

Sicherheit als Renditequelle

Von Reiner Riecker und Michael Geiß,
Hoerner Bank AG Vermögensverwaltung

Am Ende dreht sich alles um Sicherheit. Investoren unterscheiden sich nur in der Frage, »welche Sicherheit« sie wünschen. »Sicherheit« kann bedeuten, stetig negative Wertschwankungen zu begrenzen, oder »Sicherheit« kann bedeuten, Zielrenditen über vorgegebene Zeiträume zuverlässig zu erreichen.

Inzwischen gibt es umfassende Datenbanken zu Handlungen und Ergebnissen von gemanagten Wertpapierportfolios, die klassisch in den Aktien- und Anleihemarkt investieren. Werden diese Daten systematisch ausgewertet, so zeigt sich, welche Anlagestrategien erfolgreich welches Sicherheitskonzept bedienen. Als jüngstes Beispiel für den deutschen Markt sei hier auf die Studie »Sicherheit als Risiko« (Vanguard 2024) verwiesen¹, in der vom Institut für Vermögensaufbau die Daten von ca. 50.000 gemanagten Wertpapierportfolios professioneller Vermögensverwalter ausgewertet wurden. Betrachtet wurde der 15-Jahreszeitraum 2008 bis 2023.

In der Studie wird deutlich, dass für eine Ex-ante-Bewertung der Erwartungswerte von Portfolios nur zwei Kernfragen eine Rolle spielen:

- (1) Verhält sich der Portfoliomanager nach einem Einbruch an den Märkten zyklisch oder antizyklisch?
- (2) Setzt der Portfoliomanager auf eine breite Streuung oder auf eine konzentrierte Auswahl?

Je nach Beantwortung dieser Fragen unterscheidet sich der grundsätzliche Charakter eines Portfolios so stark, dass über eine längere Frist die entsprechende Klassifizierung des Portfolios einen deutlich größeren Einfluss auf die Ertragsersparungen als die möglichen individuellen Unterschiede der Portfolios innerhalb einer Klasse hat.

Portfoliostrategien lassen sich somit in vier Klassen einteilen:

- (1) Zyklische Steuerung der Aktienquote/Breite Streuung der Wertpapiere
 - (2) Antizyklische Steuerung der Aktienquote/Breite Streuung der Wertpapiere
 - (3) Zyklische Steuerung der Aktienquote/Konzentrierte Wertpapierauswahl
 - (4) Antizyklische Steuerung der Aktienquote/Konzentrierte Wertpapierauswahl
- >>



»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2025«

Der Elite Report ist für 39,80 Euro inklusive Mehrwertsteuer und Versand erhältlich. Handelsblatt-Abonnenten erhalten zehn Euro Rabatt (Auslandspost wird extra berechnet).

Bestellungen per E-Mail unter:
bestellung@elitereport.de



Reiner Riecker,
Leiter Vermögensverwaltung,
Hoerner Bank Aktiengesellschaft

www.hoernerbank.de



Michael Geiß,
stellv. Leiter Vermögensverwaltung,
Hoerner Bank Aktiengesellschaft

www.hoernerbank.de

Verfolgt man das Ziel, stetig negative Wertschwankungen zu begrenzen, so muss man das Portfolio zyklisch steuern. Immer wenn zum Beispiel die Aktien im Portfolio verloren haben, so muss die Aktienquote reduziert werden, da man nur so sicherstellen kann, dass die kurzfristigen negativen Wertschwankungen begrenzt bleiben. Erst nachdem sich die Aktienmärkte wieder erholt haben und damit das Portfolio wieder insgesamt im Plus ist, kann die Aktienquote erhöht werden. In der oben genannten Studie wurde gezeigt, dass das hier beschriebene zyklische Vorgehen in Deutschland den Standard im Private Banking und Wealth Management darstellt. Nach Einbrüchen werden niedrige Aktienquote gefahren, nach Boomphasen hohe. Oder anders formuliert: Wenn man Sicherheit über die stetige Begrenzung

der negativen Wertschwankungen definiert, so ist man in gemischten Portfolios gezwungen, Aktien zu verkaufen, wenn sie billig sind, und kann nur kaufen, wenn sie teuer sind. Es ist nicht überraschend, dass dies auf Dauer sehr viel Rendite kostet und diese Portfolios bei einer Betrachtung von fünf, zehn oder 15 Jahren nur mäßige Renditen liefern können².

Wer Sicherheit als Ziel versteht, attraktive Zielrenditen über vorgegebene Zeiträume zuverlässig zu erreichen, der muss eine antizyklische Strategie wählen. Das Portfolio gehört damit in der Tabelle einer anderen Klasse als Portfolios, deren Sicherheitsziel im stetigen Begrenzen von negativen Wertschwankungen besteht. Dabei ist noch zu beachten,

Spezialisierungslehrgang

Zertifizierter Family Officer

**Ihr Können
kann sich sehen
lassen.**

ZERTIFIZIERTER
FAMILY OFFICER
FVF

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

ANZEIGE



Fachseminare
von Fürstenberg

Vermögensverwaltung braucht Qualitäts- standards.

Nutzen Sie unseren zertifizierten Abschluss für Ihren Wettbewerbsvorteil.

► Überzeugen Sie durch

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

► Profitieren Sie von

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



dass eine antizyklische Strategie nur dann langfristige Sicherheit ermöglicht, wenn das Portfolio so breit gestreut ist, dass Ausfallrisiken einzelner Wertpapiere marginalisiert werden. Somit landet man auf der Suche nach langfristig zuverlässigen Renditen in genau einer der vier Klassen: antizyklische Steuerung der Aktienquote kombiniert mit einer breiten Streuung der Wertpapiere.

Unsere Erfahrungen in der Vermögensverwaltung

Aufgrund unserer Positionierung als traditionelle Privatbank und weltweit erfolgreicher Erbenermittler, legen unsere Kunden im Private Banking großen Wert auf Sicherheit sowie langfristigen realen Kapitalerhalt. In der Vermögensverwaltung haben wir von Beginn an gemeinsam mit unserem externen wissenschaftlichen Berater Dr. Andreas Beck ein zeitsensitives Risikomanagement für den mittleren Anlagehorizont entwickelt und in einer Portfoliolösung mit der Zielstellung, »attraktive Renditen bei rollierendem Kapitalerhalt über fünf Jahre zu erzielen«, umgesetzt. Diese Portfoliolösung überführten wir aus steuerlichen Gründen 2008 in den Fondsmantel HB Fonds – Substanz Plus (siehe Grafik unten links).

Neben diversen Preisen wurde unsere Strategie im Jahr 2024 erneut vom Refinitiv Lipper Fund Awards als »Bester Fonds über 10 Jahre« seiner Klasse »Absolute Return EURO Medium« ausgezeichnet. Betrachtet man die Kursentwicklung über den gesamten Zeitraum, so fällt auf, dass die Out-performance wesentlich in Phasen hoher Marktschwankungen erzielt werden konnte. Dieses Muster darf als typisch für antizyklische Anlagestrategien betrachtet werden.

Aufgrund der eindeutigen Vorteile des zeitsensitiven Risikomanagements haben wir Anfang 2019 auch unsere offen-

sivere Strategie, den HB Fonds – Rendite Global Plus, umgestellt und können jetzt spezifische Sicherheitslösungen für den mittleren und den langfristigen Anlagehorizont mit einer antizyklischen Portfoliosteuerung anbieten.

Die Strategie verhielt sich bis 2019 sehr ähnlich zu den zyklischen Konkurrenzportfolios anderer Privatbanken und lieferte »nur« durchschnittliche Ergebnisse. Mit der Umstellung hin zu einem zeitsensitiven Risikomanagement konnten auch im HB Fonds – Rendite Global Plus überdurchschnittliche Ergebnisse erzielt werden.

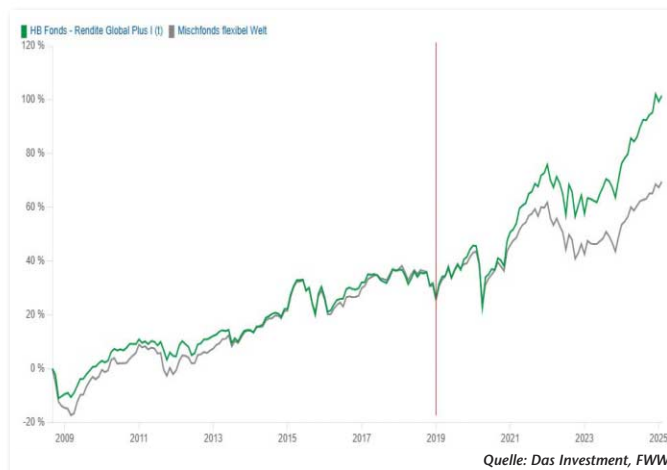
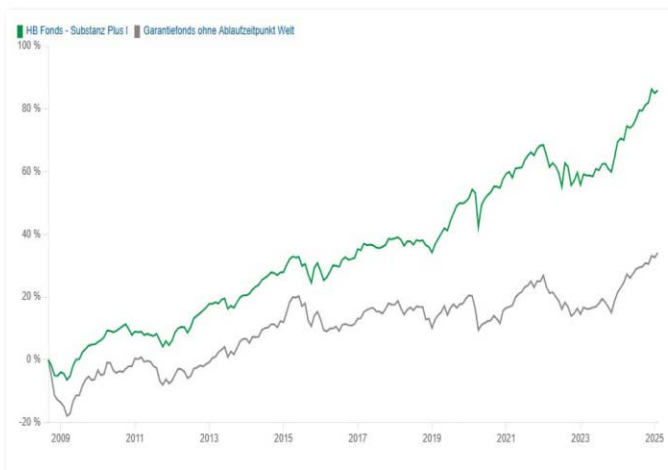
Die rote Linie in der nachfolgenden Grafik kennzeichnet dabei die Umstellung auf ein antizyklisches, zeitsensitives Risikomanagement für die lange Frist (siehe Grafik unten rechts).

Für eine erfolgreiche Umsetzung antizyklischer Strategien ist eine intensive Beratung und Betreuung der Kunden wesentlich. In der Theorie klingt Antizyklus zwar gut, aber in der Praxis ist es tendenziell schmerzhaft, da es mit etwas höheren Schwankungen verbunden ist.

Wir haben mit diesem Ansatz sehr gute Erfahrungen gemacht und unsere Kunden diesbezüglich umfassend informiert und entsprechend vorbereitet. So wissen unsere Kunden schon vor einer möglichen Krise, was wir in der Krise grundsätzlich tun werden und warum.

Handlungsleitende Marktdaten

Bekanntlich ist es nicht möglich, Krisen vorherzusagen. Für die erfolgreiche Steuerung unserer Portfolios ist es allerdings ausreichend, objektiv messen zu können und zu wissen, wenn man in einer Krise ist. >>



Am Aktienmarkt spricht man nach einem Einbruch von 20% von einer Krise und nach einem Einbruch von 40% (relativ zum letzten Höchststand) von einer extremen Krise. Wie ein Blick auf die historischen Daten in der folgenden Graphik zeigt, bewährt sich diese einfache Definition.

Erhöht man in den Krisen die Aktienquote, so verbessert sich nicht nur die Renditeerwartung aufgrund der irgendwann einsetzenden Erholung der Bewertungen, sondern man senkt auch das langfristige Risiko in dem Sinne, dass der Markt zwar relativ häufig 20% einbricht, aber ausgesprochen selten nach einem solchen Einbruch nochmal 20% verliert.

Die folgende Grafik zeigt die Entwicklung des Aktienmarktes (rot: MSCI World), die Einbrüche in Krisen (schwarz) und einen von der US-Notenbank spezifisch entwickelten Indikator zur Stressmessung an den Finanzmärkten (blau).

Beide Indikatoren (Einbruch Aktienmarkt/Stress Finanzmarkt) verhalten sich im Zeitablauf synchron, in der Ent-

wicklung allerdings gegenläufig. Und damit erweisen sich Krisen an den Finanzmärkten als objektiv messbar.

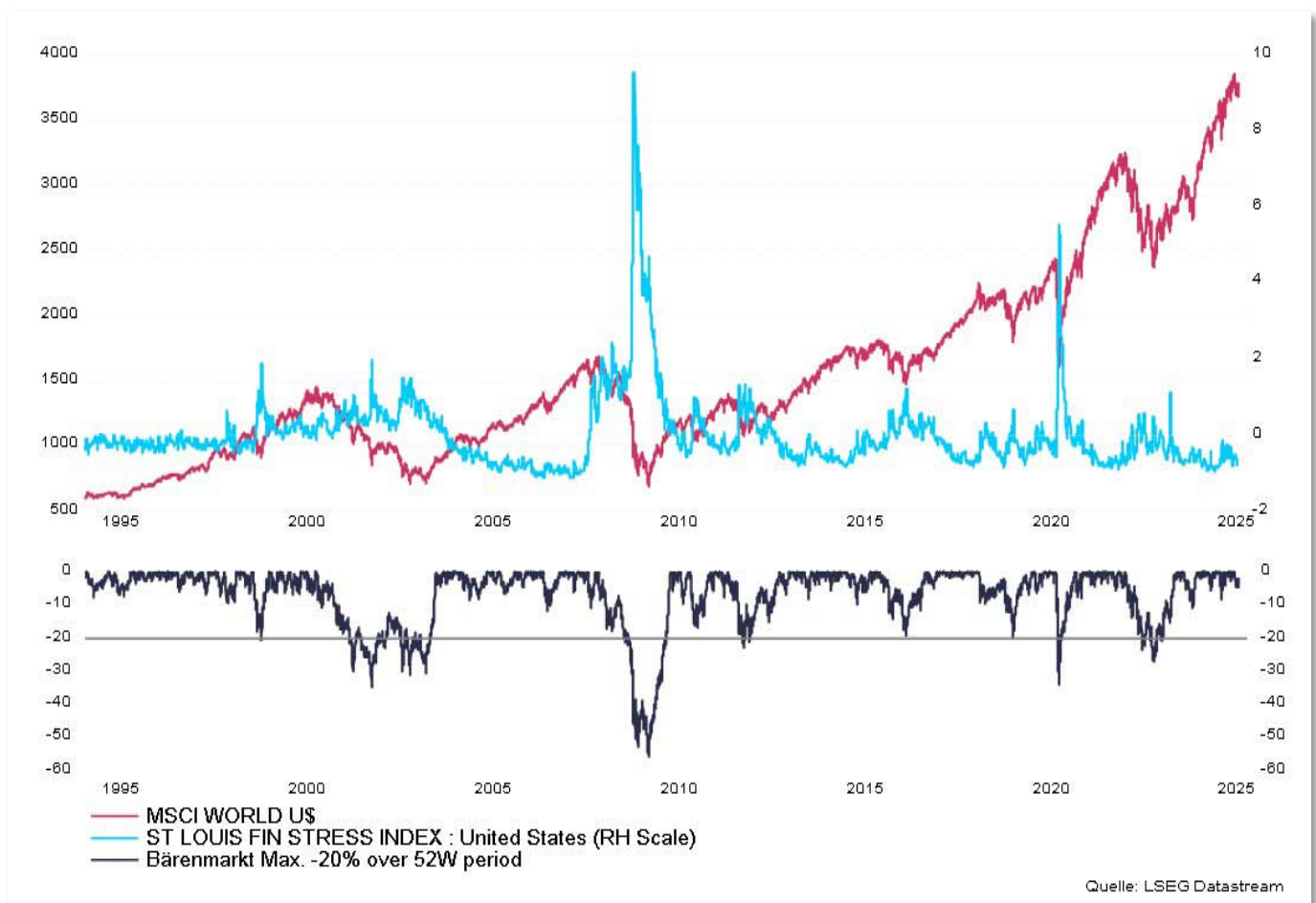
Resümee

Mit unserem strategischen Investmentansatz, der auf der antizyklischen Steuerung der Aktienquote und einem zeitsensitiven Risikomanagement basiert, liefern wir mit unseren prognoserobersten HB Fonds – Strategien nachweislich einen Mehrwert für Anleger und Investoren. □

Anmerkungen:

¹ *Sicherheit als Risiko – Eine empirische Studie zur Portfoliosteuerung im Private Banking und Wealth Management im Auftrag von Vanguard, München und Frankfurt 2024. >> www.de.vanguard*

² *Leser mögen sich fragen, in welcher der vier Klassen eine passive Anlagestrategie einzuordnen ist. Betrachten wir dafür als Beispiel ein Portfolio mit 50% Aktien und 50% sicheren Anleihen und das Szenario eines Aktienmarkteinbruchs von 20%. Interpretiert man »passiv« durch »Nichtstun«, dann hat man nach dem Einbruch ein Portfolio mit 40% Aktien/60% Anleihen (aufgrund der Aktienverluste) und ist somit zyklisch. Interpretiert man »passiv« durch »nach dem Einbruch verkaufe ich Anleihen und kaufe Aktien nach um wieder auf 50% Aktien/50% Anleihen zu kommen« dann ist dies eine aktive antizyklische Handlung.*



»Buy the Dip« – Wie gut funktioniert diese Anlagestrategie?

Von Dr. Gerd Kommer und Jakob Riemensperger,
Gerd Kommer Invest GmbH

Vor gut sechs Monaten, Anfang August 2024, sackte der globale Aktienmarkt innerhalb von nur drei Tagen um erstaunliche acht Prozent ab, der japanische Aktienmarkt, von dem der Abwärtsdruck ausgegangen war, sogar um 17%. Nicht wenige Marktteilnehmer erwarteten damals den Beginn eines längerfristigen Aktienmarktabschwungs oder gar eines Crashes.

Das Handelsblatt hingegen – aus unserer Sicht löblich – publizierte während des Abschwungs am 7. August 2024 einen Artikel mit der Überschrift »Die Kurskorrektur bietet vor allem eines – Kaufgelegenheiten«. Die Zeitung tat also nicht das, was sonst in solchen Situationen in den Medien und im Internet oft getan wird, nämlich »jetzt-schnell-raus-aus-dem-Markt-Aktivismus« und Panik verbreiten. (Ab dem 8. August begann sich der globale Aktienmarkt wieder peu à peu zu erholen und stand am Jahresende 2024 um etwa 17% über dem Tiefststand vom 7. August 2024.)

Auf deutliche Kursrückgänge im Aktienmarkt mit Nachkäufen zu reagieren, wie es das Handelsblatt damals empfahl, ist ein Kernelement des »antizyklischen Investierens«. Antizyklisches Investieren existiert in vielen Spielarten. Eine englischsprachige Bezeichnung, die seit einiger Zeit auch im deutschsprachigen Raum zunehmend geläufiger wird, lautet »Buy the Dip«. Andere Begrifflichkeiten und Schlagwörter für antizyklische Strategien sind: »Kontra-risch investieren« (Contrarian Investing), »Kaufen, wenn die Kanonen donnern«, »Rücksetzer in Chancen umwandeln«, »Marktkorrekturen zum Nachkaufen nutzen«, »Buy when there is blood in the streets«, »Schnäppchenzeit im Aktienmarkt nutzen«, »den Ausverkauf als Gelegenheit sehen« und »gegen den Trend investieren«.

In diesem Artikel wollen wir zeigen, dass und warum antizyklisches Investieren in Gestalt von Buy the Dip (»BTD«) schlechter funktioniert als viele glauben.

Die Struktur und der Prozess von Buy the Dip

In seiner einfachsten Form heißt BTD, dass das Gesamtportfolio des Anlegers anfänglich aus einem Aktieninvestment von z. B. 75% des Gesamtdepots und einer Investitions-

reserve (»IR«) von beispielsweise 25% besteht. Die IR wird im englischen Finanzjargon oft auch salopp als »Dry Powder« (trockenes Schießpulver) bezeichnet. Sie wird in »Cash« gehalten, also einer risikoarmen, liquiden Anlage, beispielsweise einem verzinslichen Tagesgeld oder einem Geldmarktfonds-Investment. Nachdem es zu einem deutlichen Kurseinbruch im Aktienmarkt gekommen ist, verwendet der Anleger die IR zum Nachinvestieren (daher »Buy the Dip«) in den Aktienmarkt und hat nun ein 100% Aktienportfolio.

Wiederum vereinfachend existieren nur zwei grundsätzliche BTD-Formen: (a) Die regelbasierte Variante und (b) die »opportunistische« oder »taktische« Variante ohne feste Regeln. Unter Do-it-Yourself-Privatanlegern dürfte Letztere stärker verbreitet sein. Hier entscheidet der Anleger rein situationsbedingt und subjektiv, wann und wieviel er im Downturn nachinvestiert. Bei der regelbasierten Variante hingegen existiert ein festes quantitatives Kriterium (ein Algorithmus), der vorgibt, wann und in welchem Umfang im Downturn das Nachinvestieren geschieht.

Wir analysieren in diesem Artikel eine regelbasierte BTD-Variante. Dabei soll das Grundinvestment eine diversifizierte Anlage in einen globalen Aktienindex-ETF sein – das sprichwörtliche »Investment in die Welt AG«. Neben der Form des Grundinvestments müssen bei regelbasiertem BTD noch die folgenden zwei Parameter festgelegt werden:

(a) Das auslösende Trading-Signal für den Nachkauf. Das könnte beispielsweise ein 15%-Einbruch im betreffenden Aktienindex sein. Wir nennen das die »Drawdown-Grenze« (»DG«). Dabei ist wichtig, dass dieser Einbruchsindikator in Echtzeit täglich beobachtbar ist. Beispielsweise wäre die Verwendung eines Markt-KGVs (Kursgewinnverhältnis) als Bewertungsindikator insofern problematisch als tagesaktuelle KGV-Daten zumindest für Privatanleger nicht verfügbar sind.

(b) Der Prozentsatz des Gesamtportfolios, der anfänglich für die IR reserviert wird, und der spezifische Anlagentyp, in dem die IR gehalten werden soll. Im Standardfall besteht die IR, wie erwähnt, aus einem risikoarmen verzinslichen Geldmarkt-Investment.

Ist die BTD-Strategie stärker ausdifferenziert, müsste ferner noch (c) das Trading-Signal für den »Wiederausstieg« zur

Tabelle 1: Illustration der statistisch erhöhten Renditen nach einem 25%-Kurseinbruch im globalen Aktienmarkt (MSCI World Index) – Zeitraum 1970 bis 2024 (55 Jahre)

	Zeitraum, der auf den Einbruch ("Dip") folgt		
	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
Mittelwert der realen Durchschnittsrenditen in den Folgezeiträumen nach dem Einbruch	6,7% p.a.	7,8% p.a.	9,2% p.a.
Reale Durchschnittsrendite im Gesamtzeitraum (55 Jahre)	5,6% p.a.		

► In DM bzw. Euro, inflationsbereinigt, ohne Kosten und Steuern. ► Gezeigt werden Total Returns inkl. Dividenden. ► Daten: MSCI.

Neubildung der IR festgelegt werden, wenn sich der Markt dem Anschein nach wieder nachhaltig erholt. Für eine grundsätzliche Analyse der Performance einer BTD-Strategie braucht es allerdings eine solche »Wiederausstiegsformel« nicht wie wir weiter unten erläutern werden.

Die Investmentlogik hinter Buy the Dip

Hinter der BTD-Strategie steht, salopp formuliert, die »Schnäppchentheorie des Aktienmarktes«. Das ist die (grundsätzlich richtige) Vorstellung, dass Aktien unter sonst gleichen Umständen nach einem deutlichen Kursrückgang eine relativ zu dem Zeitpunkt unmittelbar vor dem Kursrückgang erhöhte erwartete Rendite aufweisen, also eine statistisch besonders attraktive Rendite in der Zukunft. Dahinter steckt die ebenfalls korrekte Annahme, dass ein Kursrückgang in der Mehrzahl der Fälle stärker ist als die parallele Verschlechterung des fundamentalen Aktienwertes, der sich aus den realwirtschaftlichen Aussichten des Unternehmens ableitet.

Etwas akademischer könnte man die BTD-Schnäppchentheorie auch so umschreiben: Die sogenannten Kapitalkosten der Unternehmen steigen in einer Marktkrise. Die Kapitalkosten von Unternehmen sind die Renditen ihrer Kapitalgeber (der Anleger). Kapitalkosten teilen sich auf in Fremdkapitalkosten (der Zinssatz bei Krediten oder Anleihen) und Eigenkapitalkosten. Bei Fremdkapital leuchtet der Mechanismus der erhöhten Kapitalkosten den meisten Anlegern unmittelbar ein, bei Eigenkapital ist der Kapitalkostenanstieg dagegen weniger allgemein bekannt. Er vollzieht sich so: Je tiefer der Aktienkurs eines Unternehmens ist, desto mehr neue Aktien muss es emittieren, um sich einen gegebenen Betrag frischen Eigenkapitals zu beschaffen und umso mehr werden die Altaktionäre »verwässert«, sprich umso mehr »Anspruchsrechte auf zukünftige Unternehmenserträge« (Aktien) müssen die Altaktionäre prozentual im Rahmen einer Neuemission von Aktien an die Neu-

aktionäre abgeben. Ein fallender Aktienkurs macht die Eigenkapitalfinanzierung somit teurer.

Ein smarterer Anleger, so die BTD-Überlegung, investiert verstärkt dann in Aktien, sprich erhöht seine Aktienquote, nachdem die Kapitalkosten der Unternehmen (die Eigenkapitalkosten) in einem Markteinbruch gestiegen sind.

Empirisch lässt sich die »Schnäppchentheorie« gut bestätigen. Das geschieht in einfacher Form in Tabelle 1. Sie zeigt die inflationsbereinigten (realen) Renditen des globalen Aktienmarktes in den zurückliegenden fünfeneinhalb Jahrzehnten seit Anfang 1970 für drei verschiedene Folgezeiträume nach einem Markteinbruch von real 25 % oder mehr. Der Berechnung in Tabelle 1 (siehe oben) liegt der MSCI World Index in Euro zugrunde. Er produzierte über diese 55 Jahre eine inflationsbereinigte (reale) Durchschnittsrendite von 5,6 % p.a.

Die Zahlen in Tabelle 1 belegen die Vorteilhaftigkeit einer BTD-Strategie relativ zu naheliegenden Alternativen jedoch nicht – obwohl man das auf die Schnelle irrtümlich schlussfolgern könnte. Warum sie es nicht belegen, zeigen wir nachfolgend. Naheliegende Alternativen wären z. B. eine »Sofort-All-In Buy-and-Hold-Strategie« (SAI B&H) mit einer fixen 100 % Aktien-Allokation oder eventuell gemischte Asset-Allokationen von 90/10 oder 80/20 auf einer Buy-and-Hold-Basis ergänzt um regelbasiertes Rebalancing. »Sofort All In Buy and Hold« bedeutet hier »von Anfang an das gesamte Portfolio in einer Summe in Aktien investieren und danach Buy and Hold betreiben«.

Regelbasiertes (algorithmisches) Rebalancing ist – genauso wie Buy the Dip – antizyklisches Investieren nach dem Grundsatz das »Verkauf, was besonders gut gelaufen ist und kaufe, was besonders schlecht gelaufen ist« oder »Sell High, Buy Low«.

>>

Unser Buy the Dip Backtest

Um die historische Performance von BTD wirklich aussagekräftig zu testen, haben wir folgenden Backtest (Renditeberechnung auf der Basis historischer Marktdaten) vorgenommen: Unser Basisinvestment ist wieder der MSCI World Aktienindex. Wir betrachten die nominalen Tagesrenditen des Index in Euro und evaluieren mehrere simple BTD-Algorithmen für 15 verschiedene (überlappende) Zeiträume von 2007 bis zur Gegenwart. Kosten und Steuern ignorieren wir der Einfachheit halber.

Tabelle 2 (siehe unten) fasst den Renditeeffekt aus den Kombinationen für zwei unterschiedliche Drawdown-Grenzen und drei verschiedenen Investitionsreserven zusammen. Die Tabelle gibt die durchschnittliche Mehrrendite von SAI B&H gegenüber BTD in 15 überlappenden Auswertungsperioden an. Die erste, längste Auswertungsperiode dauert von 2007 bis 2024 (18 Jahre), die letzte, kürzeste von 2021 bis 2024 (4 Jahre).

In Bezug auf die IR betrug die nominale Geldmarktrendite in Deutschland in der historischen Periode von 2007 bis 2024 durchschnittlich etwa 0,8% p.a. vor Steuer (gemessen an einem typischen Geldmarktfonds-ETF). Da dieser Wert nur moderat über null liegt, haben wir die Rendite der IR in unserem Backtest der Einfachheit halber mit null angesetzt – eine Annahme, die sich im Backtest leicht zu Ungunsten von BTD auswirkt. Zu bedenken ist dabei allerdings, dass wir im Gegenzug weder Kosten für den Arbeitsaufwand der Durchführung der aktiven BTD-Strategie noch die bei BTD – wenn es nicht innerhalb eines UCITS-Fondsman-tels (Investmentfonds) durchgeführt wird – erhöhte effektive Steuerbelastung abgezogen haben.

Tabelle 2: Durchschnittliche Mehrrendite der Sofort-All-In-Buy-and-Hold-Strategie gegenüber unterschiedlichen Buy the Dip-Strategien in 15 verschiedenen Zeitfenstern von 2007 bis 2024

		Drawdown-Grenze (DG)	
		-15%	-30%
Investm.-Reserve (IR)	10%	+0,20% p.a.	+0,83% p.a.
	20%	+0,42% p.a.	+1,72% p.a.
	30%	+0,66% p.a.	+2,67% p.a.

► *Investitionsreserve = Anfänglicher prozentualer Anteil am Gesamtportfolio.* ► *Renditen in Euro, ohne Kosten und Steuern.* ► *Zugrundeliegendes Basisinvestment MSCI World-Index.* ► *Weitere Erläuterungen siehe laufender Text.* ► *Daten: MSCI, Statistisches Bundesamt.*

Wie sieht die Risikoseite aus?

In Tabelle 2 sind wir aus Platz- und Vereinfachungsgründen nicht auf das Risiko eingegangen. In Bezug auf die beiden Risikokennzahlen Volatilität (Standardabweichung der Tages- oder Monatsrenditen) und Maximum Drawdown (maximaler kumulativer Verlust) produziert die jeweilige BTD-Variante Vorteile, primär, weil im Mittel weniger als 100% des Gesamtinvestments in der risikoreichen Anlageklasse Aktien investiert ist. Der Risikovorteil ist aber in den meisten IR-DG-Kombinationen über die 15 Auswertungsperioden hinweg weniger groß als man intuitiv annehmen würde. Ein Beispiel: Für die 18-Jahresperiode mit einer Investitionsreserve von 20% und einer Drawdown-Grenze von minus 20% war die Volatilität für BTD und SAI B&H beinahe identisch. Auch beim Maximalen Drawdown gab es keinen großen BTD-Vorteil (minus 49% für BTD versus minus 53% bei SAI B&H).

Warum haben wir bei unserem Backtest keine Wiederausstiegsregel formuliert und gerechnet, obwohl diese normalerweise Teil einer algorithmischen BTD-Strategie wäre? Zwei Gründe: (a) Dadurch, dass wir 15 Zeitfenster kalkulierten, die jeweils ein Jahr später beginnen und die alle bis zur Gegenwart reichen, haben wir uns indirekt einer BTD-Strategie mit Wiederausstiegsregel angenähert. (b) Das Weglassen einer Wiederausstiegsregel hat unseren Rechen- und Darstellungsaufwand deutlich begrenzt und die Darstellung der Ergebnisse in diesem Text vereinfacht.

Was wäre, wenn man einen längeren Zeitraum auswärtete?

Letztlich hängen die spezifischen Ergebnisse eines empirischen Vergleiches von BTD mit SAI B&H beträchtlich davon ab, welche konkrete historische Periode man auswärtet. Das gilt insbesondere für Zeitfenster von weniger als etwa 30 Jahren.

Ein deutlich längeres historisches Zeitfenster haben wir in unserem thematisch verwandten Blog-Beitrag »Warten auf einen günstigeren Aktienmarkt – Funktioniert das?« vom März 2019 analysiert – siehe hier. Darin untersuchten wir eine andere BTD-Strategie (die wir damals salopp »Crash-Timing« nannten) für den längeren Zeitraum von 1970 bis 2018 (49 Jahre) auf der Basis von Monatsrenditen des MSCI World Index. Die Renditeergebnisse fielen für BTD ähnlich aus wie diejenigen in der hier dargestellten kürzeren und konzeptionell etwas anderen Berechnung auf der Basis von Tagesrenditen. >>

Warum die Buy the Dip Renditeergebnisse enttäuschen

Jede BT-D-Evaluierung – sofern sie nicht irreführend sein soll – muss die Opportunitätskosten des Haltens einer gering verzinslichen IR relativ zu einer SAI B&H-Strategie berücksichtigen (Opportunitätskosten = entgangene Rendite/entgangener Nutzen). Die Opportunitätskosten der IR sind im statistischen Mittel höher als der Vorteil aus der erhöhten Rendite des »Dip-Investments« nach Auslösung des Kaufsignals. Anders formuliert: Aufgrund der Informationseffizienz des Aktienmarktes steigen die erwarteten Renditen nach einem starken Downturn im Mittel nicht stark genug, um die zuvor verschenkte Rendite aus der IR ausreichend auszugleichen. Oder noch anders ausgedrückt: Der globale Aktienmarkt hat auf lange Sicht eine zu starke Aufwärtstendenz und eine zu hohe Rendite relativ zu risikoarmen Cash-Anlagen. Hinzukommt, dass Aktienmarkteinbrüche alles in allem nicht heftig genug und/oder nicht gleichmäßig genug entlang der Zeitachse verteilt sind, als dass BT-D nachhaltige Mehrrenditen erzeugen könnte.

Es stimmt zwar, dass die Kapitalkosten des durchschnittlichen Unternehmens statistisch nach einem Markteinbruch steigen und sich damit die Aktienrenditen erhöhen, aber das ist dennoch kein hinreichender Grund für das Funktionieren von BT-D. In dieser »verkürzten« Kapitalkostentheorie fehlt nämlich die Feststellung, dass die Eigenkapitalkosten von Unternehmen (und damit die Renditen der Aktienanleger) statistisch zumeist auch vor der Krise (vor dem Einbruch) höher sind als die Rendite von verzinslichen Geldmarktanlagen, der typischen und angemessenen Anlageform für die IR. Aus der richtigen Feststellung »die Kapitalkosten eines Unternehmens steigen im Abschwung« kann man lediglich korrekt schlussfolgern, dass es statistisch renditeschädlich ist, Investments im Abschwung zu verkaufen. Es ist also ein Argument für Buy-and-Hold, nicht für Market Timing.

Natürlich ist es möglich, für eine gegebene historische Periode in den Daten durch so genanntes Overfitting eine spezifische Kombination von IR und DG ausfindig zu machen, die in der Vergangenheit eine nennenswerte Outperformance produzierte. Diese Art von »Data Mining« oder »Data Snooping« hilft uns aber nicht, eine auch in der Zukunft ertragreiche BT-D-Strategie zu identifizieren und repräsentiert eine ethisch zweifelhafte Vorgehensweise. (Overfitting/Data Mining heißt aus Unwissen oder aus

Bösgläubigkeit per Computer ein rein zufälliges Muster in historischen Daten zu suchen, das die eigene These stützt, obwohl dieses Muster in anderen historischen oder zukünftigen Daten wahrscheinlich nicht vorhanden ist.)

Overfitting ist der wichtigste Grund, warum in nicht-wissenschaftlichen Publikationen immer wieder BT-D-Backtests gezeigt werden, die scheinbar attraktive Renditen produzieren. Ein zweiter, banalerer Grund für die vielen »BT-D-Wunder« in Ratgeberbüchern, Printartikeln und bei Finfluencern besteht darin, dass dabei nur die Renditen ohne IR nach dem Dip gezeigt werden – so wie in Tabelle 1 dieses Artikels.

Müsste man die hier getestete BT-D-Strategie nicht eher mit z. B. einer 80/20-Asset-Allokation (Aktien/Geldmarkt) benchmarken?

Ja, und nein. Nach unserer Wahrnehmung besteht das primäre Ziel der meisten BT-D-Anleger darin, die Rendite einer entsprechenden SAI B&H-Alternative zu übertreffen, also eine passive 100%-Aktienstrategie zu schlagen. Das primäre Ziel von BT-D-Anlegern besteht u. E. dagegen überwiegend nicht darin, eine deutliche Risikoreduktion gegenüber einem 100%-Aktieninvestment bei zugleich geringerer Rendite zu erzielen.

So oder so erlaubt die Betrachtung von Rendite und Risiko auch bei einem Vergleich von BT-D mit SAI B&H eine umfassende, objektive Einschätzung.

Die Ergebnisse unseres Backtests in diesem Artikel und in unserem Blog-Beitrag vom März 2019 deuten nicht darauf hin, dass der Renditenachteil von BT-D relativ zu SAI B&H durch einen ausreichend großen Risikovorteil kompensiert wird. Die gleiche Schlussfolgerung ergibt sich nach unserem Eindruck auch aus einer Auswertung wissenschaftlicher Untersuchungen, die wir zu BT-D und vergleichbaren kontrarischen Market Timing-Ansätzen gefunden haben.

Was sagt die wissenschaftliche Literatur zu Buy the Dip?

Wir haben zwei neuere akademische Studien gefunden, die mit unterschiedlichen Daten-Sets und unterschiedlichen methodischen Ansätzen spezifische BT-D-Strategien evaluieren: Park 2022 (hier) und Bonini u. a. 2024 (siehe am Ende des Artikels). Beide kommen zu dem Ergebnis, dass BT-D von entsprechenden Sofort-All-In Buy-and-Hold-Strategien jedenfalls in Bezug auf das Anlageziel Gesamrendite bzw.

Endvermögensmaximierung geschlagen wird. Ja, BTM hat gegenüber SAI B&H einen Risikovorteil, aber dieser scheint eher begrenzt.

Auch für andere antizyklische Market Timing-Strategien, die sich nicht explizit »Buy the Dip« nennen, erscheinen die Ergebnisse in der wissenschaftlichen Literatur alles in allem nicht besser.

Wie sieht es mit einer nicht regelgebundenen, rein opportunistischen BTM-Strategie aus?

Letztlich dürften die meisten aktiv gemanagten Mischfonds zumindest zeitweilig opportunistisches (taktisches) BTM-Market Timing im Sinne des Zieles für aktives Anlegen Buy Low, Sell High betreiben. Das trifft vermutlich auch auf den größten und bekanntesten deutschen Mischfonds, den Flossbach von Storch Multiple Opportunities (WKN A0M430) zu. Seine Anleihequote (Investitionsreserve) liegt zumeist unter 20% und kann in der »Schnäppchenzeit« (während eines Dips) bis auf null gehen. Über die zehn Jahre von Januar 2015 bis Dezember 2024 lieferte der FvS-Fonds eine Rendite von 5,4% p.a. gegenüber der Rendite eines MSCI World ETFs von 10,7% p.a.

Das geringere Volatilitätsrisiko des FvS-Fonds glich seine Minderrendite in diesem Zehnjahreszeitraum nicht aus, was sich darin zeigt, dass die risikogewichtete Rendite in Gestalt der so genannten Sharpe Ratio für den MSCI World ETF 1,8-mal so hoch war wie die des FvS-Fonds.

Der durchschnittliche in Deutschland vertriebene Mischfonds (»FWW Sektordurchschnitt Mischfonds flexibel Welt« (Daten: www.fondsweb.de)) rentierte im gleichen Zeitraum noch schlechter als der FvS-Fonds.

Wie performt BTM, wenn man es mit Einzelwerten im Rahmen von Stock Picking praktiziert?

Diese Frage können wir mit unserem Backtest naturgemäß nicht beantworten. Allerdings kann man auch hier argumentieren, dass die meisten aktiv gemanagten Aktienfonds wie auch aktiv gemanagten Do-it-Yourself-Privatanlegerdepots in jeweils verschiedener Art und Weise BTM praktizieren. Aus der Wissenschaft wissen wir, dass die große Mehrzahl dieser Portfolios ihre passive Alternative unterperformt und die kleine Minderzahl von Outperformern in die Zukunft gerichtet nicht verlässlich prognostizierbar ist, da sie vermutlich überwiegend durch Zufall (Glück) entstand.

Was, wenn man die Investitionsreserve nicht in Cash, sondern in einer vermeintlich oder tatsächlich höher rentierlichen Anlageform hält?

Diese Anlagestrategie haben wir mit unserer Analyse ebenfalls nicht erfasst. Aus unserer Sicht liegt in diesem Fall keine Buy the Dip-Strategie vor, so wie BTM typischerweise verstanden wird, sondern eine andere Form von Market Timing, nämlich zwischen zwei oder mehr risikoreichen Anlageklassen hin- und herzuwechseln, um eine attraktive Rendite-Risikokombination zu erzielen. Der Unterschied zu »echtem« BTM besteht darin, dass keine »risikofreie« Anlage zum Einsatz kommt und daher auch das Opportunitätskostenargument hier nicht entscheidend ist.

Fazit

Buy the Dip-Investieren hat mit Sofort-All-In Buy-and-Hold-Investieren (SAI B&H) das aus essenzieller ökonomischer Logik und aus der Auswertung langer Datenreihen abgeleitete korrekte Prinzip des antizyklischen Investierens gemein.

Uns erscheint SAI B&H dennoch überlegen. Zwar steigt die statistische Renditeerwartung von Aktien nach einem Kursrückgang in der Tat, dieser Anstieg gleicht die Minderrendite der für BTM notwendigen Investitionsreserve, die Opportunitätskosten der IR nicht ausreichend aus.

Die Argumentation, dass BTM-Strategien ein geringeres Risiko aufweisen als vergleichbare SAI B&H-Strategien relativiert den Renditenachteil u. E. nur partiell, wie wir hier zu zeigen versucht haben.

Der Hauptgrund für das zu gute Image von BTM in der Privatanleger-Community dürfte darin liegen, dass viele seiner Anhänger lediglich die Renditen des Nachinvestments (nach dem Dip) messen, nicht aber die Renditen des Gesamtportfolios einschließlich Investitionsreserve vor dem Dip. □

Literatur:

- Bonini, Stefano/Thomas Shohfi/Majeed Simaan (2024): »Buy the Dip?« In: *European Financial Management*; Volume 30; Issue 4; September 2024
- Park, Sangkyun (2022): »Stock Market Reaction to Recession and Buying the Dips«; In: *The Journal of Investing*; Vol. 31; No. 5; August 2022

Weitere Beiträge finden Sie hier:
gerd-kommer.de/blog

Wachstumsbranche Verkehrstechnik

Von Georg Geiger, Value-Holdings AG

»Ich habe nicht versagt. Ich habe einfach zehntausend Wege gefunden, die nicht funktionieren.«

(Thomas Edison, US-amerikanischer Erfinder)

Wo gibt es Wachstumswerte zu vernünftigen Preisen?

Im Elitebrief 12/2024 hatten wir Wachstumsbranchen vorgestellt, in denen wir aussichtsreiche Unternehmen zu vernünftigen Preisen finden. Wir hatten aufgezeigt, dass insbesondere im Bereich der Energieinfrastruktur über die nächsten Jahre bedeutende Investitionen getätigt werden müssen, wodurch sich für Aktieninvestoren ein spannendes Investmentfeld ergibt. Doch Deutschland hat nicht nur beim Ausbau der Energienetze Nachholbedarf, auch die Verkehrsinfrastruktur liegt am Boden und wird dem wachsenden Verkehrsaufkommen nicht mehr gerecht. Wir wollen heute nicht von den Staus auf den Autobahnen reden (nach der Verkehrsstatistik des ADAC verbrachten die Autofahrer im Jahr 2023 427.000 Stunden in den Staus, die sich auf eine Gesamtlänge von 877.000 km summierten) und auch nicht von den mehr als 4.000 maroden Brücken, die demnächst ersetzt werden müssen, weil sie einsturzgefährdet sind.

Wir blicken auf die Alternative zum Straßenverkehr, die einen wesentlich günstigeren ökologischen Fußabdruck aufweist und deshalb auch politisch gefördert wird: die Bahnindustrie! Hier gibt es den seltenen übereinstimmenden Willen aller Beteiligten aus Politik, Wirtschaft und Gesellschaft, dass der Personen- und Warenverkehr auf der Schiene ausgebaut und die Verlässlichkeit der Bahnverbindungen verbessert werden soll. Dadurch wird auch der Klimaschutz verbessert, da die Bahn im Vergleich zum Straßenverkehr und zur Luftfahrt wesentlich geringere Emissionen pro Kilometer und je beförderter Einheit aufweist.

Die Deutsche Bahn AG: hohes Wachstum erwartet, aber bereits heute überfordert!

Die Verkehrsplanung des Bundesministeriums für Verkehr erwartet bis zum Jahr 2040 einen deutlichen Anstieg des Personenverkehrs auf bis zu 1,3 Mrd. Personenkilometer pro Jahr. Zwar wird der Straßenverkehr laut Prognose der wichtigste Verkehrsträger bleiben, der Personenverkehr der Bahn sollte jedoch das höchste Wachstum mit einem Zuwachs von 60% aufweisen. Beim gesamten

Güterverkehr auf Straße und Schiene rechnen Bahn und Verkehrsministerium mit einem Wachstum von mehr als 30% in den kommenden 15 Jahren. Die Bahn wickelt aktuell einen Anteil von 20% des deutschen Güterverkehrs ab. Dieser Anteil soll dann auf 30% steigen, was bedeutet, dass sich das Transportvolumen des Güterverkehrs auf der Schiene verdoppelt.

Man fragt sich: Wie soll das gehen? Die Bahn ist bereits heute überfordert, das aktuelle Verkehrsaufkommen zu stemmen. Berichte über Zugverspätungen und Ausfälle von Verbindungen sind keine Schlagzeilen mehr. Bei den Betroffenen führen sie zu Ärger, bei denen, die verschont geblieben sind, nur noch zum Gähnen. Doch eine Lösung ist nicht einfach. Die Anschaffung neuer Züge dauert und das bestehende Schienennetz ist überlastet. Neue Strecken zu bauen erscheint unmöglich, da betroffene Anwohner viele Möglichkeiten haben, den Ausbau durch Klagen zu verhindern oder zumindest über viele Jahre zu verzögern. Auch die Deutsche Bahn AG hat, wie oben im Zitat von Thomas Edison zu lesen, bisher nur Wege gefunden, die nicht funktionieren. Die erfolgversprechendste Variante, doch noch eine Verbesserung der Situation zu erreichen, ist deshalb das Know-how auch von externen Bahntechnikherstellern und Dienstleistern zu nutzen, um gemeinsam die Verfügbarkeit des bestehenden Schienennetzes zu erhöhen.

Ertüchtigung und Ausbau der Bahninfrastruktur, Vossloh ist der Profiteur

Die Vossloh AG aus Werdohl im Sauerland liefert bereits seit 1883 Komponenten an die Bahnindustrie. Zu Beginn waren es Federringe für die Schienenbefestigungen der Königlich Preussischen Eisenbahn. Über die Jahrzehnte kamen komplette Schienenbefestigungen, Weichensysteme und Kreuzungen, Betonschwellen und Bahnübergangssysteme hinzu. Sogar Lokomotiven wurden gebaut, als Vossloh die Siemens Schienenfahrzeugtechnik in Kiel und später den spanischen Hersteller Macosa kaufte. Die Konzentration des Geschäfts auf den Fahrweg Schiene begann nach der Mehrheitsübernahme durch den Unternehmer Heinz-Hermann Thiele, dem früheren Alleineigentümer und nach dem Börsengang Mehrheitsaktionär der Knorr-Bremse AG. In der Folge wurde das wenig erfolgreiche Lokomotivengeschäft wieder verkauft und stattdessen die Positionierung in verschiedenen Regionen der Welt durch die Akquisition von Herstellern von Kompo-

nenten für die Bahninfrastruktur ausgebaut. Zuletzt wurde die französische Gesellschaft SATEBA, ein Hersteller von Betonschwellen mit einer starken Marktposition in Europa, gekauft. Zudem hat Vossloh die Sparte Lifecycle Solutions aufgebaut und erbringt dort Dienstleistungen rund um die Schiene. Darunter fallen beispielsweise das korrektive Fräsen und Schweißen, die präventive Pflege von Schienen sowie das gesamte Lebenszyklus-Management ganzer Streckenabschnitte.



*Georg Geiger ist Gründer
und Vorstand der Value-Holdings AG*

www.value-holdings.de

Die von Vossloh entwickelte Schleiftechnologie HSG (High Speed Grinding) erlaubt es, mit Geschwindigkeiten von bis zu 80 km/h während dem regulären Bahnbetrieb zu schleifen, wogegen die bisherigen Verfahren der Bahnunternehmen nur mit 8 km/h möglich waren. Bei der Deutsche Bahn AG waren deshalb zum Schleifen bislang Streckensperrungen notwendig und es wurde weitgehend auf präventives Schleifen verzichtet, um die Sperrungen zu vermeiden. Allerdings mussten deshalb unbearbeitete Schienen viel zu früh kostenintensiv erneuert werden, während die präventive Pflege die Schienenlebensdauer um bis zu 100 % verlängern kann.

Projekte zur Ertüchtigung und zum Ausbau der Bahninfrastruktur

Die Bahnunternehmen sind sich inzwischen ihrer Defizite bewusst und sie haben reagiert. Nicht nur in Deutschland, sondern weltweit wurden Investitionsprojekte aufgesetzt, um die Bahninfrastruktur auszubauen und ihre Verfügbarkeit zu verbessern. Die Deutsche Bahn AG will mit ihrem 90 Mrd. Euro schweren Investitionsprogramm »Starke Schiene« robuster, schlagkräftiger und moderner werden, um das erwartete Verkehrsaufkommen bis 2040 bewältigen zu können. Die französische SNCF plant, die Nutzerzahlen der Bahn bis 2040 zu verdoppeln, und stellt dafür ein Investitionsbudget von 100 Mrd. Euro zur Verfügung. Die amerikanische Amtrak beginnt ihr »rail infrastructure repair program« in ihrem Northeast Corridor, was nur in dem relativ kleinen Gebiet von Philadelphia entlang der Atlantikküste bis nach Kanada Investitionen

von 45 Mrd. USD erfordert. Die London – Birmingham High Speed 2 kostet 66 Mrd. GBP und für die Egypt Rail Vision 2030 werden 46 Mrd. Euro veranschlagt. Diese Aufzählung ließe sich deutlich verlängern, da eine Vielzahl weiterer Projekte in aller Welt mit zweistelligem Milliarden-Investitionsvolumen geplant ist.

Fazit

Die Bahnindustrie erlebt ein wahres Revival. Die Vorzüge des Verkehrsträgers Schiene gewinnen angesichts von Bevölkerungswachstum, Urbanisierung und der notwendigen Vermeidung klimaschädlicher Emissionen wieder an Bedeutung. Die weltweit aufgesetzten Investitionsprogramme bieten den Herstellern von Bahnkomponenten und den Dienstleistern der Bahnunternehmen eine langfristig sichere Wachstumsperspektive.

Doch nur blind in Bahntechnikunternehmen zu investieren, kann nach hinten losgehen. Selbst die Aktie des von uns vorgestellten Unternehmens Vossloh war davon nicht verschont. Im Zuge des Einstiegs von Herrn Thiele wurde der Kurs an der Börse auf rund 100 Euro nach oben gezogen. Doch die mit dem neuen Großaktionär verbundenen Hoffnungen und Erwartungen erfüllten sich nicht sofort. Es dauerte zehn Jahre, bis die verlustbringende Lokomotivproduktion verkauft und das Geschäft auf Komponenten und Dienstleistungen für die Bahninfrastruktur konzentriert war. Nach einer zehnjährigen Talfahrt hat der Aktienkurs schließlich sein Tief bei weniger als 40 Euro gefunden. Wer die Bewertung des Unternehmens in dieser Zeit nicht berücksichtigt hat, musste herbe Kursverluste verkraften. Angesichts des stetigen Wachstums, der verbesserten Profitabilität und der niedrigen Bewertung konnten wir mit der von Benjamin Graham definierten Margin of Safety von mindestens 30 % bei Vossloh einsteigen. Wir freuen uns, das Unternehmen in den kommenden Jahren, die von kontinuierlichem Wachstum sowie steigenden Gewinnen und Dividenden geprägt sein sollten, als Miteigentümer zu begleiten. □

Hinweis auf den Value-Holdings Fondsbericht und den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG: Wenn Sie sich dafür interessieren, wie Value-Holdings im Rahmen der Value-Investing-Strategie in Wachstumsunternehmen investiert, dann können Sie sich gerne auf unseren Verteiler für den vierteljährlich erscheinenden Value-Holdings Fondsbericht und/oder den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG eintragen lassen. Senden Sie uns hierfür bitte eine E-Mail an: investoreninfo@value-holdings.de

Gottfried Heller,
FIDUKA München,
geb. am 4.2.1935 in Weissach
im Tal, Baden-Württemberg

www.fiduka.com



Gründer und Seniorpartner der FIDUKA Gottfried Heller wird 90

Gottfried Heller wird am 4. Februar 2025 neunzig Jahre alt. Der gebürtige Schwabe gründete 1971 zusammen mit dem 1999 verstorbenen Börsenaltmeister André Kostolany in München die FIDUKA Depotverwaltung. Zuvor lebte Heller sechs Jahre lang in den USA, wo er als Management Consultant in einer Beratungsfirma in New York als Wirtschaftsingenieur tätig war. Heute zählt die FIDUKA zu den ältesten und erfahrensten Vermögensverwaltern in Deutschland.

Die Münchner Vermögensverwalter sind Verfechter der strategischen Wertpapieranalyse und konservativen Börsenweisheiten. Seit 1974 veranstaltet die FIDUKA das »Kostolany Börsenseminar«, wo Gottfried Heller fünfzig Jahre lang das Hauptreferat hielt und den Jahresausblick gab. Die Deutschen sind ein Land der Sparkassen und Volksbanken sowie der Versicherungen, aber keine Aktien- und Börsennation. Mit ihrem Hang zu Festverzinslichen legen die Deutschen ihr Vermögen »einseitig und falsch« an, so Hellers Credo in seinen Büchern und Kolumnen. Die Vorteile von Aktien herausarbeiten, noch mehr die Vorteile eines diversifizierten Wertpapierportfolios, das ist das Verdienst von Gottfried Heller. Von Anfang an bis heute setzt die FIDUKA auf die Eckpfeiler einer erfolgreichen Anlagestrategie: langfristiger Anlagehorizont, eine breite, internationale Streuung der einzelnen Investments sowie eine strikt an der individuellen Situation des Kunden angepasste Asset-Allokation. Hellers Rat war geschätzt: Jahrelang war er Kolumnist bei »Börse Online« und bei der Tageszeitung »Die Welt«. Seine Bücher »Revolution der Geldanlage«, »Der einfache Weg zum Wohlstand« und die »Wohlstandsrevolution« wurden mehrfach verlegt und erreichten hohe Auflagen. 2007 wurde er vom »Elite Report« mit der »goldenen Pyramide« ausgezeichnet.

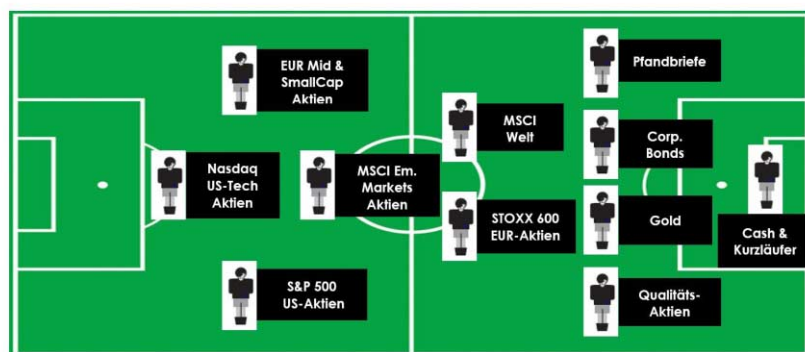
Wie Kostolany zeichnet Heller viele Börsenweisheiten und eine unverblümete Situationsanalyse aus. Mit klaren Worten bewertet er unerschrocken Trends und Regierungsprogramme. 1993 prognostizierte er »sieben fette Börsenjahre«. Auch Krisen konnten ihn nicht erschüttern, er vertraute den langfristigen Wohlstandseffekten der Wirtschaft. Inmitten der Finanzkrise 2008 bewertete er die niedrigen Crashkurse als »Geschenk des Himmels«.

Sehr bildhaft und praxisnah ist sein Bild der Depotaufstellung: »Bei Wertpapieren ist es wie im Fußball. Wir brauchen eine kompakte Mannschaft. Stars alleine reichen nicht, sie müssen auch harmonisieren. Ein guter Trainer muss stets das Zusammenspiel im Blick haben. Eine Mannschaft muss hinten sicher stehen und vorne treffen, sie muss ideal auf den Gegner und auf das Umfeld eingestellt sein und auch auf der Ersatzbank gute Alternativen parat haben. Konkret heißt das für das Depot: gute Anleihen und unterbewertete Titel (Abwehr); Dividendenwerte und ETFs im Mittelfeld, Nebenwerte, Zykliker, Tech-Werte und Aktien der Emerging Markets im Sturm.«

Die FIDUKA achtet genau auf eine ausgewogene Depotaufstellung. Seit zehn Jahren wird auch Gold den Depots beigemischt, sofern es zu den Kunden passt. Zinspapiere – vor allem Unternehmensanleihen – ergänzen das Portfolio. »Gold und Zinspapiere sind gute Zinspuffer im Depot«, beschreibt Marco Herrmann, seit 15 Jahren Geschäftsführer der FIDUKA.

Ein gutes Momentum zeichnet Gottfried Heller seit über fünf Jahrzehnten aus. Seinen Geburtstag feiert Gottfried Heller mit seiner Frau Margaret in Florida, USA. Wir wünschen unserem Gründer und Seniorpartner noch viele erfolgreiche und gesunde Jahre und weiterhin gute Einfälle. □

Ausgewogenes FIDUKA Depot nach Hellers Fußballmannschaft:



Berenberg legt neuen Fonds für europäische Unternehmensanleihen auf

Das Wealth and Asset Management von Berenberg hat einen neuen Anleihefonds aufgelegt. Der Fonds Berenberg Euro IG Credit investiert in Euro-denominierte Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating und ist seit Dezember 2024 privaten und institutionellen Investoren in Deutschland zugänglich. Der Publikumsfonds soll Anlegern langfristig eine attraktive Rendite bei überschaubaren Risiken bieten. Felix Stern und sein Team setzen als Portfoliomanager auf einen aktiven Investmentansatz und ein breit diversifiziertes Portfolio.

Felix Stern, Leiter Fixed Income Euro Ausgewogen und Lead-Portfoliomanager des Berenberg Euro IG Credit, sagt: »Mit dem Berenberg Euro IG Credit bieten wir unseren Kundinnen und Kunden ein neues Produkt im Rentensegment, mit dem sie vom attraktiven Chancen-Risiko-Profil von Unternehmensanleihen profitieren können. Bei der Portfoliokonstruktion setzen wir einerseits auf ein Kernportfolio, das nahe an der Benchmark positioniert ist und damit Stabilität in der relativen Wertentwicklung gewährleisten soll. Daneben ergänzen wir ein High Conviction Portfolio aus unseren besten Ideen für Anleihen und Emittenten. Dadurch erhalten wir ein attraktives und breit diversifiziertes Gesamtportfolio. Abgerundet wird der Investmentprozess durch ein umfassendes Risikomanagement.«

Der Berenberg Euro IG Credit investiert schwerpunktmäßig in Euro-denominierte Rententitel von emittierenden Unternehmen mit Investment-Grade-Rating (AAA bis BBB-). Diese erzielten seit Einführung des Euros bis zum 31.10.2024 eine jährliche Wertentwicklung von 3,4 Prozent bei einer Volatilität von 3,3 Prozent pro Jahr – und waren damit eine der besten Anlageklassen im Rentenbereich. Andere Anleihe-segmente wie beispielsweise europäische Staatsanleihen, Bundesanleihen oder auch Euro-Hochzinsanleihen erzielten jeweils ein insgesamt weniger attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis im selben Zeitraum. Somit können Unternehmensanleihen einen wichtigen Baustein in Multi Asset Portfolios von privaten und institutionellen Investoren darstellen. Punktuell kann das Fondsmanagement auch Anleihen mit geringerer Bonität (BB+ oder schlechter) beimischen, um das Rendite-Risiko-Verhältnis zusätzlich zu schärfen. Darüber hinaus spielen Neuemissionen eine wichtige Rolle, die oftmals einen Mehrwert aufgrund von Neuemissionsprämien bieten und somit zur Stärkung der Performance beitragen können. Neben statistisch-quantitativen Verfahren setzt das Fondsmanagement auf einen fundamental-basierten Selektionsansatz. Zusätzlich werden ESG-Ausschlusskriterien angewandt. Der Fonds hält zusätzlich einen Mindestanteil von 20 Prozent in nachhaltigen Investitionen, wie Green und Social Bonds, die gemäß anerkannter Standards ausgewählt werden und über finanzierte Projekte eine positive Wirkung auf Umwelt oder Gesellschaft erzielen und zur Erreichung der Ziele für nachhaltige Entwicklung (SDGs) beitragen können.

>> Mehr dazu hier



SOS-KINDERDORF
STIFTUNG

WERDEN SIE SINNSTIFTER!

Nichts verändert die Zukunft eines Kindes nachhaltiger als frühe Förderung und Bildung. Unterstützen Sie junge Menschen und werden Sie Teil der SOS-Stiftungsfamilie!

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



ANZEIGE

Ein Blick auf Japan

Von Gérard Piasko, Maerki Baumann & Co. AG

Seit einiger Zeit konnte die Entwicklung japanischer Aktien mit den anderen Ländern knapp Schritt halten und zeigte für einmal eine Verbesserung. Seit Jahren haben sich Investoren an japanischen Aktien versucht, mussten aber häufig feststellen, dass Aktien anderer Länder mittel- bis langfristig mehr überzeugten. Dies insbesondere, wenn noch die Wirkung der japanischen Währung Yen auf die Performance berücksichtigt wird, was für nichtjapanische Anleger ja Pflicht ist. Einige der wichtigen Faktoren, welche Investitionen in japanische Aktien beeinflussen, werden im Folgenden kurz erläutert.

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

www.maerki-baumann.ch



Über viele Jahre wurde Japan von einer Kombination negativer Faktoren beeinflusst, von denen sich einige, allerdings noch nicht alle, partiell verbessert haben. So bleibt Japan als Volkswirtschaft von einer weit überdurchschnittlichen Staatsverschuldung geprägt, die sozusagen eine Erbschaft der Exzesse aus den 1980er Jahren und der darauffolgenden Korrektur ist. Zusammen mit einer langen Phase von sinkender oder zu niedriger Inflation kam es in der Folge kaum zu Einkommensverbesserungen für die Konsumenten und daher gab es zu wenig Wirtschaftswachstum.

Während in den 1980er Jahren ein Nominalwachstum der japanischen Wirtschaft von rund 5 % die Norm war, fiel das Wachstum in den 1990ern auf durchschnittlich 1,9 % und in der 2000er und der 2010er Dekade sogar auf annualisiert -0,6 %. Immerhin konnte sich das Nominalwachstum seit 2022 wieder auf rund 1 bis 2 % erholen, wobei die Corona-Pandemie für Verzerrungen sorgte.

Aufgrund der wegen der tiefen Inflation extrem unattraktiven Zinsen im Verhältnis zu anderen Ländern, vor allem den USA, kam es in der Folge zu enormen Rückgängen im Yen gegenüber den anderen Währungen. Dieser Nachteil

hatte dafür immerhin eine Erholung der Exporte zur Folge, doch wichtig für die langfristige Wirtschaftsentwicklung ist auch in Japan wie in anderen Ländern in erster Linie die Entwicklung der Dienstleistungen und des Konsums.

Hier konnten in der letzten Zeit gewisse Erfolge verzeichnet werden. Nach Jahren von Lohnwachstum um 0 % konnte dank etwas höherer Inflation auch ein wieder etwas höherer Lohnzuwachs erreicht werden. Die Frage stellt sich nun, ob es den japanischen Firmen angesichts internationaler Konkurrenz auch gelingen wird, Preiserhöhungen durchzusetzen, wie es jüngst vor allem amerikanischen und einigen europäischen Unternehmen möglich war, was deren Gewinnwachstum bekanntlich positiv beeinflusst hat.

»Der japanische Aktienmarkt bleibt im globalen Vergleich eine weiterhin komplexe Alternative.«

Ebenfalls von Interesse ist der Versuch der Tokyo Stock Exchange (TSE), der japanischen Börsenbehörde, die Rentabilität der an der TSE gehandelten Aktiengesellschaften zu verbessern. Die Börsenbehörde wünscht sich eine Erhöhung der Eigenkapitalrentabilität über eine bessere Produktivität, eine Umkehr der in Japan seit Jahrzehnten üblichen gegenseitigen Kreuzkapitalbeteiligungen der Firmen (»cross-shareholding«) und generell ein verbessertes Kapitalmanagement zur Erhöhung der Profitabilität.

Erste Anzeichen einer Trendumkehr in diesen Bereichen sind zwar zu erkennen, doch der Rückstand in der Eigenkapitalrentabilität und den Gewinnmargen gegenüber amerikanischen Unternehmen (nicht nur aus dem Technologie- und Konsumsektor), gegenüber anderen asiatischen Konkurrenten und auch gegenüber europäischen Firmen bleibt eine Tatsache.

So scheint das 2024 feststellbare Aufholen des japanischen Aktienmarktes wohl einiges an der positiveren Entwicklung schon vorweggenommen zu haben, die erst noch realisiert werden muss und sich dann auch über mehrere Jahre als nachhaltig bewahrheiten sollte. Dies ist auch an der deutlich angestiegenen Bewertung des japanischen Aktienmarktes zu erkennen, der gemessen am MSCI Japan inzwischen klar teurer bewertet ist als der europäische Aktienmarkt. >>

Für die Zukunft wird es bedeutsam zu sehen, ob Japan einerseits auf der Makroebene, insbesondere durch klar zunehmenden Konsum in Kombination mit robustem Exportvolumen, mit anderen Ländern und Regionen mithalten kann – was angesichts verstärkter internationaler Konkurrenz nicht einfach zu bewerkstelligen ist.

Und andererseits ist es wichtig zu beobachten, ob es gelingt, die zu geringe Profitabilität zu überwinden und auf der Mikroebene die internationalen Anleger durch ansteigende Gewinnmargen und besseres Kapitalmanagement

nicht nur kurzfristig, sondern eben auch langfristig zu überzeugen.

Dass dabei eine Erholung der japanischen Währung für nichtjapanische Investoren von Bedeutung wäre, liegt auf der Hand. Diese würde allerdings die Gefahr bergen, wie früher die Exporte und damit die Unternehmensgewinne zu gefährden. Daher bleibt der japanische Aktienmarkt im globalen Vergleich weiterhin eine komplexe und wenig transparente Alternative zu anderen Aktienmärkten, obwohl gewisse Fortschritte erkennbar sind. □

MERCK FINCK A QUINTET PRIVATE BANK (EUROPE) S.A.:
»COUNTERPOINT INVESTMENTAUSBLICK 2025«

»Neue Horizonte«

Unsere aktualisierten Prognosen deuten auf ein »normaleres« wirtschaftliches Umfeld im Jahr 2025 hin. Da sich die Inflation in naher Zukunft normalisieren wird, werden die Notenbanken ihre Leitzinsen wahrscheinlich weiter senken, in den USA und im Vereinigten Königreich auf etwa 4 % und in der Eurozone auf 2 %. Allerdings könnte die US-Wirtschaftspolitik auf längere Sicht inflationär wirken. Die USA dürften dank fiskalpolitischer Impulse robust bleiben, während die Eurozone und das Vereinigte Königreich ein schwaches Wachstum verzeichnen dürften. Die US-Handelszölle sind ein wesentliches Risiko für die Industrie- und Schwellenländer und könnten für Marktvolatilität sorgen. Trotz einiger Fortschritte wird China wahrscheinlich weiterhin mit seinen strukturellen Problemen zu kämpfen haben. Thematisch gesehen befinden wir uns noch in den Anfängen des durch die KI eingeleiteten Wandels: Die Gewinner von morgen werden wahrscheinlich noch stärker von der KI profitieren und sie nutzen, um sich einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Ein weiteres langfristiges Thema ist, dass wir nach wie vor in einer Welt leben, die geopolitisch stärker fragmentiert ist. Da sich die USA stärker nach innen orientieren, werden die europäischen Länder wahrscheinlich ihre Infrastruktur für Cyber-Sicherheit und ihre Energieversorgung ausbauen, so dass Investitionen in erneuerbare Energien immer notwendiger werden.

Da die größten Technologieunternehmen, die in den traditionellen Indizes das stärkste Gewicht haben, tendenziell anspruchsvollere Bewertungen aufweisen, haben wir vor Kur-

zem einen gleichgewichteten Index hinzugefügt, der den Schwerpunkt auf Finanz- und Industriewerte legt, die von der bevorstehenden US-Politik profitieren könnten, was für eine breitere Erholung sorgen würde. Angesichts von Abwärtsrisiken wie höheren Zöllen haben wir unser Engagement bei europäischen Aktien kürzlich reduziert, während wir unser »Versicherungs«-Instrument beibehalten, das bei einem Rückgang europäischer Aktien an Wert gewinnt (in Portfolios, in denen die Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden sowie die Vorschriften und Richtlinien dies zulassen). Bei festverzinslichen Anlagen erhöhten wir unser Engagement in europäischen Staatsanleihen, wobei wir nach wie vor kurz laufende Anleihen bevorzugen, und bei US-Staatsanleihen, wobei wir Letztere aufgrund fiskalischer Bedenken untergewichtet ließen. Wir reduzierten unser Engagement bei europäischen und US-amerikanischen Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Rating, da wir der Meinung sind, dass die Bewertungen die Risiken nicht angemessen kompensieren. Wir bleiben auch bei risikoreicheren Hochzinsanleihen untergewichtet.

Sorgen über Handelsspannungen und Zölle gegenüber China (in Verbindung mit einer Reihe ungelöster langfristiger Herausforderungen) sowie Inflation und Zinserhöhungen in Brasilien sind ein Grund, warum wir derzeit keine taktischen Positionen in Schwellenländeranlagen (sowohl Aktien als auch Anleihen) halten. Aus strategischer Sicht sind sich die Märkte zwar einig, dass die fiskalischen Stimulusmaßnahmen in den USA das Wirtschaftswachstum ankurbeln werden, aber wir sind der Meinung, dass sich die Anleger nicht genügend mit den potenziell inflationären Folgen der US-Politik auf längere Sicht befasst haben, weshalb wir inflationsgeschützte US-Anleihen mit kürzerer Laufzeit gegen solche mit längerer Laufzeit ausgetauscht haben. [PDF »NEUE HORIZONTE« >>](#)

Von Cloud bis Software: Welche Unternehmen vom KI-Boom profitieren

Von Hagen Ernst, DJE Kapital AG

Künstliche Intelligenz bleibt das beherrschende Thema im Technologiesektor. Während im vergangenen Jahr vor allem Hersteller von KI-Chips wie NVIDIA oder Broadcom von der Entwicklung profitierten, investieren nun große Cloud-Anbieter wie AWS (Amazon), Azure (Microsoft) und Google Cloud Milliarden in den Ausbau schneller Rechenzentren. Auch bei Unternehmenskunden hat KI höchste Priorität in den IT-Budgets und der Investitionsschub dürfte bis 2025 noch deutlich zunehmen.

Monetarisierung als Herausforderung

Die Monetarisierung dieser Entwicklungen bleibt jedoch schwierig. Es wird sich erst noch zeigen müssen, ob und wie sich die enormen Investitionen langfristig auszahlen. Hier kommt den Softwareunternehmen eine entscheidende Rolle zu. Nahezu alle Anbieter arbeiten derzeit daran, mit KI-Agenten, Tools und Chatbots einen konkreten Mehrwert für ihre Kunden zu schaffen. Zwar befindet sich die Monetarisierung auch in diesem Bereich noch in einem sehr frühen Stadium. Die Zahlungsbereitschaft der Kunden dürfte jedoch steigen, wenn sich durch KI deutliche Effizienzsteigerungen und Kosteneinsparungen realisieren lassen.

Im Gegensatz zu Chip- und Cloud-Anbietern müssen Softwareunternehmen keine riskanten Investitionen in den Ausbau von Rechenzentren tätigen. Viele haben bereits eine Vielzahl von KI-Tools entwickelt, die oft kostenlos in bestehende Softwarelösungen integriert werden. Dennoch wird es noch einige Zeit dauern, bis Softwareunternehmen mit ihren KI-Produkten nennenswerte Umsätze erzielen können.

Automatisierung verändert die Software-Landschaft

Die zunehmende Automatisierung durch KI führt zunächst zu einem Rückgang der Mitarbeiterzahl in den Unternehmen. Dies wirkt sich kurzfristig auf die Softwareausgaben aus, da diese oft an die Anzahl der Nutzer gekoppelt sind. Langfristig dürften die Kunden jedoch bereit sein, einen Teil der durch KI erzielten Produktivitätsgewinne mit den Softwareanbietern zu teilen. Derzeit profitieren vor allem große Softwareunternehmen vom KI-Trend. Neue Markt-

teilnehmer wie OpenAI sind im Softwaresektor aktuell eher nicht in Sicht.

Softwareunternehmen mit einer soliden Kundenbasis und gut strukturierten Daten haben die besten Voraussetzungen, den Mehrwert von KI zu realisieren. Solche Daten lassen sich einfacher analysieren und in automatisierte Prozesse überführen als unstrukturierte Informationen, die oft in hausinternen Softwarelösungen verborgen bleiben.



Hagen Ernst,
Stellvertretender Leiter Research
und Portfoliomanagement
bei der DJE Kapital AG
www.dje.de

Ein Beispiel für eine erfolgreiche Positionierung im Bereich KI ist ein US-amerikanisches Softwareunternehmen, das insbesondere durch seine Zusammenarbeit mit staatlichen Institutionen und militärischen Organisationen bekannt ist. Das Unternehmen hat eine innovative Artificial Intelligence Platform (AIP) entwickelt, die militärische Operationen unterstützen kann, indem sie verdächtige Aktivitäten frühzeitig erkennt. So kann die KI beispielsweise Alarm schlagen, wenn militärisches Gerät in Richtung verbündeter Streitkräfte bewegt wird. Die Lösung zeichnet sich durch ihre Fähigkeit zur nahtlosen Integration und Analyse großer Datenmengen aus. Dank der Zusammenarbeit mit verschiedenen KI-Modellen bietet die Plattform ein hohes Maß an Flexibilität und Anpassungsfähigkeit.

Produktivitätssteigerung durch Automatisierung

Auch ServiceNow ist im Bereich KI gut aufgestellt. Die Cloud-basierte NOW-Plattform ermöglicht die Automatisierung von Arbeitsabläufen und steigert so die Produktivität. Routine-tätigkeiten können automatisiert und gleichzeitig menschliche Interaktionen gezielt unterstützt werden. Die KI-Lösung optimiert die Verteilung von Arbeitslasten und sorgt für eine dynamische, bedarfsorientierte Arbeitsverteilung.

Die NOW-Plattform ist zudem sicher und skalierbar aufgebaut. Sie verarbeitet große Datenmengen und gewährleistet dabei die Integrität der Daten. ServiceNow gehört zu den wenigen Unternehmen, die bereits heute Umsätze mit KI erzielen. Diese bewegen sich zwar noch im einstelligen Prozentbereich, weisen aber ein starkes Wachstum auf. >>

Auch Oracle ist im Bereich KI gut aufgestellt. Als klassischer Datenanbieter verfügt das Unternehmen über umfangreiches Know-how in der Datenanalyse und -auswertung – ein zentraler Baustein für erfolgreiche KI-Anwendungen. Mit Oracle Fusion, dem Konkurrenzprodukt zu SAP im Bereich Unternehmensanwendungssoftware (ERP), sollen KI-Agenten nach einer Lernphase einfache Prozesse in Bereichen wie Finanzen, Personal oder Beschaffung selbstständig bearbeiten können.

Oracle hat Partnerschaften mit den großen Cloud-Anbietern AWS, Azure und Google Cloud geschlossen, wodurch die Oracle-Datenbank für Kunden auf allen großen Cloud-Plattformen verfügbar ist. Parallel dazu baut Oracle mit der Oracle Cloud Infrastructure (OCI) eine eigene Cloud-Lösung auf. Von besonderem Vorteil ist dabei die langjährige Partnerschaft mit NVIDIA: Die NVIDIA DGX Cloud läuft auf der Infrastruktur von Oracle. Und Oracle hat guten Zugang zu den stark nachgefragten Hochleistungsprozessoren von NVIDIA.

Zu den namhaften Kunden von Oracle zählen Zoom, Uber und TikTok. Das Unternehmen wächst derzeit mit über 50 Prozent deutlich schneller als die Konkurrenz. Allerdings macht das Cloud-Geschäft bisher nur rund 20 Prozent des Gesamtumsatzes aus und die Basis ist vergleichsweise klein. Während Oracle in der Vergangenheit meist nur einstellig gewachsen ist, wird bis 2029 ein jährliches Umsatzwachstum von 16 Prozent prognostiziert. Das Unternehmen ist ein gutes Beispiel dafür, wie KI neues Wachstum generieren kann.

Auch Salesforce verfügt über ein erhebliches KI-Potenzial. In Callcentern könnten durch Automatisierung Einsparungen von bis zu 30 Prozent erzielt werden. Mit Agentforce hat Salesforce im Oktober 2024 ein neues KI-Tool auf den Markt gebracht. Dieser KI-Agent übernimmt nach einer Lernphase einfache Arbeitsprozesse wie die Bearbeitung spezifischer Kundenanfragen. Ein Vorteil von Agentforce ist laut Salesforce, dass der Agent auf einem einheitlichen Code basiert.

Die verschiedenen Cloudplattformen von Salesforce – darunter Vertrieb, Services, Marketing & Commerce, Datenanalytik sowie das teuer akquirierte Slack für kollaboratives Arbeiten – sind mittlerweile so gut integriert, dass Agentforce perspektivisch in allen Bereichen eingesetzt werden

kann. Darüber hinaus werden immer mehr Anwendungen in den Bereichen Service/Back Office, Sales und Commerce entwickelt, die von KI profitieren.

Besonders interessant ist das Monetarisierungsmodell von Salesforce. Während viele Softwareunternehmen ihre KI-Tools in Premium-Versionen bündeln, berechnet Salesforce für Agentforce eine nutzungsabhängige Gebühr von zwei Dollar pro geführter Gesprächsanfrage oder Fallbearbeitung. Bereits 2016 hatte Salesforce mit »Einstein« eine KI-Plattform auf den Markt gebracht, die allerdings hinter den Erwartungen zurückblieb. Nach einem enttäuschenden Ausblick Anfang 2024 hat die Aktie stärker korrigiert.

Agentforce hingegen gilt als ausgereifter und soll Geschäftsprozesse zunehmend automatisieren. Allein für die Entwicklung und den Vertrieb des KI-Agenten hat Salesforce innerhalb weniger Monate mehr als 1.400 neue Mitarbeiter eingestellt. Größere Umsätze durch Agentforce werden allerdings erst mittelfristig erwartet. Auf Sicht von drei bis fünf Jahren könnte Salesforce jedoch deutliche Fortschritte bei der Monetarisierung erzielen.

Disruptionsrisiken aufgrund neuer Wettbewerber

Adobe wird aktuell kontrovers betrachtet. Das Unternehmen galt Mitte 2023 als einer der Hauptprofiteure von KI. Mit Programmen wie Photoshop und Illustrator bietet das Unternehmen bewährte Lösungen für die Bildverarbeitung – ein Bereich, der prädestiniert für den Einsatz von KI ist. Mit Firefly hat Adobe ein KI-Tool auf den Markt gebracht, mit dem bereits KI-generierte Bilder im Wert von über 13 Milliarden US-Dollar erstellt wurden. Auch Videos können inzwischen mittels KI generiert werden, was die Erstellung, Personalisierung und Wiederverwendung von Werbekampagnen erheblich vereinfacht.

Den großen Chancen stehen aber auch erhebliche Disruptionsrisiken gegenüber. So haben im Jahr 2024 OpenAI und Meta eigene KI-Tools zur Generierung von Bildern und Videos vorgestellt. Dies hat zu einer Intensivierung des Wettbewerbs insbesondere im Consumer-Segment geführt. Adobe entwickelte sich 2024 daher unterdurchschnittlich.

Aber insbesondere für Kunden, die anspruchsvolle Werbekampagnen erstellen, Inhalte monitoren und über verschiedene Medienformate wie Social Media, Internet oder TV ausspielen, bieten Adobe-Lösungen umfassende Funktionalität.

ten. Zudem bieten sie einen besseren Schutz vor Cyberangriffen und Urheberrechtsverletzungen.

Hohe Investitionen in KI-Infrastruktur

Auch Microsoft wird im Zusammenhang mit KI kontrovers betrachtet. Mit Produkten wie CoPilot und GitHub sowie seiner engen Partnerschaft und Beteiligung an OpenAI zählt das Unternehmen zu den führenden Akteuren im Bereich KI. Das Cloud-Geschäft von Azure wuchs im letzten Quartal um 34 Prozent – allein zwölf Prozentpunkte davon sind auf Generative KI zurückzuführen.

Die Kehrseite dieser Erfolgsgeschichte sind jedoch die enormen Investitionen, die der Ausbau der KI-Rechenzentren erfordert. Allein im letzten Quartal investierte Microsoft 14,9 Milliarden US-Dollar in den Ausbau seiner Infrastruktur. Für das Gesamtjahr werden die Investitionen auf 55 bis 60 Milliarden US-Dollar geschätzt. Einige Investoren befürchten daher mittlerweile, dass sich diese Investitionen nicht rechnen – während Anfang 2024 noch große Euphorie rund um KI herrschte.

Die Zukunft der KI: Wachstumspotenziale und Hindernisse
Zu Beginn der rasanten Entwicklung im Bereich KI waren es vor allem die Anbieter von Hochleistungschips, die von den Fortschritten profitierten. Nun rückt die Monetarisierung in den Fokus. Softwareunternehmen spielen dabei eine Schlüsselrolle. Insbesondere in der Bild- und Videoverar-

beitung sowie im Vertrieb lassen sich durch KI erhebliche Einsparpotenziale realisieren. Auch in klassische Unternehmensanwendungen (ERP) wie Finanzen, Beschaffung und Personal wird KI zunehmend integriert, um Prozesse zu vereinfachen und zu automatisieren.

Für Anleger besonders interessant sind etablierte Unternehmen mit einer soliden Kunden- und Datenbasis. Diese Unternehmen bieten ihren Kunden bereits erste KI-Tools an, die zunehmend angenommen werden. Auch wenn die Monetarisierung einige Zeit in Anspruch nehmen wird, ist davon auszugehen, dass Softwareanbieter langfristig einen »fairen« Anteil an den durch KI erzielten Produktivitätsgewinnen erhalten werden.

Dennoch ist Vorsicht geboten. Neben den Chancen birgt KI auch erhebliche Risiken. Die Disruptionrisiken dürften steigen – Daher ist es wichtig, neue Produkte und Wettbewerber genau im Auge zu behalten. □

Die DJE Kapital AG gehört zur DJE-Gruppe und ist seit 1974 als unabhängige Vermögensverwaltung am Kapitalmarkt aktiv. Das Unternehmen aus Pullach bei München verwaltet mit rund 200 Mitarbeitern (davon rund 25 Fondsmanager und Analysten) aktuell über 16,0 Milliarden Euro (Stand: 30.9.2024) in den Bereichen individuelle Vermögensverwaltung, institutionelles Asset Management sowie Publikumsfonds. Zudem bietet DJE seit 2017 mit Solidvest eine einzeltitelbasierte Online-Vermögensverwaltung an – als digitale Lösung im Rahmen aktiv gemanagter Depots. DJE hat den Anspruch, ihren Kunden weitestgehend Kapitalmarktexpertise in allen Marktphasen zu bieten.

ANZEIGE

EXA Energie
Für Firmen gemacht

» Optimieren Sie mit uns Ihre Energie-Beschaffung«
www.exa-energie.de

360°

Zertifizierter Berater
Der Mittelstand
BVWV
im Beraternetzwerk des Mittelstands.

Bundestagswahl 2025:

Eine Gegenüberstellung der Wahlprogramme mit Fokus auf die Immobilienverwalterbranche

Der Verband der Immobilienverwalter Deutschland e.V. (VDIV) hat zur Bundestagswahl eine umfassende und wertungsfreie Übersicht der Wahlprogramme der relevanten Parteien erstellt. Ziel der Analyse ist es, Immobilienverwaltungen, Eigentümern und weiteren Interessierten eine fundierte Entscheidungsgrundlage zu bieten.

Die 2023 beschlossene Novelle des Gebäudeenergiegesetzes (GEG) bleibt kontrovers. Union und FDP setzen auf technologieoffene Lösungen und CO₂-Zertifikatehandel, während SPD und Grüne am bisherigen Kurs festhalten. Der VDIV fordert ein GEG, das Investitionsanreize schafft, statt Verwaltungen und Eigentümer durch strenge Vorgaben zu belasten. Wesentliche Punkte sind technologieoffene Fördermodelle und stärkere Unterstützung für Sanierungen im Bestand. Ein modernes Gebäudeenergiegesetz muss praktikabel und umsetzbar sein – ohne zu überfordern.

Die Eigentumsquote in Deutschland gehört mit rund 50 Prozent zu den niedrigsten in der EU. Die Ansätze zur Förderung des Wohneigentums sind bisher unzureichend. Zwar sehen alle Parteien Maßnahmen zur Entlastung von Immobilienkäufern vor, doch bleiben die Vorschläge hinter den Erwartungen zurück. Positiv hervorzuheben sind die Ansätze von Union und FDP zur Senkung der Grunderwerbsteuer, die mit bis zu 6,5 Prozent des Kaufpreises ein erheblicher Kostenfaktor ist. Kritisch zu bewerten sind jedoch nicht bedarfsorientierte Programme wie »Jung kauft Alt« der SPD, da diese durch strikte Sanierungsvorgaben eher energetische Modernisierungen fördern.

Der VDIV fordert daher eine zielgerichtete und breit angelegte Förderung des Wohneigentums, die insbesondere junge Familien und Haushalte mit mittlerem Einkommen stärker unterstützt. »Die Eigentumsbildung ist kein Luxus, sondern eine Investition in die Zukunft. Eine Politik, die Wohneigentum stärkt, fördert nicht nur den sozialen Frieden, sondern auch die wirtschaftliche Stabilität in unserem Land,« sagt VDIV-Geschäftsführer Martin Kaßler.

>> [Hier finden Sie die Übersicht: \(PDF\)](#)

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



ANZEIGE

Der ETF-Boom: Fluch oder Segen für die Märkte?

Berenberg-Publikation: Märkte-Studie »Fokus«

Passives Investieren setzt seinen Erfolg ungebrochen fort. Allein in 2024 verzeichneten Aktien-ETFs einen globalen Nettozufluss von 1,1 Billionen Euro. So erfreulich die Entwicklung einer stärkeren Aktienkultur und breiten Partizipation an Unternehmensgewinnen auch ist, so verweisen immer mehr akademische Studien auf die »Schattenseiten« von Exchange Traded Funds und Co. In einer aktuellen Studie beleuchtet Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research bei Berenberg Wealth and Asset Management, wie sich der Boom passiver Anlagen auf die Effizienz der globalen Märkte auswirkt.

»Die Märkte sind seit der Finanzkrise 2008 zunehmend fragiler geworden. Denn der Boom von ETFs hat die Marktstruktur grundlegend verändert. Investoren stürzen sich heute auf eine begrenzte Anzahl an Momentum-Trades – befeuert durch Marktkapitalisierungs-gewichtete ETFs, in denen wenige, meist US-amerikanische Mega-Caps dominieren. Kurz- bis mittelfristig können Anleger von der ETF-Begeisterung profitieren, weil die Bewertungen allein liquiditätsgetrieben immer weiter steigen. Langfristig könnte dies jedoch zu Überbewertungen und Risiken führen. Kommt es zu einem externen Schock, stehen Anleger anders als bei aktiven Strategien im Regen da. Denn dann sind sie mit einem Mangel an Liquidität konfrontiert, die sie bei einem Ausstieg am dringendsten benötigen«, sagte Ulrich Urbahn.

Verstärkt wird dieser Effekt dadurch, dass börsennotierte Unternehmen die undifferenzierte Nachfrage nach Aktien durch passive Flows für sich ausnutzen und Aktien bei steigenden Märkten abstoßen. Allerdings gilt das Umge-

kehrte in dem Ausmaß nicht: Die Unternehmen kaufen bei fallenden Märkten Aktien weit weniger. In der Folge kommt es zu einer strukturellen Verschiebung hin zu einer leptokurtischen Renditeverteilung mit sogenannten »Fat Tails«. Solche Verteilungen haben höhere Eintrittswahrscheinlichkeiten von einerseits geringen positiven oder negativen Renditen und andererseits extrem hohen positiven oder negativen Renditen. Längere Phasen der Ruhe mit moderaten Renditen wechseln sich mit Volatilitätsschocks und extremen Renditen ab.

Solange Aktien-ETFs insgesamt weiterhin Zuflüsse verzeichnen, bleibt die Wahrscheinlichkeit von schnellen Erholungen (V-Erholungen) hoch, die von nicht-fundamentalen Zuflüssen in Aktien getrieben werden. Entsprechend dürften sich passive Momentum-Strategien weiterhin positiv entwickeln. Für Anleger könnte es zudem sinnvoll sein, Aktien zu halten, die in vielen stark passiv abgebildeten Indizes vertreten sind (hohe Index-Inklusionsrate), um von den nicht-fundamentalen Zuflüssen zu profitieren.

Ein Wendepunkt bei Zuflüssen in Aktien-ETFs könnte durch einen Anstieg der US-Arbeitslosigkeit, demografische Umschichtungen hin zu Anleihen oder eine stärkere Diversifikation von US-Altersvorsorgefonds (401K-Sparpläne) in andere Anlageklassen wie Gold, Bitcoin oder Private Equity herbeigeführt werden. Dann dürfte wieder die Stunde aktiver Strategien schlagen. Denn bleiben die liquiditätsgetriebenen Zuflüsse aus, dürften vor allem die in den Indizes stark gewichteten und oftmals hochbewerteten Aktien von Mega Caps unter Druck geraten. Flexible, aktive Strategien könnten von diesen Ineffizienzen profitieren.

Die vollständige Studie finden Sie über den nachfolgenden
Download-Link: www.berenberg.de

ANZEIGE

GESTATTEN:

SCHORSCH

AUS
SCHWABEN





BUND
Naturschutz
in Bayern e.V.

SPENDEN. MITMACHEN. LEBEN RETTEN.

Direkt bei Ihnen vor Ort.




www.bund-naturschutz.de

Auch 2025 bleibt Gold ein großes Thema

Wird die Unsicherheit in der Welt die Preise treiben?

Wirft man für den Goldpreis einen Blick in die Chartanalyse, dann deutet vieles darauf hin, dass sich die Rallye des vergangenen Jahres auch 2025 fortsetzen könnte. Der 2024 gestartete dynamische Aufwärtstrend ist weiter intakt. »Theoretisch wäre sogar ein längerfristiges Kursziel von 3000 US-Dollar pro Feinunze möglich«, sagt Andrea Greisel, Leiterin der Niederlassung München der Fürst Fugger Privatbank: »Dennoch gibt es einige potenzielle Störfaktoren, allen voran die aktuelle Aufwertung des US-Dollars.« Gold werde hauptsächlich in US-Dollar gehandelt, daher stiegen die Kosten für Käufer außerhalb des US-Dollar-Raums. Dies wiederum drücke auf die Nachfrage. Hinzu komme, dass die Fed bei ihrer letzten Sitzung ein langsames Tempo bei Zinssenkungen signalisiert habe. Nun werde für 2025 nur noch mit zwei Zinssenkungen gerechnet statt, wie ursprünglich erwartet, mit vier. Für Gold, das im Gegensatz zu Anleihen keine laufenden Erträge generiere, sei das keine gute Nachricht.

Die entscheidenden Faktoren für den Goldpreis seien jedoch andere, sagt Greisel: »Neben den geopolitischen Entwicklungen im Nahen Osten und in der Ukraine wird sich vor allem die Politik der neuen Regierung Trump auf den Goldpreis auswirken.« Es bestünden Bedenken, ob ihre Maßnahmen die Inflation und die Staatsverschuldung in den USA weiter antreiben würden, so Greisel: »Das Vertrauen in die finanzielle Stabilität der USA schwindet und viele Investoren setzen eher auf Gold als auf Anleihen, um ihr Portfolio abzusichern.« Auch die Zentralbanken hätten in

den vergangenen drei Jahren zunehmend US-Bonds verkauft und große Mengen des Edelmetalls beschafft. Allen voran China und Indien hätten seit 2022 fast doppelt so viel Gold gekauft wie in den zehn Jahren zuvor. Der Branchenverband World Gold Council (WGC) gehe davon aus, dass dieser Trend weiter anhalte. Bereits die Hälfte der Käufe im Jahr 2023 würde ausreichen, um sich positiv auf den Goldpreis auszuwirken.

*Andrea Greisel,
Leiterin der Niederlassung München
der Fürst Fugger Privatbank*

www.fuggerbank.de



Es sei aber von einer deutlich höheren Zentralbanknachfrage im Jahr 2025 auszugehen. Für Andrea Greisel treibt noch eine andere Gruppe die Preise: »Gerade in Indien und China kaufen private Anleger mangels anderer Investmentmöglichkeiten in großen Mengen Gold. Indien hat sogar die Importzölle auf Gold gesenkt, was zusätzlich zu einem Anstieg der Nachfrage führt.« Krisen, der neue US-Präsident Donald Trump und die Schwellenländer dürften dem Gold Rückenwind verleihen. Gleichzeitig könne eine Beruhigung der geopolitischen Lage im Jahresverlauf auch zu kurzfristigen Rücksetzern beim Goldpreis führen. Andrea Greisel: »Wir rechnen mit einem weiteren Anstieg des Goldpreises, wenn auch weniger spektakulär als 2024. Langfristig bleibt Gold ein wichtiger Sicherheitsanker.« Die geopolitischen und wirtschaftlichen Entwicklungen allen voran in den USA, müsse man im Auge behalten. □

HRK LUNIS AG – Konjunktur- und Börsenausblick

2025: Ein spannendes Jahr für Politik, die Wirtschaft und Ihre Anlagen

Das Jahr ist zwar erst wenige Wochen alt und doch zeichnet sich schon ab, dass 2025 spannend werden dürfte. Donald Trump ist wieder Herr im Weißen Haus und welche Folge dies für Politik, Gesellschaft und Wirtschaft haben wird, ist noch völlig unklar. Deutschland wiederum als größte Volkswirt-

schaft Europas steht vor Neuwahlen. Bis sich eine neue Regierung gebildet hat, dürfte es Frühling sein. Ob und wie sich diese beiden Themen, neben anderen wichtigen Ereignissen, auf die Kapitalmärkte auswirken, hat die HRK LUNIS AG in ihrem Jahresausblick 2025 untersucht. Darin gehen die Autoren ausführlich auf die aktuellen Entwicklungen ein, analysieren die Risiken und Chancen und benennen ihre Ideen hinsichtlich einer erfolgreichen Kapitalanlage.

>> [Zum Jahresausblick 2025 \(PDF, 32 Seiten\)](#)

SALytic Invest Kapitalmarktbericht: US-Politik prägt Aussichten für 2025

- **Drei Szenarien zu den Auswirkungen neuer US-Zölle**
 - **Positive Effekte der Bundestagswahl auf europäische Aktienmärkte**
 - **Solide Position in Gold empfehlenswert**

Die SALytic Invest AG veröffentlicht einen fundierten Bericht über aktuelle Entwicklungen an den Kapitalmärkten im gesamtwirtschaftlichen Kontext und gibt einen Ausblick auf das Börsengeschehen im Jahr 2025. Dabei bestimmt vor allem die US-Politik die Richtung.

Ein wesentlicher Faktor sind die von Donald Trump angeordneten Importzölle auf Waren sowie deren Auswirkungen auf die Entwicklung von Konjunktur und Inflation. Hierzu entwickelt der Vermögensverwalter drei Szenarien, aus denen unterschiedliche Strategien für die Kapitalanlage resultieren. »Die ungewöhnlich große Unsicherheit über die weitere Politik in den USA erfordert das Denken in Szenarien«, sagt Matthias Jörss, Vorstandsvorsitzender der SALytic Invest AG.

In seinem Basisszenario geht Jörss davon aus, dass die Zölle für Produkte aus China in mehreren Schritten auf

rund 35 bis 40 Prozent steigen werden. Für alle anderen Länder sind höhere Zölle von rund acht Prozent zu erwarten. Das Wachstum der US-Wirtschaft bleibt unverändert relativ hoch. Damit kann die Fed die Leitzinsen nur in sehr geringem Ausmaß senken und die Kapitalmarktzinsen bleiben auf einem hohen Niveau.

Das Wachstum in Europa wird sich nach Einschätzung von SALytic Invest dagegen nicht wesentlich beschleunigen. Aufgrund mehrfacher Senkungen der Leitzinsen durch die EZB bleibt der Euro weiterhin sehr schwach zum US-Dollar. Während viele andere Länder Asiens prosperieren, sollte sich die Konjunktur in China weiter abkühlen.

Strukturell spricht dieses Szenario für ein positives Aktienumfeld in den USA sowie abgeschwächt auch in Europa und Asien. »Im Zuge der Bundestagswahlen können wir uns temporär eine bessere Entwicklung der europäischen Aktienmärkte vorstellen«, kommentiert Matthias Jörss. »Das gilt insbesondere für Deutschland. Neben Aktien und Anleihen bleibt eine solide Position in Gold in diesem unsicheren Umfeld empfehlenswert.«

Den Kapitalmarktbericht finden Sie hier (PDF):
www.salytic-invest.de

Pictet-Gruppe präsentiert neue Publikation:

»Megatrending 2025«

Sieben Megatrends, die es 2025 zu beobachten gilt

Genf/Frankfurt, 27. Januar 2025: Die Pictet-Gruppe gibt heute die Veröffentlichung der neuen Publikation »Megatrending 2025« bekannt. In ihr wird aufgezeigt, wie Megatrends bzw. starke sozioökonomische, ökologische und technologische Kräfte, die unsere Welt prägen, als Katalysatoren für langfristiges Wachstum wirken und wie sich daraus neue Geschäftschancen eröffnen.

Einleitend gibt Steve Freedman, Sustainability and Research Manager für Themenaktien bei Pictet Asset Management,

einen Überblick über die sieben bedeutendsten Trends für 2025 und darüber hinaus:

- **Technologie jenseits von künstlicher Intelligenz**
- **3D-Chips**
- **CDMOs – die neuen Stars der Pharmabranche**
- **Holz neu gedacht**
- **Ausweg aus der Stromkrise**
- **Flutkatastrophen verhindern**
- **Smart Nutrition**

Weitere Themen der Publikation sind unter anderem Klima, Biotechnologie, Ernährung & Gesundheit.

Details entnehmen Sie bitte der vollständigen Studie
(In englischer Sprache):
www.pictet.com

DeepSeek: Wendepunkt für die KI-Branche?

Von Sven Langenhan,
Leiter Investment Office bei HRK LUNIS

Eine Nachricht aus China wühlt die globalen Finanzmärkte auf: Die Veröffentlichung des neuen KI-Modells DeepSeek. Dieses neue Open-Source-Modell kann weltweit kostenlos genutzt werden, soll genauso gut sein wie ChatGPT und andere westliche KI-Modelle und dabei viel effizienter und energiesparender arbeiten. Damit könnten sich die Spielregeln im globalen KI-Wettlauf grundlegend verändern. An den Märkten sind die Reaktionen spürbar.



Was ist passiert?

Am 20. Januar wurde DeepSeek R1 veröffentlicht. Das chinesische KI-Modell ist ähnlich leistungsfähig wie die führenden KI-Modelle von OpenAI, Anthropic AI oder Alphabet. Der entscheidende Unterschied liegt in der Effizienz. DeepSeek benötigt eigenen Angaben zufolge deutlich weniger Rechenleistung und hat angeblich nur 5,6 Millionen US-Dollar für den finalen Trainingsvorgang gekostet – ein Bruchteil der Kosten, die westliche Modelle verursachen. Bereits im Dezember hatte das veröffentlichte Modell DeepSeek V3 in Fachkreisen für Aufmerksamkeit gesorgt. Da nun immer mehr darüber berichtet wurde und die Leistungsfähigkeit des neuesten Modells auch von westlichen KI-Unternehmen gelobt wurde, erhielt das Thema über das Wochenende auch in der Breite große Aufmerksamkeit.

DeepSeek, das einem KI-Hedgefonds aus Hongkong gehört, hat technische Abhandlungen veröffentlicht, die detailliert erklären, wie sie diese Effizienzsteigerung erreicht haben. Die Angaben erscheinen damit glaubhaft. Zwar dürfte weiterhin darüber debattiert werden, wie groß der Ressourcen-Aufwand tatsächlich war. Allerdings ist davon auszugehen, dass DeepSeek aufgrund der US-Exportrestriktionen mit deutlich weniger Rechenleistung zurechtkommen musste

als die westlichen KI-Entwickler. Das Unternehmen sah sich also quasi gezwungen, mit den zur Verfügung stehenden Chips kreative Lösungen zur Effizienzsteigerung zu entwickeln. Der Trainingsprozess war somit Schätzungen zu Folge um 20-50x effizienter als bisherige Ansätze, da verschiedene Techniken genutzt wurden, um den Speicher- und Rechenbedarf zu optimieren. Darüber hinaus ist das Modell auch in der Interferenz, also Bearbeitung von Anfragen, deutlich effizienter.

Die größte Version von DeepSeek-R1 umfasst 671 Milliarden Parameter. Sie kann von jedermann kostenfrei genutzt werden – entweder via Internet oder über die DeepSeek-App, die in den Appstores von Apple und Google zum Download bereitsteht. Dies ist eine direkte Kampfansage an OpenAI. Für dessen ChatGPT-Version o1 müssen Nutzer 20 USD im Monat bezahlen. Daneben bietet das Unternehmen mehrere verkleinerte Varianten mit 1,5 bis 70 Milliarden Parametern an. DeepSeek-R1 unterliegt allerdings in der Grundkonfiguration China-spezifischen Einschränkungen, da KI-Systeme in der Volksrepublik gemäß den Vorschriften für Internetdienste »sozialistische Kernwerte« implementieren müssen. Wie das Portal ArsTechnica berichtet, verweigert das System beispielsweise Antworten zu politisch sensiblen Themen wie dem Tian'anmen-Platz oder dem Status Taiwans.

Warum ist das so ein großes Thema für die Märkte?

Die Bedeutung von DeepSeek lässt sich aus zwei Perspektiven betrachten: der geopolitischen und der wirtschaftlichen. Die geopolitische Betrachtung lautet: China holt auf und hat im KI-Rennen plötzlich mit den USA gleichgezogen, die bislang als führend galten. Die Veröffentlichung von DeepSeek als Open-Source-Modell, kombiniert mit detaillierten technischen Dokumentationen ohne Geheimhaltung, zeigt, dass der chinesische Staat hier strategisch involviert ist. Und es zeigt, dass China trotz westlicher Exportkontrollen für Hochleistungs-KI-Chips in der Lage ist, vergleichbare oder bessere Ergebnisse zu erzielen – möglicherweise sogar dank dieser Beschränkungen, da die Forscher dadurch zu innovativen Lösungen gezwungen wurden. China übt damit Zugzwang auf westliche Unternehmen aus. Durch das kostenlose Angebot von DeepSeek geraten Unternehmen wie OpenAI und Google unter Druck, die für ihre KI-Modelle hohe Gebühren verlangen. Indem China die Technologie offenlegt, wird der Wettbewerb im Bereich der großen Sprachmodelle (LLMs) weiter

angeheizt. Es ist wahrscheinlich, dass viele Nachahmer versuchen werden, den chinesischen Ansatz zu kopieren.

Wirtschaftlich betrachtet ist DeepSeek ein Schock für die erfolgsverwöhnte US-Tech-Branche und der Hauptgrund für die heftigen Marktreaktionen. Die Märkte befürchten, dass westliche Tech-Unternehmen, welchen bislang ein Quasi-Monopol bei der Entwicklung Künstlicher Intelligenz zugesprochen wurde, viel zu viel Geld für KI-Chips, Serverfarmen und andere KI-Investitionen ausgegeben haben könnten, während China offenbar mit einem Bruchteil der Kosten ähnliche Ergebnisse liefern kann. Investoren stellen sich daher die Frage: Werden künftig Unternehmen wie ChatGPT-Entwickler OpenAI, Microsoft oder Meta weniger KI-Chips benötigen, um ihre Modelle weiterzuentwickeln? Werden Halbleiterunternehmen daher mit massiven Auftragsseinbrüchen rechnen müssen? Und werden die Hersteller von Gaskraftwerken reihenweise Stornierungen erleben, da die neuen KI-Modelle künftig viel weniger Strom benötigen? Denn eines ist klar: Wenn weniger Rechenleistung benötigt wird, sinkt bei gleichbleibender Nachfrage nach KI-Modellen, auch die Nachfrage nach (Nvidia-)Chips (die sogenannten GPUs), Rechenzentren und Strom. Dies erklärt, warum Aktien entlang der gesamten Wertschöpfungskette unter Druck stehen. Hinzu kommt: Führende KI-Modelle scheinen nun endgültig zu einer Massenware zu werden. Die Konkurrenz unter den Entwicklern von leistungsfähigen Sprachmodellen nimmt zu.

Allerdings gibt es auch eine andere Sichtweise. Diese liegt im sogenannten »Jevons-Paradoxon« begründet. Das Paradoxon besagt, dass technischer Fortschritt, der die Effizienz steigert, oft zu einer erhöhten Nutzung der Ressource führt, anstatt sie zu senken. Wenn KI-Modelle günstiger werden, könnten sie noch häufiger eingesetzt werden, wodurch die

Nachfrage nach KI sogar steigen würde. Zudem optimieren Tech-Konzerne ihre KI-Modelle bislang nicht für minimalen Ressourceneinsatz, sondern für maximale Leistung. Wenn DeepSeek zeigt, dass KI effizienter entwickelt werden kann, könnten westliche Unternehmen noch schneller Fortschritte machen und neue Anwendungsbereiche erschließen. So könnte DeepSeek bei OpenAI, Meta und Co. die Dringlichkeit erhöhen, ihren Hauptvorteil (Zugriff auf GPUs) zu nutzen, um sich von billigeren Alternativen abzuheben. Die Stargate-Ankündigung von Donald Trump sowie Kommentare von Meta bezüglich der Höhe seiner geplanten KI-Investitionen unterstützen diese These.

Und schließlich ist bei Nachrichten aus China oft Vorsicht geboten. Es gibt Stimmen, die behaupten, dass der tatsächliche Aufwand deutlich größer war als offiziell berichtet. Möglicherweise hatte DeepSeek Zugang zu mehr Chips, als die Exportkontrollen erlauben. Der Effizienzvorteil könnte also geringer sein, als aktuell angenommen wird.

Die Veröffentlichung von DeepSeek hat vorerst zu erheblichen Kursverlusten bei Technologiewerten geführt. So büßte Nvidia an der Börse an einem Tag fast 600 Milliarden US-Dollar an Wert ein, nachdem die Aktie fast 17 Prozent tiefer aus dem Handel ging. Auch am deutschen Markt ging das Thema nicht spurlos vorbei. Siemens Energy verlor zwischenzeitlich 20%, nachdem die Aktie zuvor stark gestiegen war. Experten betonen jedoch, dass diese Aufregung übertrieben sein könnte. Zwar sei DeepSeek effizienter, aber die Technologie nicht revolutionär.

Fazit: Die Veröffentlichung von DeepSeek hat die Tech-Branche und die Finanzmärkte aufgerüttelt. Es ist noch zu früh, um abzusehen, ob dies eine Nachkaufchance oder der Beginn eines größeren Rücksetzers ist. □



Gravierter Schmuck von Anna von Bergmann –
zeitlos, persönlich und mit Liebe gemacht: Ein Geschenk, das bleibt.

ANNA VON BERGMANN SCHMUCK | ACCESSOIRES

www.annavonbergmann.de



ANZEIGE

China im Jahr 2025: Zölle, Lokalisierung und Konsumanreize

China steht vor komplexen Herausforderungen. Daran dürfen auch die Feierlichkeiten zum chinesischen Neujahrsfest Ende Januar 2025 wenig ändern. Geopolitische Spannungen, binnenwirtschaftliche Entwicklungen und politische Entscheidungen der Regierung Xi Jinpings verunsichern internationale Anleger seit Längerem – und belasten damit die Kurse chinesischer Aktienindizes. Die chinesische Regierung dürfte für 2025 an ihrem jährlichen BIP-Wachstumsziel von »etwa fünf Prozent« festhalten und damit ihr Engagement für langfristige Wachstumsziele in den Fokus stellen.

Javier Garcia und Dr. Jianan He, Aktienexperten für asiatische Schwellenländer im Wealth and Asset Management von Berenberg, sehen in 2025 nach wie vor selektive Chancen in China. In einem aktuellen Beitrag analysieren sie, wie sich potenzielle Zollerhöhungen, eine angepasste Fiskalpolitik und ein angekurbelter Binnenkonsum auf chinesische Aktien auswirken könnten. Erfolgsaussichten für Anleger in China sehen sie in 2025 vor allem durch aktive Einzeltitelselektion und einen Fokus auf qualitativ hochwertige Unternehmen.

»Chinas Erfolgsaussichten für 2025 hängen wesentlich von der Wirksamkeit der Strategien ab, mit denen das Land dem Handelsdruck begegnet, maßgeschneiderte finanzpolitische Maßnahmen umsetzt und die Binnennachfrage ankurbelt,« sagte Javier Garcia, Portfoliomanager bei Berenberg. »Angesichts der Chancen, die sich durch die Lokalisierung von Technologien, robuste Exportsegmente und den Binnenkonsum ergeben, empfehlen wir für 2025 einen selektiven und aktiven Ansatz bei Investitionen in chinesische Aktien.«

Zölle als Herausforderung, Lokalisierung als Chance

Die Handelsbeziehungen zwischen den USA und China bleiben eine kritische Variable für die wirtschaftlichen Aussichten Chinas. Die Annahme einer 60-prozentigen Zollerhöhung auf chinesische Waren durch die USA birgt erhebliche Risiken für das Wachstum. Wir gehen zwar nicht davon aus, dass die Trump-Regierung einen so hohen Zollsatz auf alle chinesischen Waren einführen wird. Eine Erhöhung im Durchschnitt scheint jedoch sehr wahrscheinlich. Zölle würden sich direkt auf die Exporte auswirken, Investitionen und Einkommen in exportorientier-

ten Sektoren verringern und die allgemeine Stimmung in der Wirtschaft dämpfen.

Um dem entgegenzuwirken, könnten die politischen Entscheidungsträger diese Auswirkungen durch eine Lockerung der Geldpolitik und eine kontrollierte Währungsabwertung abmildern, wobei eher mit moderaten als mit aggressiven Reaktionen zu rechnen ist. Der Zeitpunkt und der Umfang der Zölle werden auch die vierteljährliche Konjunkturentwicklung beeinflussen, wobei die Exporte möglicherweise vorgezogen werden, bevor die Erhöhungen in Kraft treten.

Trotz dieser Herausforderungen sehen wir nach wie vor Chancen in Exportsegmenten mit starkem geistigem Eigentum und einem Fokus auf asiatische und europäische Märkte, die von den Zöllen weniger betroffen sind. Darüber hinaus dürfte China angesichts der zunehmenden Konflikte mit den USA die Technologielokalisierung weiter beschleunigen, was erhebliche Investitionsmöglichkeiten im Technologiesektor eröffnet.

Der Technologiesektor in China steht aufgrund geopolitischer Spannungen unter Druck. Dennoch sehen wir die US-Sanktionen als zweischneidiges Schwert: Sie könnten Chinas Fortschritt in Spitzentechnologien verlangsamen, zwingen das Land jedoch gleichzeitig dazu, seine Lieferkette auszubauen, Selbstversorgung zu fördern und in Bereichen zu wachsen, die von verstärkter heimischer Substitution profitieren. Betrachtet man etwa die Selbstversorgungsquote in Chinas Halbleiterindustrie, sehen wir großes Potenzial, den Marktanteil lokaler chinesischer Anbieter weiter zu steigern, insbesondere in den Bereichen Chip-Design (Electronic Design Automation), geistigem Eigentum (Intellectual Property) sowie Halbleiterausrüstung.

Fiskalpolitik und Konsum

Die Fiskalpolitik wird eine entscheidende Rolle bei der Eindämmung des externen und internen Drucks spielen. Das offizielle Haushaltsdefizit wird voraussichtlich 3,8 Prozent des BIP übersteigen und damit die traditionellen Obergrenzen sprengen. Der fiskalische Ansatz ist zwar proaktiv, wird aber moderat bleiben. Trotz dieser Maßnahmen wird das Ausmaß der fiskalischen Expansion durch die hohe öffentliche Verschuldung begrenzt, die inzwischen 113 Prozent des BIP ausmacht. Die politischen Verantwortlichen werden ein Gleichgewicht zwischen kurzfristiger Flexibi-

lität und langfristiger Nachhaltigkeit finden, wobei unserer Meinung nach bei der fiskalischen Expansion gezielte Maßnahmen wie die Unterstützung des Konsums Vorrang haben werden.

Die Ankurbelung des Binnenkonsums hat für 2025 oberste Priorität. Der Beitrag des Konsums zum BIP-Wachstum ging 2024 deutlich zurück, belastet durch schwaches Einkommenswachstum, Beschäftigungsunsicherheiten und negative Vermögenseffekte auf dem Wohnungsmarkt.

Für 2025 plant die Regierung gezielte Maßnahmen zur Förderung des Konsums, darunter:

- **Handelszuschüsse:** Ausweitung von Programmen für Gebrauchsgüter wie Autos und Haushaltsgeräte, wodurch die Zuschüsse von 150 Milliarden RMB im Jahr 2024 auf 200 bis 250 Milliarden RMB steigen könnten.
- **Sozialleistungen:** Erhöhung der Grundrenten in städtischen und ländlichen Gebieten und der Zuschüsse für die Gesundheitsversorgung, wobei die Gesamtausgaben möglicherweise 150 bis 210 Milliarden RMB erreichen könnten.
- **Anreize für Neugeborene:** Einführung von Zulagen zur Förderung höherer Geburtenraten, geschätzt auf 70 bis 140 Milliarden RMB pro Jahr.

Darüber hinaus wird erwartet, dass die Ankurbelung des Konsums die Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Marken stärkt und es ihnen ermöglicht, Marktanteile gegenüber ausländischen Produkten zu gewinnen, indem sie preiswerte Optionen anbieten.

Im Berenberg Emerging Asia Focus Fund bevorzugen wir qualitativ hochwertige Unternehmen, die von diesen Investitionsmöglichkeiten in China profitieren können. Unter anderem sind folgende chinesische Unternehmen aus unserer Sicht aussichtsreich positioniert:

- **Naura – Technologie:** Das 2001 gegründete Unternehmen Naura ist Chinas größter Hersteller von Halbleiterausrüstungen mit einem breiten Produktportfolio. Der Bereich IC-Geräte und -Dienstleistungen trägt 2024 über 75 Prozent zum Umsatz bei und soll weiter wachsen. Naura bedient ausschließlich den chinesischen Markt, der aufgrund von US-Exportbeschränkungen unterversorgt ist. Das Unter-

nehmen ist führend in ICP- und PVD-Technologien und profitiert vom Trend zur inländischen Substitution.

- **PopMart – Nicht-Basiskonsumgüter:** Das 2010 gegründete Unternehmen Pop Mart ist ein Vorreiter der Art-Toy-Kultur in China und produziert jährlich über 1.000 Figuren, darunter bekannte IPs wie Molly, Dimoo und Skullpanda. Wachstumstreiber ist insbesondere die Expansion ins Ausland: Nach Angaben des Unternehmens sollen 2025 mindestens 70 internationale Geschäfte eröffnet werden. Langfristig dürfte Pop Mart vom Export und der steigenden Nachfrage nach Pop-Toys profitieren.

- **Eastroc – Basiskonsumgüter:** Das 1994 gegründete Unternehmen Eastroc Beverage ist Chinas größte heimische Marke für Energydrinks mit einem Marktanteil von über 45 Prozent nach Volumen im Jahr 2024. Mit starken Vertriebsnetzen gewinnt Eastroc in China im Vergleich zu ausländischen Marken weiterhin Marktanteile. Der Markt für Energydrinks wächst in China schneller als die Gesamtnachfrage nach Softdrinks, was auf die zunehmende Marktdurchdringung zurückzuführen ist.

BERENBERG – THEMEN DER ZEIT (PDF):

www.berenberg.de



SOS-KINDERDORF
STIFTUNG

WERDEN SIE CHANCENSTIFTER!

Mit der Zustiftung einer Immobilie können Sie Kinder und Jugendliche nachhaltig fördern. Unterstützen Sie junge Menschen und werden Sie Teil der SOS-Stiftungsfamilie!

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

Kapitalmarktjahr 2025: Schwarzbrot statt Zuckerplätzchen?

Von Robert Halver,

Leiter Kapitalmarktanalyse, Baader Bank AG

Nach der Rallye im alten stimmen die Vorzeichen für das neue Jahr weniger hoffnungsvoll. Mit politischen Querschüssen sowie Unsicherheiten in der Wirtschaft, bei Inflation und Zinsen sind Risiken tatsächlich nicht zu leugnen.

Bundestagswahl: Macht- mit oder ohne Wirtschaftswechsel?

Ein Pferd springt nur so hoch wie es muss. Angesichts des Zustands der deutschen Wirtschaft muss aber ein neuer Weltrekord im Hochsprung her. Anderenfalls drohen weitere Jahre mit Nullwachstum, sogar mit Stagflation, da uns die Inflation wie ein Schatten verfolgt.

Die früheren konjunkturellen Wohlfühlzeiten kommen ohnehin nie mehr zurück. Vor diesem Hintergrund können Wirtschafts- und Finanzpolitik keine Schönwetterveranstaltungen mehr sein. Im Haifischbecken des international brutalen Wettbewerbs heißt es »Vogel friss oder stirb«.

Doch wie stehen die Chancen für eine wirtschaftsfreundliche Koalition nach der Bundestagswahl? Aktuell erleben wir einen Wohlfühlwahlkampf mit hübsch ins Schaufenster gestellten Annehmlichkeiten, die jedoch nur mit konsequenter Ignoranz der Mathematik umsetzbar sind.

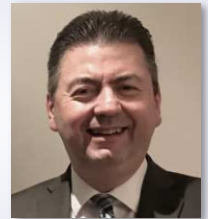
Dagegen sind dringend nötige Konzepte zur Beseitigung unserer Wirtschaftsprobleme (Energiesicherheit zu akzeptablen Preisen, Bürokratie, mangelnde Wettbewerbsfähigkeit) Mangelware. Doch fürchten sich unsere Kandidaten vor harten und schmerzhaften Reformen, die zu ebenfalls harten Abstrafungen durch die Wähler – wie nach der Agenda 2010 – führen könnten. Aber haben sie eine Wahl? Wollen wir wirtschafts- und finanzpolitische Zustände wie in Frankreich riskieren, für die auch gesellschaftspolitische Preise zu zahlen sind?

Ebenso liefert die EU-Politik nicht unbedingt Argumente für deutsche und europäische Aktien 2025. Eine wachsende Anzahl von sendungsbewussten Eurokraten will uns auch weiter mit gutmenschlichen Maßnahmen beglücken, obwohl diese vielfach wie Rattengift auf unsere Wirtschaft wirken. Leider ist Deutschland immer besonders emsig, wenn es um deren nationale Umsetzung geht.

Und wenn es dann konjunkturell hinten und vorne nicht reicht, werden viele auf die Barmherzigkeit der EZB setzen. Doch wegen Wachstums- und Wettbewerbsschwäche führt dies am Ende nur zu höherer Inflation und somit Wohlstandsverlusten. Trumps Sprachrohr Elon Musk steckt mit viel sadistischer Freude die Finger in die weit offenen Wunden Europas. Auf Druck könnte jedoch auch Gegendruck folgen. Europa und Deutschland könnten sich wieder auf ihre früheren wirtschaftlichen Tugenden besinnen. Momentan jedoch reagiert man auf berechtigte Kritik wie die beleidigte Leberwurst mit selbstgerechtem Moralismus. Reflektiert wird viel zu wenig. Unsere schwache Währung spiegelt diese allgemein missliche Lage in Europa klar wider, was leider den Preisauftrieb von außen antreibt.

Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de



Zinssenkungsphantasie geht, Konjunkturerholung kommt

In seiner zweiten Amtsperiode wird Donald Trump Amerikas Wirtschaft massiv fördern und deregulieren. Das erfreut auch die High-Tech-Industrie, die sich allerdings mehrheitlich für Kamala Harris ausgesprochen hatte. In diesem Zusammenhang ist interessant, dass man von den vielen US-Stars, die Amerika verlassen wollten, falls Trump wieder Präsident wird, nichts mehr hört. Gemäß dem Motto »Wes Brot ich ess, des Lied ich sing« wird der amerikanische Vogel des Jahres 2025 der Wendehals werden.

Allerdings wird die amerikanische Wirtschaftsoffensive viel neues Schuldengeld und Inflation kosten. Das schmälert den Spielraum der Fed für Zinssenkungen und somit ihre Phantasie für die Aktienmärkte. Immerhin wissen Fed und andere Notenbanken, dass sie weiter Schutzpatrone der Schuldenstaaten sein müssen, um Finanzkrisen durch zu hohe Anleiherenditen zu verhindern.

Und Trump weiß, dass seine noch im Wahlkampf propagierten Turbo-Handelszölle die US-Preise ähnlich wachsen ließen wie Unkraut im Vorgarten. Wurde er nicht gerade wegen der hohen Lebenshaltungskosten gewählt? Also wird es nur überschaubare Zollerhöhungen geben. >>

2025 wird an Stelle des Zinssenkungsarguments für Aktien das Konjunkturthema mit höheren Unternehmensgewinnen in den Vordergrund treten. Überhaupt sorgen überall gewaltige Ausgabenprogramme für Verteidigung, Infrastruktur und Digitalisierung für internationalen Aufschwung. Davon profitieren konjunkturzyklische Aktien, auch die aus Deutschland und Europa und gerade jene aus der zweiten Reihe. Zum einen werden sie aufgrund ihres Know-Hows gebraucht. Und zum anderen flüchten sie in attraktivere Produktions- und Absatzstandorte, vor allem in die USA. So erklärt sich, warum europäische Industrieunternehmen ihre Gewinne in den letzten 10 Jahren trotz allem um mehr als 80 Prozent steigern konnten. Insgesamt müssen 2025 mehr Risiken einkalkuliert werden und so wird es auch volatil. Aber auch die beschriebenen Chancen sind zu berücksichtigen. Der Anlegerfokus sollte auf Aktien gerichtet werden, die intakte Stories erzählen und noch relativ günstig bewertet sind. Dann wird 2025 ein Aktienjahr, das neben Saurem auch viel Süßes bereithält.

Herrlich, wenn amerikanische Wirtschaftsfreundlichkeit nach Europa überschwappte

Dazu müssten sich unsere Politiker allerdings konsequent um die Zukunft unseres Landes kümmern und die Probleme der breiten Masse angehen. Nichts weniger als ein neues deutsches Geschäftsmodell 2.0. muss her. Ja und dann würden unsere Börsen nicht mehr nur als Trittbrettfahrer von Wall Street auffallen, sondern autonome Auftriebskraft entfalten. Leider sind wir da (noch) nicht. Sonst würde niemand vorschlagen, Sozialabgaben auf Kapitalerträge zu erheben. Ausgerechnet private Altersvorsorge, die verhindert, dem Staat später auf der Tasche zu liegen, würde geschwächt. Die jetzt schon steuerrechtlich geringen Anreize, für den Ruhestand zurückzulegen, würden noch kleiner. Dieser Vorschlag soll zwar nicht die »Normalen«, sondern nur die »Reichen« treffen, die vom Ersparten leben können. Dadurch wird er kein bisschen besser. Wer sein ganzes Berufsleben lang diszipliniert, regelmäßig angespart und auf Konsum verzichtet hat, für den ist ein beträchtlicher Vermögensaufbau sehr normal. Das ist doch auch der heilige Zweck des Sparens: Wie ein Eichhörnchen zurückzulegen, um später verzehren zu können. Das staatliche Raubrittertum sollte aufhören diese nützlichen Nagetiere zu jagen. Eigentlich ein Fall für den Tierschutz. Es mag nicht jedem gefallen, was ich in dieser Kolumne geschrieben habe. Aber in meinem Alter trägt man das Herz auf der Zunge. Und die wird jeden Tag größer und breiter. □



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. Zuletzt erschien »Wem gehört die Welt?« (2016, Knaus Verlag).

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

Angst vor Trump 2.0?

Von Robert Halver

U. a. aufgrund seiner imperialen Antrittsrede betrachten viele vier weitere Jahre Trump mit Grauen. Auf markante Paukenschläge von ihm müssen wir uns tatsächlich einstellen. Aber wie heftig kommt es wirklich? In Europa müssen Politiker die Trumpsche Realität als letzte Chance begreifen, bestehende Irrwege zu verlassen und sich nicht mehr nur hinter einer dicken Mauer aus Moralismus zu verstecken. Zumindest am Aktienmarkt, auch dem deutschen, ist keine Angst angebracht.

Gleich von Tag 1 seiner zweiten Amtszeit an legt der neue US-Präsident richtig los. Ohne eigene Stärke wird Trump auch mit Europa machen, was er will. Auf einen groben Klotz gehört eben ein grober Keil. Die Damen und Herren Politiker bei uns, die jetzt wieder nur mit Empörungsrhetorik reagieren, sollten lieber an einem eigenen europäischen Erfolgsmodell arbeiten. Wirtschaft ist nicht alles, aber ohne Wirtschaft ist eben alles nichts. Auch Europa muss mehr »Wirtschafts-Trump« wagen. Naives Ignorieren des Elefanten im Raum wird nicht helfen. Sonst wird die deutsche Wirtschaft vom jetzt schüchternen Wallach nie mehr wieder zum Rennpferd werden. Die immer stärkere staatswirtschaftliche Orientierung mit Überregulierung, Bevormundung und mangelnder Wettbewerbsfähigkeit gehört in den Abfalleimer mit dem Namen »Versucht, aber leider gescheitert«. Eine der Gretchenfragen ist die Energieversorgung zu tragbaren Preisen. So prognostiziert Goldman Sachs bis 2030 einen Anstieg der Energienachfrage allein von Rechenzentren für Künstliche Intelligenz um 160 Prozent. Das sind ca. acht Prozent des weltweiten Stroms. Glaubt irgendjemand, dass Investitionen dann noch in energiepolitischen Notstandsgebieten getätigt werden?

Zusammenarbeit von Wirtschaft und Politik nicht ehrenrührig

Bei seinen Trumponomics setzt der neue Präsident auf Zusammenarbeit mit den großen Unternehmenskern, vor allem im High-Tech-Sektor. Jetzt steht der Verdacht im Raum, dass Musk, Bezos, Zuckerberg, etc. Einfluss auf die amerikanische Politik und sogar Demokratie nehmen. Doch erstens ist Donald Trump nicht der Typ, der sich gerne von außen in die Suppe spucken lässt. Zweitens werden die republikanischen Mitglieder im Repräsentantenhaus und Senat, die beileibe keine abnickenden Leichtgewichte sind, nicht einfach zuschauen, wenn sie politisch entmannt werden. Das gilt nicht zuletzt auch gegenüber dem Präsidenten,

dem nicht alle in endloser Liebe verbunden sind. Drittens, auch dem größten technologischen Konkurrenten China kann man keine Trennung zwischen Unternehmen und Staat unterstellen. Um also die virtuelle Dominanz Chinas zu vereiteln, ist eine enge Zusammenarbeit zwischen High-Tech und US-Politik gar nicht zu verhindern. Sicher, von der technologischen Offensive Amerikas werden die Tech-Konzerne profitieren. Daher haben sie in ihren Konzernzentralen nach Trumps Wahlerfolg zügig die Wurfscheiben mit seinem Konterfei durch Heiligenbilder des Präsidenten ersetzt. Auch bei der Amtseinführung haben sie ihm den Hof gemacht. Aber steigende Tech-Kurse kommen nicht zuletzt den unzähligen Anlegern aus der arbeitenden amerikanischen Mittelschicht zugute. Übrigens, auch im klinisch reinen Deutschland waren früher Kontakte zwischen Politikern und Unternehmen absolut üblich. Konrad Adenauer, Willy Brandt, Helmut Schmidt und Helmut Kohl haben immer ihre Nähe zum Wohle der Volkswirtschaft gesucht. Haben wir vergessen, dass Gerhard Schröder den Spitznamen »Genosse der Auto-Bosse« trug? Nicht zuletzt hat Angela Merkel bei der Bewältigung der Bankenkrise die Unterstützung der deutschen Bankindustrie gesucht. Solange keine Schattenpolitik stattfindet, ist es sogar wirtschaftsfeindlich, diese Expertise nicht zu nutzen. Kontakte zur Wirtschaft schaden nur den Politikern, die sie nicht haben oder die meinen, es besser zu können. Für Wirtschaftswachstum – gerade im internationalen Haifischbecken – sind alle legitimen Mittel erlaubt.

Es ist zunächst nicht verwunderlich, dass laut jüngstem Fund Manager Survey der Bank of America der Fokus der Investoren auf den dominierenden US-Aktien und dem Dollar bleibt. Amerika ist das Börsen-Mutterland. Immerhin erfahren europäische Aktien in den Portfolios professioneller Anleger den größten Anstieg seit 2015. Tatsächlich ist der DAX in diesem Jahr so etwas wie der heimliche Star unter den Aktienindizes. Jetzt bekommen sogar unsere konjunkturabhängigen Aktien Zulauf, die doch eigentlich von der deutschen, aber auch europäischen Wirtschaftsschwäche wenig begünstigt sind. Und auf den ersten Blick können sie ebenso keine Aufbruchstimmung in Amerika erwarten, wo doch Repressalien auf sie warten. Doch hilft es z. B. deutschen Autobauern, wenn sie in Amerika investieren, wo die Standortwiesen eindeutig grüner sind. Vor allem jedoch haben sie dort Ruhe vor Trumps Zorn. Der eine findet es gut, dem anderen ist geholfen. Lieber von Trump fest gedrückt als fest gewürgt. □

Nightmare im Silicon Valley mit Überschwappen auf den Gesamtmarkt?

Von Robert Halver

Nicht genug, dass die Zinssenkungsphantasie ausläuft und damit die hohen Bewertungen von High-Tech noch kritischer beäugt werden. Jetzt schocken auch noch die Chinesen mit ihrem neuen KI-Chatbot »DeepSeek«, der es mit der amerikanischen Konkurrenz scheinbar aufnehmen kann. Ist das ein Vorzeichen drohenden Unheils, dass die Dominanz der US-High-Tech-Unternehmen bröckelt? Besteht so die Gefahr, dass die bislang beherrschenden Mag7 auch den Gesamtmarkt in Mitleidenschaft ziehen?

Kürzung der Zinskürzungen, aber ...

Verringertes US-Zinssenkungspotenzial heißt nicht Zinserhöhungsgefahr. Auch am Anleihenmarkt gehen die Renditen nicht durch die Decke. Es finden sich offensichtlich immer noch genügend Investoren, die den US-Rentenmarkt mögen.

Und Japan bleibt trotz überschaubarer Zinserhöhungen eine Liquiditätsmaschine. Denn mit Blick auf Japans Verschuldung, wogegen die USA fast der Hort der Finanzstabilität sind, wären massive Zins-Schocks verheerend. Und da der Zins-Spread vom Ausland gegenüber Japan nach wie vor attraktiv ist, bleibt die Geldaufnahme in Japan und -anlage im Westen ein Golfstrom für die Finanzwelt.

Was ist aber mit dem Zinserhöhungsdruck durch US-Zölle? Allein mit der Androhung des Ausreitens der Zoll-Kavallerie soll die Gegenseite gefügig gemacht werden. An Kolumbien zeigt sich der Erfolg. Es ist davon auszugehen, dass das »Opportunismusvirus« auch in anderen Ländern um sich greift. Wenn z. B. mehr US-Flüssiggas gekauft wird, können radikale Zinserhöhungen ausbleiben. Und wo keine hohen Zölle, da auch keine hohe Inflation, keine hohen Zinsen und insofern weniger Gefahr für High-Tech.

Strukturkrise im High-Tech-Sektor?

Das chinesische Unternehmen DeepSeek hat kürzlich seinen KI-Chatbot R1 veröffentlicht, der der amerikanischen Version scheinbar kosteneffizient und leistungsfähig Paroli bieten kann. Dieser für Virtual America ungewohnte Schock eines chinesischen »Jungspunds« folgt nur ein paar Tage nach der Ankündigung eines milliardenschweren KI-Projekts, das signalisieren sollte, dass die Sonne für das

Silicon Valley nie untergehen wird. US-IT ist ein maßgeblicher Treiber für die Börsen insgesamt. Allein die Gruppe der Mag7-Aktien macht nahezu 30 Prozent der US-Marktkapitalisierung aus. Wenn sie eine Erkältung bekommen, bekommt dann der weltweite Aktienmarkt die Grippe?

Anleger sollten Ruhe bewahren. Zunächst sind Konsolidierungen bei US-High-Tech nach so langen Börsenhausse gesund. Auch auf die längste Sonnenperiode folgt irgendwann Regen. Amerikanischen High-Tech-Größen mit einer gewissen Selbstgefälligkeit tut es zudem gut, wenn ihnen die chinesische Revolution einen Zacken aus der Krone bricht. Klar ist aber, dass Silicon Valley nicht über Nacht zweitklassig geworden ist. Eine Schwalbe macht auch in China noch keinen Sommer. Nicht zuletzt geht es um Datensicherheit und authentische Information. Zum Thema Taiwan sind hier die Unterschiede zwischen ChatGPT und DeepSeek unverkennbar. Grundsätzlich werden beide Seiten zukünftig alle Register ziehen, um kostenseitig und in puncto Produktivität immer besser zu werden. Neben den Volkswirtschaften kommt dies ebenso den High-Tech-Kursen zugute.

In diesem Zusammenhang sind die massiven Finanzmittel, die die Amerikaner in die Hand nehmen, kein herausgeworfenes Geld. Wenn schon die weniger leistungsfähigen Chips den Chinesen attraktive Anwendungen bieten, wie viel größer sind dann die Potenziale mit den amerikanischen Überflieger-Chips? Und wenn alle Stricke reißen, könnte Amerika – es wäre sicher nicht die feine englische Art – DeepSeek in den USA verbieten oder es zum Verkauf an ein amerikanisches Unternehmen zwingen. Das heißt allerdings nicht, dass amerikanische High-Tech-Werte völlig immun sind. Die Geschäftsmodelle werden von nun an stärker unter die Lupe genommen. Nur die Harten kommen in den Garten.

Dass aber Anleger nicht den gesamten Tech-Sektor in einen Sack packen und draufschlagen, weil es immer den richtigen trifft, ist eine gute Nachricht für das High-Tech-Lager, das grundsätzlich weiter von seiner Sonder-Konjunktur profitiert. Das Blutbad bei dem einen führt bei anderen eher nur zu Nasenbluten. Es wird z. B. zwischen typischen KI-Titeln und Werten, die die neuen technischen Möglichkeiten nutzen, klar selektiert. Und so gibt es keine Sippenhaft. Übrigens dürfte zukünftig die zweite Tech-Reihe an Bedeutung gewinnen. Sie sind innovativ, weniger teuer und Übernahmeobjekte. >>

Korrekturen hat und wird es immer wieder geben. Selbst für Rainmaker ist der Himmel nicht immer wolkenlos. Für massive Kursverluste bei einzelnen High-Tech-Werten, die einen Crash am gesamten Aktienmarkt auslösen, spricht aber nichts. Mehr Volatilität ist dennoch zu erwarten, was aktientypisch ist.

Für die Stabilität am Aktienmarkt im Allgemeinen spricht ohnehin ein anderes Thema. Die Konjunktur bessert sich, langsam, aber sicher, zuerst in den USA und dann auch

weltweit. Damit sind zyklische Werte gefragt. Aber auch mit Dividendenwerten wird der Markt breiter. Der Markt ist also nicht mehr nur von High-Tech abhängig.

Ist es nicht erfreulich, dass der kürzliche Kursrutsch bei High-Tech zyklischere Indices wie Dow Jones und DAX ziemlich kalt gelassen hat? Bei Aktien und ihren Schwankungen ist es wie in einer normalen Beziehung. Es mögen auch einmal die fetzen fliegen, aber am Ende ist man doch froh, dass man sich hat. □

Maerki Baumann & Co. AG:
Anlagepolitik, Februar 2025

»Weltweite Unterschiede in der Wirtschaftsdynamik«

Die wirtschaftliche Dynamik zeigt sich weltweit unterschiedlich: Die USA profitieren von einem robusten Arbeitsmarkt und einer positiven Geschäftsstimmung, während in China Handelsunsicherheiten einen Exportanstieg begünstigen. Der stabile US-Dollar und die Stärke spezifischer Anlageklassen wie Unternehmensanleihen, Privatmärkte und Krypto-Assets schaffen strategische Investitionsmöglichkeiten. Gleichzeitig setzte sich die Jahresendrally bei indirekten Immobilienanlagen fort.

Die Konjunkturdaten der letzten Zeit bestätigen die Marktmeinung, dass es in der amerikanischen Wirtschaft besser läuft als in der europäischen. Dies ist am stärker als erwarteten US-Arbeitsmarkt sichtbar. Auch die US-Geschäftsstimmung zeigte sich stärker als im Vormonat und als vom Marktkonsens erwartet. In China war ein Anstieg der Exporte zu verzeichnen, was mit befürchteten Zollerhöhungen durch die neue US-Regierung unter Präsident Trump in Zusammenhang steht. Europäische und amerikanische Firmen haben in China mehr Waren bestellt, da diese bald wegen Zollerhöhungen teurer werden könnten. In der Schweiz zeigte sich die Konsumentenstimmung leicht über den Konsenserwartungen, während die Inflation per Dezember 2024 mit 0,6% zum Vorjahr wieder tiefer ausfiel als im Monat davor.

>> Hier weiterlesen: www.maerki-baumann.ch

Bund der Steuerzahler Deutschland e.V.: Was bringen die Steuerpläne der Parteien?

Nächste Runde bei unserem WAHL-CHECK 25! Was bringen die Steuerpläne von CDU, SPD und FDP? Mit welcher Entlastung müssen die Bürgerinnen und Bürger im wahren Wortsinn rechnen? Das Deutsche Steuerzahlerinstitut (DSi) hat die Vorschläge unter die Lupe genommen. Konkret: Für seine Analyse hat das Institut die aktuellen Tarifvorschläge der drei Parteien für das Jahr 2025 (inklusive Komplett-Abschaffung des Solidaritätszuschlags bei CDU und FDP bzw. Soli-Beibehaltung bei der SPD) mit dem geltenden Steuer- und SV-Recht 2025 verglichen. Die Zahlen zeigen, dass die Parteien beim Einkommensteuertarif unterschiedlich ambitioniert sind.

Für einen kinderlosen Single mit einem Jahresbrutto in Höhe von 48.000 Euro sieht der CDU-Tarifvorschlag eine Jahres-

steuerentlastung von 893 Euro vor, bei der SPD gäbe es 428 Euro mehr, der FDP-Vorschlag rechnet mit einem Plus von 2.090 Euro.

Ein Alleinerziehender mit 1 Kind und einem Jahresbrutto von 48.000 Euro hätte bei der CDU 734 Euro mehr im Portemonnaie, mit der SPD 412 Euro, mit der FDP 1.739 Euro.

Und wie würde ein Doppelverdiener-Paar mit 2 Kindern pro Jahr entlastet? Wenn beide – wie ein Beispiel in unserer Tabelle zeigt – zusammen 78.000 Euro (48.000 Euro und 30.000 Euro) verdienen, sieht dies wie folgt aus: Die CDU plant hier ein Plus von 1.236 Euro, bei der SPD gäbe es 802 Euro mehr, bei der FDP stünde eine Entlastung von 2.970 Euro an.

Über die Analyse aus dem Deutschen Steuerzahlerinstitut hatte T-Online ausführlich berichtet. >> Hier weiterlesen

ANZEIGE

Deutschland braucht mehr Ja-Sager.

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



Mehr erfahren und testen unter handelsblatt.com/neuesdenken

Handelsblatt
Substanz entscheidet.

Impressum: Anschrift: Elite Report Redaktion, Schumannstraße 2/III, 81679 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.