

## Jahresausblick 2019

Von Marco Herrmann

*Anleger werden dem Börsenjahr 2018 sicherlich keine Träne nachweinen. Trotz einem sehr positiven Umfeld zu Jahresanfang mit Steuersenkungen in den USA und glänzender Stimmung in den Konzernetagen sorgten der von den USA begonnene Handelskonflikt, der immer noch ungeklärte Brexit und der Haushaltsstreit der EU mit Italien für dunkle Wolken über den Finanzmärkten und prozentual zweistellige Verluste für Aktien. Wie stehen die Chancen auf eine besseres Börsenwetter in 2019?*

An den Gründen für die Sorgen der Anleger aus dem letzten Jahr hat sich kaum etwas geändert. Im Gegenteil, der Handelskrieg nimmt weiter an Schärfe zu und der bevorstehende Brexit scheint im Chaos zu versinken. 2019 wird also mit Sicherheit erneut kein leichtes Jahr werden, auch wenn nach der Korrektur an den Aktienmärkten die Bewertungen sehr attraktiv geworden sind. Werfen wir doch erst einmal einen Blick auf das fundamentale Umfeld, bevor wir zu den Aussichten einzelner Anlageklassen kommen:

1. Die Weltwirtschaft steht am Scheideweg. Während zahlreiche Frühindikatoren auf ein schwächeres Expansions-tempo hindeuten, erwarten die Volkswirte des Internationalen Währungsfonds (IWF) für 2019 eine Fortsetzung des starken globalen Wirtschaftswachstums von 3,5 bis 4,0 Prozent. Mit dem bevorstehenden Brexit und anhaltenden Handelskonflikten haben jedoch die konjunkturellen Risiken zugenommen. Auch in den USA wird die Sonderkonjunktur dank der Steuersenkungen auslaufen. In Summe gehen wir von einem moderaten Wachstum von gut 2 Prozent in den klassischen Industrieländern und etwas über 4 Prozent in den Schwellenländern aus; eine Rezession sehen wir nicht.

2. In 2018 kehrte die Inflation zurück. Maßgeblich sorgten gestiegene Energiepreise, höhere Löhne und Handelszölle für den Preisschub. Die zuletzt rückläufigen Ölpreise dürften jedoch temporär für Entlastung an der Preisfront sorgen und die Inflationsraten in den kommenden Monaten wieder fallen lassen. Mittelfristig bleiben die inflationären Tendenzen vom Arbeitsmarkt aufgrund des Fachkräftemangels erhalten. >>



»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2019«

*Nur wenige genügen den hohen Ansprüchen. Solide Qualität muss man erst finden und bewerten. Deshalb analysiert der Elite Report die fachliche und charakterliche Eignung der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum. Lesen Sie, wer empfehlenswert und geeignet ist, Sie und Ihr Vermögen seriös und zuverlässig zu betreuen. Seit 16 Jahren suchen wir die besten Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum – in Österreich, Luxemburg, der Schweiz, Liechtenstein und in Deutschland.*

Bestellung unter:  
[bestellung@elitereport.de](mailto:bestellung@elitereport.de)

3. Die Notenbanken befinden sich im Spannungsfeld zwischen den vorhandenen Konjunkturrisiken und Inflationsraten, die sich seit langem wieder im Zielkorridor befinden und für eine eher neutrale Geldpolitik sprechen. Im Zweifel werden sich die Währungshüter für eine Unterstützung der Wirtschaft entscheiden. Seit 2008 hatte die Europäische Zentralbank (EZB) bereits zweimal verfrüht die Zinsen angehoben – diesen Fehler wird sie nicht wiederholen. In den USA wird die amerikanische Notenbank (Fed) zwar weiter ihre Bilanz durch den Verkauf von Anleihen im Wert von monatlich 50 Mrd. US-Dollar verkleinern, an der Zinsschraube wird sie in 2019 höchstens aber nur noch einmal drehen – vor drei Monaten wurden noch drei weitere Zinserhöhungen in Aussicht gestellt.



*Marco Herrmann,  
Geschäftsführer,  
FIDUKA-Depotverwaltung GmbH  
[www.fiduka.com](http://www.fiduka.com)*

4. Profiteur der derzeitigen Unsicherheiten sind sichere Staatsanleihen wie Bundesanleihen oder US Treasuries. Auch diese Phase wird vorübergehen. Im Jahresverlauf sollten nach dem Ende des Anleihenkaufprogramms der EZB die Renditen der Staatsanleihen wieder etwas ansteigen, mehr als 0,8 Prozent Rendite bei 10-jährigen Bundesanleihen sehen wir auf 12-Monatssicht jedoch nicht. In den USA könnten wir dagegen das Renditehoch mit rund 3,3 Prozent auf absehbare Zeit bereits gesehen haben, weil die ursprünglich vom Markt erwarteten mehrfachen Zinserhöhungen ausbleiben werden.

5. Die Zinsdifferenz zwischen der Eurozone und den USA war in den letzten Jahren ein guter Trendindikator für den US-Dollar. Trotz der Bedenken bezüglich Italiens Verbleib im Euro konnte der Greenback allerdings kaum noch profitieren, denn fundamental betrachtet steht er schlechter da als der Euro. Ein ausuferndes Budgetdefizit, rasant steigende Staatsschulden und ein weiterhin hohes Leistungsbilanzdefizit sprechen eher für eine Abwertung. Sobald es um Italien und dem Brexit ruhiger wird, könnte sich der US Dollar bis auf 1,20/1,25 abschwächen.

6. US-amerikanische Unternehmen haben in 2018 dank der gesenkten Unternehmenssteuern glänzende Geschäftszahlen vorgelegt. In 2019 wird es nicht mehr so leicht sein, die Erträge zu steigern. Steigende Kosten wie Löhne und Zinsen führen zu Margendruck. Gleichzeitig verliert das Wirtschaftswachstum an Schwung. In Europa zeigt sich für 2019 ein ähnliches Bild. Die derzeitige Konsensprognose der Analysten einer je 10-prozentigen Steigerung der Unternehmensgewinne in 2019 ist angesichts der Herausforderungen zu optimistisch; die Hälfte davon erscheint realistischer.

7. »Die Flut hebt alle Boote«-Zeiten an den Aktienmärkten sind vorbei. Von der Geldpolitik ist in 2019 in Europa und Japan bestenfalls nur eine geringe Unterstützung zu erwarten. Gleichzeitig wackeln die Gewinnprognosen der Unternehmen. Bei einer zügigen und nachhaltigen Einigung im Handelskonflikt hätten die Aktienmärkte durchaus Potential, auf die alten Hochs zu laufen. Im negativen Fall wäre ein weiteres Kursminus von 10 Prozent möglich. Aktienanleger müssen flexibel agieren.

8. Gold könnte in 2019 die endgültige Trendwende nach knapp 7-jähriger Baisse erleben – spätestens in der zweiten Jahreshälfte, wenn sich ein Ende der Zinserhöhungen in den USA abzeichnet und der US-Dollar schwächer tendiert. Der Trend zu weltweit immer höheren Staatsschulden tut sein Übriges – steigende Zinsen wären Gift für die Staatshaushalte. Das wissen auch die Notenbanker – also werden sie im Zweifelsfall einer günstigen Wirtschaftsentwicklung den Vorrang gegenüber der Inflationsbekämpfung geben.

#### **Anlagestrategie**

Handelskrieg, Brexit und Italien, die Börsen befinden sich im Bann der Politik. Gleichzeitig mehren sich die Anzeichen eines verlangsamten Wirtschaftswachstums. Kein leichtes Umfeld für Anleger, denn sichere Anlagen wie beispielsweise Bundesanleihen bieten keine Rendite mehr. Die Aktienmärkte locken dagegen mit üppigen Dividendenrenditen, erfordern derzeit aber ein starkes Nervenkostüm.

In solch unsicheren Zeiten führt kein Weg an einem breit aufgestellten und ausgewogenen Portfolio vorbei, in dem auch die Beimischung von etwas Gold nicht schaden dürfte. Die größten Chancen sehen wir an den sehr günstig bewer-

teten europäischen Aktienmärkten und in den Schwellenländern. Den Daumen darüber heben oder senken wird jedoch Donald Trump mit seiner Handelspolitik.

Bei festverzinslichen Anlagen bevorzugen wir Unternehmensanleihen mit guter Bonität. Wahrscheinlich werden hier temporär die Renditeaufschläge noch etwas

ansteigen. Für Neuengagements ergeben sich damit wieder attraktivere Renditen. Fremdwährungsinvestments, das schließt auch den US Dollar ein, bieten aus unserer Sicht kein gutes Chance/Risiko-Verhältnis. Darüber hinaus schadet es auch nicht etwas Liquidität vorzuhalten, um bei der zu erwartenden erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten Kaufgelegenheiten nutzen zu können. □

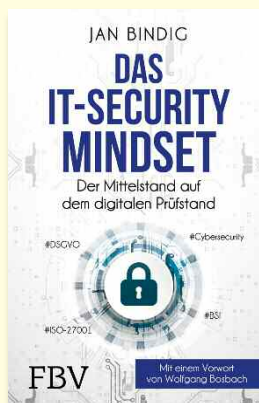
Jan Bindig

### »Das IT-Security-Mindset«

*Der Mittelstand auf dem digitalen Prüfstand*

*In puncto Digitalisierung ist beim Deutschen Mittelstand noch viel Luft nach oben. Das größte Hindernis auf dem Weg zu einer stärkeren Digitalisierung ist das fehlende Know-how rund um die IT-Sicherheit. Doch gerade sichere IT-Systeme sind die Voraussetzung dafür, dass kleine und mittelständische Unternehmen die Chancen der Digitalisierung stärker nutzen können. Um für die digitalen Herausforderungen der Zukunft gerüst zu sein, müssen Geschäftsführer mittelständischer Unternehmen die Themen Digitalisierung, IT-Sicherheit und Datenschutz in den Fokus ihres geschäftlichen Handelns rücken. Zwar hat ein Großteil des Mittelstands die Bedeutung von IT-Sicherheit erkannt, die meisten fühlen sich jedoch schlecht informiert oder völlig überfordert.*

*Jan Bindig gibt mit dem IT-Security-Mindset erstmals praxistaugliche und leicht umzusetzende Hilfestellungen. Er zeigt, dass auch für kleine und mittelständische Unternehmen, IT-Sicherheit kein undurchdringlicher Informations-Dschungel sein muss, sondern ein einfach zu beschreitender Weg, der lediglich in mehreren Etappen gegangen werden muss.*



SBN: 978-3-95972-174-5  
160 Seiten  
FinanzBuch Verlag

Prof. Dr. Thorsten Polleit

### »Vom intelligenten Investieren«

*Zeitlose Prinzipien für erfolgreiche Investments*

*Gibt es zeitlose Prinzipien für erfolgreiches Investieren? Thorsten Polleit – international erfahrener Ökonom und Universitätslehrer – sagt: Ja, es gibt sie! Wer sie verinnerlicht und konsequent anwendet, vermeidet unnötige Fehler und hat eine gute Ausgangsposition, um erfolgreich investieren zu können.*

*Thorsten Polleit empfiehlt, von den besten Investoren zu lernen – von den Investoren, die über lange Zeit hohe Renditen auf das eingesetzte Kapital erzielt haben und dabei umsichtig mit den Risiken des Investierens umgegangen sind. Zu ihnen zählen Namen wie zum Beispiel Benjamin Graham, Warren E. Buffett, Charles T. Munger und Philip A. Fisher.*

*In Vom intelligenten Investieren findet der Leser die wichtigsten Prinzipien für intelligentes Investieren – zusammengestellt in einer komprimierten, verständlichen und gut lesbaren Form. Zudem zeigt er, warum das, was die Finanzindustrie ihm üblicherweise empfiehlt, nicht den erhofften Investorfolg bringen kann.*



ISBN: 978-3-95972-134-9  
Hardcover, 256 Seiten  
FinanzBuch Verlag

## Kann ein Unternehmen kreditwürdiger sein als sein Staat? Das Prinzip der »Sovereign Ceiling«

Von Dr. Gerd Kommer und Martin Kerscher

*Nach dem »Sovereign-Ceiling-Prinzip« bildet das Kreditwürdigkeits-Rating eines Staates eine Obergrenze oder einen »Deckel« (engl. ceiling = Decke), für das Rating von Unternehmensanleihen. Das bedeutet, dass die Bonität (Sicherheit) einer Unternehmensanleihe normalerweise nicht besser sein kann als die Bonität des Staates, in dem das Unternehmen seinen Sitz hat. In den allermeisten Fällen ist das Rating von Unternehmensanleihen dementsprechend merklich schlechter als das des umgebenden Staates. Hinter dem Sovereign-Ceiling-Prinzip steckt die strukturelle Stärke des Staates gegenüber den in ihm beheimateten Unternehmen und die drastisch bessere wirtschaftliche Diversifikation des Staates. Das Sovereign-Ceiling-Prinzip ist ein Grundpfeiler in der Bonitätseinschätzung von Unternehmensanleihen und Banken durch Rating-Agenturen. Das Prinzip macht deutlich, warum Unternehmensanleihen weniger gut als Staatsanleihen in die Rolle des »sicheren Risikoankers« in einem Investmentportfolio passen.*

Aufgrund des historisch niedrigen Zinsniveaus in Deutschland haben Privatanleger, getrieben von ihren Finanzberatern oder den Medien ab ungefähr 2014 immer häufiger ihre bestehenden Investments in sicheren Staatsanleihen oder Tagesgeldern innerhalb der gesetzlichen Einlagensicherung in »ertragsstärkere« Anlageformen umgeschichtet. Eine der Asset-Klassen, die in diesem Zusammenhang oft als ertragsstärkere Alternative genannt wird, sind Unternehmensanleihen von großen, mittleren oder kleinen Unternehmen. Nicht wenige Privatanleger halten Staatsanleihen im Kontext der allgemeinen Staatsschuldendiskussion sogar grundsätzlich für eine fragwürdige, weil zu risikoreiche Asset-Klasse.

Um die Implikationen einer aus Risikosicht oft hochproblematischen Umschichtung von im Vergleich sicheren Staatsanleihen in weniger sichere Unternehmensanleihen oder Bankguthaben (also Bankschulden) voll verstehen zu können, ist es hilfreich, sich mit dem Prinzip des Sovereign Ceiling (sinngemäß »staatliche Deckelung«, Sovereign = der Staat) zu befassen. Es besagt, dass Unternehmen einschließlich Banken als Schuldner aus strukturellen Grün-

den fast immer eine schlechtere Kreditqualität (Bonität) als der »Heimatstaat« des Unternehmens bzw. der Bank haben müssen.

Die »Sovereign Ceiling« ist ein Grundpfeiler der Bonitätsanalyse von Unternehmensanleihen (der »Souverän« = Staat, »Ceiling« = Decke) durch Rating-Agenturen und Kreditabteilungen von Banken. Das Sovereign Ceiling-Prinzip besagt, dass Unternehmensanleihen den Rating-»Deckel« des Staates, der das Unternehmen beherbergt, eigentlich nicht durchstoßen können. Dass also das Rating der Unternehmensanleihe bestenfalls gleich gut und in der Regel schlechter ist als des betreffenden Staates. In diesem Zusammenhang sind zwei begriffliche Präzisierungen notwendig: (a) Mit »beherbergender« Staat ist dasjenige Land gemeint, in dem ein Unternehmen den größten einzelnen Teil seiner wirtschaftlichen Aktivität entfaltet und in dem es typischerweise seinen Unternehmenssitz hat – gewissermaßen der »Heimatstaat« des Unternehmens. (b) Wenn hier Unternehmensanleihen und Anleihen des beherbergenden Staates in Bezug auf Bonität (ausgedrückt im Rating der Anleihen) miteinander verglichen werden, wird stets unterstellt, dass diese Anleihen die gleiche Währung und die gleiche Laufzeit aufweisen.

Unternehmen in Industrieländern, die ein besseres Rating besitzen als der Staat, in dem sie ihren Hauptsitz haben, kann man weltweit an wenigen Händen abzählen und fast alle dieser seltenen Ausnahmen sind nur eine Rating-Stufe (einen »Notch«) besser als ihr Heimatstaat. Bei ca. 25 Rating-Stufen ist das – insbesondere in den oberen Rating-Stufen – ein vernachlässigbarer Vorteil. Erfahren die Anleihen eines Staates einen »Rating-Downgrade« (Rating-Herabsetzung), geschieht kurz danach dasselbe mit den in diesem Staat beheimateten Unternehmensanleihen. Das kann eigentlich nur dann ausbleiben, wenn das Rating des Unternehmens schon vorher deutlich schlechter war als das des Staates. Ein Beispiel: Sollte die Bundesrepublik Deutschland bonitätsmäßig »den Bach runtergehen«, dann wäre es ein Wunder biblischen Ausmaßes, wenn BMW-Anleihen, die schon immer ein merklich schlechteres Rating besaßen als die Anleihen der Bundesrepublik Deutschland, sich im A+ Bereich (vier Stufen unter dem DE-Staats-Rating) halten könnten, wo sie derzeit angesiedelt sind; von Anleihen von Banken oder kleineren Unternehmen ganz zu schweigen. Sie alle würden mit dem Rating des Sovereigns im Konvoi nach Süden abdrehen. >>

Als Staatsanleihen in Irland, Portugal, Spanien und Italien während der Großen Finanzkrise um 2008 ihre damaligen Ratings im AA- oder AAA-Bereich verloren, sackten parallel dazu und im gleichen Ausmaß die vorher schon schlechteren Ratings selbst der kreditwürdigsten Unternehmen innerhalb dieser Staaten ab. Ein Beispiel sind die Anleihen der drei spanischen Großunternehmen BBVA (Bank), Iberdrola (Energie) und Ferrovial (Bau). Deren Bonität brach parallel zu der des spanischen Staates ein. Spanische Staatsanleihen hatten bis Dezember 2008 ein AAA-Rating von S&P (das beste Rating). Sie wurden bis Oktober 2012 stufenweise auf BBB- (Note 10) herabgestuft. Inzwischen hat Spanien wieder ein Rating von A- (Note 7). Während dieser Berg-und-Tal-Wanderung folgten die schlechteren bzw. gleich guten Ratings der drei Unternehmen stets »artig« demjenigen des Staates.

Warum können Unternehmen mit ihren Anleihen-Ratings normalerweise die Sovereign Ceiling nicht durchstoßen? Erstens ist der Staat ein viel größeres, beinahe unendlich viel besser diversifiziertes wirtschaftliches Gebilde als jedes Unternehmen innerhalb des Staates. (Man könnte den Staat aus rein wirtschaftlicher Sicht ja als die Summe aller Unternehmen in dem Staat betrachten.) Zweitens bestimmt der Staat generell mit seiner Wirtschaftspolitik, Geldpolitik, Steuerpolitik, Strukturpolitik und seiner mehr oder weniger intensiven Regulierung fast aller Branchen den Rahmen, innerhalb dessen sich Unternehmen mit oder ohne Erfolg wirtschaftlich entfalten dürfen. Die Betonungen liegen hier auf »innerhalb« und »dürfen«. Drittens werden Staaten aufgrund des – relativ zu Unternehmen – steil zu ihren Gunsten verlaufenden politischen und ökonomischen Machtgefälles in wirtschaftlichen Notzeiten alle verfügbaren Geldquellen anzapfen, um nicht unterzugehen und damit das Überleben der regierenden Politikerkaste und des Gemeinwesens zu sichern.

Ein Beispiel dafür, dass der Staat von dieser Macht auch tatsächlich Gebrauch macht, ist das inzwischen wohl aus der kollektiven Erinnerung verschwundene Lastenausgleichsgesetz von 1952, das Immobilieneigentümer über 30 Jahre lang mit einer Zwangsabgabe belastete, um die Kosten der Unterstützung von Vertriebenen und Spätheimkehrern insbesondere in Form des sozialen Wohnungsbaus zu finanzieren. Vergleichbare Maßnahmen können natürlich auch Unternehmen treffen. Die Wirtschaftsgeschichte der vergangenen 200 Jahre in fast allen

Staaten ist voll von Beispielen hierfür. In den letzten Jahren und Jahrzehnten haben Staaten – Demokratien und Diktaturen – selbst so große Unternehmen wie Google und Microsoft in Dutzenden bekannter Fälle in die Knie gezwungen. Viertens bezieht der Staat seine Haupteinkünfte – Steuern – zwangsmäßig direkt und indirekt von Unternehmen. Auch die Einkommensteuer, die formalrechtlich von Arbeitnehmern geschuldet wird, ist ökonomisch ebenfalls aus den Einnahmen der Unternehmen zu bestreiten. De facto werden diese Gelder ohnehin von den Unternehmen unmittelbar als Lohnsteuer an den Staat abgeführt.

Man könnte einwenden, dass Unternehmen erhöhte Steuern- und Abgabenlasten auf ihre Kunden abwälzen können. Dieser Einwand ist formalistisch betrachtet nicht grundsätzlich falsch und wird beispielsweise für die Umsatzsteuer auch in Steuerlehrbüchern so vertreten, rein ökonomisch betrachtet sieht es jedoch anders aus: Steuern und Abgaben erhöhen die Preise, die Endkunden zahlen müssen und senken daher unter sonst gleichen Umständen die Nachfrage, also den Gewinn des Unternehmens, der bei Abwesenheit der Steuern und Abgaben entstände. Umgekehrt betrachtet: Würde die Steuer- und Abgabenlast von heute auf morgen wegfallen, könnten Unternehmen ihre Preise und damit ihre Gewinne erhöhen, würden also mehr verdienen. Nicht zufällig sind sowohl Verbraucher als auch Unternehmen fast ausnahmslos gegen Steuererhöhungen, wenn es sie selbst betrifft. Daher gilt: Ob es einem Unternehmen tatsächlich gelingt, den besagten Steueraufwand ökonomisch, also nicht nur formal, auf seine Kunden abzuwälzen, entscheidet in einer Marktwirtschaft der Markt und eben nicht das Unternehmen und zumeist nicht einmal der Staat. In wirtschaftlich schweren Zeiten – und primär diese sind hier relevant – gelingt diese Abwälzung oft nicht.

Das Sovereign-Ceiling-Prinzip hat also seine Berechtigung und war deswegen schon immer ein Kernelement der Rating-Modelle für Unternehmensanleihen bei Rating-Agenturen und Banken.

Die Fälle, in denen Unternehmensanleihen ein gleich gutes oder besseres Rating haben als die entsprechenden Staatsanleihen, sind zahlenmäßig selten und zum größten Teil nur Scheinausnahmen vom Prinzip der Sovereign Ceiling. Betrachtet man die nicht sehr zahlreichen »Besser-

als-ihr-Heimatstaat-Unternehmen« genauer, zeigt sich oft, dass der Grundsatz der Sovereign Ceiling gar nicht wirklich gebrochen wurde. Ein vereinfachtes Beispiel: Ein Unternehmen hat 60% seiner Aktiva (Vermögenswerte) in seinem Heimatstaat X und erzielt dort dauerhaft rund 60% seines Umsatzes sowie 30% seines Gewinns. Die restlichen Aktiva liegen in Staat Y und sowohl der restliche Umsatz als auch der übrige Gewinn werden dort erzielt. Das besagte Unternehmen besitzt ein Anleihen-Rating von BBB+ (Note 8), während sein Heimatstaat X ein etwas schlechteres Rating von BBB aufweist (Note 9). Hat es das Unternehmen geschafft, die Sovereign Ceiling zu durchstoßen? In einem technischen Sinne ja, aber eben nur in einem technischen Sinne. Der Rating-Vorsprung des Unternehmens vor seinem Heimatstaat resultiert möglicherweise daraus, dass Staat Y mit AA+ (Ratingstufe 2) ein deutlich besseres Rating aufweist als der Heimatstaat X des Unternehmens. Weil das Unternehmen mit 40% seiner Aktiva und 70% seines Gewinns in diesem Land höherer Bonität vertreten ist, kann das Unternehmen unter Umständen selbst ein etwas besseres Rating als sein Heimatstaat X haben. Doch betrachtet man diese Rating-Konstellation aus aggregierter Sicht, ist es dem Unternehmen eben doch nicht gelungen, die Sovereign Ceiling zu durchstoßen, denn sein Rating ist nach wie vor schlechter als das gewichtete Durchschnittsrating der beiden Staaten, in denen es aktiv ist. Zum gleichen Ergebnis käme man, wenn man gedanklich die beiden Unternehmensteile im Staat X und Y gesondert betrachten und bonitätsmäßig benoten würde.

Eine weitere Scheinausnahme vom Sovereign-Ceiling-Prinzip ist die ebenfalls seltene Konstellation, in denen das Anleihen-Rating eines Unternehmens zwar besser ist als das des beherbergenden Staates, die Umlaufrendite der Anleihe jedoch ebenfalls höher ist. (Die Umlaufrendite ist die Rendite vom aktuellen Datum bis zur Fälligkeit einer Anleihe, sofern kein Zahlungsausfall geschieht.) Dieser Renditevorsprung deutet darauf hin, dass das Gesamtrisiko der Unternehmensanleihe vom Markt – anders als von den Rating-Agenturen – höher eingestuft wird als das des Staates. Warum? Je höher das erwartete Risiko einer Anleihe, desto höher ihre Rendite. Dass das Risiko einer Unternehmensanleihe – trotz identischem oder besserem Rating als das der entsprechenden Staatsanleihe – tatsächlich höher ist, lässt sich nicht nur an der Umlaufrendite, sondern auch an ihren so genannten Credit Default Swap

Spreads ablesen. Credit Default Swaps (CDS) sind Kreditausfallversicherungen für Anleihen und eine alternative Methode, den Risikograd einer Anleihe zu messen. Allerdings existieren CDS nur für eine Minderheit aller Unternehmensanleihen.

Unternehmen, die überwiegend dem Staat gehören oder von ihm garantiert werden sind sowieso keine Ausnahme vom Sovereign Ceiling-Prinzip, da hier Staat und Unternehmen quasi eins sind.

Die wenigen verbleibenden echten Ausnahmen vom Sovereign Ceiling-Prinzip treten überwiegend in Schwellenländern auf, wo sowohl Staaten als auch Unternehmen von Vorneherein schwache Ratings im so genannten »Non-Investment-Grade«-Bereich haben (Ratings ab BB+/Ba1 und darunter). Anders formuliert: Das staatliche Rating ist in diesen Fällen schlecht und das Unternehmens-Rating ist minimal weniger schlecht.

Insgesamt kann man also feststellen: Die meisten der nicht sehr zahlreichen Ausnahmen vom Grundsatz der Sovereign Ceiling sind Scheinausnahmen oder beziehen sich auf die weit unten liegenden Rating-Bereiche, wo man von »solider Bonität« sowieso nicht sprechen kann.

Ein wichtige Implikation des Sovereign-Ceiling-Prinzips besagt, dass die weltweit wenigen Unternehmensanleihen, die gleich oder sogar besser als der Heimatstaat des Unternehmens geratet sind, vermutlich besonders häufig und heftig bonitätsmäßig nach unten rutschen (also Kursverluste erfahren), wenn der Heimatstaat eine Rating-Herabstufung erfährt.

Dass die Aktien eines Unternehmens strukturell risikoreicher sind als die Anleihen des gleichen Unternehmens, erwähnen wir hier nur der Vollständigkeit halber. Dieser Sacherhalt ist trivial und unter Fachleuten völlig unstrittig.

#### Fazit:

- Das Sovereign-Ceiling-Prinzip macht deutlich, dass Unternehmensanleihen eine schlechtere Bonität haben müssen als die Anleihen des relevanten Heimatstaats.
- Wer das Konzept der Sovereign Ceiling verstanden hat, wird erkennen, dass man mit der Berücksichtigung von Unternehmensanleihen und Bankguthaben im risiko-

armen (»risikofreien«) Teil eines »Weltportfolios« aus Indexfonds und ETFs vorsichtig und zurückhaltend sein sollte. Wer dennoch Unternehmensanleihen in sein Portfolio nehmen will, sollte besonders genau auf breite, internationale Streuung sowie kurze Restlaufzeit achten und sicherstellen, dass sie mindestens ein Investment Grade Rating besitzen. Wo diese Bedingungen nicht erfüllt sind, müssen diese Investments aus Risikosicht dem risikobehafteten Portfolioteil zugeordnet werden.

- Wenn die Zielsetzung »Sicherheit« oder »niedriges Risiko« ist, sind Aktien generell kein Ersatz für Anleihen und natürlich noch weniger für Staatsanleihen.
- Bankguthaben (also Schulden von Unternehmen überwiegend schwacher Bonität) repräsentieren – außerhalb der staatlichen Einlagensicherung von 100.000 Euro pro Einleger – grundsätzlich keine risikoarme Anlageform.

[www.gerd-kommer-invest.de](http://www.gerd-kommer-invest.de)

**Ein Schlüsselkonzept für das Verständnis von Risiko: Die »Cash-Flow-Kaskade«**

Von Dr. Gerd Kommer und Jonas Schweizer

*Das unter Privatanlegern wenig bekannte betriebswirtschaftliche Konzept der »Cash-Flow-Kaskade« hilft dabei, den vielleicht fundamentalsten Treiber von Risiko bei den Asset-Klassen Aktien, Anleihen und Immobilien zu verstehen. Die Cash-Flow-Kaskade ist eine metaphorische Bezeichnung für die Reihenfolge und damit die Qualität und den Wert der rechtlichen Ansprüche auf die Cash-Flows und Assets eines Unternehmens, die die unterschiedlichen »Stakeholder« des Unternehmens haben. Die Rangfolge dieser Ansprüche erklärt das Risiko von Asset-Klassen und erklärt, warum Staatsanleihen fundamental risikoärmer sein müssen als entsprechende Unternehmensanleihen, Immobilien und Aktien.*

Wenn man Anlegern die Frage stellt, warum Aktien risikoreicher als Anleihen oder andere zinstragende Investments sind, dann kommt oft die Antwort: »Weil Aktien eine höhere Volatilität aufweisen«, ihr Kurse oder Renditen also stärker schwanken. Statt Volatilität werden in diesem Zusammenhang manchmal auch andere Risiko-

kennzahlen wie z. B. maximaler Drawdown oder Value at Risk genannt. Unabhängig von der gewählten Risikokennzahl ist die Aussage streng genommen in jedem Fall falsch. Volatilität und andere Risikomesszahlen sind nur ein Ausdruck von Risiko, aber nicht seine Ursache.

Das höhere Risiko von Aktien gegenüber Anleihen lässt sich mit ihrer höheren Volatilität oder anderen einschlägigen Risikokennzahlen nur zeigen und quantifizieren aber nicht erklären. Die Erklärung von Risiko erfordert die Beschreibung einer Kausalität, d. h. einen sachlogischen Ursache-Wirkung-Zusammenhang. Ohne die Identifikation einer sachlogischen Kausalität ist insbesondere die entscheidende Frage, ob historisch gemessene Risiken bzw. Unter- oder Überrenditen gegenüber einer sinnvollen Benchmark sich in Zukunft so oder ähnlich fortsetzen werden, schwer oder gar nicht zu beantworten.

Daher nun zu der wohl wichtigsten Erklärung, warum Aktien risikoreicher sind als Anleihen bzw. zinstragende Anlagen und warum sie deswegen in die Zukunft gerichtet eine höhere Renditeerwartung haben müssen. Eine höhere Rendite hatten sie in der Vergangenheit in rund 90% aller Zehnjahresperioden sowieso. (Es wird hierbei jeweils unterstellt, dass (a) die Aktien und Unternehmensanleihen

CF-Stufe	Cash-Flow-Größe des Unternehmens	CF-empfangende Stakeholder-Gruppe
1	+ Umsatz	---
2	↓ - Ausgaben für arbeitnehmerbezogene Sozialversicherungsbeiträge	Staatliche Sozialversicherung
3	↓ - Ausgaben für Steuern (Körperschaftsteuer und andere Steuern)	Staat
4	↓ - Ausgaben für Löhne/Gehälter	Arbeitnehmer
5	↓ - Ausgaben für Sachkosten (Energie, Rohmaterialien usw.)	Lieferanten
6	↓ - Ausgaben für Zinsen	Fremdkapitalgeber (Banken, Anleihegläubiger)
7	↓ - Ausgaben für Schuldentilgung	Fremdkapitalgeber (Banken, Anleihegläubiger)
8	↓ - Ausgaben für Mieten	Vermieter (Immobilieninvestoren)
9	↓ - Ausgaben für Investitionen	Lieferanten
10	= Gewinn (zur Thesaurierung, Ausschüttung oder für Aktienrückkäufe)	Aktionäre/Gesellschafter

sich auf dasselbe Unternehmen beziehen; (b) Unternehmensanleihen und Staatsanleihen die gleiche Laufzeit (Duration) und Währung haben; (c) die Staatsanleihen von dem Staat emittiert wurden, in dem das Unternehmen seine primäre Geschäftstätigkeit unterhält.)

Diese Erklärung fußt auf dem Konzept der so genannten Cash-Flow-Kaskade (Siehe Abbildung Seite 7). So wichtig dieses Konzept ist, so selten wird es in der wissenschaftlichen Finanzökonomie erwähnt. In Finanzratgeberbüchern sucht man vollends vergebens danach.

Die Cash-Flow-Kaskade ist eine bildhafte Bezeichnung für die Reihenfolge der rechtlichen Ansprüche auf die Gewinne, genauer die Cash-Flows (Zahlungsströme) eines Unternehmens, die seine unterschiedlichen »Stakeholder« aufgrund ihrer rechtlichen Position für sich beanspruchen können. Stakeholder lässt sich hier mit »Anspruchsgruppe« übersetzen, beispielsweise Mitarbeiter, Aktionäre, Kreditgeber, Vermieter, Lieferanten oder der Staat. Gelegentlich wird auch die Bezeichnung »Cash-Flow-Wasserfall« statt Kaskade verwendet, aber Kaskade ist die treffendere Metapher, wie sich gleich zeigen wird.

Aus der Reihenfolge der rechtlichen Ansprüche (der »Rangigkeit« oder Rangfolge), die die Besitzer von Aktien und Unternehmensanleihen eines einzelnen Unternehmens einnehmen, erklärt sich nämlich der größte Teil der unterschiedlichen Sicherheit bzw. Unsicherheit der Cash-Flow-Ansprüche der einzelnen Stakeholder-Gruppen. Diese Unsicherheit drückt sich zum Beispiel in der Volatilität der Cash-Flows und schlussendlich der Volatilität der Aktienrenditen aus. Auch Einsichten darüber, weshalb Staatsanleihen grundsätzlich risikoärmer und daher renditeärmer als Unternehmensanleihen oder Bankschulden (Bankeinlagen) sein müssen, lassen sich aus dem Kaskadenkonzept ableiten. Die Abbildung auf der vorhergehenden Seite illustriert beispielhaft die typische Cash-Flow-Kaskade eines Unternehmens.

Auf den ersten Blick ähnelt die Abbildung ein wenig der traditionellen Gliederung einer betrieblichen Gewinn- und Verlustrechnung (GuV). Bei genauerer Betrachtung bestehen jedoch merkbare Unterschiede zu einer GuV. In der betrieblichen Cash-Flow-Kaskade geht es nicht darum, die Berichtstandards der Rechnungslegung und Buchhaltung oder unser davon oft abgeleitetes, gewohnheitsmä-

ßiges Verständnis widerzuspiegeln, sondern rechtliche und ökonomische Realitäten darzustellen; vor allem in einem Szenario, in dem der Unternehmens-Cash-Flow nicht ausreicht, um einen nennenswerten Gewinn zu erzeugen.

Die Cash-Flow-Stufen (Rangigkeit) ergeben sich größtenteils aus dem Schuldrecht (z. B. Kreditverträgen) im BGB, dem Gesellschaftsrecht (Unternehmensrecht), dem Konkursrecht, dem Steuerrecht, dem Verwaltungsrecht und typischen vertragsrechtlichen Gestaltungen im hier relevanten allgemeinen Rechtsverkehr. Diese Rechtsbestimmungen und -prinzipien dürften sich in allen marktwirtschaftlich verfassten Ländern stark ähneln und in den westlichen Ländern vielfach seit der Renaissance (16. Jahrhundert) existieren. Eine Parallele zum Cash-Flow-Kaskaden-Konzept existiert im Grundpfandrecht, wo das Prinzip der erst-, zweit- und drittrangigen Grundschulden oder Hypotheken zu Gunsten eines Kreditgebers eine essentielle Grundlage der gesamten Immobilienfinanzierung ist.

Die Abbildung unterstellt, dass in dem Unternehmen keine Verpfändung oder »Abtretung« spezifischer Teile des Unternehmensvermögens (Aktiva) an einzelne Gläubiger (z. B. Lieferanten oder Banken) besteht. Solche zivilrechtlichen Sicherungsrechte sind zwar verbreitet und haben im Einzelfall Einfluss auf die Rangigkeit eines Einzelgläubigers, insbesondere im Konkursfall, sie ändern aber nichts an der grundsätzlichen Relevanz des Cash-Flow-Kaskaden-Prinzips. Generell gilt: Zahlungsansprüche privater Gläubiger (Lieferanten, Banken, Vermieter) sind normalerweise den Ansprüchen von Sozialversicherungskassen und denen des Staates (Steuern) von Gesetzes wegen nachgeordnet. Das gilt häufig selbst dann noch, wenn einzelne Gläubiger zivilrechtliche Sicherungsrechte an bestimmten Vermögensgütern (Aktiva) des Unternehmens besitzen, z. B. Grundschuldpfandrechte oder Kontoverpfändungen zu Gunsten von Banken.

Innerhalb der Cash-Flow-Stufe 4 bis 9 ergibt sich die Reihenfolge normalerweise nicht mehr aus dem Gesetz, sondern aus ökonomischer Logik. Löhne, Energie und Rohmaterialien wird oder muss ein Unternehmen in der Regel – auch wenn seine Liquidität knapp ist – vor dem Kapitaldienst bezahlen, denn ohne diese Inputs dürfte oder könnte die Umsatzerzielung von einem Tag auf den anderen oder jedenfalls in kurzer Zeit zum Erliegen kommen. Das



trifft normalerweise sogar dann noch zu, wenn das Unternehmen bereits unter Konkursverwaltung steht. Unterlassene oder verzögerte Kapitaldienstzahlungen an Anleihegläubiger, Banken oder Mietzahlungen an Vermieter hingegen führen oft noch monatelang, vielleicht sogar jahrelang nicht zum Ende der Produktion und der Umsatzzielung. Schließlich muss die jeweilige Bank oder der Vermieter erst ein komplexes, rechtlich aufwendiges und oft sehr zeitaufwendiges Verfahren einleiten, um ihre Zahlungsansprüche durchzusetzen.

Sehen wir uns das an einem Beispiel an. Wir unterstellen, dass ein Unternehmen ernste Rentabilitäts- und Liquiditätsprobleme hat. Das bedeutet, dass seine Ausgaben oder Cash-Outflows seine Einnahmen (Cash-Inflows) dauerhaft übersteigen. In einer solchen Situation steht es dem Unternehmen nicht frei, welche Stakeholder es mit seinen knappen Geldmitteln bezahlt und welche zeitweilig oder dauerhaft leer ausgehen. Die Reihenfolge der Zahlungsansprüche der verschiedenen Stakeholder (Reihenfolge der Gläubigerbefriedigung) wird primär vom Gesetz und sekundär von Verträgen sowie der soeben erwähnten ökonomischen Logik bestimmt. Die Höhe der verfügbaren Geldmittel und diese Reihenfolge bestimmen den Punkt, vor dem ein Stakeholder bzw. eine Stakeholder-Gruppe noch Geld bekommt und ab dem die nachfolgenden Stakeholder kein Geld mehr sehen.

Hält sich der Unternehmer nicht an diese Reihenfolge, wird er sich wahrscheinlich strafbar und/oder vertragsbrüchig machen – mit möglicherweise gravierenden strafrechtlichen Folgen. Kommt es zum formalen Konkurs des Unternehmens und zur Einsetzung eines Konkursverwalters im Rahmen des Konkursrechtes, gilt diese Reihenfolge der Gläubigerbefriedigung nun für den Konkursverwalter, der an die Stelle des früheren Geschäftsführers tritt.

Wer das Konzept der Cash-Flow-Kaskade durchdenkt, erkennt, dass Fremdkapital (Kredite und Anleihen) aus dem einfachen Grund risikoärmer ist als Eigenkapital (Aktien und Gesellschafteranteile), weil es in der Cash-Flow-Kaskade weiter oben angesiedelt ist. Mit anderen Worten: Aktien können in Bezug auf Wertverlustgefahr – sinnlose Äpfel-Birnen-Vergleiche ausgenommen – grundsätzlich nicht risikoärmer sein als Anleihen, weder kurzfristig noch langfristig.

Die zu beobachtende höhere Volatilität von Aktienrenditen ist nicht die Ursache des höheren Risikos von Aktien, sondern seine Konsequenz. Die wirkliche Ursache des Aktienrisikos ist die niedrigere Position, die Aktien in der Cash-Flow-Kaskade einnehmen, sie produziert die um ein vielfaches höhere Volatilität von Gewinnen (und damit Aktienrenditen) gegenüber dem Kapitaldienst (Zins- und Tilgung), der an Anleihe- und Kreditgläubiger geht.

Wie funktioniert das im Einzelnen? Weil Anleihen in der Kaskade weiter oben stehen, ist die Wahrscheinlichkeit, dass sie in einem bestimmten Jahr auch tatsächlich »bedient« werden (der Kapitaldienst gezahlt wird) höher als bei Aktien, die nur einen »Residualanspruch« verkörpern. Weil diese ganz unten in der Cash-Flow-Kaskade stehen, werden sie erst vergütet, nachdem alle anderen Stakeholder ihre Kompensation erhalten haben. Wenn danach noch Liquidität übrigbleibt, dann – und nur dann – erhalten es die Aktionäre. Es kann entweder an sie ausgeschüttet werden (in Form einer Dividendenzahlung oder eines Aktienrückkaufs) oder im Unternehmen verbleiben (Gewinnthesaurierung). Ein wichtiger Trost für die Aktionäre: Egal, wie viel für sie übrigbleibt, der Betrag ist – anders als bei allen anderen Stakeholdern – nicht nach oben begrenzt. Einzig die Aktionäre haben – im Prinzip – eine unbegrenzte Upside.

Eine erwähnenswerte Besonderheit gilt in Bezug auf Stufe 3 der Cash-Flow-Kaskade. Steuern fließen bekanntlich an die verschiedenen Gliederungsebenen des Staates. In Deutschland sind das Bund, Länder und Gemeinden. Steuern sind die Haupteinnahmequelle des Staates. Vorwiegend aus Steuereinnahmen wird wiederum der Kapitaldienst (Zins und Tilgung) für die staatliche Kreditaufnahme geleistet, also für Anleihen und Kredite, die die öffentliche Hand emittiert bzw. aufnimmt. Das bedeutet, dass der Staat in der Cash-Flow-Kaskade von Unternehmen in seiner Rolle als Gläubiger von Steueransprüchen und Sozialversicherungsleistungen von Gesetzes wegen weiter oben steht als die Fremdkapitalgläubiger des Unternehmens (Kredite, Anleihen oder Lieferantenschulden), also Vermieter und natürlich auch weiter oben als Aktionäre. Diese »Seniorität« der staatlichen Gläubigerposition ist einer unter mehreren Gründen dafür – und einer der für gewöhnlich übersehen wird –, dass Staatsanleihen risikoärmer sein müssen als Unternehmensanleihen im selben Staat. Andere Gründe für diesen strukturellen Risikovorteil von

Staatsanleihen relativ zu Aktien und Anleihen von Unternehmen haben wir in unserem Beitrag »Sovereign Ceiling« (Vorhergehender Artikel hier im Elitebrief) erläutert.

Insgesamt gilt: Die Cash-Flow-Kaskade erklärt ursächlich einen großen Teil der unterschiedlichen Risikolevel der unterschiedlichen Stakeholder-Ansprüche eines Unternehmens (Aktien, Anleihen, Vermieterposition, staatliche Zahlungsansprüche usw.). Alle diese Ansprüche sind Ansprüche auf den gleichen Cash-Flow, wenngleich mit unterschiedlicher Rangfolge. Der Risikotreiber »Leverage« (das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital in einem Unternehmen) ist letztlich eine Konsequenz der Cash-Flow-Kaskade. Zu den weiteren Faktoren, die das Risiko eines Unternehmens für Aktionäre und Anleihegläubiger beeinflussen, gehören z. B. der so genannte »Operating Leverage« (das Verhältnis von variablen Kosten zu fixen Kosten), das allgemeine Branchenrisiko, die Zinsentwicklung und unternehmensspezifische Faktoren wie etwa die Qualität des Managements.

Das Cash-Flow-Kaskaden-Konzept erklärt, warum Aktien langfristig eine höhere Rendite und ein höheres Risiko als Unternehmensanleihen haben müssen (auch wenn dieses höhere Risiko sich in einzelnen Zeitfenstern nicht materialisiert) und warum diese wiederum eine höhere Rendite und ein höheres Risiko als Staatsanleihen besitzen müssen. Hybride Wertpapiere, die Mischungen aus Eigen- und Fremdkapital darstellen, z. B. Wandelanleihen, oder Derivate sind diesbezüglich lediglich Variationen oder Mischformen von Aktien und Anleihen.

#### Fazit:

- Die Rangigkeit von Rechtsansprüchen in der Cash-Flow-Kaskade ist der vielleicht fundamentalste aller Risikotreiber.
- Die Cash-Flow-Kaskade erklärt, warum Anleihen (bei korrektem Vergleich) strukturell risikoärmer sind als Aktien und warum Staatsanleihen fundamental risikoärmer sein müssen als Unternehmensanleihen.
- Die Cash-Flow-Kaskade erklärt weiterhin, warum Vermietungsimmobilien risikoreicher sein müssen als Staatsanleihen.
- Volatilität und andere empirische Risikokennzahlen sind lediglich Folgen oder Ausprägungen dieses Risikotreibers, also Risikosymptome, nicht jedoch Risikoursachen, mit denen sie oft verwechselt werden. □

#### Buchempfehlung:

### Souverän investieren für Einsteiger

»Wie Sie mit ETFs ein Vermögen bilden«

Von Dr. Gerd Kommer

»Investieren« ist ein Reizwort für viele Menschen. Woran das liegt? An der verbreiteten Angst vor Finanzprodukten und den schwer durchschaubaren Vorgängen auf den Finanzmärkten. Mit einem Fremden würde man ja auch nicht das Bett teilen. Dabei existiert eine freundliche und einfache Art der Geldvermehrung: die Anlage in ETFs (Exchange Traded Funds). Damit wirklich jede Privatperson nach ihren eigenen Möglichkeiten und ohne finanzielle Vorkenntnisse von ETFs profitieren kann, gibt es jetzt dieses Grundlagenwerk vom Top-Experten. Kurz, knackig und kompetent – mit allen Vorteilen der begleitenden Website [www.weltportfolio.net](http://www.weltportfolio.net). ETFs sind Fonds, die einen Aktienindex nachbilden. Anders als die meisten Investmentfonds haben sie keinen Ausgabeaufschlag und sehr geringe laufende Kosten. Das ist gut, denn die Bank verdient nicht mit. Kurz: ETFs sind das Sparbuch der Zukunft.

ISBN 9783593509181

240 Seiten

Campus Verlag



## »China entzaubert die USA – rechtzeitig Anlagechancen nutzen«

Von Andreas Grünewald

*Die Welt sortiert sich neu: Asien und hier insbesondere China werden die Gewinner sein. Das »Goldene Zeitalter« des Westens geht zu Ende, die US-Dominanz schwindet. Über 50 % der Weltbevölkerung lebt mittlerweile in Asien, nur noch weniger als 5 % in den USA. Gut 4 Milliarden Asiaten, davon ein Drittel Chinesen, fordern immer stärker ihre Beteiligung an der Weltgemeinschaft ein. Visionäre Pläne Chinas treffen hierbei auf einen weitgehend planlosen Westen. Favorisiert sind Unternehmen, die sich rechtzeitig auf diese globalen Umbrüche eingestellt und ausgerichtet haben.*

### **China setzt visionäre Pläne um – Westen weitgehend planlos**

Für die meisten Menschen hierzulande unbemerkt, startete China vor fast 40 Jahren seine massive und beeindruckende Aufholjagd. In den vergangenen drei Jahrzehnten entwickelte sich das Reich der Mitte zur am schnellsten wachsenden Volkswirtschaft der Welt. Der mächtigste Mann des Landes ist Xi Jinping, Generalsekretär der Kommunistischen Partei und zugleich Staatspräsident Chinas. Er präferiert die Marktwirtschaft und bekennt sich zur Reform- und Öffnungspolitik.



Andreas Grünewald,  
Vorstand, FIVV AG  
[www.fivv.de](http://www.fivv.de)

China hat nicht nur seine auf den Parteitag vorgestellten Fünfjahrespläne, sondern auch einen visionären Plan für die kommenden 30 Jahre. Xi will das Land zur wohlhabenden, ökologischen Hightech-Nation machen. Hierbei setzt er auf einen Mix aus staatlicher Lenkung und Deregulierung sowie einer immer weiter geöffneten Volkswirtschaft. Ziel ist es, bis zum Jahre 2025 zu einem Innovationsführer in allen wichtigen Schlüsseltechnologien aufzusteigen, siehe Energieerzeugung, E-Mobilität, Flugzeug-, Eisenbahn- und Schiffbau sowie Robotertechnik, Mobilfunk-Technologie und Medizintechnik. Die Ausga-

ben für Forschung & Entwicklung liegen bereits heute höher als in der gesamten EU und steigen schneller als in den USA. Die Anzahl der internationalen Patentanmeldungen ist mittlerweile höher als in Europa, USA und Japan zusammen.

Auf internationaler Ebene gilt es, im Rahmen der neuen Seidenstraße ein interkontinentales Infrastrukturnetz zwischen Asien, Europa und Afrika voranzutreiben. Bis zum Jahre 2049, sprich dem 100-jährigen Gründungsjubiläum der Volksrepublik China, soll das Land modern, stark und wohlhabend sein.

Wie sehen hingegen unsere Zukunftspläne, unsere Visionen in Deutschland, in Europa oder in den USA aus? Hier herrscht praktisch gähnende Leere. Stattdessen standen bzw. stehen Themen wie die Überschuldung, Brexit, Flüchtlings-, Immobilien-, Banken- und Finanzkrise auf der Agenda. Wir versäumen dringend benötigte Investitionen in unsere Infrastruktur, Kinder und Bildung sowie die massive Förderung der ohnehin wenigen Branchen bzw. Technologien, in welchen wir noch Weltmarktführer sind.

Gleichzeitig wachsen Hunderte Millionen junger und immer besser ausgebildeter Chinesen erstmals in den Konsum hinein und befeuern die Wirtschaft. Hierbei werden heutige Unternehmenslenker, die aufgrund der chinesischen Kulturevolution in den Jahren von 1966 bis fast 1980 keine adäquate Ausbildung genießen konnten, durch Akademiker mit besten Abschlüssen ersetzt. Parallel hierzu steht der starke politische Wille, international immer mehr Verantwortung und Führung zu übernehmen. Während der US-Präsident Donald Trump zahlreiche protektionistische Maßnahmen ergreift und sich gefühlt mit der halben Welt anlegt, bekennt sich Xi Jinping zum Welthandel. So wurde auf dem jüngsten Volkskongress dargelegt, dass der chinesische Markt für das verarbeitende Gewerbe komplett geöffnet werden soll und Markteintrittsbarrieren für zahlreiche Sektoren, wie Finanzwesen, Medizin und Telekommunikation weiter abgebaut werden.

### **Wachablösung der USA bereits weit vorangeschritten**

Vor 25 Jahren war die deutsche Volkswirtschaft auf US-Dollar-Basis noch etwa viermal so groß, wie die Chinesische, heute ist deren Bruttoinlandsprodukt (BIP) circa viermal größer als das Deutsche. China ist mittlerweile mit einem 2018er BIP von fast 13.000 Milliarden US-Dollar zur zweit-

größten Volkswirtschaft der Welt, nach den USA aufgestiegen. Es wird die verbleibende Lücke zu den USA zügig schließen und dann rasch auch an den USA vorbeiziehen.

Chinas Beitrag zum weltweiten Wirtschaftswachstum beträgt die letzten Jahre rund ein Drittel. Mit Ausfuhren im Wert von 2.300 Milliarden USD ist China der größte Exporteur der Welt. Das Reich der Mitte steht für rund 25% des globalen Automobilabsatzes, knapp ein Viertel der weltweit 500 größten Unternehmen kommt gemäß des Wirtschafts magazins Fortune bereits aus China. Der aktuelle Handelsstreit zwischen den USA und China wird hieran nichts Wesentliches ändern. Die gesamten Exporte von China in die USA machen gerade einmal rund 500 Mrd. USD bzw. 4% der chinesischen Volkswirtschaft aus – somit weniger, als das chinesische BIP allein dieses Jahr wachsen wird. Zudem bedeutet ein Strafzoll nicht, dass diese Umsätze komplett wegbrechen. Zum einen werden trotz Preissteigerungen einige Konsumenten weiterhin diese Güter erwerben wollen. Zum anderen kann China als Gegenreaktion seine Währung abwerten sowie betroffene Unternehmen fördern und hierdurch eine Preiserhöhung abmildern. Und nicht zuletzt sucht China verstärkt den Brückenschlag innerasiatisch sowie in Richtung Europa und insbesondere auch nach Afrika, um perspektivisch noch unabhängiger von den USA zu werden.

#### **Von der Werkbank zum Forschungslabor**

Mit jährlich über 6 Millionen Universitätsabsolventen, hiervon rund 2 Millionen Ingenieure, stammen mittlerweile über ein Viertel der weltweiten Hochschulabsolventen aus dem Reich der Mitte. Die Chinesen werden zukünftig auch die ihrerseits benötigten Maschinen selbst bauen, fortentwickeln und in die Welt exportieren. China modernisiert sich und seine Infrastruktur eindrucksvoll Schritt für Schritt. Trotz dieser Entwicklungen ist vielen Privatanlegern aber auch Finanzexperten das Reich der Mitte praktisch völlig unbekannt. Die Wenigsten haben das Land persönlich bereist, geschweige denn außerhalb der klassischen touristischen Ziele Städte und Unternehmen besucht. Diesen Ausführungen liegen 15 Chinareisen inklusive Besichtigung von fast 40 chinesischen Millionenstädten quer durch das Land sowie der Aufbau und die Führung einer eigenen Chinarepräsentanz in Beijing seit dem Jahre 2005 zugrunde. Das sich hierbei ergebende Chinabild ist wesentlich vielschichtiger und positiver, als wir es hierzulande wahrnehmen. Natürlich gibt es (auch) in

China viele Problemfelder über welche hierzulande breit in den Medien gesprochen wird. Diese gilt es überhaupt nicht kleinzureden oder gar wegzudiskutieren. Aber es gibt eine große Vielfalt an normalen oder gar positiven, dieses Land vorantreibenden Faktoren, die jedoch im täglichen Strom der Schlagzeilen kaum realisiert werden.

#### **Öffnung der Kapitalmärkte bietet Chancen für Anleger**

Shanghai ist auf dem Weg zu einem globalen Finanzzentrum. Schritt für Schritt öffnen sich die chinesischen Aktien- und Bondmärkte. Sie ermöglichen (internationalen) Investoren damit ihr Produktspektrum zu erweitern und eine bessere Risikostreuung zu erzielen. Aktuell sind chinesische Standardwerte bei einem Indexstand beispielsweise des CSI 300 von gut 3.000 Punkten mit einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von rund 10 vergleichsweise günstig bewertet. Das zuvor geschilderte Gesamtumfeld sollte die chinesischen Unternehmensgewinne und somit auch die zugehörigen Aktienmärkte beflügeln. Zur Risikoreduktion ist hierbei eine breite Titel- und Branchenstreuung sowie ein langfristiger Anlagehorizont sehr wichtig. Favorisiert sind Unternehmen aus den Segmenten Infrastruktur, (höherwertige) Konsumgüter, Gesundheit, Internetdienstleister, Umwelt, Bildung und Freizeit. Für die meisten (Privat-)Anleger dürfte ein breit aufgestellter Chinafonds, welcher zu den gewünschten Branchenschwerpunkten und zum Chance-Risiko-Profil des Anlegers passt, die optimale Lösung sein. So präferiert der FIVV-MIC-Mandat-China (WKN: DE000A0JELL5) seit Jahren die zuvor genannten Branchen. Trotz des deutlichen Kurrücksetzers im aktuellen Jahr, beträgt hier die Performance der vergangenen 5 Jahre per Ende November 2018 fast 50% nach Kosten. Profiteure sind darüber hinaus global aufgestellte Konzerne, die sich frühzeitig auf China ausgerichtet haben oder deren Produkte bei den chinesischen Käuferschichten als Statussymbole begehrt sind. □

### **Schenken Sie Trost!**

Bitte unterstützen Sie das Kinderhospiz Bethel für unheilbar kranke Kinder.

Spendenkonto 4077,  
Sparkasse Bielefeld,  
BLZ 480 501 61  
Stichwort „Hospizkind“  
[www.kinderhospiz-bethel.de](http://www.kinderhospiz-bethel.de)



## Umbrüche und Megatrends

Von Manfred Gburek

Elektromobilität, ein Schlagwort, das heutzutage nicht allein die Bosse der Autoindustrie vom Hocker reißt, sondern auch Autonarren weltweit fasziniert. Schnell ist da von Revolution statt Evolution die Rede. Brancheninsider verwenden lieber das Wort Disruption; ich nenne es der besseren Verständlichkeit halber einfach Umbruch. Der ganze mit der Elektromobilität verbundene Rummel wird getoppt von zwei Fotos, aufgenommen mitten in New York, erstens um die Wende zum 20. Jahrhundert, zweitens ein gutes Jahrzehnt später. Auf dem ersten Foto sieht man lauter Pferdewagen und ein einziges Auto, auf dem zweiten lauter Autos und nur noch eine Pferdewagen.

Ob es von heute an bis zum Jahr 2030 wohl vergleichbar zugehen mag, allerdings mit Benzinern anstelle von Pferdewagen und mit Stromern anstelle von Benzinern? Darüber wird gerade heiß diskutiert, als sei dieser Umbruch bereits ausgemachte Sache. Woher der viele Strom kommen soll, wenn nicht von Atom- und Kohlekraftwerken mit negativer Umweltbilanz? Häufige Antwort: Wird sich schon irgendwie ergeben. Haben nicht auch Hybrid- (Toyota) und Wasserstoffautos (Hyundai) eine große Chance, die Benziener abzulösen? Die Antwort auf diese Frage werden uns die Autobosse noch lange schuldig bleiben.

Und nun? Spricht man mit Insidern der wichtigsten infrage kommenden Branchen, ist zumindest so viel gewiss: Der Wandel von Benzinern zu alternativ angetriebenen Autos befindet sich bereits in vollem Gange und wird noch viele Jahre anhalten. Welche Unternehmen letztlich auf den vielen zur Verfügung stehenden Siegerpodesten landen werden, bleibt bis auf Weiteres offen. Dafür sind die Alternativen zu den etablierten Stromern in der Praxis zu wenig erforscht. Sie reichen von Carsharing-Angeboten und alternativen Taxidiensten über autonom fahrende Pkws und Lkws bis zu Verbundsystemen unter Einbeziehung des öffentlichen Schienen- und -fernverkehrs sowie der Fliegerei. Zweifellos lohnt es sich für Anleger, den Wandel in Sachen Mobilität intensiv zu verfolgen – und sich vor allem auch vergangene Umbrüche vor Augen zu führen, denn aus denen kann man sehr viel lernen. Nehmen wir die Pille. Erst sie hat eine Art weibliche Revolution ausgelöst. Oder das Internet. Es hat die Medien total durcheinander gewirbelt.

Oder die Globalisierung. Sie hat nicht nur für die zwischenzeitliche Beruhigung der Inflation in den westlichen Ländern gesorgt, sondern auch dafür, dass Arbeitsplätze aus diesen Ländern in Schwellenländer unter Führung Chinas verlagert wurden.

Die Aufzählung der Umbrüche wäre absolut unvollständig, wenn ich es bei den gerade erwähnten Beispielen beließe. Es gibt nämlich noch eine ganze Reihe von weiteren, die unser Leben bestimmen haben und weiter bestimmen. Sie sind im Folgenden ohne Anspruch auf Vollständigkeit nach dem Motto alt/neu aufgeführt: Kalter Krieg/Zerfall des Ostblocks, D-Mark/Euro, Festnetz/Mobilfunk einschließlich Festnetz, Papierfotos/Digitalfotos, Zeitungen und Zeitschriften/Onlinemedien, Zinszyklus/anhaltender Null- bis Niedrigzins, traditionelle Banken und Sparkassen/Fintechs, Anlageberatung/Anlagenvertrieb, Software als Rationalisierungsinstrument/Software auch als Angriffsziel der Cyberkriminalität, Schreibmaschine/Computer, manuelle Arbeit/Roboter, CD/Musik aus dem Internet, Handy/Smartphone, Spaßfußball/Bezahlfußball, Energiemix/Energiewende, »refugees welcome«/Flüchtlingskrise.

So weit die mal mehr, mal weniger zurückliegende Vergangenheit. Keiner von den hier genannten Umbrüchen lässt sich ohne Wenn und Aber in die Zukunft fortschreiben. Neue Umbrüche werden kommen und gehen. Aber soll man deshalb als Anleger aufgeben und ihre Interpretation anderen überlassen? Nein! Denn die anderen haben im Zweifel weniger Durchblick als Sie; das gilt auch für die meisten Anlageberater. Verfolgen Sie doch einfach das, was zum Beispiel die Medien an nützlichen Informationen hergeben – leider gibt es auch viele unnütze, aber durch ständiges Verfolgen haben Sie bald den richtigen Dreh raus.

Eine probate Methode, etwas von dem mitzubekommen, was uns in Zukunft erwarten könnte, besteht im Verfolgen sogenannter Megatrends. Davon gibt es ein halbes bis ganzes Dutzend, je nachdem, wie man sie interpretiert, welche noch bestehen und welche sich bereits abschwächen. Hier folgt eine betont subjektive unkonventionelle Auswahl: Wir werden im Durchschnitt immer älter. Die Medizin macht sprunghafte Fortschritte. Frauen setzen sich zunehmend auch in Toppositionen durch. Die künstliche Intelligenz erzielt den Durchbruch. Wir werden im Geschäfts- wie auch im Privatleben total vernetzt. Die Städte platzen aus allen Nähten, an der Gegenbewegung aufs Land wird von

Politikern herumgefeilt. Das Wirtschaftswachstum verlagert sich noch mehr als bisher vom Westen über die sogenannte Seidenstraße bis zum Fernen Osten. Englisch dringt als Weltsprache bis in den hintersten Urwald vor. Stellvertreterkriege an den globalen Brennpunkten und darüber hinaus setzen sich fort. □

**Kapitel 5 aus dem Buch:**  
**»Reich werden ist keine Schande!.«**  
**Kindle Edition: [www.amazon.de](http://www.amazon.de)**  
**ePUB: [www.epubli.de](http://www.epubli.de)**



## Unterstützer gesucht!

**Kultur ist ohne hilfreiche Unterstützung nicht möglich – nirgendwo, auch nicht in Augsburg mit seiner Vielfalt und hohen Qualität an Veranstaltungen. Die bayerische kammerphilharmonie braucht Paten, die es dem Orchester ermöglichen, die anfallenden Kosten für die Konzerte abzudecken. Falls Sie spenden wollen, bitte vergessen Sie nicht, beim Überweisen Ihren Namen und Ihre Postanschrift anzugeben, damit Sie eine Spendenbescheinigung erhalten. Die Zuwendungen sind steuerlich absetzbar.**

**bayerische kammerphilharmonie**  
**IBAN: DE6172050000240716423**  
**BIC: AUGSDE77XXX**

**bayerische kammerphilharmonie**  
**Geschäftsführung: Valentin Holub**  
**Jesuitengasse 2**  
**86152 Augsburg**

**Das Büro der kammerphilharmonie ist**  
**Mo bis Fr: 10.00 bis 13.00 Uhr geöffnet.**

**Telefon: +49(0)821/521 36-20**  
**Telefax: +49(0)821/521 36-22**

**[info@kammerphilharmonie.de](mailto:info@kammerphilharmonie.de)**  
**[www.kammerphilharmonie.de](http://www.kammerphilharmonie.de)**

**Impressum: Anschrift:** Elite Report Redaktion, Niggerstraße 4/II, 81675 München, Telefon: +49(0) 89/470 36 48, [redaktion@elitebrief.de](mailto: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.