

Vor der Krise, in der Krise oder nach der Krise?

Warum das letztendlich keine Rolle spielt, wenn man eine Handvoll Regeln beachtet, erläutert Dirk Eberhardinger von der GLOGGER & PARTNER Vermögensverwaltung.

In diesem Jahr habe ich mein 30-jähriges Aktienjubiläum und ehrlicherweise muss ich trotzdem eines vorneweg zugeben: Gelegentlich stehen auch mir die Schweißperlen auf der Stirn, wenn ich sehe, welche Achterbahnfahrten die Aktienkurse mancher Firmen hinlegen.

Allerdings bin ich, mit wenigen Ausnahmen (eine davon war beispielsweise die Bayer AG bis zur Übernahme von Monsanto), immer gut mit ihnen gefahren.

In diesen drei Jahrzehnten ging es an den Börsen mit einer gewissen Regelmäßigkeit auf und ab. Und natürlich gab es auch in dieser Zeit einige Krisen – die eine größer, die andere kleiner.

Die erste Börsenkrise, an die ich mich erinnern kann und die ich noch von der Seitenlinie verfolgen durfte, war die Japankrise. Getrieben durch niedrige Zinsen stieg der japanische Aktien- und Immobilienmarkt bis zum Ende der achtziger Jahre in schwindelerregende Höhen. Absurd hohe Aktien- und Immobilienbewertungen waren die Folge, die aber – wie bei der Tulpenmanie – zu einem schlechten Ende geführt hat.

Exkurs Tulpenmanie

Wir erinnern uns kurz an die Urmutter aller Krisen: Bei der sogenannten Tulpenblase in den Niederlanden Mitte der 30er Jahre des 17. Jahrhunderts waren Tulpenzwiebeln, für die sich zuvor nur eine überschaubare Personenzahl ernsthaft interessierte, das Objekt der Begierde. Das Ende ist vielen bekannt, irgendwann platzte die Blase. Unsummen wurden vernichtet und der niederländischen Wirtschaft ein hoher Schaden zugeführt.

Ähnlich verlief es letztendlich auch in Japan. Die Mondpreise, die für Unternehmen und Immobilien aufgerufen wurden, waren, als die Zinsen gestiegen sind, irgendwann nicht mehr zu rechtfertigen und so folgte eine in Japan bis dato nie gesehene Verkaufswelle, welche hohe Verluste für

Unsere Beilage **ELITE REPORT extra**
»Ausgezeichnete Vermögensverwalter –
Portraits aus dem Elite Report 2023«
erscheint im Handelsblatt am 12. Mai 2023,
Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung F.A.S.
am 14. Mai 2023, und
beigeheftet in der WirtschaftsWoche am 26. Mai 2023,
sowie in den ePaper-Ausgaben von Handelsblatt und WiWo.



Vermögenswirksame Intelligenz gesucht
Minus, viel Minus oder Vermögensverhalt 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



Spezialisierungslehrgang

Zertifizierter Family Officer

Ihr Können
kann sich sehen
lassen.

ZERTIFIZIERTER
FAMILY OFFICER
FVF

www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/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



ANZEIGE

japanische Aktien und Immobilien mit sich führte. Teilweise haben sich die Preise bis heute nicht mehr erholen können. Wer seinerzeit also alles auf das eine Pferd Japan gesetzt hat, wurde bitter enttäuscht.

Meine erste wirklich live erlebte Börsenkrise war das Platzen der Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende. Auch hier das klassische Muster. Das Objekt der Begierde war jetzt der sogenannte »Neue Markt«. Unternehmen, die noch nie einen einzigen Cent Gewinn erzielt haben, wurden zu sagenhaften Preisen gehandelt. Börsengänge, welche aufgrund der hohen Nachfrage mehrfach überzeichnet waren, waren quasi an der Tagesordnung. Dabei wussten viele Anleger oft noch nicht einmal, welchen Geschäftszweck diese Unternehmen verfolgten. Schon vor der ersten offiziellen Börsennotierung wurden Firmen am »grauen Markt« meist deutlich höher gehandelt, als die festgesetzte Zeichnungsspanne vorsah. Es herrschte Wild-West-Stimmung. Wer nicht mitmachen wollte oder Bedenken äußerte, hatte keine Ahnung. Der ein oder andere Anleger dachte sich wohl, er müsse nie wieder arbeiten und finanzierte das Ganze noch mit einem Lombardkredit. Der gesunde Menschenverstand

war wieder einmal ausgeschaltet und es kam auch hier, wie es kommen musste. Im März 2000 war das Spiel zu Ende. Unzählige Unternehmen der New Economy konnten die Erwartungen der Anleger nicht mehr erfüllen. Die Preise gingen in den Keller und kreditfinanzierte Aktienengagements mussten verkauft werden, weil die Banken sie als Sicherheit hinterlegt hatten. Die Abwärtsspirale war in Gang gekommen. Die Preise gingen immer weiter nach unten. Es folgten Insolvenzen und Investoren verloren ein weiteres Mal sehr viel Geld.

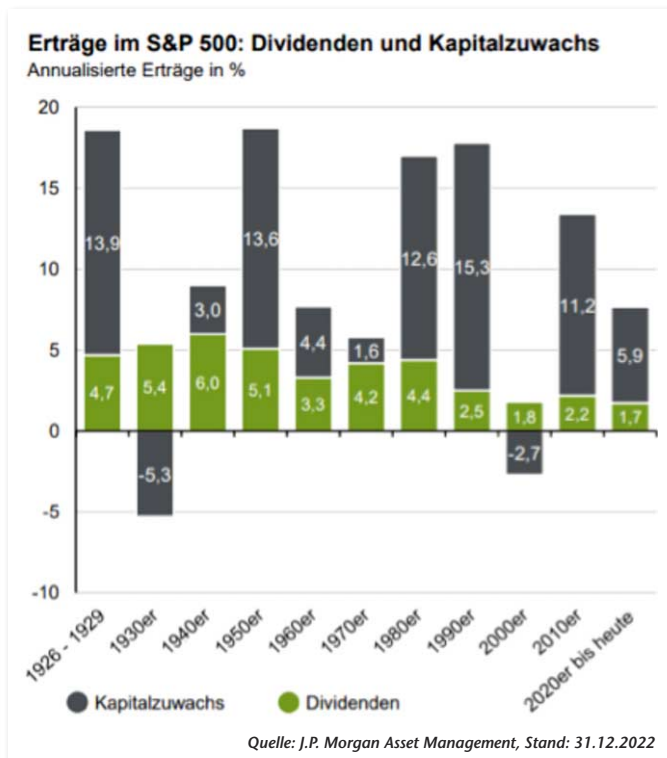
Wie sieht es heute aus?

Gefühlt gibt mittlerweile eine Krise der nächsten die Klinke in die Hand bzw. teilweise überlappt die eine die andere sogar. Die Coronakrise war gerade so überstanden, da folgte der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine. Es kam zur Knappheit an Gas- und Ölmärkten, was die Preise explodieren ließ (Energiekrise), was wiederum zu einer hohen Inflation und drastisch steigenden Zinsen führte (Inflationskrise). Nebenbei droht neues Ungemach bei den Banken. Nachdem die Silicon Valley Bank und andere kleinere Banken in den USA mit hohen Mittelabflüssen zu kämpfen hat-

ten und die einst renommierte Credit Suisse sozusagen im letzten Moment vor dem Zusammenbruch von der UBS aufgefangen wurde, stellt sich schon wieder die Frage, ob die nächste Bankenkrise noch vor der Tür steht, ob wir schon mittendrin sind oder ob sie sogar schon überstanden ist.

Was bedeutet all dies für den Anleger?

Der Weg mit Aktien ist oft steinig, steil und vor allem lang. Wer ihn aber durchhält, wird mit Erträgen belohnt, die es sonst in keiner anderen Anlageklasse gibt. Hierzu beispielsweise die Daten für den US-Aktienmarkt der letzten 100 Jahre:




*Dirk Eberhardinger,
Senior Portfolio Manager,
GLOGGER & PARTNER
Vermögensverwaltung
www.vermogensverwaltung-europa.com*

Für ein erfolgreiches Aktieninvestment müssen deshalb im Prinzip nur eine Handvoll Dinge beachtet werden:


- 1) Gesunden Menschenverstand einschalten
- 2) Kapital auf möglichst viele solvente Unternehmen aufteilen (optimal max. 3% in eine Aktie) und Profitabilität regelmäßig überprüfen
- 3) Eingeschlagene Strategie durchhalten, auch wenn es nach unten geht und es schmerzt (i.d.R. kommen erst die Schmerzen und dann die Rendite, also das Geld)
- 4) Nicht gierig, aber auch nicht ängstlich sein
- 5) Nicht dem Herdentrieb verfallen

Mein Fazit aus drei Jahrzehnten Aktienerfahrung:

Krisen kommen und gehen – es ist so, seit hundert Jahren. Sie gehören zur Geschichte der Menschheit. Die Fußballer würden sagen: »Nach dem Spiel ist vor dem Spiel.« Ich sage: »Nach der Krise ist vor der Krise.« Und wenn es auch noch so abgedroschen klingen mag – in jeder Krise steckt auch eine neue Chance. Für Anleger bedeutet dies: In jeder Krise gibt es sehr gute Firmen zu wieder sehr interessanten Preisen. In diesem Sinne nutzen Sie die Chancen, bleiben Sie gelassen und lassen Sie sich wegen Kursbewegungen keine Schweißperlen auf die Stirn treiben.



EXA Energie
Für Firmen gemacht



»Optimieren Sie mit uns Ihre Strom- und Gas-Beschaffung«
www.exa-energie.de

ANZEIGE



*Heinz Mayer,
Generalbevollmächtigter
Private Banking/
Vermögensmanagement
Schelhammer Capital Bank AG*

Pessimismus trifft auf unerwartet positive Wirtschaftsdaten

Heinz Mayer und Namik Ustamujic von der Schelhammer Capital Bank AG stellen den 1. Quartalsbericht 2023 vor.

Das abgelaufene erste Quartal 2023 lässt sich unserer Ansicht nach am besten vonseiten der Anlegerstimmung beschreiben. Ein von uns sehr geschätztes Analysehaus beschreibt es sehr gut mit einem Sentiment-Cycle – einem Kreislauf der Stimmungslage der Anleger.

Um es gut veranschaulichen zu können, ein kurzer Exkurs in das vergangene Jahr 2022: Der Einmarsch Russlands in die Ukraine, Europa steht vor dem Erfrieren, wir haben kein Gas, um die Heizungen zu betreiben. Es folgen panische Verkäufe auf dem Aktienmarkt. Man will meinen, die Anleger haben genug gelitten, doch darauf nahm die Inflation keine Rücksicht und blieb hartnäckig, was weitere Zinserhöhungen der Notenbanken zur Folge hatte. Zinsen? Ein für viele Anleger unbekanntes bzw. in Vergessenheit geratenes Terrain. Die Renditen schossen in die Höhe, der Bondmarkt verlor daraufhin den Boden unter den Füßen. Zyklische Aktien und Werte mit tendenziell höherem Kurs-Gewinn-Verhältnis litten besonders. Die Berichterstattung war sehr negativ. Kurzum, der Markt fand sich in der Phase der Panik und des Pessimismus wieder. Gerade auch deswegen hatten die Märkte einen guten Start in das neue Jahr, denn bessere Wirtschaftsdaten als erwartet und eine rückläufige Inflation trafen auf pessimistische Anleger.

Der Sand im Getriebe lässt keine Rallye zu

Nach dem »Ceremonial Start« – in der Autorallye vor jedem Rallyestart üblich – zum Jahreswechsel legten die Börsen los. Auslöser der starken Entwicklung zu Jahresbeginn waren rückläufige Inflationsdaten sowie eine robustere Wirtschaft. Gerade zyklische und zinssensitive Titel konnten profitieren. Der NASDAQ 100 konnte beispiels-



*Namik Ustamujic,
Portfoliomanager Private Banking/
Vermögensmanagement
Schelhammer Capital Bank AG*

weise mit einem Plus von über 19% gut zwei Drittel seines Verlustes aus dem Vorjahr (-29%) wieder wettmachen – gemessen in Euro, versteht sich. Der MSCI World Cyclical Sectors legte im Laufe des Quartals zwischenzeitlich um über 12% zu, ehe sich im Februar die Stimmung der Anleger wieder eintrübte. Denn die robuste Wirtschaft und die hartnäckige Preissteigerung ließen den Ton der Notenbanken wieder schärfer werden. Steigende Renditen wirkten wie Sand im Getriebe und brachten den Motor der Finanzmärkte ins Stocken. Der Schock um den Ausfall zweier regionaler amerikanischer Banken und die Beinahe-Pleite der Credit Suisse Mitte März ließen die Realrenditen und auch die Aktienmärkte kurzfristig wieder einbrechen. Diese Unsicherheit der Marktteilnehmer lässt sich im Sentiment-Cycle gut mit der Phase der Mutlosigkeit beschreiben. Die Anleger wissen nicht, in welche Richtung, und sie hängen den Notenbankern förmlich an den Lippen.

Den Mut finden, um in dieser Phase zu säen

Bevor es im Stimmungskreislauf zur nächsten Etappe kommt, der Rückkehr des Vertrauens, bleibt der bestimmende Faktor für das Finanzmarktgeschehen die erwartete Zentralbankpolitik. Solange das Bild dieser Unsicherheit nicht klarer wird, hält das Hin und Her auf den Märkten an. Turbulente Zeiten haben etwas Gutes: Sie bieten gute Erde, um zu säen und die zukünftige Ernte zu verbessern. Inmitten von Warnungen sowie Rezessionsorgen nicht hektisch zu agieren und mit ruhiger Hand Opportunitäten der »neuen alten« Normalität zu nutzen, hat sich stets bewährt.

Wir blicken nach vorne:

Willkommen zurück in der Normalität!

Rascher als von den meisten Anlegern gedacht, ist der Zins wieder zurückgekehrt. Auf den Finanzmärkten atmen Versicherer, Pensionskassen und natürlich die Sparer deutlich hörbar auf und hoffen auf eine weitere Normalisierung des Zinsniveaus. Da die Investorengemeinschaft davon ausgeht,

dass auch die exorbitant hohen Inflationsraten im weiteren Jahresverlauf deutlich sinken werden, scheint es nunmehr wieder Sinn zu machen, das Ersparte zumindest teilweise auf Festgeldkonten oder in Anleihen zu parken. Im Vergleich zu den letzten von Nullzinsen geprägten Jahren ergibt sich somit eine deutliche Entspannung.

Ist es also angebracht, die eigene Vermögensallokation zu überdenken und aus Ertrags- und Risikosicht wieder verstärkt auf Zinspapiere zu setzen?

Unbestreitbar ist es von großer Bedeutung, den Sparer für den laufenden Kaufkraftverlust durch adäquate Zinszahlungen zu entschädigen. Die bisherige Erfahrung und relevante Studien belegen jedoch, dass es schon seit jeher Teil unserer »Normalität« war, dass mit Zinserträgen allein der Kaufkraftverlust längerfristig kaum abzusichern war – schon gar nicht nach Steuern.

Es bleibt der Fantasie des geschätzten Lesers überlassen, wie lange der Weg zu adäquaten Zinsen in einem Umfeld konsequenter Schuldenmacherei durchgehalten werden kann. Rasch werden alte und noch kommende Notsituationen es opportun erscheinen lassen, die Geldzügel wieder zu lockern, und man wird wieder stärker auf jene achten, die Schulden haben und machen, als auf diejenigen, die sie finanzieren sollen.

Das Sparkonto macht wieder mehr Freude als zuletzt, für den ertragsorientierten Anleger bleibt es jedoch auch künftig von Vorteil, sein Vermögen in Sachwerte zu investieren. Es gilt also weiterhin: Gold ist besser als Geld, hochwertige Immobilien sind über die Zeit besser als Gold. Aber der größte Ertrag ist mit Unternehmensbeteiligungen zu erzielen, die wichtige Grundparameter erfüllen.

Diese Auswahlkriterien lauten:

- Eine geringe Zyklizität des Geschäftsfeldes, um anhaltendes Wachstum zu ermöglichen.
- Eine solide Bilanz bei geringer Verschuldung, die ein Unternehmen auch in Zeiten steigender Zinsen nicht unter Druck setzt.
- Produkte mit Preissetzungsmacht, auf welche die Konsumenten nicht gerne verzichten wollen – der beste Inflationsschutz für ein Unternehmen überhaupt.
- Und ein bewährtes Management, das diese Vorzüge zu nutzen weiß.

In einem Umfeld steigender Zinsen und rückläufiger Geldmenge ist es von großer Bedeutung, das Anlageportfolio bedingungslos auf diese Qualitäten zu trimmen, denn wenn sich die Flut an Geld zurückzieht, herrscht Ebbe in den Kassen von Unternehmen, die auf rasches Geld angewiesen sind. Betroffen sind dabei vor allem Kryptowährungen und die damit verbundenen Finanzdienstleister sowie hochfliegende Start-ups, die noch einige Finanzierungsrunden benötigen, um ins erhoffte Geldverdien zu kommen. Auch Immobilienentwickler werden zunehmend unter den höheren Zinsen leiden, und die auch daraus resultierende Kreditverknappung der Geschäftsbanken wird hoch verschuldete Unternehmen mit geringen Margen unter Druck setzen. Es ist also noch nicht alles ausgestanden, und die Börsen werden auch im heurigen Jahr noch einige Zeit holprig unterwegs sein.

Aber es bleibt dabei: Wenn wir nunmehr wieder in der Normalität angekommen sind, so gilt das auch weiterhin für den Umstand, dass unternehmerisch investiertes Kapital auch künftig die bevorzugte Anlageklasse für den ertragsorientierten Investor sein wird. Der aktuelle Inflationsschub und die begleitenden Maßnahmen der Notenbanken können an diesem Grundsatz nichts ändern.

Nutzen Sie also die Chancen, die sich aus den Marktvolatilitäten ergeben!

schelhammer.at

MALER UND LACKIERER – RAUMGESTALTUNG – MÜNCHEN

WWW.PIB.COM.DE

paint
it
black

ANZEIGE

Berenberg Märkte-Monitor

Aktueller Marktkommentar

Zum Leidwesen der vielen pessimistischen Anleger notierten globale Aktien jüngst nahe der Jahreshochs. Rückläufige Inflation, das Abwenden einer Bankenkrise, die noch positive Saisonalität und die bisher besser als erwartet ausfallende Q1-Berichtssaison haben beflügelt. Die Aktienvolatilität ist stark gefallen und die Bewertungen deutlich gestiegen. Unüblich ist seit den Banken-Turbulenzen die Underperformance von zyklischen ggü. defensiven Aktien im steigenden Markt. Sie deutet auf eine gewisse Skepsis der Aktienanleger hin. Auch die Anleiheinvestoren erwarten einen wenig rosigen Ausblick, was die invertierte Zinskurve, die erhöhten Risikoaufschlägen, die hohen CDS auf US-Staatspapiere und die bereits eingepreisten Fed-Zinssenkungen reflektieren. Wer behält recht? Wir bleiben vorsichtig, da nach der Rally das Chancen-Risiko-Verhältnis wenig attraktiv erscheint. Viel Positives ist bereits eingepreist, während Risiken wie Immobilienkrise, Kreditklemme, US-Schuldenobergrenze oder USA/China-Konflikt vernachlässigt werden.

Kurzfristiger Ausblick

Die kommenden Wochen stehen weiter im Bann der Q1-Berichtssaison. Bereits 84 Firmen (17% des S&P 500) haben berichtet. Davon übertrafen bisher 79% die Gewinnschätzungen und dies im Median um 6%. Seitens der Zentralbanken geben die Bank of Japan am Freitag (28.04.), die Fed in der Folgeweche am Mittwoch (03.05.) und die EZB am Donnerstag (04.05.) die nächsten Zinsentscheidungen bekannt. Konjunkturell bleibt es spannend. Heute wird das Ifo-Geschäftsklima (Apr.) veröffentlicht. Für die USA geben am Dienstag die Neubauverkäufe (Mrz.) und das Verbrauchervertrauen (Apr.), am Mittwoch die Auftragseingänge langlebiger Güter (Mrz.) und am Donnerstag die Erstanträge für Arbeitslosenunterstützung (22. April) Einblicke in die Gesundheit der US-Wirtschaft. Nachdem Donnerstag die BIP-Daten (Q1) für die USA erscheinen, folgen diese am Freitag für die Eurozone, Deutschland, Frankreich und Italien. In den USA werden am Freitag zudem die Ein- und Ausgaben privater Haushalte (Mrz.) und der Chicago Einkaufsmanagerindex (Apr.) veröffentlicht.

Der Berenberg-Monitor erscheint zweiwöchentlich und gibt mithilfe wiederkehrender Abbildungen und Daten einen strukturierten Überblick über die aktuellen Entwicklungen an den Kapitalmärkten.

[Link zum PDF >>](#)

Buchvorstellung:

Inflation – Die ersten zweitausend Jahre

Von Urban Bacher, Hanno Beck und Marco Herrmann

Nach Jahren der Stabilität droht den Zentralbanken die Kontrolle über die Sicherheit unseres Geldes zu entgleiten. Wirtschaftskrisen, eine Pandemie und ein Krieg in Europa haben die Inflationsraten in weiten Teilen der westlichen Welt auf längst vergessene Höchststände getrieben. Um diese Entwicklung zu verstehen, lohnt sich ein Blick in die Vergangenheit, denn eine Inflation folgt meist ähnlichen Mustern. Die Autoren Hanno Beck, Urban Bacher und Marco Herrmann führen in der dritten, aktualisierten und erweiterten Auflage ihres Buches durch die Geschichte der Inflation. Eine Historie, gekennzeichnet von Aufstiegen und Niedergängen von Weltreichen, von Blütezeiten, Kriegen und Katastrophen über Jahrtausende hinweg. Dabei zeigt und analysiert das Autorentrio die Logik und Mechanik der Geldentwertung anhand von wichtigen volkswirtschaftlichen theoretischen Ansätzen des 20. Jahrhunderts, insbesondere der Theorien von Keynes und Friedmann.

Inflation – Die ersten zweitausend Jahre bietet mehr als eine faszinierende, schillernde Geschichte der Geldentwertung. Es vermittelt praktische Ratschläge zum Schutz des eigenen Vermögens sowie zu sinnvollen Investmentstrategien und Geldanlagen im Zeitalter der Finanzkrise. Gleichzeitig erlangen die Lesenden durch den Blick in die Geschichte eine gewisse Zuversicht. Denn die Idee des Geldes ist zu genial, als dass sie vergänglich sein könnte. Unser Geld mag schwanken, aber es wird nicht untergehen.



ISBN: 978-3-96251-141-8

3. aktualisierte Auflage

Oktober 2022

Seiten: 240

20,00 Euro

fazbuch.de

Geschäftsklimaindex für Selbständige erholt sich etwas

Das Geschäftsklima für Selbständige hat sich im März verbessert. Das sind die Ergebnisse des aktuellen Indexes für dieses Segment (»Jimdo-ifo-Geschäftsklimaindex für Selbständige«). Er stieg im März auf plus 1,8 Punkte*, nach minus 1,1* im Februar. Damit liegt er das erste Mal seit Februar 2022 über null. »Die Geschäfte laufen zum Frühlingsanfang besser«, sagt ifo-Expertin Katrin Demmelhuber. »Wie in der Gesamtwirtschaft ist allerdings noch deutlich Luft nach oben.«

Die Verbesserung des Geschäftsklimas ist diesmal vor allem auf spürbar bessere aktuelle Geschäfte zurückzuführen. Aber auch die Geschäftserwartungen fielen günstiger aus. »Bei den Einschätzungen für die kommenden Monate ist der Pessimismus inzwischen fast verschwunden«, sagt Demmelhuber weiter. Für viele Selbständige ist es indessen schwierig, an Kredite zu kommen.

Die Selbständigen im Dienstleistungssektor stellt ihre Auftragslage nicht zufrieden. Bei den Umsätzen gab es keine Bewegung, für die nahe Zukunft gehen die Firmen jedoch öfter von Umsatzsteigerungen aus. Schwierig bleibt die Situation für Selbständige im Einzelhandel. Dort hat sich das Geschäftsklima wieder etwas verschlechtert, auch die Unsicherheit nimmt hier zu. * nicht saisonbereinigt

Seit August 2021 berechnet das ifo Institut den Jimdo-ifo-Geschäftsklimaindex für Selbständige. Dies umfasst sowohl Soloselbstständige als auch Kleinstunternehmen (weniger als 9 Mitarbeiter). Wie im Gesamtindex sind alle Sektoren abgebildet. Der Schwerpunkt liegt jedoch auf dem Dienstleistungssektor. Der Index basiert auf einer Zusammenarbeit mit Jimdo, einem Anbieter von Online-Tools speziell für Soloselbstständige und kleine Unternehmen, und hat das Ziel, die Sichtbarkeit der Kleinstunternehmen zu erhöhen. Neben Jimdo trägt auch der Verband der Gründer und Selbständigen Deutschlands (VGSD e.V.) zur Gewinnung neuer Teilnehmer bei.

Weitere Informationen: www.ifo.de

Berichtssaison mit gemischten Gefühlen

Argumente sowohl für Skepsis, als auch für Optimismus

Während Unternehmen mit den schlimmsten Gewinnrückgängen seit Beginn der Pandemie rechnen, herrscht bei den Analysten Optimismus. Zwar prognostizieren sie für das erste Quartal einen Rückgang der Gewinne der S&P 500-Unternehmen um 8 Prozent, sehen dieses Ergebnis aber gleichzeitig als Tiefpunkt an, nach dem wieder Wachstum einsetzen und neue Höchststände erreicht würden.

Für Christoph Mertens, Mitglied des Managementremiums des FFPB Dividenden Select der Fürst Fugger Privatbank, wird es dabei nicht nur auf die Ergebnisse der Unternehmen ankommen, sondern auch darauf, wie sie ihre Mittel verwenden: »Mehr als sonst könnten in der aktuellen Berichtssaison Dividenden und Aktienrückkäufe belohnt werden.«

Es würde aber auch Unternehmen geben, die sich für Vorsicht und Sparsamkeit entscheiden müssten, insbesondere aufgrund von Bedenken im Finanzsektor, so Mertens weiter: »Der Ausblick für die US-Unternehmensausgaben hat schon vor der Regionalbankenkrise im März begonnen, sich zu verschlechtern. Der Bankenstress dürfte sich zusätzlich be-

lastend auswirken.« Schätzungen würden eine Verlangsamung von Aktienrückkäufen zeigen, aber weiteres Wachstum bei den Kapitalausgaben in jedem Sektor des S&P 500 im Jahr 2023. Der Technologiesektor habe nach seiner aggressiven Rallye seit Ende 2022 zunächst eine Pause eingelegt, während die Zinserhöhungen und das Wachstum langsamer geworden seien. Die Erwartungen für den Sektor blieben aber weiterhin hoch, da er als ein wichtiger Motor für Wirtschaftswachstum und Innovationen gelte. Auch hier gebe es jedoch skeptische Stimmen, die die hohen Bewertungen für übertrieben hielten. Ein weiterer wichtiger Faktor im Rahmen der Unternehmensergebnisse sei die anhaltende Inflation. Sie zeige sich in höheren Kosten für Rohstoffe, Löhne und Transportkosten. Christoph Mertens: »Viele Unternehmen haben Schwierigkeiten, die inflationsbedingten Kosten auf die Verbraucher zu übertragen. Das beeinträchtigt ihre Margen. Diese Effekte werden wir wohl im zweiten Quartal sehen.« Dabei würden die Margen erst am Anfang ihres Rückgangs stehen. Argumente gebe es sowohl für einen positiven als auch für einen skeptischen Ausblick, so Mertens: »Die optimistischeren Investoren setzen darauf, dass das Wirtschaftswachstum wieder anziehen wird. Die skeptischeren Stimmen warnen, dass die Gewinnschätzungen immer noch zu hoch sind.« Für Anleger bedeute dies unter Umständen unruhige Märkte, die auch schnell einmal drehen könnten.

www.fuggerbank.de

Schwellenländeraktien – sind sie immer noch sinnvolle Investments?

Von Gerd Kommer und Praval Kapoor,
Gerd Kommer Invest GmbH

Schwellenländeraktien haben im zurückliegenden Jahrzehnt schlechtere Renditen produziert als Industrieländeraktien. Hinzu kommen seit gut zwei Jahren unschöne politische Nachrichten aus China, dem größten Schwellenland. Man denke an den brutalen Covid-Lockdown und zahlreiche Willkürakte der chinesischen Staatsdiktatur, die auch ausländische Aktionäre betreffen und vielleicht zu den niedrigen Renditen des chinesischen Aktienmarktes beigetragen haben.

Vor diesem Hintergrund tauchen seit einiger Zeit vermehrt skeptische Mediens Schlagzeilen zu Schwellenländerinvestments wie die folgenden Artikelüberschriften auf:

*»Emerging markets: All risk and few rewards?«
(Financial Times, 15.02.2022)*

oder

*»MSCI Emerging Markets: Dieser Index taugt nicht viel«
(FAZ, 10.10.2022).*

Im vorliegenden Beitrag gehen wir daher der Frage nach, ob Aktieninvestments in Schwellenländern für Privatanleger heute noch attraktiv sind und, wenn ja, wie sie aus unserer Sicht durchgeführt werden sollten. Das tun wir, indem wir die folgenden fünf Gesichtspunkte zu Aktieninvestments in Emerging Markets (EM) näher beleuchten.

- (1) Was sollte für einen rationalen, wissenschaftlich orientierten Anleger der Hauptgrund sein, EM-Aktien ins Portfolio zu nehmen?
- (2) Wie sehen die historischen Renditen von EM-Aktien aus?
- (3) Ist China das Problem im MSCI Emerging Markets Index?
- (4) Wie sind EM-Aktien aktuell bewertet?
- (5) Aus einer Umsetzungsperspektive: Wie sollte man in EM-Aktien investieren?

(1) Was sollte für einen rationalen, wissenschaftlich orientierten Anleger der Hauptgrund sein, EM-Aktien ins Portfolio zu nehmen?

Das Hauptargument für EM-Aktieninvestments besteht nicht in ihren langfristig höheren Renditen, wie die Medien und die Finanzbranche typischerweise postulieren, sondern darin, dass EM-Aktien generell ein wesentlicher Teil des globalen Aktienmarktes sind. Wer keine EM-Aktien im Depot hat, der investiert definitionsgemäß nicht in den globalen Aktienmarkt, nicht in die »Welt-AG«, sondern nur in einen Teil davon.

Auch realwirtschaftlich sind Schwellenländer keine Nischenveranstaltung. Sie machen über 85% der Weltbevölkerung aus, repräsentieren über 70% der Landmasse dieses Planeten, beherbergen rund vier Fünftel der bekannten Rohstoffvorkommen auf der Erde und erzeugen – je nach Berechnungsmethode – zwischen 30% und 55% der globalen Wirtschaftsleistung (nach nominalen Wechselkursen oder nach kaufkraftbereinigten Kursen). Dass dieser Anteil – so wie in den zurückliegenden 20 Jahren – trendmäßig weiter steigen wird, bezweifeln nur wenige.

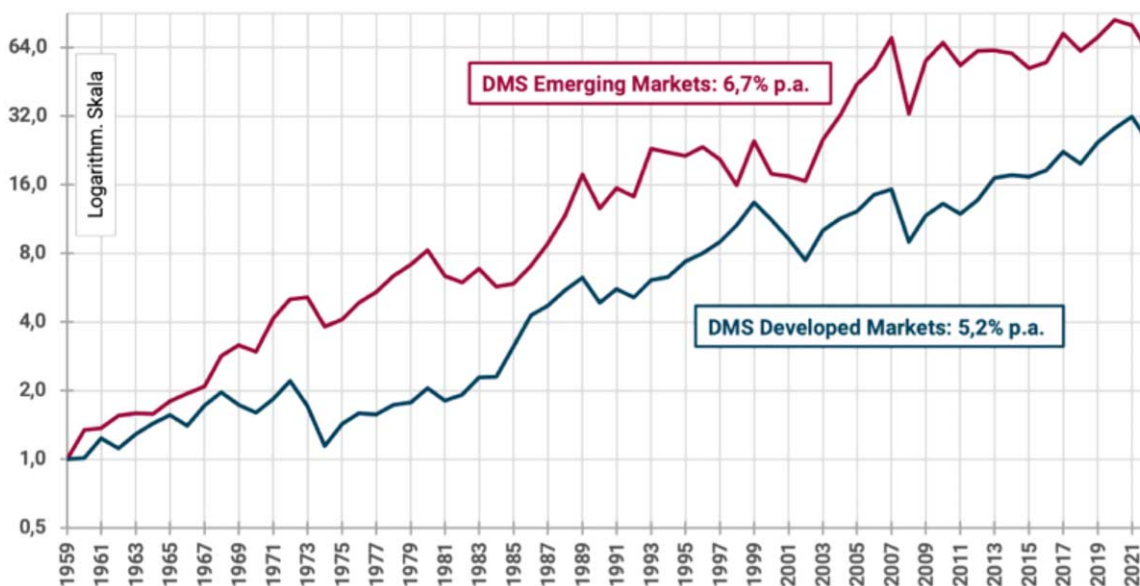
EM-Aktien weisen in den dreieinhalb Jahrzehnten von 1988 bis 2022 mit einem Wert von +0,73 eine attraktiv niedrige Korrelation zu Industrieländeraktien auf (Developed Markets-Aktien/»DM-Aktien«). In den letzten Jahren ist dieser Wert sogar trendmäßig gefallen, weil sich die viel zitierte Globalisierung inzwischen im Rückwärtsgang befindet. Das ist realwirtschaftlich zu bedauern, kann aber für Kapitalmarktanleger ein Vorteil sein.

Aufgrund der relativ niedrigen Korrelation zwischen EM-Aktien und DM-Aktien verbessert die Beimischung von 10% bis 30% EM-Aktien zu einem DM-Aktienportfolio langfristig die risikogewichtete Rendite des Aktienportfolios. Ein rationaler, evidenzorientierter Anleger müsste das eigentlich begrüßen.

*(2) Wie sehen die historischen Renditen von
Emerging-Market-Aktien aus?*

EM-Aktien rentieren auf lange Sicht besser als die von Industrieländern. Die Abbildung auf der nächsten Seite illustriert das für die 63 Jahre von 1960 bis 2022. >>

Abbildung 1: Entwicklung des DMS Emerging Markets Index und des DMS Developed Markets Index von 1960 bis 2022 (63 Jahre) – real in USD



► Inflationsbereinigte Renditen in USD ohne Kosten und Steuern. ► Datenquelle: DMS Dimson/Marsh/Staunton – Morningstar.

Teilt man die in Abbildung 1 gezeigten 63 Jahre in zwei gleiche Hälften, resultiert für die erste Hälfte eine deutliche EM-Outperformance, für die zweite Hälfte ergeben sich dagegen nahezu identische Renditen zwischen EMs und DMs. Ein solches Renditeverteilungsmuster ist keineswegs ungewöhnlich und könnte ebenso gut zwischen zwei anderen wohl definierten Assetklassen auftreten, beispielsweise US-Staatsanleihen und US-Aktien oder Value-Aktien und Growth-Aktien. Per se kann man aus dieser »ungleichen Outperformance-Verteilung« über lange Zeiträume hinweg nicht ableiten, dass bei EM-Aktien während der zweiten Halbperiode, z. B. nach der Jahrtausendwende, ein negativer Strukturbruch im Sinne von dauerhaft niedrigeren Renditen aufgetreten ist. Die makroökonomischen Verhältnisse in Schwellenländern als Gruppe sind heute eher besser als vor 15 oder 25 Jahren.

Setzt man EM-Aktien mit der Assetklasse Aktien-Deutschland in Beziehung, würden die attraktiven Eigenschaften (höhere absolute EM-Rendite und niedrige Korrelation) noch deutlicher hervortreten, da deutsche Aktien in den letzten Jahrzehnten per Saldo schlechter performten als der MSCI World. Ferner ist die Korrelation zwischen EM-Aktien und deutschen Aktien noch geringfügig niedriger als die zwischen EM-Aktien und DM-Aktien.

Tabelle 1 beleuchtet die Performance von EM-Aktien und ihre Funktion als Diversifizierer in einem globalen Aktienportfolio anhand der bekannten MSCI World und MSCI Emerging Markets Indizes für den kürzeren Zeitraum von 1988 bis 2022 (35 Jahre). So weit reicht der MSCI EM Index zurück.

Tabelle 1: Vergleich der Rendite des MSCI World, des MSCI Emerging Markets und einer 70/30-Mischung aus MSCI World und MSCI Em. Markets von 1988 bis 2022 (35 Jahre) – real in DM bzw. Euro

| | MSCI World | MSCI Emerging Markets | 70/30 MSCI World / MSCI EM Mix |
|---|------------|-----------------------|--------------------------------|
| Rendite (real) | | | |
| 1988 – 2022 (35 Jahre) | 6,0% p.a. | 7,6% p.a. | 6,8% p.a. |
| 1988 – 2004 (17 Jahre) | 5,6% p.a. | 10,1% p.a. | 7,3% p.a. |
| 2005 – 2022 (18 Jahre) | 6,4% p.a. | 5,3% p.a. | 6,3% p.a. |
| Sharpe Ratio (risikogewichtete Rendite) | | | |
| 1988 – 2004 (17 Jahre) | 0,07 | 0,11 | 0,09 |
| 2005 – 2022 (18 Jahre) | 0,18 | 0,13 | 0,17 |

► Inflationsbereinigte Renditen in DM bzw. Euro ohne Kosten und Steuern. ► Maximal zurückreichende Datenserien; die Datenserie für den MSCI China beginnt erst in 01/1993. ► Sharpe Ratio: vgl. Definition auf Investopedia. ► Datenquelle: MSCI, Bundesbank.

Die Daten in Tabelle 1 zeigen, dass eine Beimischung von EM-Aktien in der ersten Hälfte des Gesamtzeitraums von 35 Jahren die Performance eines diversifizierten globalen Aktienportfolios deutlich verbesserte. Obwohl EMs in der zweiten Hälfte des Gesamtzeitraums schlechter liefen als DMs, waren sie keine nachteilige Beimischung. Die absolute Rendite und die risikogewichtete Rendite des gemisch-

ten Weltportfolios waren auch im zweiten Zeitfenster nur vernachlässigbar schlechter als die eines reinen MSCI World-Portfolios, bestehend allein aus DM-Aktien. Der Grund für dieses auf den ersten Blick überraschende Ergebnis liegt in der niedrigen Korrelation zwischen EM- und DM-Aktien. Wenn zwei Investments A und B hinreichend niedrig miteinander korrelieren, kann eine Mischung aus beiden aus finanzmathematischen Gründen im günstigsten Fall sogar in einer höheren Rendite resultieren als das rentablere der beiden Einzelinvestments. Grund: Das Mischen mindert den sogenannten »Volatility Drag« (der renditeschädigende Effekt von Volatilität), an dem jedes schwankende Investment zwangsläufig leidet.

(3) Ist China das Problem im MSCI Emerging Markets Index?

Für diese These, die in den Finanzmedien aufgrund der schlechten chinesischen Aktienrenditen, des relativ hohen Gewichts von China im MSCI Emerging Markets Index und der unerfreulichen politischen Nachrichten aus China in der jüngeren Vergangenheit zu vernehmen ist, gibt es unseres Erachtens wenig überzeugende Evidenz.

Unter den 24 Ländern im MSCI EM Index war der Renditebeitrag von China in den 30 Jahren seit 1993 (Beginn der verfügbaren Daten) zwar in Summe schwach, verbesserte sich aber in der zweiten Hälfte dieses 30-Jahreszeitraums merklich – sowohl absolut als auch relativ (relativ zum Durchschnitt der restlichen Mitgliedsländer). Wenn China »das Renditeproblem im MSCI EM Index« war, dann nur in der ersten Hälfte der 30 Jahre. In der zweiten bewegten sich die China-Renditen im Mittelfeld der 24 EM-Staaten.

In diesem Zusammenhang begegnet man in den Medien und in der Blogosphäre gelegentlich der Klage, dass China ein zu hohes Gewicht im MSCI Emerging Markets Index habe. Grundsätzlich sind hohe Gewichte eines einzelnen Landes in einem Regionenindex, also eine gewisse »Kopflastigkeit« des Index, der Normalfall, nicht die Ausnahme.

Der Aktienmarkt ist nun einmal nicht »größenmäßig hübsch gleichmäßig aufgeteilt« – weder in Bezug auf Länder noch auf Branchen, noch auf Einzeltitel. Das vorausgeschickt ist der MSCI EM über seine 24 Mitgliedsländer besser diversifiziert als der MSCI World Index über seine 23 Mitglieder – das zeigt Tabelle 2.

Tabelle 2: Die Gewichte der fünf größten Länder im MSCI World Index und im MSCI Emerging Markets Index (Stand 02/2023)

| MSCI World Index | MSCI Emerging Markets Index |
|---------------------------|-----------------------------|
| 67,7% USA | 32,1% China |
| 6,1% Japan | 15,3% Taiwan |
| 4,4% Großbritannien | 13,2% Indien |
| 3,6% Frankreich | 11,7% Südkorea |
| 3,4% Kanada | 5,1% Brasilien |
| 14,8% - 18 weitere Länder | 22,6% - 19 weitere Länder |
| 100,0% | 100,0% |

► Quelle: MSCI (Factsheets der beiden Indizes)

Aus der Sicht eines passiven Anlegers, der ein gut diversifiziertes globales Aktienportfolio anstrebt, könnte eher der hohe Anteil der USA im MSCI World Index als bedenkliches Klumpenrisiko erscheinen, als der im Vergleich kleinere Anteil Chinas im MSCI EM. Dabei ist weiter zu bedenken, dass der MSCI EM in einem marktkapitalisierungsgewichteten globalen Aktienportfolio lediglich ein Gewicht von etwa 10% besitzt und China demzufolge auf Gesamtportfolioebene lediglich 3,2%. Dieser Wert sinkt sogar noch weiter, wenn das Depot zusätzlich eine Nichtaktienkomponente beinhaltet (Cash, Anleihen, Rohstoffe, Edelmetalle, Krypto etc.), was bei den meisten Anlegern der Fall sein dürfte.

Zum Thema mangelnde Rechtsstaatlichkeit in China, das vor allem in den zurückliegenden zwei Jahren von den Finanzmedien aufgegriffen wurde und das sicher auch für Aktionäre relevant ist. Dass China kein Rechtsstaat ist, war schon vor Jahrzehnten bekannt, ist also keine neue Entwicklung. Daraus einen sich in den letzten Jahren ereignenden »Strukturbruch«, eine »neue Faktenlage« oder ein »Game Changer Event« in Bezug auf China-Aktien oder EM-Aktien im Allgemeinen zu konstruieren (wie es einige »Experten« tun), erscheint wenig überzeugend.

»Schwache Punktezahlen« in der Kategorie Rechtsstaatlichkeit oder Demokratie sind ein Merkmal vieler EM-Länder, nicht nur Chinas. Dabei sollten wir nicht übersehen, dass jedes Land in Sachen Rechtsstaatlichkeit und Demokratie irgendwann einmal »unten« angefangen hat – auch Länder, die bei diesen Kriterien heute im internationalen Vergleich weit oben stehen.

Zudem ist der chinesische Aktienmarkt aktuell besonders attraktiv bewertet (siehe Tabelle 3 weiter unten), woraus sich für die Zukunft eine um rund ein Fünftel über dem Normalniveau liegende erwartete Rendite ergibt. >>

Außerdem rentieren EM-Aktien ja als Assetklasse genau deswegen langfristig besser als DM-Aktien, weil sie höherem politischen Risiko ausgesetzt sind (das »EM Premium«). Soweit EM-Aktien langfristig besser rentieren, ist das primär eine Kompensation für dieses politische Risiko. Dessen ungeachtet verbreiten die Finanzmedien und das Marketing der Finanzbranche immer noch regelmäßig die ebenso alte wie falsche Theorie, dass EM-Aktienrenditen langfristig aufgrund des höheren Wirtschaftswachstums der EMs in Relation zu DMs höher seien.

Ja, dieses höhere BIP-Wachstum haben Schwellenländer ohne Zweifel. Sie hatten es in der Vergangenheit und werden es auch in Zukunft haben. Dennoch ist die These von höheren Aktienrenditen aufgrund des höheren Wirtschaftswachstums Nonsens. Wir haben zuletzt hier gezeigt, warum das nicht stimmt.

Überdies kann jeder aktive oder passive Anleger, der glaubt, China sei das Problem in der Gruppe der 24 MSCI-EM-Länder, dieses Land recht einfach aussparen. Ein passiver Anleger könnte das beispielsweise durch die Nutzung eines ETFs auf den MSCI EM ex China Index tun. Auf diesen Index werden derzeit zwei ETFs in Deutschland angeboten.

(4) Wie sind Emerging-Markets-Aktien aktuell bewertet?

Erwartete Renditen – also die statistisch von einer Assetklasse im langfristigen Mittel in der Zukunft zu erwartenden Renditen – sind eine Funktion des Bewertungsniveaus der Assetklasse zum Betrachtungszeitpunkt. Wie sich EM-Aktien aus diesem Blickwinkel relativ zu den relevanten Alternativen schlagen, geht aus Tabelle 3 hervor.

Tabelle 3: Die Kursgewinnverhältnisse (KGVs) für vier Regionen + China sowie den globalen Information-Technology-Sektor per 28.2.2023

| Index | KGV: Aktuell (02/2023) | KGV: Historischer Normalwert [C] | Aktuelle Über- oder Unterbewertung |
|--------------------------------|------------------------|----------------------------------|------------------------------------|
| MSCI World (Developed Markets) | 15,9 | 16,0 | -1% |
| MSCI USA | 17,9 | 16,0 | +12% |
| MSCI EAFE [A] | 12,9 | 16,0 | -19% |
| MSCI Emerging Markets | 11,6 | 13,0 | -11% |
| MSCI China | 10,3 | 13,0 | -21% |
| MSCI World IT-Sektor [B] | 22,7 | 17,0 | +34% |

► [A] MSCI EAFE = Europe, Africa, Far East (alle Industrieländer ausgenommen USA und Kanada). ► KGV = Forward P/E's (Forward Price Earning Ratios). ► [B] MSCI World Information Technology Sector. ► [C] Die hier dargestellten KGV-Normalwerte sind von uns aus der Historie abgeleitete, gerundete Zahlen. In den einschlägigen Quellen sind vielfach leicht abweichende Durchschnittswerte zu finden. ► Datenquelle: MSCI.

Die Tabelle zeigt, dass Ende Februar 2023 der nationale Aktienmarkt USA über seinem historisch mittleren Bewertungsniveau notierte. Die Bewertungen der restlichen Industrieländer (EAFE-Index) und diejenige der EMs lagen unterhalb ihres fairen Niveaus. Die im Vergleich schlechten EM-Renditen in den vergangenen rund zehn Jahren spiegeln sich im nun recht günstigen Bewertungsniveau wider. Das ist aus dem Blickwinkel der Antizyklik vorteilhaft. Antizyklisch investieren heißt in Bezug auf Assetklassen, jene zu präferieren, die in der jüngeren Vergangenheit im Vergleich schlecht liefen und deswegen heute relativ zu den relevanten Alternativen ein attraktives Bewertungsniveau haben – oder in diesen Assetklassen investiert bleiben, wenn man es schon ist.

Die globale Hightechbranche befindet sich in den DM-Ländern noch immer im »unteren Blasenterritorium« – trotz der recht heftigen Kursverluste im Jahr 2022. Dass Tech-Aktien auf lange Sicht keine höheren Renditen liefern als der restliche Aktienmarkt, haben wir hier gezeigt. Insofern wären in diesem Segment in den nächsten Jahren unterdurchschnittliche Renditen zu erwarten.

Aus Bewertungssicht existiert derzeit somit kein Grund, nicht in Schwellenländer zu investieren, oder – andersherum formuliert – es existieren gute Gründe, ein bereits bestehendes EM-Aktieninvestment fortzuführen, jedenfalls sofern es breit diversifiziert ist. Die von uns sehr respektierte US-Fondsgesellschaft AQR sieht den Sachverhalt noch optimistischer. Vor wenigen Wochen schrieb sie: »Die erwartete Prämie für das Investieren in EMs versus DMs bewegt sich am oberen Ende ihres [historischen] Spektrums während der letzten 25 Jahre«.

(5) Aus einer Umsetzungsperspektive: Wie sollte man in EM-Aktien investieren?

Wen die hier präsentierten Daten und Sachlogik überzeugen, der steht vor der praktischen Umsetzungsfrage: »Wie in Schwellenländeraktien investieren?« Wir empfehlen dabei die Beachtung der folgenden Grundprinzipien.

- Bei EM-Aktien ist der Grundsatz »breit diversifizieren« besonders wichtig. Wetten auf einzelne EM-Länder oder einzelne EM-Aktien sind unnötig risikoreich. In Deutschland werden über 80 ETFs auf breite EM-Aktienindizes angeboten (exklusive EM-Anleihenindizes), davon etwa 20 ETFs auf

den bekannten MSCI Emerging Markets Index und weitere 60 auf andere EM-Regionen-Indizes sowie EM-Indizes mit Fokus auf Nachhaltigkeit. Daneben existieren noch rund 100 ETFs auf einzelne EM-Staaten, kleinere EM-Regionen oder andere enge EM-Spezialitäten-Indizes. Von aktiv gemanagten Schwellenländerfonds ist abzuraten, weil ihre durchschnittliche Performance unterhalb derer entsprechender ETFs liegt. Die wenigen Ausnahmen von dieser Grundregel wechseln laufend und sind zufallsgetrieben. Sie sind nicht zuverlässig prognostizierbar.

- Wer von Factor Investing (Smart Beta Investing) überzeugt ist (wie wir es sind), kann diese Variante passiven Investierens auch auf EM-Aktien anwenden und bestimmte Faktorprämien wie Small Size, Value und Quality über entsprechende ETFs im Portfolio übergewichten, um eine Mehrrendite zu erzielen.

- Rendite und Risiko eines Portfolios müssen primär auf Gesamtportfolioebene beurteilt werden. Wer sich mental nicht von dem Denkfehler freimachen kann, die individuellen Renditen und Risikograde einzelner Portfoliokomponenten als ausschlaggebend zu betrachten, sollte vermutlich keine EM-Aktieninvestments tätigen, weil das für die betreffenden Personen ein Fahrschein in Richtung Enttäuschung sein dürfte.

- Auch für EM-Aktieninvestments gilt die alte Faustregel, die trotz ihrer Banalität oft vergessen wird: Nur Gelder, die der Anlegerhaushalt mit großer Wahrscheinlichkeit in den nächsten fünf Jahren nicht brauchen wird, sollten in Aktien investiert werden.

- Wer EM-Aktien generell mag, aber eben China nicht, für den bietet die hiesige ETF-Landschaft ausreichend Möglichkeiten, das Reich der Mitte aus seinem Portfolio auszuschließen oder herunterzugewichten. □

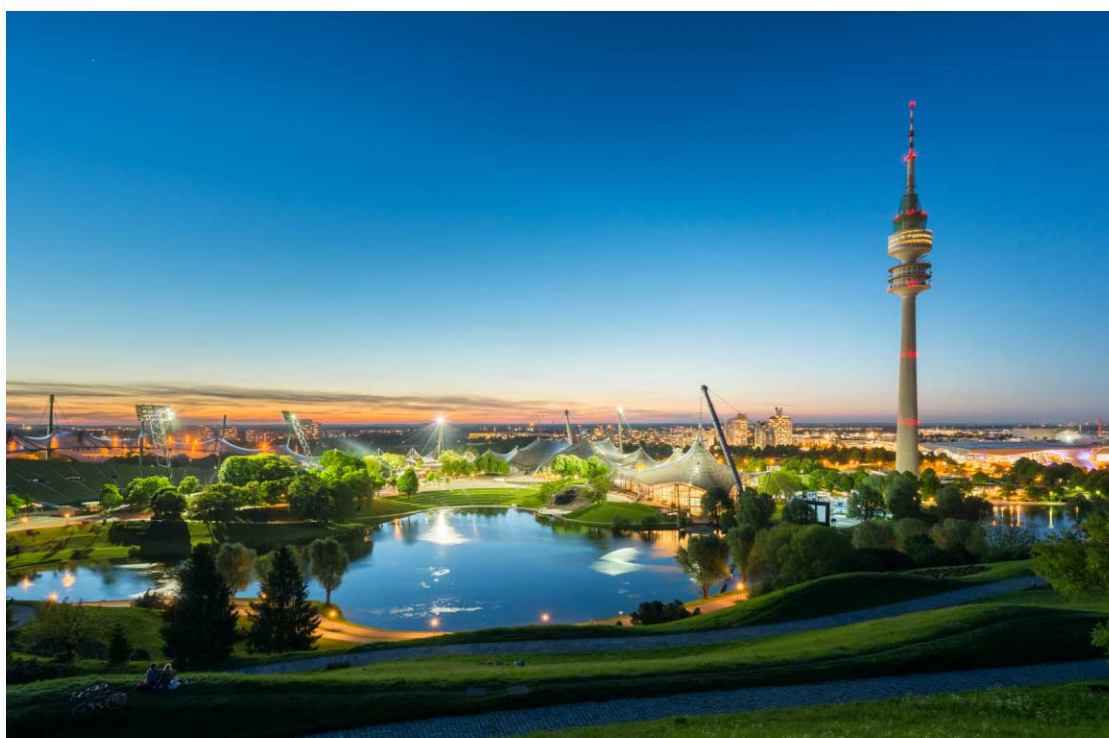
gerd-kommer.de

Wichtiger Hinweis und Haftungsbegrenzung: Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Abbildungen, Zahlen und Aussagen dienen ausschließlich der Veranschaulichung und zu didaktischen Zwecken. Sie stellen nicht notwendigerweise Darstellung von Tatsachen dar. Soweit Berechnungen und Daten in diesem Dokument historische Daten zu Risiko und Rendite wiedergeben, beruhen diese Berechnungen und Daten auf sehr spezifischen Methoden und Konzepten, die nicht notwendigerweise als Standardmethoden und -konzepte allgemein anerkannt sind. Wir können nicht mit Sicherheit sagen und garantieren, dass die Informationen in diesem Dokument korrekt sind, obwohl wir uns bemüht haben, Fehler zu vermeiden. Es gibt keine Garantie oder Gewissheit, dass sich die zugrundeliegenden Variablen, einschließlich der Anlagerenditen, in der Zukunft in ähnlicher Weise wie hier beschrieben entwickeln werden.

Dieses Dokument ist ausdrücklich kein gewerbliches Angebot und kein Vorschlag zur Nachahmung oder zur Umsetzung. Das Dokument ist keine Finanzberatung und kein Angebot zur Vermögensverwaltung. Dieses Dokument richtet sich grundsätzlich nicht an bestimmte Personen, sondern an die allgemeine Öffentlichkeit.

Anlagen in Bankeinlagen, Wertpapieren, Investmentfonds, Immobilien, Edelmetalle, Rohstoffe und Finanzinstrumente (Finanzprodukte) sind fast zwangsläufig mit hohen Risiken verbunden, einschließlich des Risikos eines 100%igen Verlustes. Es ist möglich, dass die in diesem Dokument dargestellten Anlagetechniken und -konzepte bei Nachahmung oder Umsetzung zu erheblichen Verlusten führen.

ANZEIGE



DANIEL SCHVARCZ PHOTOGRAPHY
www.d-s-photo.com

Die Zentralbanken geraten in ein Dilemma

Von Gérard Piasko, Maerki Baumann & Co. AG

Die Zentralbanken werden langsam, aber sicher in ein Dilemma geraten. Zwar müssen sie zurzeit der Bekämpfung der Inflation Priorität geben, doch das Finanzsystem und die Weltwirtschaft zeigen erste Signale, dass ein monetäres Überschieszen oder ein Overkill auch eine Gefahr darstellen kann, zusätzlich zur Inflation. Die Notenbanken nehmen zurzeit darauf Rücksicht, indem sie Banken wieder mehr Liquidität zur Verfügung stellen, womit das sogenannte Quantitative Tightening, also die Reduktion der Zentralbankbilanzen, wohl kaum wie erwartet fortgesetzt werden dürfte. Dies hat erhöhte Unsicherheiten und Volatilität in den Zinsmärkten zur Folge. Daher macht es Sinn, bei unsicheren Finanzmärkten erst recht den Fokus auf Stabilität zu legen. Wir sehen uns in der vorsichtigen, auf Qualität bei Aktien und Anleihen fokussierten Anlagepolitik bestätigt und legen Wert auf Konjunkturreistenz.

Die wichtigen Zentralbanken haben ihre Zinserhöhungen fortgesetzt, jedoch nicht im gleichen Ausmass. Die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank haben die Leitzinsen je um 0,5 %, die US-Notenbank jedoch um 0,25 % heraufgesetzt. Die US-Zentralbank befindet sich in einer Art Dilemma. Zum einen zeigen die Teuerungsdaten, dass im Kampf gegen die Inflation noch kein Sieg deklariert werden kann und weitere Zinserhöhungen notwendig sein dürften. Zum anderen illustrieren die Bankturbulenzen, dass die inverse Zinskurve dem Finanzsektor (übrigens auch Immobilienfirmen) zunehmende Probleme bereitet. Darauf sollte Rücksicht genommen werden.

Die US-Zentralbank wie auch andere Notenbanken wählen bisher den Weg von umfangreichen Liquiditätshilfen, um die Finanzstabilität zu gewährleisten. Es ist aber denkbar, dass die Finanzmärkte die Entschlossenheit der Zentralbanken in den kommenden Monaten testen werden, vor allem, wenn es zu neuerlichen Spannungen bei US-Finanzfirmen kommen sollte. Dann wird sich weisen müssen, ob die bereits vom Markt für das zweite Halbjahr antizipierten US-Zinssenkungen dem Wunsch der US-Notenbank entsprechen oder ob die Finanzmärkte dies zu optimistisch sehen.

Aktien

Bis dies mit einiger Sicherheit gesagt werden kann, sollte eine vorsichtige Anlagepolitik Priorität behalten. Denn der Grund für das Einpreisen von US-Zinssenkungen kann positiv oder weniger positiv sein. Ein Rückgang der Kerninflation wäre ein positiver Grund, aber wenn er gleichzeitig mit einer deutlichen Wirtschaftsabschwächung eintrifft, wäre dies eher weniger positiv zu werten.



Nicht vergessen sollte man, dass Bankturbulenzen das Wirtschaftswachstum via der vorsichtigeren Kreditvergabe reduzieren: In den USA sind die im Fokus stehenden Regionalbanken mit unter 250 Mia. US-Dollar Bilanzsumme für 70 % der Geschäftsimmobilienkredite und 50 % der ausstehenden Firmenkredite verantwortlich. Uns würde daher eine langsam spürbarere Konjunkturabkühlung in den kommenden Monaten nicht überraschen. Aus diesem Grund favorisieren wir bei Aktienanlagen einen Mix aus nicht hoher Bewertung wegen historisch klar hoher Zinsen (Value) und vor allem Qualität im Sinne von stabiler Profitabilität auch bei schwächerer Konjunktur und daher eine Übergewichtung des eher defensiv ausgerichteten Schweizer Aktienmarktes.

Obligationen

Die globalen Anleihenmärkte werden von zwei gegensätzlichen Faktoren dominiert, die einige Zeit andauern könnten. Einerseits geben die Spannungen im Bankensystem Hoffnung auf eine Pause oder gar Umkehr (»pivot«) bei der Zinserhöhungspolitik der Federal Reserve (US-Zentralbank). Dabei sind aber einige Zinssenkungen bereits in den Obligationenmärkten eingepreist. Andererseits geben die Inflationszahlen, sowohl in den USA wie in Europa, noch keine wirkliche Entwarnung. So könnte sich ein Seitwärtsmarkt entwickeln. Zwar dürften Zinssprünge wie die im März gesehenen Renditeänderungen um rekordhohe 1 % ausbleiben, doch werden die Obligationenmärkte unruhig bleiben, bis sich die Konjunktur- und Inflationsperspektiven eindeutig zeigen. Wegen der weiter anhalten-

den Unsicherheiten sollte auch bei Anleihen eine auf Qualität ausgerichtete Positionierung favorisiert werden. Wir bleiben angesichts ihrer relativ attraktiven Rendite/Risiko-Mischung bei einer Übergewichtung von Anleihen mit guter Kreditqualität bzw. Investment-Grade-Rating, die wir gegenüber konjunkturabhängigeren High-Yield-Obliigationen vorziehen.

Währungen

Die Schwankungsbreite bei den global wichtigsten Währungen war in den letzten Monaten im historischen Vergleich recht hoch. Eine Rolle spielten dabei besonders die Erwartungen an Zinsveränderungen durch die Europäische Zentralbank (EZB) und die Fed. Zuerst verlor der Euro zum US-Dollar und auch zum Schweizer Franken, doch als die EZB den Leitzins mehr erhöhte als die US-Zentralbank, konnte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar wieder erholen. Da die Schweizerische Nationalbank die Leitzinsen gleich viel wie die EZB erhöhte, blieb der Euro zum Schweizer Franken mehr oder weniger stabil. Der Schweizer Franken dürfte wegen tieferer Inflation als in der Eurozone bzw. höherer inflationsadjustierter Zinsen (höheren Realzinsen) aber im internationalen Vergleich weiterhin stabil und attraktiv bleiben.

Rohstoffe

Der Rohölpreis fiel jüngst durch besondere Volatilität auf, dies im Zusammenhang mit wegen der Bankturbulenzen aufkommenden Konjunkturängsten. Nach einem deutlichen Rückgang von 20 %, welcher auch durch den Anstieg der US-Öllager verursacht wurde, erholte sich der Ölpreis wieder, als die OPEC+-Länder beschlossen die Produktion zu reduzieren. Bei wieder aufkeimenden Bankturbulenzen wäre aber erneut mit hoher Volatilität bei konjunkturabhängigen Rohstoffen wie Industriemetallen und Erdöl zu rechnen, da tendenziell eine vorsichtiger Kreditvergabe der Banken zu erwarten ist und dies die Konjunktur eher schwächt. In diesem Zusammenhang ist die bessere Performance von Gold keine Überraschung in wieder turbulenten Zeiten. Allerdings erscheint Gold nach dem Erreichen der Marke von rund 2000 US-Dollar pro Unze kurzfristig etwas technisch »überkauft«. Gewisse Gewinnmitnahmen würden uns nicht wundern, doch Gold hat wie schon letztes Jahr gezeigt, dass es in politisch schwierigen und auch ökonomisch komplexen Zeiten für ein diversifiziertes Portfolio ein bedeutender Bestandteil sein sollte. □



**HANS-JÜRGEN
JAKOBS**

**DAS
MONOPOL
IM
21. JAHRHUNDERT**

*Wie private Unternehmen und
staatliche Konzerne
unseren Wohlstand zerstören*

DVA

Das Monopol im 21. Jahrhundert

*Gazprom, Google und der Fluch der Abhängigkeit:
Warum Monopole so gefährlich sind. Nach dem Bestseller
»Wem gehört die Welt?« die neue packende Recherche des
renommierten Wirtschaftsjournalisten.*

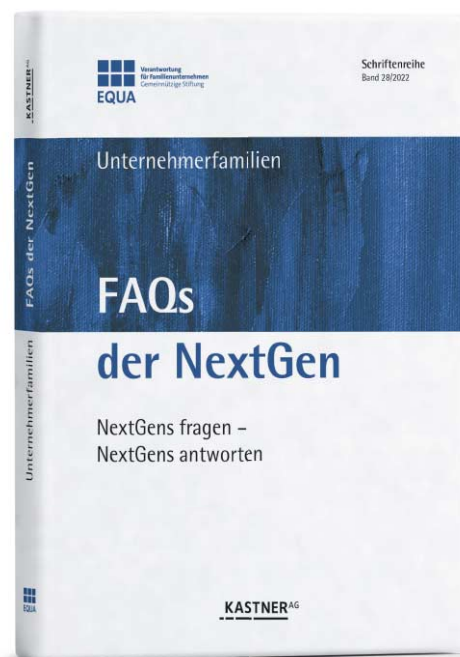
*Hans-Jürgen Jakobs, geboren 1956, ist Volkswirt und einer der
renommierten Wirtschaftsjournalisten des Landes. Er arbeitete
u. a. für den »Spiegel« und war Chef der Online-Ausgabe und
der Wirtschaftsredaktion der »Süddeutschen Zeitung«. Seit
2013 ist er in verschiedenen Funktionen für die Verlagsgruppe
Handelsblatt tätig, bis 2015 war er Chefredakteur, seit 2016
ist er Senior Editor des »Handelsblatts«. Seit 2018 ist er zudem
Herausgeber des »Handelsblatt Morning Briefing« mit über
130.000 Lesern. Zuletzt erschien »Wem gehört die Welt?«
(2016, Knaus Verlag).*

ISBN: 978-3-641-28836-5 | ca. 432 Seiten
www.penguinrandomhouse.de

NEUERSCHEINUNGEN
im VERLAG KASTNER

Die Nachfolger besser verstehen

Zu den Pionierarbeiten der Equa-Stiftung, München, gehört es, die Jugend – die NextGens – nach ihren Erwartungen, Einstellungen und Visionen in der Unternehmensführung zu fragen. Herausgekommen ist ein stattliches Werk, Pflichtlektüre für alle, die Unternehmensnachfolgen betreuen, vom Juristen bis zum Vermögensverwalter. Es sind ehrliche und authentische Aussagen zu den wichtigsten 15 Fragen, selbst von namhaften Familiennachfolgern. Doch die Sichtweisen unterscheiden sich durchaus und somit die Herangehensweise, in die Chefrolle oder die Aufsicht zu finden. Die Unternehmen der 45 Interviewten werden im Buch vorgestellt, ergänzt von einem Bild und einem Leitsatz der Aussage. Darunter finden sich bereits viele Nachfolgerinnen. In Zukunft werden auch die Vorstandsetagen weiblicher.



Dr. Rena Haftlmeier-Seiffert / Dr. Dinah Spitzley
FAQs der NextGen

NextGens fragen – NextGens antworten
Format 15,5 x 22,5 cm, 248 S., Hardcover,
Verlag Kastner

ISBN: 9783945296981

24,90 € Bestellbar auf www.kastner.de/shop
oder Amazon

Der Euro ist so stark wie Popeye, doch hat er auch zukünftig noch genügend Spinat?

Von Robert Halver, Baader Bank AG

Gegenüber der Leitwährung US-Dollar ist der Euro eindeutig stark. Aber wie nachhaltig ist diese Stärke der europäischen Einheitswährung? Und wie hoch ist die Gefahr einer erneuten Schwindsucht?

Die gute alte Zinsparitätentheorie

Unterschiedliche Zinsbewegungen sind wichtige Einflussfaktoren bei der Währungsentwicklung. So war der US-Dollar 2022 aufgrund der aggressiven Zinserhöhungspolitik der Fed bei gleichzeitiger Behäbigkeit der EZB der klare Währungs-Gewinner. Doch wird die US-Notenbank bald ihren Zinserhöhungszyklus nicht nur beenden, sondern wegen nachlassender Inflation und Wirtschaftsabkühlung sogar umkehren. Wie Duracell-Klatschhasen werden dagegen die EZB-Direktoren nicht müde, mit Blick auf die hartnäckig hohe Kerninflation weitere Zinssteigerungen in Aussicht zu stellen. Daher sollte sich die seit Jahresende 2022 zu beobachtende Euro-Stärke gegenüber US-Dollar fortsetzen, oder?

Doch wie restriktiv wird die EZB tatsächlich sein? Zurzeit bricht die Kaufkraft in Europa mit ca. 7 Prozent ein, so dass ein Realzins deutlich unter null eigentlich nur wenig Euro-Freude aufkommen lässt. Und da unsere Währungshüter die Euro-Welt retten müssen, scheiden harte Zinserhöhungen zur Erreichung des Inflationsziels aus. Ja, im Sommer wird restriktive Zinspolitik auch bei uns Geschichte sein.

Damit ist zinsbedingt jede Euphorie über eine große nachhaltige Stärke des Euros fehl am Platz.

Ende des uni- und Anfang des multipolaren Währungssystems?

Vermeintlich mehren sich die Anzeichen, dass der US-Dollar seine Allmacht als Weltleitwährung verlieren könnte. Käme es so, würde dies dem Euro durchaus Wasser auf seine Mühlen leiten.

Ohne Frage ist es vielen Ländern ein ideologischer Dorn im Auge, dass die Finanz- und Wirtschaftswelt dollar-zentristisch ist. Das gilt sowieso für Russland und Amerikas

Hauptkonkurrenten China, aber ebenso für arabische, asiatische und südamerikanische Staaten wie Brasilien unter Präsident da Silva. Der »Klassenfeind« soll geschwächt werden, dem aus dem Währungs-Privileg klare ökonomische Vorteile erwachsen: Mit jedem Tanken, mit jedem Rohstoffeinkauf erhalten die USA und sein Dollar ungefragt Kredit.



Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de

Doch so einfach ist die Mission »Smash the Dollar« nicht. Stellen wir uns dazu einen brasilianischen Kaffeeproduzenten vor. Naheliegender wäre es zwar, wenn er den Handel mit China nur über einen Währungstausch Yuan gegen Real statt zweifach zuerst über Yuan in Dollar und dann Dollar in Real abwickelt.

Doch macht der brasilianische Exporteur nicht nur Geschäfte mit China, sondern mit Ländern und Regionen unterschiedlichster Währungen. Er müsste sich also teuer gegen diverse Wechselkursschwankungen absichern. Zudem machen ungeplante Umsatzveränderungen die Absicherungsgeschäfte selbst unsicher. Erhöht daraufhin der Produzent seine Risikoprämie durch höhere Verkaufspreise, geht dies zu Lasten seiner Wettbewerbsfähigkeit.

Im Vergleich ist ein unipolares Währungssystem einfacher und billiger. Egal, mit wem man Außenhandel in welchem Umfang auch immer betreibt, man hat es nur mit dem US-Dollar zu tun.

Als alternative Handelswährung scheitert der Yuan ohnehin schon an seiner eingeschränkten Konvertierbarkeit. Überhaupt hält Peking den Daumen auf den Yuan, um Export- und Importpreisschwankungen zu minimieren.

Insgesamt ist der Status des US-Dollars als Weltleitwährung nicht wirklich gefährdet, so dass auch der Euro daraus keinen indirekten Nektar ziehen kann.

Und was sagt der weite Blick auf die Währungen?

Bei der langfristigen Wechselkursbestimmung spielen Standortfragen eine entscheidende Rolle. So sorgten Fi-

nanzstabilität, Zuverlässigkeit, Qualität und permanente Innovationskraft nicht nur dafür, dass Deutschland wachstumsstarker Industrie- und Exportweltmeister wurde, sondern in der Folge mit der Deutschen Mark auch über eine der härtesten Währungen der Welt verfügte. Die Währung ist immer die Visitenkarte eines Landes.

Von diesen »deutschen Tugenden« ist mittlerweile der Lack ab und in Europa wurde er nie wirklich aufgetragen. Die vereinbarten Stabilitätskriterien wurden mittlerweile dramatisch gelockert, damit der europäische Verbund bloß nicht auseinanderbricht. Genau das aber torpediert das Leistungsprinzip. Warum sich anstrengen, wenn der Euro-Versicherungsverein und die EZB einspringen?

Sowieso spricht Europa in der Migrations-, Wirtschafts-, Steuer-, Renten- und auch Außenpolitik mit gespaltener Zunge. Wie will man da geopolitisch gegenüber Amerika, Russland oder China bestehen? Und mit Moral allein gegen autoritäre Regime anzutreten, verspricht genauso wenig Erfolg wie den Fuchs zum Vegetarier machen zu wollen.

Erschwerend kommt die Überzeugung unserer Politiker hinzu, dass mehr Staat die Lösung ist, obwohl jeder mit Blick in die Vergangenheit feststellt, dass dieser Ansatz noch nie irgendwo von wirtschaftlichem Erfolg gekrönt war. Doch scheint das Ausleben der Ideologie mit der staatlichen Knute für viele Sendungsbewusste geradezu faszinierend zu sein. Ideologie ersetzt jedoch keine ordentliche Wirtschaftspolitik. So mancher der uns Regierenden glaubt tatsächlich die Weisheit mit Löffeln gefressen zu ha-

ben. Ja, es sind Löffel, aber leider nur Schaumlöffel. Viele energiesensitive Industrien haben längst auf diese Weisheiten reagiert und orientieren sich Richtung Amerika, das attraktive marktwirtschaftliche Anreize übrigens auch in puncto Energiewende setzt.

Wir reden konkret von Deindustrialisierung. Und das Beispiel Großbritannien lehrt, dass Industrie, die einmal weg ist, nicht wiederkommt. Haben unsere wirtschaftlichen Koryphäen in Berlin wirklich vergessen, dass Deutschland nach der Finanzkrise auf einen intakten industriellen Kern zurückgreifen konnte, während die Briten in den Wohlstandverlust schlitterten?

Dabei ist so manche Ideologie nicht wasserdicht. Viele, die sich ihr Häuschen teilweise vom Mund abgespart haben, um mietfrei zu wohnen, wissen nicht, wie sie CO₂-senkende Sanierungen bezahlen sollen. Gleichzeitig pusten Kohlekraftwerke unendlich viel Dreck in die Luft und wird umweltschädliches Flüssiggas bei lupenreinen Diktaturen bestellt. Das ist keine Prinzipientreue, keine Ideologie, sondern Heuchelei.

Insgesamt spielen wir mit unserer Zukunft. Daher gibt es auch keinen Grund für einen langfristig robusten Euro. Niemand soll sich etwas darauf einbilden, dass der Euro im Moment so Popeye-stark ist. Wenn wir so weitermachen, ist längerfristig selbst die Parität zum US-Dollar nicht zu halten. Dann sind wir noch nicht einmal halbstark.

Es fehlt einfach das notwendige Kraftfutter, der Spinat. □



Für Firmen gemacht



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

www.exa-energie.de







ANZEIGE

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.