

„Alles viel schlimmer als erwartet“

Keine Entspannung sieht Invesco-Strategie Langer. Eine weitere Korrektur sei am Aktienmarkt möglich.

Von Markus Frühauf, Frankfurt

Zum Selbstverständnis von Anlagestrategen großer Fondsgesellschaften gehört es, Zuversicht zu verbreiten. Schließlich sollen den Anlegern, insbesondere den institutionellen Kunden, gebührenpflichtige Produkte verkauft werden. Umso deutlicher wird das schwierige Marktumfeld, wenn ein Vertreter dieser Zunft die Dinge beim Namen nennt. Das ist bei Bernhard Langer der Fall, der in der amerikanischen Fondsgesellschaft Invesco seit Jahren als leitender Anlagestrategie tätig ist. „Das Ausmaß der Korrektur an den Finanzmärkten ist größer als erwartet ausgefallen“, sagt er im Gespräch mit der F.A.Z.

Die Zinswende und die Inflation würden von Faktoren angetrieben, bei denen nichts auf eine Entspannung hindeute, fügt er hinzu. Die Lieferkettenprobleme hingen davon ab, welche Maßnahmen China zur Bekämpfung der Corona-Pandemie ergreife. Die Energie- und Nahrungsmittelpreise würden durch den Ukrainekrieg beeinflusst. Höchstens ein Basiseffekt aus dem schon vollzogenen Preisanstieg kann nach Ansicht von Langer in einem Jahr eintreten und die Inflation etwas drücken. „Es ist aber schon jetzt in den Lieferketten sowie bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen alles viel schlimmer gekommen, als erwartet worden war. Ich erwarte in der Inflation so schnell keine Entspannung“, lautet sein ernüchterndes Fazit.

In den Vereinigten Staaten kommen nach seiner Beobachtung noch Rezessionsrisiken hinzu. Die Erwartung eines konjunkturellen Abschwungs sei dort



Bernhard Langer

Foto Invesco

fast schon Konsens. Die Analysten hätten damit begonnen, ihre Gewinnsschätzungen zu reduzieren. „Das bedeutet am Aktienmarkt, dass die Bewertungen gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis noch immer zu hoch sind.“ Langer befürchtet hier also noch einen weiteren Korrekturbedarf.

Die große Frage an den europäischen Finanzmärkten lautet, ob die Europäische Zentralbank (EZB) eine Straffung ihrer Geldpolitik zu lange hinausgezögert hat. Sie will den Leitzins erst im Juli erhöhen, während die Notenbanken in den Vereinigten Staaten und in Großbritannien schon deutlich aggressiver vorgegangen sind. Doch Langer geht nicht davon aus, dass der Preisanstieg in Europa nennenswert geringer ausgefallen wäre, hätte die EZB schon früher die Zin-

sen erhöht. Der Invesco-Strategie verweist darauf, dass selbst der US-Notenbank Fed vorgeworfen wird, zu spät reagiert zu haben, obwohl sie die Zinsen sehr aggressiv – wie zuletzt um 0,75 Prozentpunkte – anhebt. Die EZB steckt nach den Worten Langers in einem Dilemma, das der Konstruktion des Euros geschuldet sei. Sie muss auf die Renditen hoch verschuldeter Länder wie Italien blicken und kann sich im Gegensatz zur früheren Bundesbank nicht allein auf die Geldwertstabilität konzentrieren.

Die Analysten der DZ Bank verglichen diese geldpolitische Zwickmühle kürzlich mit der Quadratur des Kreises. Angesichts der Euro-Schwäche, insbesondere zum Dollar, geht Langer davon aus, dass der Euroraum nun auch Inflation importiert. Denn wichtige Import-

güter wie zum Beispiel Erdöl werden in Dollar abgerechnet, sodass der ohnehin schon hohe Dollar-Preis wegen des schwachen Euro-Wechselkurses noch einmal zusätzlich steigt.

„An den Anleihemärkten ist meines Erachtens schon sehr viel eingepreist, sodass ich nicht mehr mit deutlich steigenden Renditen rechne“, sagt Langer mit Blick auf die Verkaufswelle an den Anleihemärkten seit Jahresanfang. Durch die hohen Kursverluste, die höchsten seit mehr als 20 Jahren, sind die Renditen deutlich nach oben geschossen. Langer schließt im weiteren Jahresverlauf nicht aus, dass sich die Zinskurve weiter abflachen oder sogar invers werden könnte, was ein klares Rezessionssignal wäre. In einer inversen Zinskurve liegen die kurzfristigen Zinsen wie die zweijährigen Renditen über den langfristigen, in der Regel über den zehnjährigen. Die Anleihemärkte preisen dann ein schwaches Wirtschaftswachstum ein, das die Notenbank durch Zinssenkungen zu beleben versucht. Das zeigt sich an den niedrigeren Zinsen am langen Ende.

Langer stellt in seinen Gesprächen mit Kunden auch eine veränderte Einstellung fest: „Für sie ist das Thema Risiko besonders wichtig.“ Als Angstbarometer betrachtet er die Märkte für Kryptovermögenswerte. Dort sei viel Vertrauen verspielt worden, das liege nicht nur an dem Bitcoin-Kursverfall, sondern auch an der Schließung von Handelsplattformen. „Der Kryptomarkt ist tot“, ist Langer überzeugt.

In den Portfolios hat Invesco seinen Angaben zufolge derzeit eine hohe Liquiditätsquote. Das ist auch bei anderen Vermögensverwaltern so, weil sie angesichts der unsicheren Aussichten auf Nummer sicher gehen wollen und deshalb vergleichsweise viele Barmittel vorhalten. Langer verweist zudem auf die weiterhin hohe Aktienquote und schickt hinterher: „Wir halten so gut wie keine Anleihebestände.“ Interessant sind für ihn auch die Verbriefungen von Unternehmenskrediten (senior secured loans) der Banken, die eine kurze Laufzeit und damit ein geringes Zinsänderungsrisiko aufweisen. Auch die Immobilienmärkte blieben gefragt, allerdings sei es immer schwieriger geworden, rentierliche Objekte zu finden.

NEUE ANLEIHEN

Realist, Optimist, Pessimist

Totgesagte leben länger. Schienen Anleihen jahrelang eher nur deswegen interessant, weil einem nichts Besseres einfiel, so sind sie jetzt immerhin ein Thema. Sind sie schon attraktiv? Nie sollst Du mich befragen, singt Lohengrin in Wagners gleichnamiger Oper. Eines steht fest: Wer nur auf die Zinskupons schaut, darf grinsen. 2,625 Prozent stehen auf der jüngsten Grünen Anleihe der EU, wenn auch mit einer Laufzeit von 26 Jahren. Aber 2,25 Prozent bietet die Hamburger Sparkasse für nur vier Jahre. Angesichts von Kupons, die noch vor kurzem zwischen 0 und 0,6 Prozent rangierten, ist das mächtig viel. Aber da ist ja noch die leidige Sache mit der Inflation und dem Ertrag, der unter dem Strich dann selten so niedrig war wie jetzt. Und dann ist da ja noch die Kursentwicklung. Die einst viel gerühmte 100-jährige Anleihe Österreichs, für die einmal bis zum 1,38fachen des Nominalwerts bezahlt wurde, notiert jetzt bei 44 Prozent. Ein Euro bezahlt, 44 Cent zurück – das ist nun echt kein Geschäft. Gut, bis zum Laufzeitende im Jahr 2120 werden sich die Kurse noch irgendwann erholen, die Frage ist nur, wann. Und eine Rendite von aktuell 2,45 Prozent ist momentan kein Kaufargument. Dann doch lieber die oben genannten Anleihen, da gibt es aktuell am Ende für den Euro einen Euro.

Doch es wäre ja nicht so, dass nicht mancher Chancen sähe. „Irrationaler Überschuss scheint durch irrationalen Pessimismus ersetzt worden zu sein“, meint etwa Daniel Dolan, Portfoliomanager des Hedgefonds-Anbieters iM Global Partner. Für aktive, langfristig orientierte Investoren sei das eine gute Nachricht. Mit aktuell mehr als 1,5 Prozentpunkten sei die Differenz zwischen amerikanischem Leitzins und zweijähriger Staatsanleihe im Vergleich der vergangenen 46 Jahre exorbitant hoch und seien Anleihen damit so attraktiv wie seit drei Jahren nicht mehr. Qualitätsanleihen im gesamten Investment-Grad-Spektrum mit einem Renditeabstand von 1,75 bis 2 Prozentpunkten zu amerikanischen Staatsanleihen seien generell interessant. Bezogen auf zweijährige Anleihen wäre das bei Renditen von rund 5 Prozent der Fall, wie etwa bei der Anleihe des Private-Equity-Anbieters Ares Capital. Aber es gehört aktuell doch Mut dazu, eine Anleihe zu kaufen, deren Kurs seit dem vergangenen Jahr um 10 Prozent gefallen ist. Dolan zitiert dazu den Vater des Substanz-Investierens, Benjamin Graham: Der intelligente Anleger ist ein Realist, der an Optimisten verkauft und bei Pessimisten kauft. Da stellt sich dann nur die Frage, ob man am Ende nicht der Realist, sondern einer der beiden anderen ist. mho.

Internationale Neuemissionen

Emittent	ISIN	Betrag		Zinsen %	Fälligkeit	Ausgabekurs (%)	Rating ¹	Mindestanlage in Tsd.
		Währung	Mio.					
Europäische Union	EU000A3K4DM9	Euro	5000	2,625	02/48	98,4	Aaa/AA+	-
Helaba	DE000HLB7531	Euro	100	2,150	07/26	100,0	Aa3/A	1
BayernLB ²	DE000BLB6JP7	Euro	500	2,500	06/32	99,6	Aa3/-	1
Hamburger Sparkasse	DE000A30VKU5	Euro	50	2,250	07/26	100,0	-/-	1
Erste Group Bank	AT0000A2YD42	Euro	50	2,400	07/25	100,0	A2/A+	1
Crédit Agricole	FR1CASAA0028	Euro	233,4	2,500	06/32	100,0	Aa3/A+	-
Nykredit Realkredit ³	DK0009538654	Euro	-	3EU	04/25	-	A1/A+	-
Citigroup	XS2474874414	Dollar	48	4,220	07/25	100,0	A3/A	1
Citigroup	XS2474868283	Dollar	78,7	4,100	07/24	100,0	A3/A	10
Royal Bank of Canada ²	CH1194355033	Franken	275	1,495	07/25	100,0	A1/AA-	5
Select Access Investment	XS2495477353	Yen	2000	0,300	06/24	100,0	-/-	1000
Credit Suisse London	XS2488924049	Aus. Dollar	10	4,600	06/26	100,0	A1/-	10
European Investment Bank	XS2495595980	Mex. Peso	250	10,220	06/25	100,0	Aaa/AAA	10
Crédit Agricole	-	Rand	55	0,000	07/37	29,5	Aa3/A+	100
Crédit Agricole	-	Lira	16,7	30,960	07/26	100,0	Aa3/A+	30

¹ Bewertung der Bonität durch die Agenturen Moody's (links) und Standard & Poor's (rechts). ² Covered Bond. ³ EU = 3-Monats-Euro-Bond (decret.-0,163 Prozent). Quelle: Bloomberg

Frankfurter Allgemeine Konferenzen

Stiftung & Unternehmen #5

13.9.2022

Frankfurt am Main

Die Konferenz bringt Unternehmer, Stifter und Führungskräfte aus unternehmensverbundenen Stiftungen zusammen, um sich über Herausforderungen und aktuelle Entwicklungen in der Philanthropie auszutauschen.

Veranstalter



Mitinitiatoren



Partner



www.faz-konferenzen.de

Autor: Dr. Thomas Zwielfhofer, Mitglied der Gruppenleitung der First Advisory Group und Präsident der Vereinigung der Gemeinnützigen Stiftungen und Trusts (VLGST) in Liechtenstein

Anzeige

Die Stiftung als Unternehmerin – ein Widerspruch?

Stiftung und unternehmerisches Handeln
Wer an Stiftungen denkt, verbindet damit nicht unbedingt klassisches Unternehmertum. Dies liegt wohl vor allem daran, dass direktes unternehmerisches Wirken durch eine Stiftung in allen kontinental-europäischen Ländern, so auch in Liechtenstein, gemeinnützigen oder anderen speziellen Zwecken vorbehalten ist. Lediglich die mittelbare Unternehmensträgerstiftung, die auch Holdingstiftung genannt wird, darf unbestritten auch für privatnützige Zwecke eingesetzt werden. Sie bündelt die Eigentümerinteressen und kann im Sinne der Eigentümerrechte sehr wohl unternehmerisch handeln, darf aber eben nicht selbst unternehmerisch tätig sein. Anders ist der Sachverhalt im Bereich des sozialen Unternehmertums. Da es sich bei «Social Entrepreneurship» um gemeinnütziges Unternehmertum handelt, können Stiftungen in diesem Bereich direkt unternehmerisch tätig werden und bilden damit das ideale Gefäß für soziales Unternehmertum.

Vorteil Liechtenstein

Liechtenstein bietet mit seiner liberalen Stiftungsrechtspraxis sowohl für Unternehm-

familien mit der privatnützigen, eben nur mittelbaren Unternehmensstiftung, als auch mit der gemeinnützigen Unternehmensstiftung für sozial engagierte Stifter ideale Voraussetzungen. Gemischte Stiftungen verbinden beide Ansätze flexibel, und mit dem «Business Trust», den Liechtenstein von Massachusetts inspiriert bereits 1929 eingeführt hat, bietet sich ausserdem eine interessante Alternative zur Stiftung, welche orientiert am anglo-amerikanischen Trust die direkte unternehmerische Aktivität eines Zweckvermögens erlaubt. Kein anderer Standort in Europa bietet wohl diese Vielfalt an gesellschaftsrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten wie Liechtenstein.

Verantwortungseigentum als Möglichkeit der Verwirklichung

Als Möglichkeit zur Verwirklichung der gesellschaftlichen Verantwortung von Unternehmen wird aktuell das Thema des Verantwortungseigentums öffentlichkeitswirksam diskutiert. Dabei sind Gesellschaftskapital und Unternehmensgewinne dauerhaft gebunden und werden nicht an die Gesellschafter ausgeschüttet, sondern kommen allein dem Erhalt und der Vermehrung des eigenen Vermögens zugute. In Liechtensteins Nachbarländern wird erörtert, ob es hierzu einer besonderen Rechtsform bedarf, zum Beispiel einer «GmbH in Verantwortungseigentum». Die liberale Rechtsordnung in Liechtenstein erlaubt bereits

heute auch ohne Schaffung einer neuen Rechtsform die rechtliche Umsetzung des Verantwortungseigentums. Mit der liechtensteinischen gemeinnützigen Stiftung, der Anstalt und den verschiedenen Variationen des Trusts sind die Rechtsgrundlagen zu diesem alternativen Ansatz der Unternehmensnachfolge in Liechtenstein breit vorhanden und verfügen über rund 100 Jahre Tradition.



Mit den erwähnten Instrumenten kann beispielsweise aus einem Unternehmen bestehendes Vermögen an jene Personen gebunden werden, die für die Entwicklung des Unternehmens am besten geeignet sind, unabhängig von deren familiärer Herkunft oder Kaufkraft. Die Kosten und der bürokratische Aufwand sind auch für kleine KMU und Start-ups tragbar. Im Rahmen einer gemeinnützigen

Stiftung sind allerdings die Grenzen der Selbstzweckstiftungen und das hiermit verbundene Gebot von Ausschüttungen zu berücksichtigen. Die Stiftungsaufsicht in Liechtenstein hat sich dieser Thematik in den letzten Jahren verstärkt angenommen und drängt gemeinnützige Stiftungen nun explizit, jährlich Ausschüttungen zumindest in der Höhe der Verwaltungskosten vorzunehmen. Damit ist eine in Deutschland wohlbekannte Debatte auch in Liechtenstein angekommen. Dennoch kann das Rechtsumfeld in Liechtenstein immer noch als vergleichsweise liberal bezeichnet werden. Der Lehrstuhl für Gesellschafts-, Stiftungs- und Trustrecht der Universität Liechtenstein hat sich kürzlich im Rahmen eines Forschungsprojektes dem Thema angenommen, um dies im Kontext der liechtensteinischen Stiftungswissenschaftlich zu untersuchen.

Innovativer Stiftungs- und Philanthropiestandort Liechtenstein

Ein geeigneter Rechtsrahmen ist gerade für sozial orientierte Stifter sehr wichtig, damit die vorhandenen Ressourcen nicht in die Verwaltung, sondern in die Umsetzung einer gemeinnützigen Idee gesteckt werden können. Denn vermögend zu sein, bedeutet nicht vordergründig, wie umfangreich die zur Verfügung stehenden finanziellen Mittel sind, sondern vielmehr wie viel man damit zu «vermögen vermög». Auch mit Vermögenswidmungen

kleineren oder mittleren Ausmasses lässt sich viel bewegen, und mit der «Protected Cell Company» (PCC) als Sonderform der Ausgestaltung einer juristischen Person bietet Liechtenstein seit 2016 auch eine einzigartige und besonders rechtssichere Lösung für den Ansatz von eigenständigen, kleineren gemeinnützigen Teilvermögen, welchen man bereits von den sog. Dachstiftungen kennt. Für eine wirkungsvolle Kommunikation über das vielseitige Stiftungswirken in und aus Liechtenstein sowie die verschiedenen philanthropischen Möglichkeiten setzt sich die Vereinigung liechtensteinischer gemeinnütziger Stiftungen und Trusts (VLGST) als anerkannte Interessensvertretung der gemeinnützigen Förderstiftungen und Trusts ein. Die Vereinigung ist Mitglied von Liechtenstein Finance und verfolgt das Ziel, Liechtenstein als Standort für gemeinnützige Stiftungen und Trusts zu optimieren und deren Tätigkeit zu unterstützen.

Liechtenstein
FINANCE