Indexfonds am globalen Trading-Volumen auf deutlich unter zwei Prozent.

Die Wissenschaft über die angeblichen Beeinträchtigungen der Price Discovery durch passives Investieren

Nachdem wir nun eine realistischere Vorstellung zum echten Marktanteil passiven Investierens haben, bleibt noch die Frage, was die Wissenschaft zur vermeintlichen Beeinträchtigung der Price-Discovery-Funktion durch passives Investieren zu sagen hat. Erfreulicherweise existieren dazu zahlreiche seriöse, datenbasierte Untersuchungen unabhängiger Wissenschaftler oder Aufsichtsbehörden. Soweit wir diese Literatur überblicken, kommt sie zu einem Gesamtergebnis, das man ungefähr so zusammenfassen könnte: »Ein ernsthaftes oder eindeutiges Risiko aus dem in den letzten 30 Jahren allmählich steigenden Marktanteil von Indexfonds haben unsere Analysen nicht zutage gefördert, aber ganz ausschließen, dass eines Tages eines entstehen wird, das kann man natürlich nicht«.

Dieses summarische Resultat sollte schon allein deswegen niemanden überraschen, weil der Marktanteil passiven Investierens 51 Jahre nach Erfindung von Indexfonds gemessen

am Anlagevolumen klein und gemessen an Trades winzig ist.

Exemplarisch nennen wir am Ende dieses Artikels einige aktuelle Aufsätze von Wissenschaftlern und Aufsichtsbehörden. Sie sind für diejenigen Leser gedacht, die die akademische Diskussion zu dem hier behandelten Sachverhalt selbst nachvollziehen wollen.

Fazit:

Die in den traditionellen Medien und am Internet-Stammtisch oftmals geradezu hysterisch vorgetragene Kritik am angeblich bereits zu hohen oder bald zu hohen Marktanteil von passiv Investieren braucht man bis auf Weiteres nicht ernst zu nehmen.

Diese Kritik kommt zu 90% von interessenkonfliktbehafteten Vertretern der traditionellen Finanzbranche, wie Cathie Wood, Bert Flossbach, Dirk Müller und anderen – siehe die Zitate am Beginn dieses Textes. Hinter der Kritik stehen nicht objektiv recherchierte Fakten, sondern Neid auf den wachsenden Erfolg der preisgünstigeren Konkurrenz Indexfonds & ETFs. Dieser Erfolg schmälert natürlich die Gebühreneinnahmen der traditionell arbeitenden Finanzdienstleister.

Finanzjournalisten und Internetblogger plappern diese schrille Panikmache gerne nach, weil man damit Auflage und hohe Klickraten generieren kann.

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, wenn der Passiv-Marktanteil durch unbelegte Behauptungen, rhetorische Tricks, schräge Sachlogik und die Verwendung nicht repräsentativer Zahlen nach oben übertrieben wird.

Wirklich exakt und endgültig lässt sich der echte globale Marktanteil von passiv Investieren nicht quantifizieren, weil das Datenmaterial für die Regionen außerhalb der USA das nicht hergibt. Wir können aber trotzdem mit recht hoher Gewissheit davon ausgehen, dass der echte Passiv-Marktanteil global derzeit unter fünf Prozent liegt.

Sollte dieser Marktanteil von seinem heute niedrigen Niveau eines Tages auf 80 Prozent oder mehr gestiegen sein, dann kann sich jeder passive Anleger vor dem Hintergrund der dann vorliegenden Fakten immer noch überlegen, ob er von diesem Punkt an ins aktive Lager wechseln möchte.

Wir nehmen an, dass diese Schwelle in den kommenden 25 Jahren nicht erreicht werden wird.

Im Übrigen hat es die traditionelle Finanzbranche selbst in der Hand, die zunehmende Popularität passiven Investie-

rens zu bremsen oder umzukehren. Sie müsste dafür nur ihre hohen Gebühren senken, ihre chronische Unter-Performance verbessern und nicht mehr immer neue Skandale zu ihrer seit 25 Jahren andauernden Pleiten-und-Pannen-Serie hinzufügen. www.gerd-kommer-invest.de

Literatur:

- Anadu, Kenechukwu u.a. (2020): »The Shift from Active to Passive Investing: Potential Risks to Financial Stability?«; Federal Reserve Board; Washington, DC; June 2022; Internet-Fundstelle: <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/the-shift-from-active-to-passive-investing-potential-risks-to-financial-stability.htm>
- Bundesbank (ohne Autor) (2018): »Die wachsende Bedeutung von Exchange-Traded Funds an den Finanzmärkten«; Deutsche Bundesbank; Monatsbericht Oktober 2018; S. 83-105
- Brogaard, Jonathan u.a. (2022): »What moves stock prices? The role of news, noise, and information«; In: The Review of Financial Studies; Volume 35; Issue 9; September 2022; pp. 4341-4386
- Coles, Jeffrey u.a. (2022): »On index investing«; In: Journal of Financial Economics; Volume 145, Issue 3; September 2022; pp. 665-683
- Easley, David u.a. (2021): »The Active World of Passive Investing«; In: European Finance Review; August 2021; Vol. 25; No. 5; pp. 1433-1471
- Ganti, Anu/Craig Lazzara (2022): »Shooting the Messenger«; S&P Dow Jones Indices; Research; 22.11.2022; Internet-Fundstelle: <https://www.spglobal.com/spdji/en/research/article/shooting-the-messenger>
- Kommer, Gerd (2017): »Die absurde Dämonisierung von ETFs«; Blog-Beitrag; Internet-Fundstelle: <https://gerd-kommer.de/daemonisierung-von-etfs>
- Marta, Thomas/Fabrice Riva (2022): »Do ETFs increase the comovements of their underlying assets? Evidence from a switch in ETF replication technique«; Working Paper; 27 Oct 2022; Internet-Fundstelle: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4079302
- Pagano, Marco u.a. (2019): »Can ETFs contribute to systemic risk?«; ESRB European Systemic Risk Board – Reports of the Advisory Scientific Committee; No 9; June 2019; Internet-Fundstelle: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/esrb.asc190617_9_canetfscontributesystemicrisk-983ea11870.en.pdf
- Sushko, Vladyslav/Grant Turner (2018): »The implications of passive investing for securities markets«; Bank for International Settlements; BIS Quarterly Review, 2018; Internet-Fundstelle: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803j.htm

Hoch bewertete Aktien, Chancen bei Renten USA und Europa im Fokus

Bereits Ende des alten Jahres hatten die Zinsen zu fallen begonnen – mit positiven Auswirkungen auf die Rentenkurse, sagt Günter Heigl, Vorsitzender des Anlagegremiums der klassischen Vermögensverwaltung der Fürst Fugger Privatbank: »Der größte Schmerz auf der Rentenseite dürfte hinter uns liegen. Das Schöne ist, unser Geld hat wieder einen Preis!« Renten seien daher auch für Privatanleger wieder zu einer echten Anlagealternative geworden. Vor allem gelte dies für kurze Laufzeiten, wie Günter Heigl erläutert: »In den USA gibt es derzeit 4,6/4,7 % für einjährige Staatsanleihen. Angesichts der verhaltenen Konjunkturaussichten bieten sich hier auf kurze Sicht die besseren Chancen als in Aktien.« Es sei zu erwarten, dass durch die schrumpfende Wirtschaft die Gewinne der Unternehmen unter Druck gerieten. Diese Erwartung treffe auf einen nach wie vor hoch bewerteten, vermutlich sogar zu hoch bewerteten Aktienmarkt, warnt Heigl: »Den Optimismus der Analysten kann ich auf kurze Sicht nicht teilen. Im DAX wurden die Aussichten nur bei einer Handvoll Titel um mehr als 10 % korrigiert.« Er erwarte stattdessen ein erstes Vierteljahr, das durchaus problematisch werden könnte, vor allem dann, wenn es zu einem »Sell Out« bei den Privatanlegern über ETFs käme. Würden daraus Abflüsse einsetzen, könnte dies den Markt nach unten ziehen. Dies sei für Günter Heigl jedoch kein Szenario für das gesamte Jahr: »Es kann in den ersten drei Monaten an den Aktienmärkten noch einmal richtig wehtun, doch danach bieten sich wunderbare Chancen, einen Aufschwung mitzunehmen. Die Aktie ist und bleibt

für zukunftsorientierte Anleger nun mal die beste Anlageform.« Dabei würden die US-Aktien eine wesentliche Rolle spielen. Grund sei die erfolgreiche America-First-Industriepolitik Donald Trumps, die nun ganz unaufgeregt von Joe Biden fortgeführt würde.

Auf globaler Ebene betrachte er China mit einem lachenden und einem weinenden Auge. Der Immobilienmarkt werde in den nächsten Jahren an Bedeutung verlieren. »China wird nicht mehr so viele Rohstoffe verbrauchen, da einfach nicht mehr so viel gebaut wird«, sagt Heigl. Generell entwickle sich die chinesische Wirtschaft von »low end«-Industrie hin zu »high end«-Produktion, also von Nudeln und Keksen hin zu Technologie, Gesundheit oder Tourismus. Chinesische Unternehmen, die von inländischen Investitionen profitierten, seien unterbewertet und böten daher Chancen. Die unkalkulierbaren politischen Risiken blieben jedoch.

Beim Euro erwarte er zur Jahresmitte die Parität mit dem Dollar und gegen Ende des Jahres einen Kurs von 0,95 US-Dollar. »Die EZB wird keine großen Akzente setzen können. Das liegt zu einem großen Teil an ihrem sehr begrenzten Handlungsspielraum. Der Euro kann nicht nur ein Export-Booster sein und darf auf keinen Fall durch eine anhaltende Schwäche zum Wohlstandsvernichter der Bürger Europas werden«, mahnt Günter Heigl. Bleibe der Ausblick auf Gold: 2021 habe gezeigt, dass Kryptowährungen wie Bitcoin kein wirksamer Inflationsschutz seien. Günter Heigl hat daher eine klare Meinung zum Gold: »Die Zentralbanken haben begonnen, Gold zu kaufen. Wir erwarten zum Jahresende ein neues Allzeit-Hoch von 2.200 US-Dollar pro Feinunze.« www.fuggerbank.de



Bestseller in Gold: Das sind die Edelmetall-Evergreens des Jahres 2023

Viele Edelmetall-Anleger nutzen die freien Tage rund um den Jahreswechsel, um ihr Investment-Portfolio auf Vordermann zu bringen. Auch bei pro aurum haben viele Kunden in den vergangenen Tagen eine Bestandsaufnahme ihrer Münzen und Barren gemacht und machen ihr Depot fit für das Jahr 2023. Auffällig ist: Zu Beginn des neuen Jahres setzen die Kunden von pro aurum auf Sicherheit und Stabilität und kaufen deshalb vor allem Standardprodukte. Sie gehen keine Experimente ein und bleiben ihren Lieblingsprodukten treu.

Unter den Bestsellern der vergangenen Wochen sind viele alte Bekannte, die sich einer konstant hohen Beliebtheit erfreuen. Ganz vorne mit dabei ist der Krügerrand aus Südafrika. Die Anlagemünze hat sich zu einem Klassiker entwickelt, denn sie hat im Jahr 1967 das moderne Edelmetall-Investment begründet. Seit über 50 Jahren ist die Rand Refinery aus Südafrika ihrem Erfolgsrezept treu geblieben und hat den Krügerrand in gleichbleibender Gestaltung jedes Jahr aufs Neue veröffentlicht. Zu sehen sind auf der Münze der frühere südafrikanische Präsident Paul Kruger sowie der Springbock, der als Südafrikas Nationaltier weltbekannt ist.

Der schärfste Konkurrent des Krügerrand kommt aus Kanada: Dicht gefolgt auf der Hitliste der meistverkauften Edelmetalle der Anlagemünzen bei pro aurum ist der Maple Leaf aus Kanada. Die Royal Canadian Mint hat, anders als ihre Mitbewerber aus Südafrika, die Gestaltung ihrer Anlagemünzen seit der Erstausgabe im Jahr 1979 mehrfach angepasst und dem Ahornblatt gleich mehrere zusätzliche Sicherheitsmerkmale verpasst. So sind im Hintergrund der Münze beispielsweise feinste radiale Linien platziert worden und eine Mikro-Laser-Gravur sorgt dafür, dass der Maple Leaf von Fälschern nicht authentisch und

detailgetreu nachgeahmt werden kann. Anleger hierzulande schätzen diesen hohen Sicherheitsstandard in Verbindung mit der extrem hohen Reinheit von »vier mal neun«, also 999,9/1000 Stücken Gold.

Neben diesen beiden Goldmünzen, die speziell zu Anlagezwecken geprägt werden, hat es auch ein Goldbarren in die »Top Drei« der meistverkauften Edelmetallprodukte bei pro aurum geschafft. Der 100-Gramm-Barren aus dem Hause »Heraeus« ist seit vielen Jahren fester Bestandteil der meisten Edelmetall-Portfolios. Denn bei dieser Gewichtseinheit erhalten Anleger ein Preis-Leistungs-Verhältnis, das seinesgleichen sucht. Der Preis pro Gramm ist unschlagbar gut und dazu erhalten Anleger mit dem Barren ein Investment-Produkt, das ähnlich wie der Maple Leaf aus Kanada ein hohes Maß an Fälschungssicherheit bietet. Denn echte Umicore-Barren sind standardmäßig in einer stabilen Hartplastik-Verpackung, einem sogenannten »Blister«, eingefasst. Außerdem weisen sie eine Seriennummer auf, die mit einer Lasergravur und zu Prüfwzwecken auch auf der Liste aufgeführt ist.

Für Südafrika gibt es übrigens einen Grund zum Feiern: Erstmals ist ein zweites Gold-Produkt der Rand Refinery in der Top Ten der beliebtesten Gold-Produkte zu finden: Die neue Münzserie »Big Five« wird seit 2022 durch die South African Mint in Zusammenarbeit mit der Rand Refinery ausgegeben. Beginnend mit dem Elefanten im Jahr 2022, folgen Löwe, Nashorn, Leopard und Büffel. Die Big-Five-Serie ist allen Investoren, die auch Sammlermünzen kaufen, nicht gänzlich unbekannt, denn diese wurden von der South African Mint in den vergangenen Jahren bereits als numismatische Produkte ausgegeben. Die neuen Goldmünzen mit den Big-Five-Motiven werden nun im klassischen Investment-Standard geprägt, also aus 24-karätigem Gold. Sie gelten als gesetzliches Zahlungsmittel und tragen einen Nennwert in südafrikanischen Rand. Die Auflage ist nicht limitiert.

www.proaurum.de

Wie viel positive Überraschung steckt im neuen Börsenjahr 2023?

Von Robert Halver, Baader Bank AG

Die Börsenprognosen für das nächste Jahr sprühen alles andere als vor Optimismus. »Schwarz« scheint die neue Modefarbe der Analysten zu sein. Wir leben zwar in keiner fröhlich bunten Welt und die uns umgebenden Krisen werden sich nicht schnell in Wohlgefallen auflösen. Aber mit Scheuklappen jeden hellen Lichtblick zu ignorieren oder das Schicksalsjahr 2022 eins zu eins auf 2023 zu übertragen, ist auch falsch. Ein großer Pluspunkt für die Börsen 2023 ist die geringe Erwartungshaltung der Anleger.

Die Vertreibung aus dem Zins-Paradies?

2022 haben Fed und EZB den Anlegern einen üblen Zinskater beschert. Immerhin, dieser Kater bzw. diese Katze ist jetzt aus dem Sack. Der Zins-Teufel ist groß und unverkennbar an die Börsen-Wand gemalt. Aber wie teuflisch wird es denn für Aktien?

Die Inflation fällt, schmilzt sozusagen wie Schnee im Frühjahr. Frühjahr ist ein gutes Stichwort. Im I. Quartal 2023 nähert sich die US-Notenbank ihrem Leitzinsgipfel. Denn mit jeder weiteren Zinsdosis wird der schuldenverliebte Amerikaner wirtschaftlich immer kranker.

Und die EZB? Aus dem Taubenschlag wird kein wirklicher Falkenhorst. Denn aus ihrer Rolle als Taube, sprich Kümmerer und Bewahrer Europas kommt sie grundsätzlich nicht heraus. Ihre Strategie dazu lautet: Der Weg ist das Ziel. Mit dem Verweis auf verbesserte Inflationstrends erhält sie Befreiheit, ihre Absolution für Sünden-Staaten fortzusetzen. Den Preis dafür zahlen auch 2023 die Sparer, die von ihren nominal höheren Zinsen nach Inflation nichts übrig behalten.

Allerdings, auf den ersten Blick scheint die Bank of Japan (BoJ) nicht mehr der letzte Mohikaner unter den Zentralbanken zu sein, der an üppigster Geldpolitik festhält. Zukünftig sollen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen nicht mehr nur wie bisher zwischen minus 0,25 Prozent und 0,25 Prozent, sondern in der Spannweite von minus 0,5 Prozent bis 0,5 Prozent schwanken. Jetzt scheint der Markt Angst zu haben, dass dies der Beginn einer leidenschaftlichen Straffung der japanischen Zins- und Liquiditätszügel ist.

Käme es so, wären davon nicht nur die Finanzmärkte in Japan (Urbi), sondern auch der Weltkreis (Orbi) negativ betroffen. Denn das Land der aufgehenden Sonne war unzählige Jahre der Kredittempel der Welt. Über sog. Yen-Carry-Trades wurden ganze Meere an Liquidität kreditzins- und währungsbillig in Japan aufgenommen und in höher rentierliche ausländische Anleihen und Aktien angelegt.



Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de

Und tatsächlich, wertete der japanische Yen zukünftig zins-erhöhungsbedingt deutlich auf, würden nicht nur japanische Großanleger ihre gewaltigen Auslandsinvestitionen nach Hause holen, um ihre Auslandsgewinne zu sichern bzw. -verluste zu vermeiden. Ebenso wären internationale Investoren wieselflink dabei, ihre zu teuer werdenden Gegenfinanzierungen glattzustellen, indem sie die damit getätigten weltweiten Investments in Anleihen, Aktien und Immobilien abwerfen wie Sandsäcke aus einem sinkenden Heißluftballon.

Das Leiden für Technologietitel könnte sich über steigende Kapitalkosten noch verschlimmern, was zu einer weiter sinkenden Nachfrage nach Hardware, Software und Halbleitern führte.

Wird aus dem japanischen Regengebiet wieder die Wüste?

Aber wie heftig wird die Austrocknung des japanischen Finanz-Eldorados? Ohne Frage lässt sich die hohe japanische Inflation selbst bei erheblichem Genuss von Sake nicht mehr leugnen. Eine gewisse geldpolitische Straffung, die auch über einen stabileren Yen die importierte Rohstoff-Inflation mildert, ist durchaus gerechtfertigt.

Allerdings ist eine konsequente Kehrtwende nicht zu erwarten. Anleger, hört die Signale: Die BoJ selbst spricht davon, dass sich die Inflation 2023 verlangsamen werde. Und von einer Abschaffung der Zinskurvenkontrolle kann keine Rede sein. Die BoJ hat beschlossen, die Anleihekäufe im I. Quartal 2023 sogar um gut 20 Prozent zu erhöhen und will vorerst am Leitzins von minus 0,1 Prozent festhalten.

Überhaupt, der Zug für die BoJ, eine wirklich stabilitätspolitische Geldpolitik zu betreiben, ist abgefahren. Japan hat längst den point of no return erreicht. Das Land ist derart verschuldet, dass südeuropäische Staatshaushalte im Vergleich Horte der Stabilität sind. Massive japanische Zinserhöhungen und Liquiditätsabzüge wären Harakiri für die Schuldentragfähigkeit. Die Tatsache, dass mehr als die Hälfte aller japanischen Staatspapiere im Besitz der BoJ ist, spricht Bände. Wenn so insgesamt die Vertreibung aus dem (Zins-)Paradies aussieht, hätte Adam nicht nur in den Apfel gebissen, er hätte alle Äpfel aus dem Obstkorb verzehrt.

Wie warm müssen wir uns 2023 konjunkturell anziehen?

Ganz sicher wird es kein Wirtschaftswunder-Jahr. Aber der dickste Rezessions-Pullover im Schrank ist auch nicht nötig. Denn ifo Geschäftserwartungen lügen nicht. Nach tiefem Fall steigt die Zuversicht von Unternehmen mit Schwerpunkt Industrie und Export wieder erkennbar an. Sie freuen sich, dass exogene Schocks wie knappe Rohstoffe und Lieferengpässe an Brisanz verlieren. So können sie den hohen Auftragsbestand immer besser abarbeiten und – ganz wichtig – endlich Rechnungen schreiben. Und was wäre erst, wenn das Weltwirtschafts-relevante China seine Covid-

Türen so konsequent öffnet wie ein Kind seinen Adventskalender kurz vor Weihnachten? Das Vertrauen in chinesische bzw. asiatische Aktien würde sich revitalisieren. Vor allem exportsensitive und konjunkturzyklische Aktien aus Deutschland wären entzückt. Und wenn die Weltwirtschaft doch in ein tieferes globales Loch fällt, weil z.B. in China die Corona-Infektionen explodieren? Dann würden die Aktienmärkte ihre Lebensversicherung in Anspruch nehmen. Die Rohstoffpreise würden fallen und die Inflation wäre vorbei. Und würde die US-Konjunktur über Gebühr nachgeben, wäre dies der geldpolitische Game Changer: Die von Fed-Präsident Powell immer wieder zitierte Datenabhängigkeit würde aus der Notwendigkeit, die monetären Bedingungen restriktiv zu halten, zügig die Notwendigkeit machen, Liquidität wieder zinsgünstig bereitzustellen, um eine knallharte Wirtschaftslandung zu verhindern.

Zunächst bleibt wohl das Vertrauen in Aktien verhalten. Aber weil die Erwartungshaltung gering ist, erwachsen bei immer mehr positiven Nachrichten auch immer mehr gute Kurschancen. Schwarze Schwäne können 2023 zwar nicht ausgeschlossen werden. Aber wir Anleger sollten nicht den Fehler machen, die weißen zu ignorieren. □

ANZEIGE

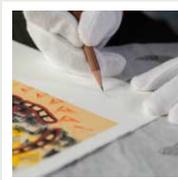


Là ci darem la mano, 2021

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

Kapitalmarkt 2023: Neues Spiel, neues Glück!

Von Robert Halver, Baader Bank AG

2022 war das Glück den Kapitalmärkten wenig hold. Inflation, Zinsen, Konjunktur, China und Ukraine-Krieg bescherten eine lange Verlustserie. 2023 werden diese Einflussfaktoren erneut an den Börsen gespielt. Mit zu erwartenden positiven Entwicklungen wird jedoch die Pechsträhne enden.

Die Kernfrage an den Börsen lautet:

Geht die Inflation nachhaltig zurück?

Heftige Preissteigerungen sind für Aktien immer unangenehm, da Notenbanken mit geldpolitischer Knute reagieren, was Zins- gegenüber Aktienanlagen aufwertet. Allerdings geht es preislich mittlerweile überall runter: Benzin, industrielle Vorprodukte, Logistik, Gebrauchtwagen oder Eigenheime. Auch Arbeitskosten in den USA sind keine Einbahnstraße mehr nach oben.

Also, quo vadis, Inflation? Zur Beantwortung fällt der Blick auf die Zeit nach der Ölkrise 1973. So wie damals ist auch jetzt eine Halbierung der Verbraucherpreise drin, da Energie früher wie heute – vor allem Gas – der wichtigste Inflationstreiber war und ist. Das bremst auch die Zweitrundeneffekte über Lohn-Preis-Spiralen.

Zupfen sich die Notenbanken ihre Falkenfedern wieder aus?

Die internationale Geldpolitik hat die Lektion gelernt, Inflation nicht zu unterschätzen. Daher werden sie vorerst falkenhaft sprechen. Aus Glaubwürdigkeitsgründen würde dies jeder von uns tun. Und dennoch ist Mitte 2023 Schluss mit Zinserhöhungen der Fed und EZB, die dann bei ca. 5,25 bzw. 3,25 Prozent liegen werden. Ohnehin kommt der EZB ein wiedererstarkter Euro entgegen, der die importierte Rohstoffinflation zusätzlich abbremst.

Auch die japanische Notenbank stellt keine geldpolitische Bedrohung dar. Sicherlich haben ihre vermeintlichen Stabilitätsanfälle zu internationalen Liquiditätsängsten geführt, da sie seit vielen Jahren eine bedeutende Geldschleuder für die Welt ist. Da wirklich restriktive Maßnahmen aber für Japan selbst einem Harakiri gleichkämen, ist mit einer echten geldpolitischen Wende nicht zu rechnen. Bei einer so laufend geringer werdenden Zinserhöhungsangst wird die Freude an den Aktienbörsen nicht

ausbleiben, selbst wenn die US-Leitzinsen erst Ende 2023 gesenkt werden dürften.

(Gewinn-)Rezessionsängste schwinden

Für die Aktieneinschätzung ist neben der Zinsfrage die fundamentale wichtig. Im ersten Halbjahr ist zunächst mit einem schwachen Wirtschaftsverlauf zu rechnen, dem im zweiten jedoch eine Erholung folgt.

Die größte Unbekannte der Weltkonjunktur ist China. Tatsächlich führt ein BIP-Wachstum im Land der Mitte um ein Prozent zu einem weltweiten BIP-Anstieg um 0,3 Prozent und umgekehrt. Von besonderer Bedeutung ist der Immobilienmarkt, auf den fast 30 Prozent der chinesischen Wirtschaftsleistung, ca. 40 Prozent aller Bankkredite und etwa 70 Prozent der privaten Vermögen entfallen. Die bisherigen Covid-Restriktionen der KP in Peking haben hier leider »ganze Arbeit« geleistet: Der Bausektor samt Häuslebauer liegt am Boden. Im Gegensatz zu 2015, als Chinas Binnenkonjunktur rund wie im Sushi Circle lief, haben Chinesen aktuell eher Angstsparen als Immobilienerwerb im Kopf.

In puncto Wirtschaftswiederöffnung war Peking lange Zeit die Braut, die sich nicht traut. Jetzt, da endlich aufgemacht wurde, erkrankten unzählige Chinesen an Corona. Anscheinend setzt die KP auf eine exponentielle Infektionslage, so dass China zügig durchimmunisiert wird. Bei Erfolg wird China wieder zum Turbo der Weltwirtschaft, der für (deutsche) Exportindustrien Weihnachten und Ostern auf einen Tag fallen lässt. Angesammelte Aufträge können endlich abgefertigt werden und Rechnungen geschrieben werden. Es ist ja wie beim Tanztee. Wenn der Herr die Dame oder bei Damenwahl die Dame den Herrn auffordert, ist man lange noch nicht verheiratet.

Tatsächlich legen die Konjunkturerwartungen gemäß Sentix für Schwellenländer, die Eurozone und Deutschland eine klar positive Trendwende nahe (Siehe Grafik nächste Seite). Die wieder frohere Konjunktur-Botschaft überbringt auch der Welt-Frühzykliker Caterpillar, der zuletzt ein neues Allzeithoch erreichte. Weniger positiv sind die Prognosen für Amerika. Aber auch deswegen wird die Fed zinspolitisch bald beidrehen, um den konjunkturellen Overkill zu verhindern. Vor diesem Konjunkturbegrund ist nach einem vorübergehenden, nicht gewaltigen Gewinnrückgang mit einer allmählich Aktien-freundlichen Stabilisierung zu rechnen. Ohnehin bläht die Inflation Umsätze und

Gewinne nominell beträchtlich auf. Das mag zwar nur fauler Zauber sein. Dennoch wirkt er auf die Psychologie der Anleger wegen ihrer schwachen Erwartungshaltung wie Salbe auf eine Wunde.



Gespaltenes Börsenjahr: Erst mehr pfui, dann mehr hui

Im ersten Halbjahr 2023 wird es noch zu Frustphasen kommen, da die Geldpolitik noch nicht liefert und die Konjunktur zunächst April-wetterhaft verläuft. Da sich aber im zweiten Halbjahr die Wogen zunehmend glätten, sollte diese Zeit als Investitionsphase betrachtet werden.

Am Anfang der Erholungsphase werden Blue Chips der großen Aktienindices bevorzugt. Denn wie bei einer früheren Waschmittel-Werbung gilt die Maxime: »Da weiß man, was man hat«. Das gilt ebenso für exportorientierte DAX-Titel, die sich aufgrund ihrer Weltgeltung von einer deutschen Wirtschaftspolitik emanzipieren können.

Denn leider hat diese oft eine ähnliche Wirkung wie Saft und Limonade auf einen Junggesellenabschied. Über alles wird viel Moralsoße gegossen. Man fragt sich, warum Vater Staat, der in puncto Steuerbelastung schon Weltspitze ist und Rekordsteuern vereinnahmt, keine wettbewerbsfähigen Standortbedingungen schaffen kann. Wie gelingt das der Schweiz mit deutlich weniger Steuerstaat. Es ist zu ver-

muten, dass Deutschland auch mit 200 Mrd. Euro mehr Steuereinnahmen nicht über die Runden kommt. Der Staat ist ein verfressener Nimmersatt. Und leider zeigt die Finanz-Geschichte ohne Ausnahme immer eines. Immer mehr Staat ist nicht die Lösung des Problems, immer mehr Staat ist das Problem.

Auch Tech-Werte kommen wieder, wenn auch etwas später. Bei ihnen beweist sich die alte Börsenweisheit, dass jüngsten Kursentwicklungen eine zu hohe Bedeutung für die Zukunft beigemessen werden. Und so klebt das Schicksalsjahr 2022 an Technologietiteln wie Kaugummi am Schuh. Hier muss dringend Lösemittel her. Denn da sich die Welt innovativ und virtuell immer weiterdreht, geht an Technologieunternehmen grundsätzlich kein Weg vorbei wie an Hesen, wenn man von Norden in den Süden oder umgekehrt will. »Burggraben«-Titel, die mit robustem Eigenkapital ausgestattet sind, daher weniger teures Fremdkapital brauchen und so insgesamt auch weniger Risiko bergen, sind jetzt schon kaufenswert.

Und noch eine Hoffnung, vielleicht eine Vision zum Schluss. Ja, es ist noch kein Ende im Ukraine-Krieg in Sicht. Doch wird sich Putin längst eingestanden haben, dass dieser Krieg nicht zu gewinnen ist. Sollte es – durch welchen glücklichen Umstand auch immer – zumindest zu einem eingefrorenen Konflikt, einem nachhaltigen Waffenstillstand kommen, könnte dies für die Aktienmärkte speziell in Europa aufgrund der geographischen Nähe eine ähnlich positive Entwicklung haben wie das Ende des Vietnam-Kriegs für die US-Börse.

Und da Börsen gerne in die Zukunft schauen, gilt wie im Casino: Mesdames et Messieurs, Faites Vos Jeux, Ihre Einsätze bitte, machen Sie Ihre Börsen-Spiele. Am besten in den Jahresanfangsmonaten, bevor die Kurse zu hoch sind und es heißt: Rien Ne Va Plus, nichts geht mehr. □

ANZEIGE



INDIVIDUELL GRAVIERBARE ANHÄNGER

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

www.annavonbergmann.de



Bankhaus Seeliger expandiert: neuer Standort in Hamburg

Das Bankhaus Seeliger wird erstmals in seiner über 225-jährigen Unternehmensgeschichte eine Repräsentanz außerhalb seines Stammgebietes Wolfenbüttel eröffnen. Niedersachsens größte Privatbank startet zum 1. Juli in Hamburg.

»Wir tragen mit unserer geografischen Expansion der steigenden Nachfrage nach individuellen Private-Banking-Dienstleistungen Rechnung«, so die persönlich haftenden Gesellschafter Friedrich-Carl Heidebroek und Christoph Schmitz. Neben sehr flexiblen und individuellen Finanzierungslösungen für Industrie, Mittelstand und Privatpersonen werden in Hamburg in erster Linie Vermögensverwaltung und -beratung angeboten. Für den Standort konnte mit Stefan Ludwig zum 1. Juli ein Leiter gewonnen werden, der in den letzten Jahren in verantwortlicher Position für bekannte deutsche Privatbanken tätig war. »Wir freuen uns, mit Stefan Ludwig ein bekanntes Gesicht am Hamburger

Bankenplatz und einen erfahrenen Kundenmann für uns gewonnen zu haben«, so Schmitz.

»Durch unseren unternehmerischen Hintergrund als inhabergeführte Bank mit einem privaten Gesellschafterkreis verstehen wir nicht nur ganz genau, welche Themen unsere Kunden bewegen – wir handeln auch danach. Daher war es nur folgerichtig, dass wir mit der immer größer werdenden Nachfrage nach unseren Dienstleistungen auch näher zu unseren Kunden kommen«, so Cosimo v. Dungern, der als Generalbevollmächtigter und Mitglied der erweiterten Geschäftsleitung für den Standort Hamburg zuständig ist.

Das Bankhaus C. L. Seeliger blickt auf eine über 225-jährige Tradition zurück und ist die älteste und größte inhabergeführte Privatbank in Niedersachsen. Mit rund 80 Mitarbeitern widmet sich das Institut in erster Linie der Vermögensanlage und Finanzierung für Privatkunden, Familienverbände, Landwirte, Stiftungen und mittelständische Unternehmen in Norddeutschland. □

Berenberg Märkte-Monitor – großer Verlierer US-Dollar von Chefanlagestrategie Prof. Dr. Bernd Meyer

Seit Jahresstart legten nahezu alle Anlageklassen zu, getrieben durch fallende Anleiherenditen, weniger Inflationssorgen, China-Optimismus, das Ausbleiben einer Gasknappheit in Europa und neuen Risikobudgets für Investoren. Verstärkt wurden die Bewegungen noch von systematischen Strategien, die aufgrund eines besseren Momentums und einer fallenden Volatilität Aktien nachfragten. Die Märkte könnten kurzfristig weiter überschießen, da viele Strategien nach wie vor unterinvestiert sind und entsprechend in den Markt hineingedrängt werden könnten. Der große Verlierer war der US-Dollar, der auf breiter Front nachgegeben hat. Allerdings ist die Positionierung gerade gegenüber dem Euro schon sehr pessimistisch, sodass das Abwertungsmomentum zumindest kurzfristig abnehmen dürfte. Mittelfristig denken wir, dass die Marktteilnehmer weniger auf Inflations-, sondern wieder mehr auf Wachstumswahlen schauen werden. Angesichts einer drohenden US-Rezession dürfte somit die Volatilität im Laufe des Jahres wieder ansteigen.

Kurzfristiger Ausblick

Die Q4-Berichtssaison wird die nächsten Wochen die Märkte beschäftigen. Bis Mitte Februar werden rund 80 % der S&P 500 Unternehmen nach Marktkapitalisierung berichten. Der S&P 500 dürfte im vierten Quartal den ersten Gewinnrückgang im Jahresvergleich seit 2020 sehen und die Gewinn-Margen dürften sinken. Die Unternehmensgewinne beim Stoxx 600 dürften hingegen im Jahresvergleich steigen. Am 18. Januar findet zudem die Sitzung der Bank of Japan statt. Am Dienstag werden die Industrieproduktionsdaten (Dez.) und das Q4-Wirtschaftswachstum für China sowie der deutsche ZEW-Index (Jan.) und der US Empire State Index (Jan.) veröffentlicht. Die britischen Inflationsdaten (Dez.) sowie die Einzelhandelsumsätze (Dez.), die Erzeugerpreise (Dez.) und die Industrieproduktionsdaten (Dez.) folgen am Mittwoch. Am Donnerstag werden das EZB-Sitzungsprotokoll (Dez.), die US-Wohnungsbaudaten (Dez.) und der Philadelphia Fed Index (Jan.) publiziert.

***Den vollständigen Monitor mit Kurzanalysen zu den verschiedenen Anlageklassen finden Sie hier als PDF:
www.berenberg.de***

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 hinauschießen. 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.