

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren



WELT IN
UNORDNUNG
2 0 2 5

AKTIEN

Historische US-Dominanz

ANLEIHEN

Neue Möglichkeiten

GOLD

Bemerkenswerte Rally



Als langfristig denkende Investoren sind wir vorsichtig mit Superlativen. Und doch würden wir dem Jahrgang 2024 das Attribut „außergewöhnlich“ geben. Außergewöhnlich in vielerlei Hinsicht. Was die Geopolitik betrifft. Oder den Blick auf die Kapitalmärkte.

Im Fokus standen vor allem die USA. Die Wahl des neuen, alten Präsidenten. Oder der unerschütterliche Boom bei den großen Tech-Aktien – Nvidia allen voran. Nie war deren Gewicht in den internationalen Aktienindizes so groß wie in diesen Tagen. Geht die Rally weiter? Womöglich. Die Erwartungen sind allerdings hoch – sehr hoch. Und niemand weiß, was sich Donald Trump alles einfallen lassen wird.

Insofern ist die Prognose, dass auch 2025 ein „außergewöhnlicher“ Jahrgang werden könnte, nicht allzu gewagt.



AUF EIN WORT

Die vergangenen Wochen und Monate waren turbulent. Donald Trump ist der alte, neue Präsident der USA. In Deutschland bricht die Ampel auseinander – und es wird gestritten und nachgetreten, was das Zeug hält. Der Krieg in der Ukraine droht zu eskalieren. Und auch im Nahen Osten scheint eine Eskalation weit wahrscheinlicher als ein länger anhaltender Waffenstillstand.

Wer regelmäßig Nachrichten konsumiert, kommt unweigerlich zu dem Befund: So schlimm war es lange nicht! Und weiter: Wo soll das nur enden? Ich weiß es nicht.

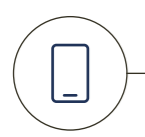
Als Investor lernen Sie, Ihren Fokus auf Dinge zu richten, die Sie wissen können. Sie lernen, zumindest üben Sie sich darin, sich nicht von Emotionen leiten zu lassen, sondern von Fakten. Sie lernen, dass die gefühlte Weltenlage nicht unbedingt mit den Indexständen an den Aktienmärkten übereinstimmen muss, so wie in diesen Tagen; während uns die Welt unsicherer denn je erscheint, notieren die großen Indizes nahe ihren Höchstständen – und dafür gibt es Gründe.

Sie lernen auch, dass der Börsen-Pessimist zwar weit besser beleumundet ist beim Publikum (Typ Mahner und Aufklärer), der Optimist aber langfristig recht behält; zumindest ist es bislang so gewesen. Bleiben wir deshalb zuversichtlich, auch jenseits des „Börsenparketts“.

Die folgenden Beiträge sollen beides tun: die vorhandenen Risiken benennen – und, soweit möglich, Lösungen aufzeigen.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre!

Kurt von Storch
Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch SE



Flossbach von Storch
POSITION 1/2025

als PDF-Download oder im kostenfreien Abo
www.flossbachvonstorch.de/position



WELTBILD

- Schulden
- 6 **Wann wird's zu viel?**
- 12 Die Schuldenlawine
- Währungen
- 16 **Phänomen US-Dollar**
- Kolumne
- 22 **Mail aus Shanghai**
- Die Welt in Charts
- 24 **Stagnation oder doch schon Rezession?**

ANLAGESTRATEGIE

- Interview
- 26 **„Wette niemals gegen Amerika“**
- Börse
- 36 **Zeitenwende am Aktienmarkt**
- Gold
- 42 **Eine harte Währung**
- Ausschüttungen
- 48 **Drei Irrtümer zu Dividendenstrategien**
- Anleihen
- 54 **Neue Realitäten**
- 56 Nicht alles auf eine Karte
- 61 Wenn Warnlampen aufleuchten
- Aktien
- 66 **Die Willkür des Kalenders**

DOSSIER

- Aus dem Research Institute
- 71 **Die Inflation ist nicht besiegt**
- 77 **Big Tech und Big Government**

KONTEXT

- Instagram
- 83 **Bis zu 133.968,73 € ohne etwas dafür zu tun?**
- Kapitalmärkte
- 84 **Nah dran**
- US Federal Reserve
- 90 **Last Man Standing**
- Gesellschaft
- 92 **Nahe am Abstellgleis**
- History
- 98 **Ein Jahrhundert der Visionäre**
- Finanzielle Bildung
- 104 **Quo vadis Finanzbildung?**
- Strategie & Strategie
- 108 **„Wie Kaufleute das tun“**
- 110 Glossar



Währungen

Phänomen US-Dollar
Was den Greenback seit vielen Jahrzehnten unverzichtbar macht.
16



Interview

„Wette niemals gegen Amerika“
Bert Flossbach über die Zweiklassengesellschaft am Aktienmarkt.
26



Flossbach von Storch
POSITION
1/2025



Kapitalmärkte

Nah dran
Was bewegt die Anleger?
Ein Stimmungsbericht aus deutschen Landen.
84

von Stephan Fritz

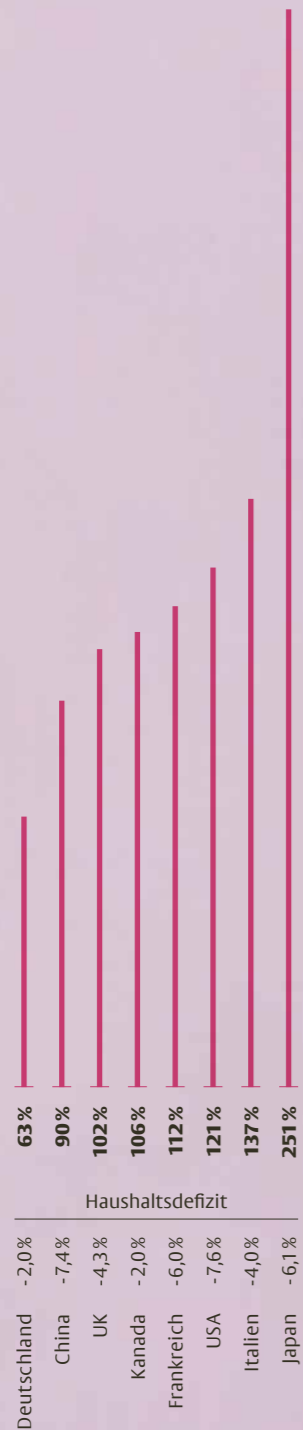
Wann wird's **zu viel ?**

Weltweit klettern die Staatsschulden.
In Europa, in China, nicht zuletzt in den USA.
Ein Blick auf die „Haushaltsdisziplin“ ...

Grafik 1
Schulden ohne Bremse
 2024er-Staatsschulden und 2024er-Haushaltsdefizite*
 der G7-Staaten und Chinas in Prozent des BIP

* IWF-Schätzungen

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024



Schon oft wurde die Geschichte geschrieben, auch in diesem Magazin. Die Geschichte von den Staatsschuldenbergen, die wachsen und wachsen, überall auf der Welt. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass mit dem neuen-alten US-Präsidenten Donald Trump ein weiteres Kapitel hinzugefügt wird.

Dessen Pläne, Steuersenkungen gepaart mit hohen Investitionen, etwa in den Grenzschutz und das Militär, dürften die Schulden der USA weiter in die Höhe treiben, womöglich schneller als zuvor – und trotz der Radikal-Sparpläne von Elon Musk, Co-Chef des neu von Trump geschaffenen Department of Government Efficiency (DOGE), einer der Kontrolle des US-Senats entzogenen Behörde für „Regierungseffizienz“.

Die neue US-Regierung ist nicht allein. Auch andernorts steigt die Verschuldung rasant, wie Grafik 1 dokumentieren soll.

Einsamer Spitzenreiter sind und bleiben dabei die Japaner mit einer Staatsschuldenquote, also den Staatsschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) eines Landes, von 251 Prozent und einem Haushaltsdefizit von mehr als sechs Prozent! Mit Abstand folgen Italien und die USA. Letztere weisen derzeit ein Haushaltsdefizit von sage und schreibe 7,6 Prozent aus. Zur Einordnung: Den Eurostaaten sind laut Maastricht-Kriterien lediglich drei Prozent gestattet. Was die wert sind, lässt sich an den Haushaltsdefiziten von Frankreich und Italien ablesen ...

DEUTSCHLAND ALS MUSTERSCHÜLER

China kommt in der Zusammenstellung mit einem Defizit von aktuell 7,4 Prozent direkt hinter den USA und holt damit auf. Die Zeiten, in denen die neben den USA wichtigste Volkswirtschaft der Welt für ihre solide Haushaltsführung gerühmt wurde, sind vorbei. Die Schuldenquote ist mittlerweile auf 90 Prozent angewachsen; zehn Jahre zuvor waren es noch 40 Prozent. Dass sich der Trend bald umkehrt, ist kaum zu erwarten. China hat strukturelle Probleme, allen voran die Krise auf dem Immobilienmarkt und die hohe Jugendarbeitslosigkeit.

Musterschüler im Kreise der in der Grafik aufgeführten Schuldner ist Deutschland. Schuldenquote und Haushaltsdefizit sind deutlich unter Durchschnitt – der Schuldenbremse sei Dank?

Solidität gilt zurecht als hohes Gut – für Unternehmer genauso wie für Kämmerer. Aber gilt das auch, wenn sie mit ihrem Sparsinn weitgehend allein dastehen in der Welt? Wenn ihre Nachbarn (und Mitbewerber) mithilfe höherer Schulden in wichtige Infrastrukturprojekte oder das Bildungswesen investieren, während die eigenen Brücken und Universitäten vor sich hin rotten? Was bringt der ausgeglichene Haushalt, das Eigenlob des Sparsamen, wenn die Attraktivität des Standorts und damit seine Wettbewerbsfähigkeit leiden – weil eben nicht genug (und vor allem: gut) investiert wird?

Ja, es braucht Solidität, da herrscht überhaupt kein Zweifel. Unsere Generation hat eine Verantwortung gegenüber all denen, die noch kommen werden. Diese Verantwortung bemisst sich aber nicht allein am „vererbten“ Schuldenstand, sondern auch im Vermögen, welches wir unseren Kindern und Enkelkindern hinterlassen werden – die Infrastruktur beispielsweise, von der eben schon die Rede war, nicht zuletzt die digitale. Schnelles Internet, verlässliche Mobilfunknetze. Deutschland hat keine gewaltigen Rohstoffvorkommen, die es nur anzupfen bräuchte. Deutschland hat und braucht seinen Erfinder- und Entwicklergeist, das oft besungene Talent zur Tüftelei – und zwar drängender denn je. All das kann sich aber nur entfalten, wenn Deutschland kluge Köpfe hervorbringt – und anlockt aus aller Welt. Dafür braucht es nicht zuletzt exzellente Universitäten. Die gibt es aber nicht kostenlos.

GUTE SCHULDEN, SCHLECHTE SCHULDEN

Wir hatten zudem, als der Zins für deutsche Bundesanleihen vor einigen Jahren spürbar unter die Nulllinie gefallen war, darauf hingewiesen, dass es nicht das Dummste wäre, sich deutlicher zu verschulden, um einen Kapitalstock für Rentnerinnen und Rentner in spe aufzubauen – indem man von dem geliehenen Geld, für das der Bund als Schuldner damals sogar bezahlt wurde, Aktien von guten Unternehmen kaufen würde. Es wäre gewiss kein schlechtes Investment gewesen – in die Zukunft!

Auf diese Weise hätten wir die gesetzliche Rentenversicherung entlasten können, die angesichts der Bevölkerungsalterung in den kommenden Jahren zu einem immer größeren Zuschussgeschäft für den Bundeshaushalt werden wird.

Schulden sind also nicht gleich Schulden. Während die Parteien in Berlin mit sehr viel Energie und Schaum vor dem Mund über die Schuldenbremse streiten, sollte zumindest auf diese „Gleichung“ hingewiesen werden. Wenn Schulden für sinnvolle Investitionen aufgebracht werden und damit das künftige Steuersubstrat erhöhen, ist daran wenig auszusetzen, ganz im Gegenteil.

Wenn Schulden jedoch allein für konsumtive Zwecke gemacht werden, sie insbesondere teure Wahlgeschenke finanzieren sollen, um damit die eigene Klientel zu bedienen und sich eine weitere Amtszeit zu sichern, ist das etwas gänzlich anderes. Diese Schulden sind es, die ausgebremst gehören. Dummerweise sind auch sie es, die besonders beliebt sind bei Regierenden und denen, die es irgendwann werden wollen ...

DIE POLITIK: ALLZEIT IN GEBERLAUNE

Der Österreicher Karl Pisa hat einmal gesagt, Schulden seien das Einzige, was die Menschen auch ohne Geld machen könnten. Also macht man sie. Pisa war nicht nur Journalist und Buchautor, sondern auch Politiker. Er wusste also, wovon er sprach.

Da macht es auch keinen Unterschied, ob jemand aus Europa, Amerika oder Asien kommt. Wahlversprechen müssen überall erfüllt und damit finanziert werden. Auch in China im Übrigen. Die Legislaturperiode spielt dort zwar keine Rolle. Der Mechanismus „Politik kauft sich das Wohlwollen der Bevölkerung“ ist jedoch der gleiche. Nichts fürchtet die Kommunistische Partei mehr als unzufriedene Genossinnen und Genossen.

Dass die gewaltigen Schuldenberge jemals wieder abgetragen werden, erscheint aus heutiger Sicht völlig illusorisch, zumal schon als Erfolg gewertet wird, wenn das jährliche Haushaltsdefizit nicht allzu stark steigt – am Ende gar „die schwarze Null“ steht. Letzteres haben die Bundesfinanzminister hierzulande, ganz gleich welcher Partei sie angehörten, in der Vergangenheit stets ausgiebig gefeiert.

„Wenn die öffentliche Schuld eine bestimmte Höhe überschritten hat, so gibt es, glaube ich, kein einziges Beispiel, wo es gelungen wäre, sie auf gerechte Weise und vollständig zurückzuzahlen“, hat einmal der bekannte Ökonom und Philosoph Adam Smith gesagt.

„Von jetzt an werde ich nur so viel ausgeben, wie ich einnehme – selbst, wenn ich mir dafür Geld borgen muss.“

Mark Twain
US-Schriftsteller

Die Frage ist, welche Möglichkeiten gibt es überhaupt, die Schulden zu reduzieren?

Grundsätzlich sind es derer vier. Die erste ist die mit Abstand angenehmste, weil sie keinerlei Opfer fordert: über Wachstum. Wächst eine Volkswirtschaft, steigen auch die Steuereinnahmen und die Zahl der Beschäftigten. Umgekehrt sinken die Sozialausgaben – etwa für die Arbeitslosenversicherung oder die Zuschüsse zur gesetzlichen Rentenkasse. Mit dem überschüssigen Geld werden die Schulden bezahlt, das Haushaltsdefizit im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung sinkt. Soweit die schnöde Theorie.

In der Praxis funktioniert es leider nicht so, wie wir das gerne hätten. Die realen Wachstumsraten in den entwickelten Industrienationen sinken seit Jahrzehnten – und sind viel zu niedrig, um den Schuldenberg perspektivisch abtragen zu können.

DIE PROBLEME DER INDUSTRIESTAATEN SIND STRUKTURELLER NATUR

Die Gründe für das schwache Wachstum in den Industriestaaten sind struktureller Natur, etwa die zunehmende Bevölkerungsalterung. Das Ungleichgewicht zwischen Jungen und Alten ist in den vergangenen Jahrzehnten deutlich gewachsen – und es wächst weiter (vgl. Grafik 2). Für die sozialen Sicherungssysteme, allen voran die gesetzliche Rentenkasse ist das ein Problem: Die Zahl der Beitragszahler sinkt, während die der -empfänger steigt. Heißt im Ergebnis nichts anderes, als dass der Staat immer weiter zuschießen muss in das System der Umlage, um einen Kollaps des Systems zu verhindern. Die Rente wird also zu einem Zuschussgeschäft – und treibt die Staatsschulden immer weiter in die Höhe (vgl. Grafik 3).

Und die Schulden hindern uns daran, die Schulden zu bezahlen. Denn wer einen Großteil der Einnahmen für Zins- und Tilgung seiner Verbindlichkeiten ausgeben muss, dem fehlt das Geld an andere Stelle, bei Investitionen und Forschung beispielsweise.

Variante zwei, die Schulden abzutragen, ist deutlich schmerzhafter. So könnte ein Staat seine Einnahmensituation verbessern, indem er die Steuern erhöht und gleichzeitig radikal

die Ausgaben kürzt. Voraussetzung dafür ist, dass ein solcher Sparkurs von einer breiten Mehrheit in der Bevölkerung getragen wird; die Kürzungen müssen alle Gruppen betreffen, ohne Ausnahmen, und die Erfolge sollten absehbar sein. Andernfalls werden die Menschen früher oder später auf die Barrikaden gehen.

Und selbst wenn ein breiter Konsens in der Bevölkerung herrschen würde, bedeutete dies noch lange nicht, dass ein radikaler Sparkurs auch zum Ziel führte. Wenn gleichzeitig versäumt wird, die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft eines Landes zu stärken, nützt es wenig, allein dessen Ausgaben kräftig zu kürzen.

DIE GROSSE DEPRESSION ALS MAHNENDES BEISPIEL

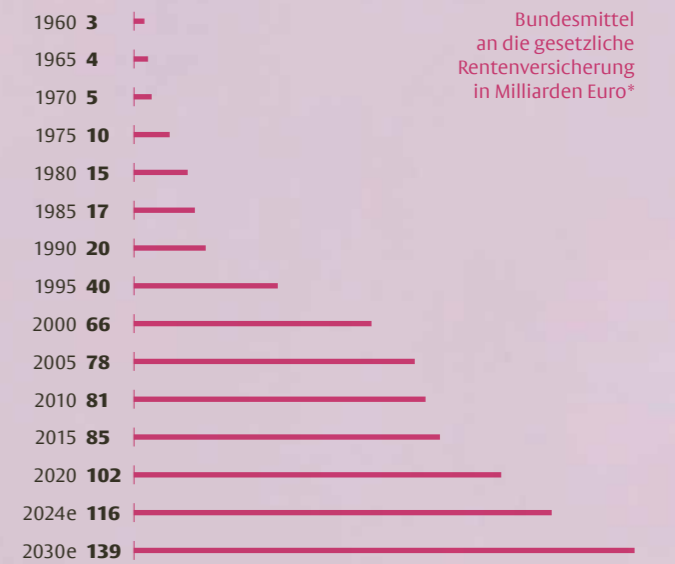
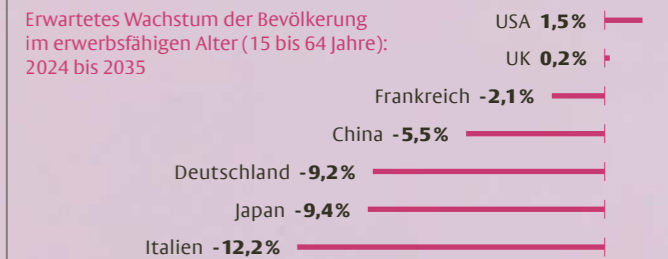
Erschwerend hinzu kommt, dass viele Sanierungskonzepte lediglich auf einzelne Volkswirtschaften beschränkt sind, also die Folgewirkungen ausblenden. Spart Staat A, dann hat das in einer globalisierten Welt logischerweise Konsequenzen für die Staaten B und C. Wenn alle finanziell angeschlagenen Länder sparen, dann enden wir in einer Phase wie den 1930er-Jahren, der Großen Depression.

Möglichkeit drei dagegen hilft Staaten garantiert, ihr Schuldenproblem zu lösen, zumindest vorübergehend und verbunden mit einem veritablen Vertrauensverlust an den Kapitalmärkten. Die Bankrotterklärung. Ein Staat könnte schlicht und einfach nicht bezahlen. Weil er aus wirtschaftlichen Gründen nicht dazu in der Lage ist oder aus politischen Erwägungen nicht will. In dieser Situation hilft ein kräftiger Schuldenschnitt, zu Neudeutsch „Haircut“, wie im Falle Griechenlands vor einigen Jahren praktiziert. Die Geschichte lehrt uns, dass Schuldenschnitte allein keine langfristige Lösung sind. Ohne Reformen ist nach dem Schuldenschnitt meist vor dem Schuldenschnitt, das Problem nur scheinbar, weil kurzfristig gelöst.

Bleibt Variante vier: die Notenbanken, die Financiers der letzten Instanz. Auf dem Papier unabhängig und über jeden Zweifel erhaben (Staatsfinanzierung ist ihnen eigentlich untersagt!), sind sie längst zu Helfern der Politik geworden, deutlich zu beobachten während der Finanz- und Schuldenkrise sowie inmitten der Corona-Pandemie.

Grafik 2
Demografischer Wandel verknüpft das Arbeitskräfteangebot
Zahlreichen Volkswirtschaften steht ein Rückgang der Erwerbsbevölkerung bevor

Quelle: United Nations World Population Prospects, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024



Grafik 3
Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträge reichen nicht
Die gesetzliche Rentenversicherung wird zunehmend von Bundesmitteln abhängig

* Bis 1990: früheres Bundesgebiet; 2030: eigene Schätzung.

Annahmen:
Konstante Haltelinie von 48 Prozent beim Rentenniveau.
Beitragssatz steigt auf 20,6 Prozent in 2030.
Rentenalter steigt sukzessive auf 67 Jahre in 2031.
Löhne und Renten steigen jeweils um nominal 3,25 Prozent p.a.

Quelle: Bundesfinanzministerium, Deutsche Rentenversicherung, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

ZWEIFEL AN DER STABILITÄT DES SYSTEMS

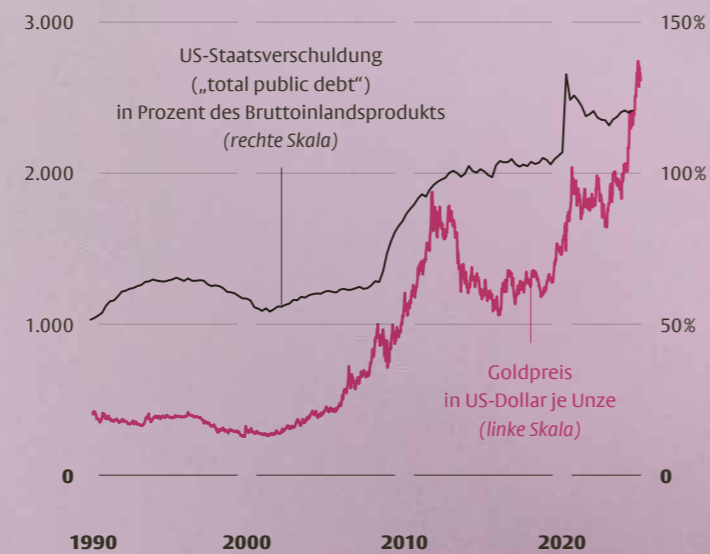
In den vergangenen Quartalen stand zwar der Kampf gegen die Inflation und damit die Geldwertstabilität im Fokus der Notenbanker; das dürfte sich aber schnell ändern, sollten einmal mehr Zweifel an der Stabilität unseres Finanz- und Geldsystems aufkommen. Die immer weiter (mitunter schneller) wachsenden Schuldenberge sind ein latentes Risiko für dieses System. Sie müssen bezahlbar bleiben, das wissen auch die Notenbanker. Ihr Job, den Geldwert zu verteidigen, gleichzeitig aber die Zinslast für die staatlichen Schuldner nicht untragbar werden zu lassen, ähnelt der Quadratur des Kreises. Im Zweifel dürfte der Schutz des Systems Vorrang vor dem Geldwert haben.

Insofern ist spannend zu beobachten, wie groß der Druck von Donald Trump auf die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) werden wird. In seiner ersten Amtszeit hatte er Fed-Chef Jerome Powell mehrfach scharf attackiert und aufgefordert, die Zinsen weiter zu senken (siehe auch „Last Man Standing“, S. 90). Ein Realzins von aktuell rund zwei Prozent könnte auf Dauer zu hoch für die USA sein (vgl. Grafik 4).

Die nächste Schuldenkrise wird kommen; sie ist gewissermaßen systemimmanent. Es ist also keine Frage des Ob, sondern des Wann.

Ein Indikator für das Vertrauen oder besser: das Misstrauen in unser Geldsystem sind die Preise für die Konkurrenz des Papiergeldes. Für Gold beispielsweise oder den Bitcoin. Je höher die Schulden weltweit steigen, umso höher kletterte in der Vergangenheit auch der Preis für das Edelmetall (vgl. Grafik 5). Nehmen Sie die Eurokrise 2010/11 als Beispiel. Wenn Währungen schwach sind, möglicherweise bedroht, dann ist Gold stark – das Geld der letzten Instanz (siehe auch „Eine harte Währung“, S. 42). ♦

Stephan Fritz leitet das Team Kapitalmarktstrategie und Produktkommunikation bei der Flossbach von Storch SE in Köln.



DIE SCHULDEN-LAWINE

POLITIKER SIND AUCH NUR MENSCHEN

Auszüge aus dem gleichnamigen, 2012 im FinanzBuch Verlag erschienenen Sachbuch über die Eurokrise von Bert Flossbach und Philipp Vorndran.

Wir benötigen Politiker, die nicht dem ständigen Einfluss von Lobbyisten nachgeben. Sie müssen über echtes Fachwissen verfügen und dürfen ihre Zeit nicht mit Jubiläumsfeiern in ihrem Wahlkreis verbringen. Die idealen Volksvertreter setzen sich ernsthaft mit den Fakten anstehender Beschlussvorlagen auseinander. Sie könnten bei der ehrlichen Bewältigung unserer Probleme helfen. Solche Volksvertreter wären sogar der Schlüssel zur Lösung der Probleme. Doch so, wie sich die Mehrheit von ihnen momentan präsentiert, schaden sie leider mehr.

Die Lage ist inzwischen in den meisten „entwickelten“ Volkswirtschaften so desolat, dass an eine geordnete Rückzahlung der Staatsschulden nie und nimmer zu denken ist. Da ist keine Rettung möglich. Von verantwortungsvoller Politik sollte man erwarten, dass sie den Bürgern die Wahrheit sagt und nachvollziehbare, realistische Notfallpläne erarbeitet. Es scheint aber, als lebten wir inzwischen in einer Eurarchie, einem Zustand der Gesetzlosigkeit in der Eurozone. →

„Politiker sind
in erster Linie
Menschen, die ihren
ganz persönlichen
Interessen folgen,
also ihre
eigene Agenda
haben.“

Die Regierenden der EU und ihrer Mitgliedsstaaten stellen sich über das Gesetz. Sie werden uns nicht sagen, wie ernst die Lage wirklich ist. Warum? Weil man so keine Wahl gewinnen kann. Geradezu erschreckend – besser vielleicht bezeichnend – war der Satz des luxemburgischen Präsidenten Jean-Claude Juncker im Frühling 2011. Es ging um die Gespräche zur Rettung Griechenlands. Juncker wollte verheimlichen, dass solche Gespräche überhaupt stattfinden. Natürlich schaffte er dies nicht. Sein spitzbübischer Kommentar: „Wenn es ernst wird, muss man lügen.“

Bis zu einem bestimmten Maße ist es normal, dass in einer schwierigen Situation die Politiker nicht immer alle Karten auf den Tisch legen. Manchmal kann man einfach nicht alles sagen, ohne das Allgemeinwohl zu gefährden. Allerdings misslingt oftmals der Balanceakt zwischen „nicht sagen, was man weiß“ und „nicht wissen, was man sagt“. Damit haben sich viele Politiker selbst demontiert.

Erinnern wir uns an den Herbst 2008. Die Lehman Bank ging pleite. Ganz normale Menschen bekamen Angst, ob sie denn am nächsten Tag noch an ihr Geld kommen würden. Die Erinnerung an den Ansturm der Anleger auf die britische Bank Northern Rock war noch frisch. Und auch bei uns in Deutschland bestand die Angst vor einem Run, dass die Bürger die Einlagen bei ihren Banken leer räumen – mit katastrophalen Folgen. Damals kam es nur deshalb nicht zu einem Run auf die Banken, weil der damalige Finanzminister Peer Steinbrück und die Bundeskanzlerin Angela Merkel einen großen

Bluff wagten. Beide garantierten sie am 5. Oktober 2008 die Spareinlagen bei Banken. Das beruhigte die Gemüter.

Wörtlich erklärte Kanzlerin Merkel damals: „Wir sagen außerdem, dass diejenigen, die unverantwortliche Geschäfte gemacht haben, zur Verantwortung gezogen werden. Dafür wird die Bundesregierung sorgen. Das sind wir auch den Steuerzahlern in Deutschland schuldig. Wir sagen den Sparerinnen und Sparern, dass ihre Einlagen sicher sind. Auch dafür steht die Bundesregierung ein.“ Große Worte, wenige Taten. Und ernsthaft betrachtet war und ist eine solche Garantie natürlich wertlos. Bei einem echten Run hätte das nichts gebracht. Der Staat sind wir. Und es kann ja nicht jeder sein eigenes Geld garantieren. Einmal geht solch ein Bluff gut. Beim nächsten Mal überwiegen die Zweifel.

Politiker sind in erster Linie Menschen, die ihren ganz persönlichen Interessen folgen, also ihre eigene Agenda haben. Deshalb sollte man sich immer fragen: Welchen Motiven folgen die Menschen bei ihrem Handeln? Das gilt für Konsumenten, Investoren, Unternehmer, Banker ebenso wie für Politiker. Politiker und Notenbanker wollen Macht, oft versteckt hinter dem Euphemismus Gestaltungsspielraum. Sie streben einen wohlwollenden Eintrag in die Geschichtsbücher an, und – keine Frage – auch finanzielle Absicherung.

Die kurzen Amtsperioden der Politiker verstärken natürlich dieses ebenso kurzfristige Denken. Komplexe Probleme werden gerne in die Zukunft verschoben. Denn in dieser Zeit ist

man selber nicht mehr im Amt. Das gilt auch für Notenbanker, die inzwischen zwangsläufig zu Politikern mutiert sind.

Viele Politiker haben die komplexen Entwicklungen der letzten Jahre und der gefühlte Mangel an Alternativen überfordert. Aufgewachsen mit dem Postulat des Primats der Politik, geht in ihrem Selbstverständnis Politik über alles. Damit lässt sich sogar das Biegen und Brechen von Gesetzen rechtfertigen. Begründung: Auch die Kurse an den Finanzmärkten interessierten sich nicht für Rechtsgrundlagen. Diese von Frankreichs ehemaligem Staatspräsident Nicolas Sarkozy formulierte Analogie ist zynisch – ganz ungewollt. Die Kurse von Wertpapieren ergeben sich durch Angebot und Nachfrage zigtausender Investoren, institutioneller Anleger wie Pensionskassen, Fonds, Kirchen, Stiftungen und natürlich auch Privatinvestoren. Sie stimmen über die Solvenz eines Landes ab, indem sie dessen Anleihen kaufen oder verkaufen. Dieser höchst demokratische Prozess wird von Nicolas Sarkozy mit Rechtsbeugung verglichen.

Wir erleben einen Rettungsaktivismus, bei dem jede hypothetische Gefahr jeden Eingriff rechtfertigt und die Verantwortlichen von einer Alternativlosigkeit in die nächste stolpern. Wenn es keine Alternativen mehr gibt, dann brauchen wir auch keine Politiker mehr. Welche Verstöße haben wir bis jetzt schon gesehen? Der Bruch der Nichtbeistandsklausel im EU-Vertrag ist Konkursverschleppung. Genau dasselbe sind Staatshilfen für taumelnde Länder sowie Anleiheaufkäufe solcher

Staaten durch die Europäische Zentralbank (EZB). Die EZB ist deswegen auch nicht mehr unabhängig, seit sie verbotenerweise Staatsanleihen aufkauft.

Das Centrum für Europäische Politik kommt zu dem Ergebnis, dass der von der EU beschlossene Euro-Rettungsschirm sowohl gegen EU-Recht als auch gegen das Grundgesetz verstößt. Denn die Öffentlichkeit sei über Dauer und Höhe der Hilfsmaßnahmen getäuscht worden, das Europäische Parlament habe dem Beschluss nicht zugestimmt. Ganz ähnlich wie das Centrum für Europäische Politik hat beispielsweise der Finanzwissenschaftler Stefan Homburg fortlaufende Rechtsverstöße kritisiert.

Wir müssen uns fragen, ob unsere Form von Demokratie überhaupt ohne Schulden funktioniert. Diese Frage muss man stellen dürfen. So, wie wir heute Demokratie betreiben, geben wir Versprechen, die nicht durch Einnahmen gedeckt sind. Solche Versprechen können wir gar nicht halten. Oder wir halten sie nur mit Schulden. Dann bürden wir künftigen Generationen Lasten zugunsten der heutigen Empfänger auf. Gängige Praxis ist eine Klientelpolitik: Politiker geben hier etwas für Beamte, dort für Landwirte, da für Hoteliers, da für Arbeitslose. Jetzt erobern wir eine neue Dimension. Es wächst eine Klientel heran, die die gesamte Gesellschaft dominieren wird: die Alten. Diese Lasten können wir mit dem bisherigen System nicht bezahlen. Zu hoch türmen sich für die nächsten Generationen die Verpflichtungen aus unfinanzierten Renten- und Gesundheitslasten auf. ♦



Bert Flossbach
Philipp Vorndran
Die Schuldenlawine

FinanzBuch Verlag, 272 Seiten
erschienen im Juni 2012
ISBN: 978-3-89879-653-8
19,99 Euro

PHÄNOMEN

US-DOLLAR

von Julian Marx

Der US-Dollar gilt weltweit als Leitwährung. Seine dominante Stellung spiegelt sich in den Währungsreserven der Notenbanken. Doch nun hat insbesondere China einen Gutteil seiner US-Dollar-Reserven in Gold getauscht.

Wer die Welt durch die Brille eines US-Notenbankers sieht, könnte zufrieden sein. Schließlich ist der US-Dollar eine Währung der Superlative: Rund 57 Prozent der weltweiten Währungsreserven sind in US-Dollar denominated, bei deutlich mehr als 80 Prozent des Devisenhandels ist der US-Dollar Teil des gehandelten Währungspaares, und auch die Auslandsnachfrage nach der physischen US-Währung ist enorm. Von den knapp 2,4 Billionen US-Dollar an umlaufenden US-Banknoten und -Münzen befindet sich nach einer Schätzung der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) rund die Hälfte in nicht US-amerikanischen Händen. Bei den 100-Dollar-Scheinen sind es schätzungsweise sogar zwei Drittel der Banknoten.

Offenkundig ist also der US-Dollar international beliebt und verfügt über eine Ausnahmestellung. Allerdings entsteht derzeit der Eindruck, dass die US-Dollar-Dominanz Risse bekommt. Insbesondere China, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, reduzierte in den vergangenen Jahren seine Dollar-Reserven erheblich. Gerät damit die Vormachtstellung des US-Dollars als Weltleitwährung ins Wanken?

SCHLEICHENDE ABKEHR CHINAS

China hat bereits seit einigen Jahren behutsam US-Dollar-Engagements abgebaut. Sichtbar wird dies an den gesunkenen US-Dollar-Reserven der chinesischen Notenbank, die üblicherweise in US-Staatsanleihen investiert werden. Hielten chinesische Investoren im Jahr 2013 US-Staatspapiere im Gegenwert von zeitweise gut 1.300 Milliarden US-Dollar, ist dieser Betrag um mehr als 500 Milliarden US-Dollar geschrumpft. China ist also offenbar bemüht, die Abhängigkeit vom US-Dollar gezielt zu reduzieren.

Aus chinesischer Sicht ein plausibler Schritt. Einerseits ist der seit Jahren schwelende Handelskonflikt mit den USA Anlass genug, um sich nach Alternativen zum US-Dollar umzusehen. Zudem könnte China die von den Vereinigten Staaten und Verbündeten verhängten Sanktionen gegen Russland als Fingerzeig verstehen, sodass der US-Dollar als Reservewährung weniger attraktiv erscheint. So wurden keine vier Wochen nach dem russischen Überfall auf die Ukraine im Ausland

befindliche Devisenreserven der russischen Zentralbank eingefroren. Dadurch verlor Russlands Notenbank seinerzeit den Zugriff auf einen Großteil ihrer knapp 600 Milliarden US-Dollar umfassenden Währungsreserven.

Doch auch wenn es nicht an Motivation fehlen dürfte, ist es gar nicht so einfach, den US-Dollar zu ersetzen. In der Praxis gibt es für mögliche geopolitische Kontrahenten kaum Alternativen zum US-Dollar, da andere wichtige Reservewährungen – wie der Euro, der japanische Yen oder das britische Pfund – allesamt von engen Verbündeten der USA ausgegeben werden. Andere Möglichkeiten wie der chinesische Renminbi sind international kaum gefragt (vgl. Grafik 1 auf der folgenden Seite).

Die führende Rolle des „US-Dollar-Blocks“ bei den Währungsreserven wird von der Tatsache untermauert, dass die USA und ihre Verbündeten die Weltwirtschaft und die internationalen Finanzmärkte noch immer dominieren. Sie standen zuletzt für mehr als 50 Prozent der Weltwirtschaftsleistung, und ihr Fußabdruck bei den ausstehenden internationalen Anleihen ist sogar noch größer. Mehr als 80 Prozent der Ende 2023 ausstehenden internationalen Anleihen waren in US-Dollar oder Euro denominated.

Insofern wirkt es auf kurze Sicht wie ein kaum lösbares Unterfangen, sich „geräuschlos“ in großem Umfang davon zu lösen. Bislang bemühten sich China und einige weitere Schwellenländer, eine Reduktion der US-Dollar-Bestände angesichts fehlender Alternativen in Gold umzuschichten. Nicht ganz überraschend war China im Jahr 2023 mit 215 Tonnen an Nettogoldkäufen der größte Goldkäufer unter den Notenbanken. In Summe ist das bislang aber eher eine schleichende Abkehr vom US-Dollar.

US-DOLLAR GEWINNT IN KRISEN

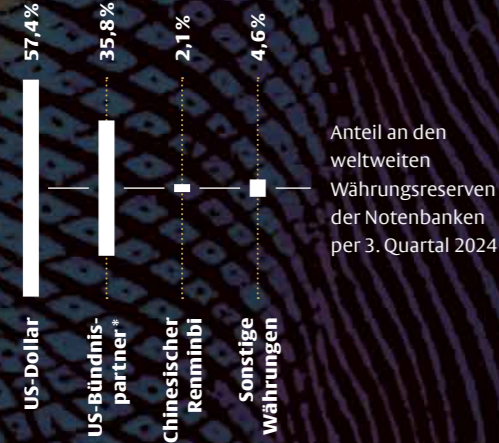
Während China versucht, die eigene Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren, zeigt sich in einem afrikanischen Land, wie groß die Wertschätzung für die Weltleitwährung noch immer ist. In Simbabwe, das die berühmten Viktoriafälle →

Grafik 1

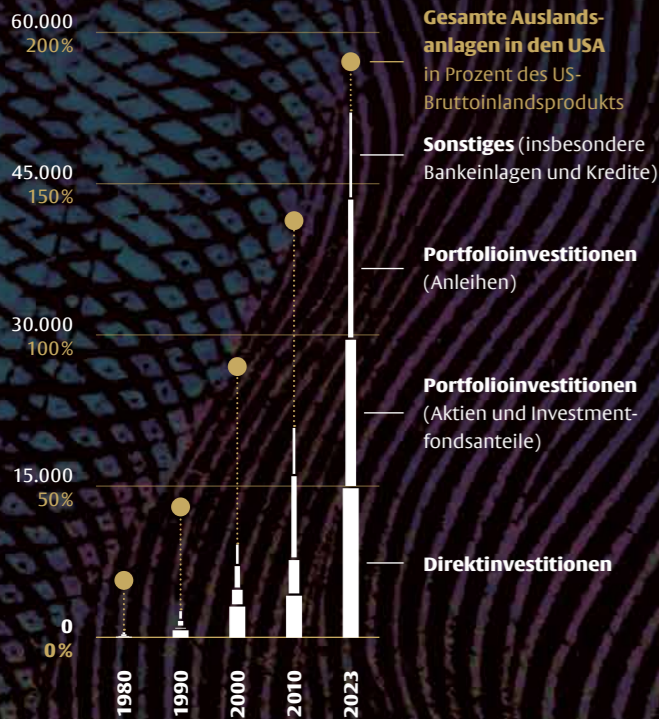
Was ist die Alternative?

Die Währungsreserven konzentrieren sich auf die USA und ihre Verbündeten

Quelle: Internationaler Währungsfonds, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024



Anteil an den weltweiten Währungsreserven der Notenbanken per 3. Quartal 2024



Gesamte Auslandsanlagen in den USA in Prozent des US-Bruttoinlandsprodukts

Sonstiges (insbesondere Bankeinlagen und Kredite)

Portfolioinvestitionen (Anleihen)

Portfolioinvestitionen (Aktien und Investmentfondsanteile)

Direktinvestitionen

Grafik 2

Der US-Kapitalmarkt sucht seinesgleichen
Auslandsanlagen in den USA in Milliarden US-Dollar und in Prozent des US-Bruttoinlandsprodukts

Quelle: U.S. Bureau of Economic Analysis, LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

* Berücksichtigt wurden: Australischer Dollar, Euro, japanischer Yen, Kanadischer Dollar, britisches Pfund.

beheimatet, vertrauen die knapp 17 Millionen Einwohner dem US-Dollar weit mehr als der eigenen Landeswährung. Kein Wunder – erlebten die Bewohner in den vergangenen Jahrzehnten wiederholt eine waschechte Hyperinflation. So lag die Inflation bereits 2006 bei mehr als 1000 Prozent. Im Juli 2008, als das Statistische Zentralamt von Simbabwe letztmalig für dieses Jahr Inflationszahlen berichtete, soll die jährliche Teuerungsrate bei mehr als 200 Millionen Prozent gelegen haben. Versuche der Regierung, die galoppierende Inflation in diesen Jahren durch eine Kontrolle der Preise für Grundnahrungsmittel und Dienstleistungen einzudämmen, waren gescheitert. Mehr als zehn Jahre später überschritt die Teuerung im Jahr 2020 nochmals die Marke von 500 Prozent. Vom Vertrauen in die eigene Währung konnte lange keine Rede mehr sein. Die Sehnsucht nach Alternativen ist groß.

Im Ergebnis hat sich die Wirtschaft des Landes in Richtung einer vollständigen US-Dollarisierung bewegt. Nach Angaben der Reserve Bank of Zimbabwe hat der US-Dollar einen Anteil von mehr als 80 Prozent an allen Transaktionen im Land. Momentan ist das unproblematisch, weil die Leistungsbilanz Simbabwes in den vergangenen Jahren positiv war. Entsprechend kommen neue Devisen ins Land. Eine Garantie, dass dies auch in Zukunft so bleibt, gibt es aber nicht.

WÄHRUNGSREFORM IN SIMBABWE

Im April 2024 wurde daher eine (erneute) Währungsreform beschlossen. Zunächst muss aber neues Vertrauen in die landeseigene Währung geschaffen werden. Die Banken konvertierten den „Zimbabwe-Dollar“ in die neu geschaffene Währung namens „Zimbabwe Gold“. Zunächst wird die neue Währung parallel zum US-Dollar in der Wirtschaft genutzt – in der Hoffnung, dass sich ihre Nutzung sukzessive erhöht. Vertrauensstiftend soll wirken, dass „Zimbabwe Gold“ vollständig durch Währungsreserven und Gold gedeckt ist. Am 5. April 2024, dem Tag der Währungsumstellung, betrug die Währungsreserven der Notenbank 100 Millionen US-Dollar an Barmitteln sowie 2,5 Tonnen Gold (im Gegenwert von rund 185 Millionen US-Dollar per 5. April 2024). Damit waren die Währungsreserven zum

Zeitpunkt der Währungsreform rund dreimal so viel wert wie die in Landeswährung gehaltenen Bargeldbestände.

Ein Erfolg der neuen Landeswährung ist also eng an das Vertrauen in die Währungsreserven geknüpft. Gesetzt den Fall, dass eine erfolgreiche Währungsreform perspektivisch zu einer schwindenden Nachfrage nach US-Dollar in Simbabwe beitragen könnte, wäre dies daher auch nicht als Zeichen der Schwäche der Weltleitwährung zu interpretieren. Vielmehr könnte das Vertrauen in den US-Dollar (und das Gold) als Reservewährung einen solchen Erfolg überhaupt erst möglich gemacht haben.

STÄRKEN DES US-DOLLARS

Aber was sind die Vorzüge des US-Dollars, die ein derartiges Vertrauen begründen? Historisch gesehen profitierte der US-Dollar zunächst von seiner Leitfunktion im Rahmen des Bretton-Woods-Systems. Im Bretton-Woods-System verständigten sich 44 Staaten im Juli 1944 auf ein internationales Währungssystem mit festen Wechselkursen zum US-Dollar als Leitwährung. Dabei verpflichteten sich die USA zu einer „Goldeinlösungsgarantie“. Sie versprachen, jederzeit Gold zum festgelegten Kurs von 35 US-Dollar je Feinunze einzulösen. Dass der US-Dollar die Ankerwährung im Bretton-Woods-Systems wurde, begründete sich im Wesentlichen damit, dass gegen Ende des Zweiten Weltkriegs schätzungsweise 70 Prozent der weltweiten Goldreserven in den USA lagerten – eine direkte Einlösbarkeit nationaler Währungen wie zu Zeiten des Goldstandards erschien daher nicht praktikabel.

Anfang der 1970er-Jahre brach das Bretton-Woods-System jedoch zusammen, nachdem die US-Währung angesichts hoher US-amerikanischer Defizite unter Druck geriet. Die Goldbindung wurde aufgegeben. Dennoch behielt der US-Dollar seinen Status als Leitwährung. Die bis heute bestehende US-Dollar-Fakturierung eines erheblichen Teils des internationalen Warenhandels dürfte ein Grund für die anhaltende Leitfunktion des US-Dollars gewesen sein. Zum anderen hatten die USA mit ihrem als besonders liquide und sicher geltenden Kapitalmarkt den Status eines „sicheren Hafens“.

Noch immer gilt, dass der US-Kapitalmarkt seinesgleichen sucht. Kein anderes Land, kein anderer Währungsraum ist in der Lage, diesen zu replizieren. Der US-Aktienmarkt ist mit einer Marktkapitalisierung von zuletzt rund 60 Billionen US-Dollar mehr als dreimal so groß wie der europäische. Auch die Tiefe des US-Anleihenmarkts ist unerreicht – marktfähige US-Staatsanleihen im Gegenwert von mehr als 25.000 Milliarden US-Dollar sprechen für sich und werden um einen zweistelligen Billionenbetrag an US-Dollar-Unternehmensanleihen ergänzt. Dieser unvergleichbare Pool an liquiden Anlagemöglichkeiten in einem offenen Markt hat die Auslandsanlagen in den USA über die Dekaden kontinuierlich anwachsen lassen. Mittlerweile sind Nicht-US-Bürger im Umfang von mehr als 50 Billionen US-Dollar in den USA investiert, was per Ende 2023 knapp 200 Prozent der jährlichen US-Wirtschaftsleistung entsprach (vgl. Grafik 2).

Auf der Suche nach der Weltleitwährung führt vorerst also kaum ein Weg am US-Dollar vorbei. Hinter der zukünftigen Bedeutung des US-Dollars stehen dennoch einige Fragezeichen.

SCHWÄCHEN DES US-DOLLARS

Da wäre zum einen das chronische Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten von Amerika, das für sich genommen für eine erhöhte US-Nachfrage nach Auslandsdevisen und damit eine US-Dollar-Abwertung sprechen würde. Seit 1992 hat die weltgrößte Volkswirtschaft ausschließlich Leistungsbilanzdefizite verbucht, die zumeist auch recht üppig ausfielen. Im Schnitt betrug das Defizit rund drei Prozent des Bruttoinlandsprodukts. In absoluten Zahlen hat sich seither ein kumuliertes Leistungsbilanzdefizit von etwa 15.000 Milliarden US-Dollar angehäuft.

Dass der US-Dollar angesichts dieser chronischen und signifikanten Leistungsbilanzdefizite nicht abwertete, hat einen einfachen Grund. Denn spiegelbildlich zum Leistungsbilanzdefizit haben Ausländer auch immer größere Summen in den US-Kapitalmarkt investiert und eine mögliche US-Dollar-Abwertung konterkariert. Somit ist das erhebliche Leistungsbilanzdefizit auch eine Konsequenz des Leitwährungsstatus. →

Es ist die Gunst
der Auslandsinvestoren,
die den äußeren Wert
einer Währung
entscheidend beeinflusst.

Denn die weltweite Nachfrage nach dem US-Dollar zu Anlage-, Transaktions- und Reservezwecken mündet in einer Höherbewertung des US-Dollars.

Per Saldo hatten Ausländer zuletzt rund 22.500 Milliarden US-Dollar mehr in den USA investiert als US-Bürger ihrerseits im Ausland angelegt hatten. Und ebendieser Stärke des US-Kapitalmarkts wohnt zwangsläufig auch ein Risiko für den US-Dollar inne.

Denn würden die Auslandsinvestoren ihre US-Dollar-Bestände rasch liquidieren, könnte der dadurch ausgelöste Wertverlust den Status des US-Dollars als Weltleitwährung gefährden. Gleichwohl ist dieses Risiko momentan eher theoretischer Natur, da es für Auslandsinvestoren an restlos überzeugenden Alternativen zum US-Dollar fehlt und insbesondere die den USA nahestehenden Teile der Auslandsinvestoren kein Interesse an einem plötzlichen Wertverfall des US-Dollars haben dürften.

LANGFRISTIGES RISIKO: VERSCHIEBUNG DER „WELTORDNUNG“

Neben der Abhängigkeit von einer großen ausländischen Investorenbasis besteht ein weiterer Risikofaktor für den Status des US-Dollars in größeren Verschiebungen der „Weltordnung“. Die Region Asien-Pazifik hat in den vergangenen Jahrzehnten enorm an weltwirtschaftlichem Gewicht gewonnen. Lag der Anteil der Region an der Weltwirtschaftsleistung im Jahr 2010 noch bei 27,4 Prozent, stieg dieser bis 2020 auf 33,5 Prozent an. Nach Prognosen der Asian Development Bank könnte dieser Anteil bis 2050 sogar auf gut 50 Prozent klettern.

Mit einer Verlagerung der weltweiten Wirtschaftsaktivitäten in den asiatischen Raum spricht dann auch einiges dafür, dass die internationale Relevanz asiatischer Währungen steigen dürfte. Dabei gilt der chinesische Renminbi als natürlicher Herausforderer des US-Dollars. Schließlich ist China schon heute die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt. Das Muster, wie etwa der Renminbi zukünftig profitieren kann, ist dabei eindeutig: Ein höherer chinesischer Anteil

am weltweiten Handel erhöht – gemessen an den in Renminbi fakturierten Importen – zunächst die Nutzung des Renminbis im internationalen Zahlungsverkehr. Länder, die mehr Handel mit China treiben, dürften in der Folge auch mehr Renminbi-Reserven vorhalten. Damit könnte der Anteil des Renminbis an den Gesamtreserven in Zukunft steigen.

Allerdings gibt es für den Renminbi eine Vielzahl von Faktoren, die gegenläufig wirken und über die bloße Wirtschaftskraft einer Nation hinausgehen, insbesondere (geo-)politische Interessen. Im Ostchinesischen Meer etwa sehen China und Japan einige Inseln gleichermaßen als ihr Territorium an. Der Grenzkonflikt mit Indien konnte nach dem Grenzkrieg von 1962 nie abschließend gelöst werden. Noch prominenter sind die Auseinandersetzungen um den Inselstaat Taiwan, dessen Bevölkerung sich seit Jahren um die Möglichkeit einer chinesischen Invasion sorgt.

Das zeigt, dass es für China allein im asiatischen Raum schwierig werden könnte, den Renminbi angesichts solcher politischen Streitigkeiten als eine Art Leitwährung zu implementieren. Im Umgang mit westlichen Industrienationen dürfte dies wohl noch schwerer werden. Zudem kann die Bereitschaft, auf Renminbi lautende Reserven anzuhäufen, eingeschränkt werden, wenn die Möglichkeit, sie einzusetzen, begrenzt ist und sie bei Bedarf nicht ausreichend liquide sind. In diesem Zusammenhang wäre wohl eine vollständige Liberalisierung des chinesischen Kapitalmarkts vonnöten. Doch ist die Frage, wie wahrscheinlich ein solches Szenario ist. Denn eine zunehmende Öffnung der Kapitalmärkte ist auch immer mit Risiken für die eigene Währung verbunden. Offene Kapitalmärkte ziehen schließlich nicht nur das Kapital ausländischer Investoren an. Sie ermöglichen auch den heimischen Investoren, ihr Geld im Ausland anzulegen. Aus Sicht einer autokratischen Regierung könnte mit einer Liberalisierung daher ein unerwünschter Kontrollverlust einhergehen.

DAUERT DIE HERRSCHAFT DES US-DOLLARS AN?

Barry Eichengreen, Wirtschaftsprofessor an der renommierten US-Universität in Berkeley, sorgte mit einer Schlagzeile

im „Wall Street Journal“ für Aufsehen, als er erklärte, dass „die Herrschaft des Dollars bald zu Ende ist“. Nun ist es unter Wirtschaftswissenschaftlern nicht unüblich, dass sich der ein oder andere Vertreter auch mal zu selbstbewussten Thesen hinreißen lässt. In diesem Fall gibt es allerdings eine Besonderheit. Denn Eichengreen ließ sich diesen Abgesang auf den US-Dollar vor mehr als zehn Jahren entlocken.

Warum das relevant ist? Weil eine gewisse US-Dollar-Skepsis offensichtlich kein neues Phänomen ist. Was vor rund 15 Jahren die Finanzkrise war, könnten heute Sorgen um den chinesischen Abnabelungsprozess vom US-Dollar sein. Fakt ist: Der US-Dollar hat schon viele Skeptiker überstanden. Auch gibt es gute Gründe anzunehmen, dass die USA noch einige Zeit die Leitwährung stellen dürften.

Die Akzeptanz als „internationale Währung“ wird in der Regel anhand von drei Dimensionen bewertet: der Verwendung als Wertaufbewahrungsmittel, als Tauschmittel und als Rechnungseinheit. Ungeachtet von so manchen alarmierenden Schlagzeilen dominiert der US-Dollar weiterhin in diesen drei Bereichen, und zwar mit großem Abstand zu jeder anderen Währung.

Aus Sicht eines US-Notenbankers bleibt allerdings ein kleiner Wermutstropfen. Denn am Ende sind es nicht die US-Notenbanker und auch nicht die US-Bürger, die allein über den Erfolg des US-Dollars entscheiden. Vielmehr ist es die Gunst der Auslandsinvestoren, die den äußeren Wert einer Währung entscheidend beeinflusst. Doch spricht nicht zuletzt der unvergleichliche US-Kapitalmarkt dafür, dass der US-Dollar die Finanzwelt noch viele Jahre als Leitwährung prägen wird. ◆

Julian Marx ist Analyst bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

von Shenwei Li



MAIL

AUS

S H A N G H A I

Wirtschaftsmotor, Supermacht, Parteidiktatur. Wer sich für globale Trends interessiert, der blickt nach China. Die Analystin Shenwei Li berichtet von ihren Erfahrungen – subjektiv, aus dem Blickwinkel einer Chinesin. Diesmal geht es um die Volksrepublik als Steuerparadies.

Wie die Deutschen müssen auch wir Chinesen, die im Berufsleben stehen, Jahr für Jahr eine Einkommensteuererklärung abgeben. Auch bei uns macht das kaum jemand gerne. Doch zumindest muss in China nur eine Minderheit diese Steuern auch tatsächlich zahlen.

Das zeigen Eckdaten der State Taxation Administration für das Geschäftsjahr 2023. Es war das erste Mal, dass die Behörde überhaupt Daten zur Einkommensteuer offenlegte. So stellten anno 2023 die Einkommensteuern von Privatleuten nur acht Prozent aller Steuereinnahmen des chinesischen Staates. Jeder, der bei uns jährlich weniger als 60.000 Renminbi (umgerechnet 7.787 Euro, Stand 8. November 2024) verdient, muss nach aktuellen Steuerregeln keine Einkommensteuer zahlen. Zudem mindern Absetzbeträge für Kindererziehung, Unterhaltshilfen für Eltern in Rente, Hypothekenzinsen, Mieten, Weiterbildungen, schwere Erkrankungen sowie für Sozialversicherungsbeiträge die Steuerlast. Und so fallen in der Regel erst für Verdienere mit einem Einkommen ab 100.000 Renminbi (12.981 Euro) Einkommensteuern an.

Unterm Strich mussten laut Steuerbehörde im Jahr 2023 etwa 70 Prozent der Bürger mit einer Steuererklärungspflicht keine Einkommensteuer überweisen. Unter den restlichen 30 Prozent der Zahlungspflichtigen galten 60 Prozent (mit einem Jahreseinkommen von bis zu 150.000 Renminbi oder 19.530 Euro) als Niedrigverdiener. Sie unterliegen einem Steuersatz von drei Prozent. Nur zwölf Prozent der Steuerzahler zahlten letztlich einen Steuersatz von zehn Prozent und mehr. Insbesondere ein Prozent der Steuerzahler, die jährlich mehr als eine Million Renminbi (umgerechnet 129.700 Euro) verdienten, schulterte 50 Prozent der Steuerlast. Ihr Steuersatz liegt bei 45 Prozent. Auf die zehn Prozent Bestverdiener im Land entfielen mehr als 90 Prozent der in China gezahlten Einkommensteuer.

Dieser Konzentrationsgrad ist nach der Steuerbehörde erwünscht, weil nach der 2018 eingeführten Einkommensteuerreform die Niedrigverdiener weniger belastet werden sollen als die Gutverdiener. Und das scheint auch zu funktionieren, zeigt ein Vergleich des Wachstums verfügbarer Einkommen (Bruttoeinkommen abzüglich Einkommensteuer und Sozialversicherungsbeiträge plus Sozialtransfers) seit 2018. Bei den jährlich ermittelten Pro-Kopf-Daten unseres Statistikamts werden die verfügbaren Einkommen nach den fünf Gruppen „low“, „lower-middle“, „middle“, „upper-middle“ und „high“ unterschieden.

Für die Gruppe „low“, ist das verfügbare Einkommen seit 2018, als das neue Einkommensteuergesetz in Kraft trat, von 6.440 auf 9.200 Renminbi anno 2023 gestiegen. Bei der Gruppe „middle“ lag der Anstieg von 23.139 auf 32.185 Renminbi und bei „high“ waren es von 70.640 auf 95.055 Renminbi. Alle drei Gruppen konnten laut Statistik also in den vergangenen fünf Jahren um mehr als durchschnittlich sechs Prozent per annum zulegen. Seit 2018 betrug der durchschnittliche jährliche Zuwachs für die Niedrigverdiener („low“) durchschnittlich 7,4 Prozent per annum, bei den Bestverdienern („high“) waren es durchschnittlich 6,1 Prozent. Die Reichen haben also beim Wachstum des verfügbaren Einkommens etwas weniger zugelegt. Auch das „Lower-middle“-Einkommen

ist um mehr als sieben Prozent per annum gewachsen. Und die Wohlstandsschere? – War das durchschnittliche „High“-Einkommen anno 2018 elf Mal so hoch wie das „Low“-Einkommen, ist dieser Faktor 2023 immerhin auf 10,3 gesunken.

Die Steuerstatistik vermittelt aber auch den Eindruck, dass die Mehrheit der Chinesen mit einem Jahreseinkommen von unter 100.000 Renminbi wohl arm geblieben ist. Die Wohlstandsschere muss zudem sehr groß sein, wenn auf ein Prozent der Steuerzahler 50 Prozent des Einkommensteueraufkommens entfallen.

Hier sollte man sich vor Augen halten, dass es auch in China einige Steuerbegünstigungsmöglichkeiten gibt. Wenn beispielsweise „Live-Streamer“, von denen einige bei uns Millionen verdienen, Arbeitsstudios eröffnen, anstatt sich als private Steuerzahler veranlagten zu lassen, unterliegen sie einem Steuersatz von fünf bis zehn Prozent (gegenüber womöglich 45 Prozent als private Steuerzahler). Durch solche Möglichkeiten entstehen Verzerrungen. Zudem sind Mieteinnahmen bei uns steuerfrei. Auch gibt es keine Kapitalertragsteuer.

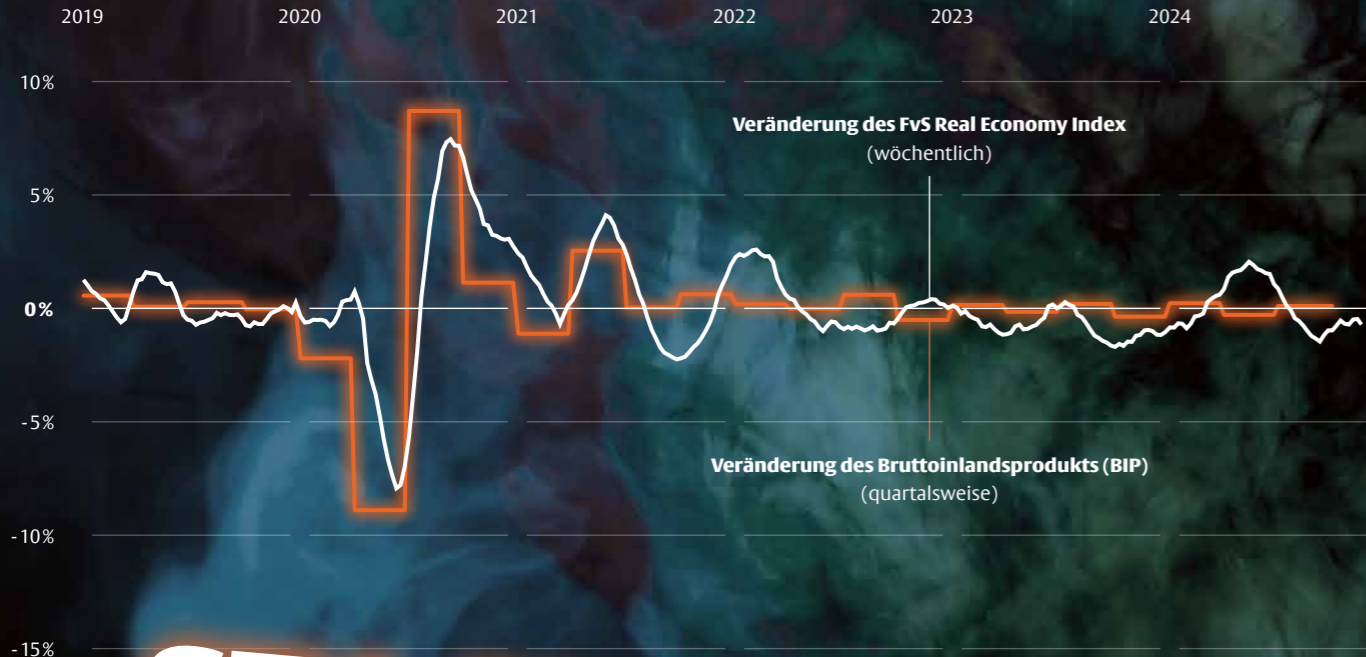
Doch vor allem spielt die Einkommensteuer bei uns keine bedeutende Rolle. So lagen die gesamten Steuereinnahmen in China 2023 bei 18,1 Billionen Renminbi. Auf das Steueraufkommen aus der Einkommensteuer entfielen nur 1,5 Billionen Renminbi oder eben acht Prozent der Steuereinnahmen. Am wichtigsten ist bei uns die Mehrwertsteuer mit einem Anteil von 29 bis 39 Prozent in den vergangenen fünf Jahren, gefolgt von den Unternehmensteuern mit 23 bis 26 Prozent. Es folgten neben der Einkommensteuer die Konsumsteuer mit sieben bis neun Prozent.

Während also in Ländern wie den USA gerne von Steuerparadiesen für die Reichen gesprochen wird, profitiert bei uns die Mehrheit der Berufstätigen von diesem Steuersystem, also Bürgerinnen und Bürger mit niedrigem und niedrig-mittlerem Einkommen. ♦

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.

Stagnierende Konjunktur in Deutschland
(Veränderung von BIP und FvS Real Economy Index in Prozent)

Quelle: Statistisches Bundesamt, Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 31. Dezember 2024



Wachsende Konjunktur in den USA
(Veränderung von BIP und FvS Real Economy Index in Prozent)

Quelle: U.S. Bureau of Economic Analysis, Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 31. Dezember 2024



STAGNATION ODER DOCH SCHON REZESSION?

Während die US-Wirtschaft kontinuierlich wächst, hat die Konjunktur in Deutschland nach offiziellen Zahlen im dritten Quartal 2024 lediglich um 0,1 Prozent zugelegt – und ist haarscharf an einer Rezession vorbeigeschrammt. Gefühlt steckt unsere Wirtschaft aber tief in der Krise. Geht es womöglich längst abwärts, während die Indikatoren der Entwicklung hinterherlaufen?

auf Autobahnen oder die Häufigkeit bestimmter Internetsuchanfragen, um aktuelle Entwicklungen abzubilden.

„Durch die Kombination dieser Datenquellen ermöglicht uns dieser Index die wirtschaftliche Lage zeitnah einzuschätzen, ohne auf offizielle Statistiken warten zu müssen“, sagt Pablo Duarte, Senior Research Analyst beim Flossbach von Storch Research Institute. Denn Letztere würden häufig mit einer Verzögerung veröffentlicht. Dabei könnten beispielsweise Veränderungen im Stromverbrauch oder in der Mobilität frühzeitig Hinweise auf wirtschaftliche Trends und Trendveränderungen geben.

Der FvS Real Economy Index des Flossbach von Storch Research Institute wurde aufgelegt, um die Realwirtschaft in Deutschland und den USA in Echtzeit zu beobachten. Er nutzt Indikatoren, wie beispielsweise den Stromverbrauch, den Lkw-Verkehr

Und nach vorne blickend sei die US-Wirtschaft laut Duarte weiter auf einem leicht positiven Wachstumspfad, während die deutsche Wirtschaft stagniere. So blieb der Stromverbrauch bis Ende Oktober in Deutschland unter dem Durchschnitt der vergangenen sieben Jahre, während er in den USA höher ausfiel. Der Lkw-Maut-Fahrleistungsindex habe hingegen seit 2022 eine Schwäche für Deutschland signalisiert, sich aber in den vergangenen Wochen leicht erholt. Dennoch zeigt der FvS Real Economy Index seit dem 22. Juli insgesamt eine leicht negative Tendenz in Deutschland an. Eine Rezession macht der Ökonom, der die Zahlen in der Regel wöchentlich aktualisiert, aber (noch) nicht aus.

Bisher konnte der Index, der im Juni 2020 erstmals veröffentlicht wurde, bereits den starken Rückgang im zweiten Quartal 2020 wegen der Pandemie-Lockdowns, die derzeitige Wirtschaftsschwäche Deutschlands sowie das anhaltend starke US-Wachstum korrekt und bereits einige Wochen vor den Veröffentlichungen der offiziellen Daten antizipieren. Interessierte finden immer eine aktuelle Version plus eine ausführliche Beschreibung auf der Website des Flossbach von Storch Research Institute.



„Wette niemals gegen Amerika“

Bert Flossbach über die Dominanz der USA,
ihren neuen, alten Präsidenten
und die Auswirkungen für Anleger in Europa.

→

„Nirgendwo sonst sind der Unternehmergeist und die dazugehörige Risikobereitschaft ausgeprägter als in den USA“

Auf welche Region sollten Anleger in diesem Jahr stärker schauen – auf Europa oder die USA?

Ich würde mich lösen von den Regionen – oder auf die einzelnen Unternehmen schauen, deren Geschäftsmodelle und langfristige Ertragsperspektiven. Der Ort des Hauptsitzes ist zunächst zweitrangig.

Und wenn Sie sich entscheiden müssten zwischen Europa und den USA – wo sind die Renditeaussichten in den kommenden Jahren am besten?

Dann würde ich sagen, dass beide Regionen nicht miteinander zu vergleichen sind und mich vermutlich auf Warren Buffett berufen ...

Inwiefern?

Der hat in einem seiner viel beachteten Jahresberichte folgendes geschrieben: „In its brief 232 years of existence, however, there has been no incubator for unleashing human potential like America [...] Our unwavering conclusion: Never bet against America.“ Wette niemals gegen Amerika ...

Warum ist das so?

Auf US-Unternehmen entfallen nach Schätzungen der EU-Kommission 42 Prozent der weltweiten Ausgaben für Forschung und Entwicklung. Bei den Aufwendungen für Softwareentwicklung sind es sogar 70 Prozent – ein wesentlicher Grund für die hohe Produktivität. Die USA erwirtschaften in Summe mehr als ein Viertel der globalen Wirtschaftsleistung und ungefähr ein Drittel der Unternehmensgewinne weltweit. Dabei beträgt der US-Anteil an der Weltbevölkerung gerade einmal vier Prozent.

Aber woher kommt diese Dominanz?

Nirgendwo sonst sind der Unternehmergeist und die dazugehörige Risikobereitschaft ausgeprägter als in den USA. Diese uramerikanische Eigenschaft zieht Talente aus der ganzen Welt an. Viele der heute führenden Technologieunternehmen wurden von Einwanderern gegründet oder geformt. Denken Sie nur an Jensen Huang und Nvidia.

Das Produktivitätswachstum hat sich in den USA ausgerechnet nach der Finanzkrise 2008 im Vergleich zu den anderen nochmals beschleunigt – was sind die Gründe?

Massive Investitionen und Innovationen im Hightechbereich. Die großen Technologieunternehmen haben sich eine weltweite Vormachtstellung erarbeitet, die sich auch in deutlich gestiegenen Börsenwerten

niederschlägt. Ende 2008 lag die Marktkapitalisierung der im S&P 500 enthaltenen Unternehmen bei nur acht Billionen US-Dollar. Ende 2024 waren es 52 Billionen und damit 6,5-mal so viel. Besonders krass ist der Wertzuwachs bei den sogenannten „Magnificent 7“ (*Apple, Nvidia, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta und Tesla, Anm. der Redaktion*). Ende 2008 lag ihr Börsenwert in Summe nur bei 372 Milliarden US-Dollar. Meta und Tesla waren damals noch Start-ups. Heute sind es 17,6 Billionen, die Unternehmen sind also 47-mal so viel wert!

Was ist mit Europa?

Betreibt zwar erfolgreiche Grundlagenforschung, schafft es aber nur selten, neue Technologien in erfolgreiche Produkte und Unternehmen zu transformieren. Für Deutschland gilt das im Besonderen.

Warum ist das so?

Das liegt an dem im Vergleich zu den USA schlechteren Finanzierungsumfeld – es gibt weniger Wagniskapitalgeber – und einen nicht so stark ausgeprägten Unternehmergeist.

Woran machen Sie das fest?

Eigenverantwortung und Unternehmertum stehen in Europa und besonders in Deutschland nicht hoch im Kurs. Im Gegensatz zu den USA herrscht Vollkaskomentalität. Der Staat gilt als Retter in allen Lebenslagen und sicherer Wunscharbeitgeber. Eine ausufernde EU-Bürokratie überzieht die Unternehmenslandschaft mit einem Regulierungsdickicht, das oft noch durch unterschiedliche nationale Vorschriften ergänzt oder verschärft wird.

Haben Sie ein Beispiel für die aus Ihrer Sicht überbordende Bürokratie?

Die Spezialität deutscher Gesetzgebung besteht darin, EU-Vorgaben aus Brüssel bereits früher umzusetzen, nehmen wir das Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz als Beispiel. Oder noch weiter zu verschärfen, auszuweiten und zu verkomplizieren – so wie etwa das Gebäudeenergiegesetz, kurz GEG.

Wie groß ist der Schaden?

Die jährlichen Bürokratiekosten in Deutschland werden auf bis zu 65 Milliarden Euro geschätzt. Weniger Zeit fürs Kerngeschäft, weniger Innovationen, weniger Nachhaltigkeit im echten Leben, dafür mehr auf dem Papier. →

„Eigenverantwortung und Unternehmertum stehen in Europa und besonders in Deutschland nicht hoch im Kurs.“

„Der Standort Deutschland verliert an Attraktivität.“

Glauben Sie, dass viele Unternehmen Deutschland den Rücken kehren könnten?

Es wäre kein Wunder. Zumal es nicht nur die Bürokratie ist, die Unternehmer verschreckt, sondern auch die planwirtschaftliche Industriepolitik; sie behindert den wirtschaftlichen Wandel. Volkswagen und die Interventionen der Politik sind ein gutes Beispiel.

Inwiefern?

Bestehendes soll zementiert werden, anstatt eine Anpassung an neue Realitäten zu ermöglichen. Das bindet Fachkräfte in alten Strukturen, während sie in anderen Unternehmen dringend benötigt werden. Mit einer solchen Wirtschaftspolitik wird es nicht gelingen, mit den USA Schritt zu halten.

Heißt?

Der Standort Deutschland verliert an Attraktivität. Eine zerbröselnde Infrastruktur, rückständige Digitalisierung, verkorkte Energiepolitik und eine kafkaeske Bürokratie schrecken Investoren ab. Die Unternehmensinvestitionen liegen heute etwa zehn Prozent unter dem Niveau von 2019. So schrumpft der Bestand, ohne dass viel Neues nachkommt. Wachstum gibt es nur noch im öffentlichen Dienst.

Was hilft, um den Trend umzukehren?

Vielleicht wächst mit der Krise die Erkenntnis, dass eine gesunde Wirtschaft die Voraussetzung ist für einen funktionierenden Sozialstaat, für äußere Sicherheit und ökologische Transformation – und dass die dazu erforderlichen Mittel jedes Jahr aufs Neue erwirtschaftet werden müssen. Jahrelang hat die Politik den Menschen vorgegaukelt, es ginge auch anders: Man müsse den Kuchen nicht backen, sondern nur verteilen.

Auch Frankreich ist politisch und wirtschaftlich kein Hort der Stabilität und Prosperität. Die im Jahre 2023 von Präsident Emmanuel Macron gegen entschiedenen Widerstand durchgesetzte Rentenreform und der im Sommer 2024 geplante Sparhaushalt haben maßgeblich zum Rücktritt der Regierung Barnier beigetragen.

Wie beurteilen Sie die Lage?

Es braucht Mut, um notwendige, aber unangenehme Maßnahmen durchzusetzen und nicht wieder zu revidieren – das gilt in Frankreich vermutlich noch mehr als anderswo. Das Land kämpft zudem mit einem hohen Schuldenberg, der mit 112 Prozent des Bruttoinlandsprodukts

nicht nur den Handlungsspielraum der Politik einschränkt, sondern auch an den Finanzmärkten mit zunehmender Sorge betrachtet wird. Nach Italien muss Frankreich inzwischen die höchsten Zinsen in der Eurozone zahlen. Für 10-jährige französische Staatspapiere sind es aktuell rund 3,4 Prozent im Vergleich zu 3,2 Prozent in Spanien und 3,0 Prozent in Portugal.

So hoch ist der Zinsaufschlag Frankreichs nun auch wieder nicht ...

Es geht mir mehr um die Signalwirkung – die ist groß. Und sie entbehrt nicht einer gewissen Ironie.

Wie meinen Sie das?

Frankreich rückt als Mitinitiator und ehemaliges Kernland der Eurozone nun langsam an die Peripherie. Noch ist das Zinsniveau absolut betrachtet zu verkraften, aber jedes zusätzliche Prozent bedeutet bei Staatschulden von drei Billionen Euro eine Zusatzbelastung von 30 Milliarden. Die politische Instabilität und der zunehmende Populismus könnten die Staatsausgaben und die Schulden weiter stark wachsen lassen.

Wie groß ist die Gefahr einer Staatsschuldenkrise in Frankreich?

Vermutlich wird die Europäische Zentralbank als Retter der letzten Instanz Frankreich unter die Arme greifen.

Ist die Sorge um den Staatshaushalt auch der Grund, warum der französische Aktienmarkt 2024 mit einem Plus von weniger als einem Prozent – inklusive der Dividenden – weit hinter die anderen Märkte zurückgefallen ist?

Das hat sicherlich verschiedene Gründe, wenngleich die zunehmenden Sorgen über die Finanzstabilität und den Standort Frankreich sicherlich dazugehören.

Wird der Vorsprung der USA unter dem neuen Präsidenten gegenüber Europa und dem Rest der Welt wachsen oder schmelzen – ist Trump eher Fluch oder Segen?

Die Erfahrung aus der ersten Amtszeit von Donald Trump lautet: Man muss ihn ernst nehmen, auch wenn man nicht alles ernst nehmen muss, was er sagt. →

„Die politische Instabilität und der zunehmende Populismus könnten die Staatsausgaben und die Schulden weiter stark wachsen lassen.“

„Die hohe Inflation der Biden-Jahre war mit ausschlaggebend für Trumps Wahlerfolg.“

Woran denken Sie konkret?

Weder hat er die Nato verlassen noch Zölle auf europäische Autoimporte verhängt, Nordkorea bombardiert oder die mexikanische Grenze mit einer durchgehenden Grenzmauer geschlossen. Man weiß jedoch nie, wie ernst er etwas meint.

Aber wie geht man damit um?

Übertreibungen gehören zu seinem Verhandlungsstil, deshalb laufen Prognosen zu seiner Politik immer Gefahr, vom Chaos eingeholt zu werden. In einem Interview mit dem „Wall Street Journal“ im Oktober 2024 hat Trump behauptet, dass Chinas Präsident Xi Jinping ihn respektiere, weil er „fucking crazy“ sei. Bereits vor seiner Amtseinführung bemüht er sich, diese Selbsteinschätzung zu bestätigen. Grönland, Kanada, der Panamakanal: Nichts scheint vor ihm sicher. Trump setzt die exzeptionelle wirtschaftliche und militärische Macht der USA als Druckmittel ein, wo immer es ihm gefällt.

Und er verspricht, was ihm gefällt ...

Kriege beenden, Grenzen sichern, die Inflation besiegen, Schulden zurückzahlen, das US-Wachstum ankurbeln und Jobs schaffen. Kurzum: ein „Goldenes Zeitalter“ für die USA.

Wird er die Versprechen halten können?

Die Zielkonflikte sind offensichtlich: Verschuldung und Steuern gleichzeitig senken; Zölle erhöhen und Immigranten ausweisen und gleichzeitig die Inflation bekämpfen. Schwieriges Unterfangen.

Was ist mit der Inflation?

Die hohe Inflation der Biden-Jahre war mit ausschlaggebend für Trumps Wahlerfolg. Hier lauert ein großes Risiko für ihn. Sollte die Inflation wieder anziehen, etwa wegen hoher Importzölle oder der massenhaften Ausweisung illegaler Arbeitskräfte, würde das Trump auf die Füße fallen. Deshalb ist nicht davon auszugehen, dass er seine Drohung wahrmacht und hohe Zölle auf alle Importe erhebt. Das würde die Preise auf breiter Front in die Höhe treiben und seine Anhänger besonders hart treffen.

Zuletzt stand vor allem die hohe US-Verschuldung im Fokus – wird er sie deutlich reduzieren können, mithilfe von „Sparkommissar“ Elon Musk?

Das Einnahmeloch der US-Regierung betrug zuletzt 1,8 Billionen US-Dollar, was rund sechs Prozent des Bruttoinlandsprodukts entspricht – und

das trotz boomender Wirtschaft. Die erhofften Einsparmöglichkeiten der von Elon Musk geleiteten Effizienzkommission für den Beamtenapparat sollen perspektivisch Einsparungen von zwei Billionen Dollar bringen. Das scheint illusorisch.

Warum?

Gut die Hälfte des knapp 6,8 Billionen US-Dollar schweren Haushalts wird für Sozialausgaben aufgewendet, von denen gut zwei Billionen auf die Altersvorsorge und Krankenversicherung für Rentner entfallen. Trump will da nicht ran – die Babyboomer im Rentenalter gegen sich aufzubringen, wäre keine gute Idee. Rund eine weitere Billion geht für Zinsen drauf, die müssen bezahlt werden. Ebenso unantastbar sind die 900 Milliarden Dollar an Verteidigungsausgaben. Bleiben 1,5 Billionen Dollar an diskretionären Ausgaben übrig. Wenn es gelänge, diese um ein Viertel zu kürzen, bliebe unterm Strich ein Einsparpotenzial von rund 400 Milliarden US-Dollar. Das sind etwa 1,3 Prozent der Wirtschaftsleistung, heißt: Im günstigsten Fall kann die Neuverschuldung auf knapp fünf Prozent des Bruttoinlandsprodukts sinken ...

Also werden die Schulden nicht gesenkt?

Es sieht nicht danach aus, nein. Ich würde eher vom Gegenteil ausgehen.

Mittlerweile sind die USA mit rund 120 Prozent des US-Bruttoinlandsprodukts verschuldet – wie viel ist überhaupt tragbar?

Darauf gibt es keine einfache Antwort. Die USA haben das Privileg, die unangefochtene globale Reservewährung zu besitzen, den Dollar. Das erweitert ihren Spielraum bei der Schuldenaufnahme. Doch auch der hat seine Grenzen.

Wer oder was setzt denn die Grenze?

Der Bondmarkt. Keine Regierung der Welt kann sich dauerhaft erfolgreich gegen ihre Gläubiger stellen. Sollten Investoren keine US-Staatsanleihen mehr kaufen oder halten wollen, weil sie das Vertrauen in die Politik der US-Regierung und die finanzielle Stabilität des Landes verloren haben, wird es auch für Trump eng.

Trump misst seinen Erfolg nicht zuletzt am Indexstand des S&P 500. Nachdem die Kurse in den vergangenen Monaten wie am Faden gezogen gestiegen sind – droht dort nicht Ungemach?

Auf zwei sehr gute Anlagejahren muss nicht zwangsläufig ein schlechtes folgen, wie ein Blick in die Börsengeschichte lehrt ... →

„Die USA haben das Privileg, die unangefochtene globale Reservewährung zu besitzen, den Dollar.“

„Derzeit gibt es keine Anzeichen, dass der Technologie-Boom endet oder eine Rezession bevorsteht.“

Aber?

Die Erwartungen der Investoren müssen getroffen, besser noch übertroffen werden. Und die Erwartungen sind hoch: ordentliches Wirtschaftswachstum, deutlich steigende Unternehmensgewinne, rückläufige Inflation und weiter fallende Zinsen. Das wäre die Fortsetzung der Vorjahresentwicklung und entspricht dem nach einem Märchen benannten „Goldlöckchen-Szenario“ – der besten aller Welten.

Ist die „beste aller Welten“ nicht eher ein untrügliches Warnsignal?

Derzeit gibt es keine Anzeichen, dass der Technologie-Boom endet oder eine Rezession bevorsteht. Echte Börsenexzesse wie Anfang 2000, als die Bewertungen von Unternehmen in die Stratosphäre schossen und die Kurscharts Fahnenstangen glichen, sind nicht erkennbar. Allerdings ist das Enttäuschungspotenzial durch die hochgesteckten Erwartungen der Investoren gestiegen. Und wer weiß, was Donald Trump noch so alles einfällt. Die Wahrscheinlichkeit für eine Marktkorrektur ist jedenfalls größer geworden.

Wann könnte es soweit sein?

Das ist die Frage, auf die niemand eine verbindliche Antwort hat. Einen Rücksetzer zu timen ist schwer, wie das vergangene Jahr eindrucksvoll bewiesen hat.

Dann schauen wir auf die lange Frist – wie beurteilen Sie das Renditepotenzial von Aktien in den kommenden zehn Jahren?

Deutlich bescheidener im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren. Der Grund dafür liegt in der aktuell hohen Bewertung des US-Aktienmarkts, die schon einen Teil des zukünftigen Wachstums der Unternehmensgewinne vorweggenommen hat. Seit Anfang 2015 haben sich die Unternehmensgewinne der im S&P 500 enthaltenen Aktien verdoppelt, sind also um jährlich sieben Prozent gestiegen, was ziemlich genau dem langfristigen Durchschnitt entspricht. Dagegen haben sich die Aktienkurse verdreifacht, was einen jährlichen Anstieg von 11,2 Prozent bedeutet. Aktien sind also teurer geworden. Rund ein Drittel der Kursgewinne in den vergangenen zehn Jahren ist auf die gestiegene Bewertung zurückzuführen. Zwei Drittel sind „ehrlich verdient“.

Können Sie die Renditeerwartungen vielleicht konkretisieren?

Im besten Falle wachsen die US-Unternehmensgewinne in etwa mit ihrem langfristigen Durchschnittstempo von jährlich sieben Prozent –

und die Bewertung bleibt auf dem aktuell hohen Niveau. Das würde auf Sicht von zehn Jahren eine Kursverdopplung der im S&P 500 Index enthaltenen Aktien bedeuten. Zuzüglich Dividenden wäre das ein Gesamtertrag von circa 8,5 Prozent pro Jahr.

Und im „Normalfall“?

Die Unternehmensgewinnen steigen um sieben Prozent. Die Bewertung fällt wieder auf ihren langfristigen Mittelwert von circa 18. Das würde einen jährlichen Kursanstieg von knapp 4 Prozent bedeuten und zuzüglich Dividenden einen Gesamtertrag von circa 5,5 Prozent pro Jahr.

Und wenn es schlechter läuft?

Das Gewinnwachstum und/oder die Bewertung fallen unter das Niveau des „Normalfalls“. Der zu erwartende Gesamtertrag läge dann noch niedriger.

Was bedeutet die Einschätzung konkret für eine langfristig ausgerichtete Anlagestrategie?

Anleihen sind im Vergleich zu Aktien attraktiver geworden, was eine höhere Gewichtung von Bonds rechtfertigt, sofern man ein nachhaltig höheres Inflationsniveau ausschließt. Das langfristige Potenzial der großen Aktienindizes, nehmen wir S&P 500 und MSCI World als Beispiele, ist bescheiden. Sie könnten ihren Status als Heiliger Gral der Investmentwelt verlieren.

Was bedeutet das?

Das Potenzial von unterbewerteten Titeln, die nicht zu den Indexschergewichten zählen und deshalb lange verschmäht wurden, erscheint größer. Aktives Management dürfte sich auch bei Aktien wieder auszahlen.

Vielen Dank für das Gespräch.

Dr. Bert Flossbach ist Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch SE.

„Die großen Aktienindizes könnten ihren Status als Heiliger Gral der Investmentwelt verlieren.“

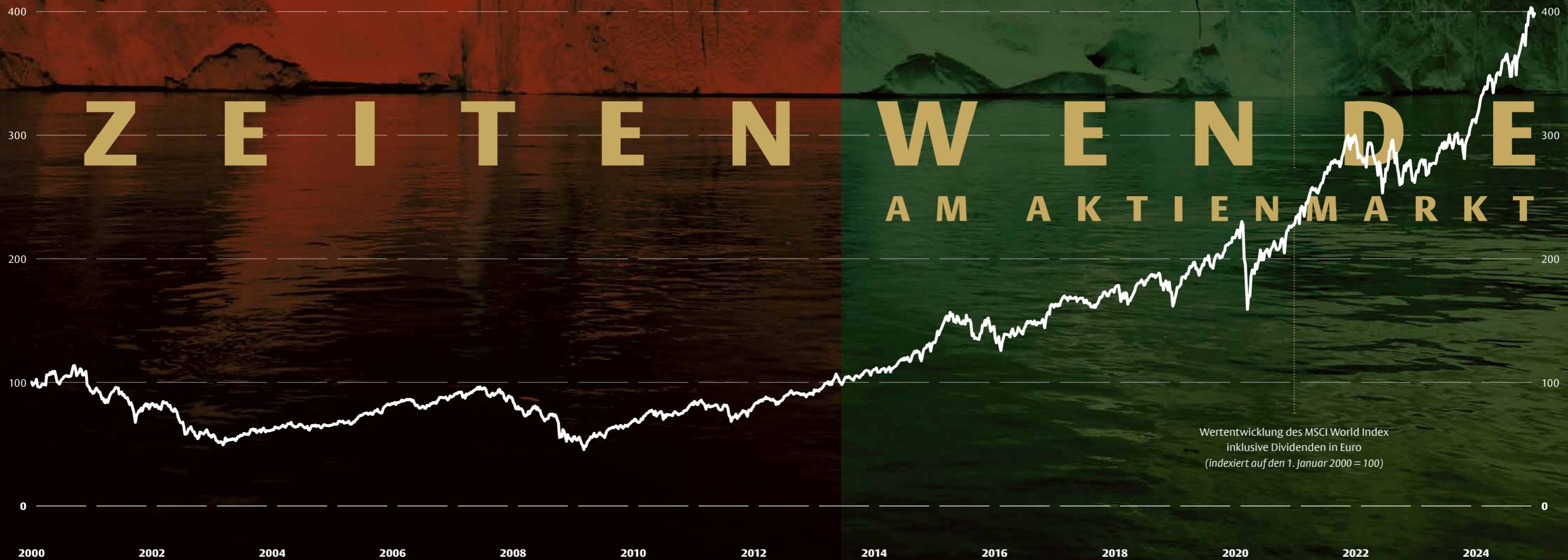
von Thomas Lehr

Der globale Aktienindex MSCI World hatte jahrelang in puncto Wertentwicklung die Nase vorn. Warum es mit dieser Überlegenheit bald vorbei sein könnte.

Der globale Aktienindex MSCI World ist in puncto Wertentwicklung kaum zu schlagen, so scheint es. Zumindest auf den ersten Blick: Knapp 13 Prozent per annum hat der Index (in Euro und inklusive Dividenden) über die vergangenen zwölf Jahre im Durchschnitt zugelegt. Wer trotz aller Krisen und Rückschläge investiert blieb, konnte sein Kapital in dieser Zeit vervierfachen. Kein Wunder also, dass der MSCI World bei Anlegerinnen und Anlegern, aber auch in den sozialen Medien zu einer Art Heiligem Gral der Aktienwelt wurde.

Doch muss das so bleiben? Die klare Antwort auf diese Frage lautet „Nein“ – und dafür gibt es einen Grund.

Werfen wir einen Blick zurück und stellen uns vor, die sozialen Medien hätten ihren Durchbruch nicht Mitte der 2010er-Jahre, sondern Anfang 2000 erlebt. Jede Anlegerin und jeder Anleger wäre gut zwölf Jahre später wohl felsenfest davon überzeugt gewesen, dass der MSCI World als Investment nicht taugt. Denn die Wertentwicklung des heute als vermeintlich Heiliger Gral angesehenen Index lag in dieser Zeit bei durchschnittlich Null Prozent pro Jahr, insgesamt und inklusive Dividenden.



Nun könnte man entgegnen, dass man die beiden Zeiträume nicht so einfach miteinander vergleichen dürfe, denn schließlich waren die 2000er-Jahre gekennzeichnet vom Platzen der Dotcomblase (2000 bis 2003), der Finanzkrise (2008/2009) und der Eurokrise. Das stimmt. Weil aber wohl auch niemand behaupten würde, dass die zurückliegenden Jahre frei von Krisen gewesen wären, erklärt dies die stark unterschiedliche Wertentwicklung des Aktienmarkts über die erste und zweite Hälfte dieses Jahrhunderts nur zum Teil.

Es gibt einen zweiten, mindestens ebenso entscheidenden Grund dafür, dass sich die zurückliegenden zweieinhalb Dekaden in 12 magere und 12 fette Jahre unterteilen lassen: Es ist die stark unterschiedliche Kursentwicklung von Indexschwergewichten auf der einen und dem breiten Markt auf der anderen Seite. Und weil dies ein Faktor ist, der auch nach vorne blickend von entscheidender Bedeutung sein dürfte, lohnt ein Blick unter die Oberfläche.

GLEICH VERTEILEN ODER AKTIEN BEVORZUGEN?

Wer in den MSCI World investiert, möchte – so die eigentliche Idee von vielen Investoren – in den „breiten Aktienmarkt“ investieren. Und der Index beinhaltet etwa 1.400 Unternehmen aus 23 Ländern. Aktien aus Schwellenländern, zu denen gemäß Definition des Indexanbieters auch Länder wie Südkorea und Taiwan gehören, sind in dem Index nicht vertreten. Wer das weiß, kann sein Basisinvestment je nach Lust und Einschätzung entsprechend ergänzen.

Doch möchte jemand, der in den breiten Aktienmarkt investieren will, in jedes der 1.400 Unternehmen den gleichen Teil seines Kapitals anlegen? Oder soll sich das Gewicht der einzelnen Aktien nach deren Börsenwert richten, der mit Kurssteigerungen immer weiter nach oben geht? Das bedeutet, dass von der jeweils investierten Anlagesumme in einzelne Schwergewichte wie zuletzt bis zu 200- oder 300-mal mehr Kapital fließen kann als in Aktien, deren Marktkapitalisierung deutlich kleiner ist.

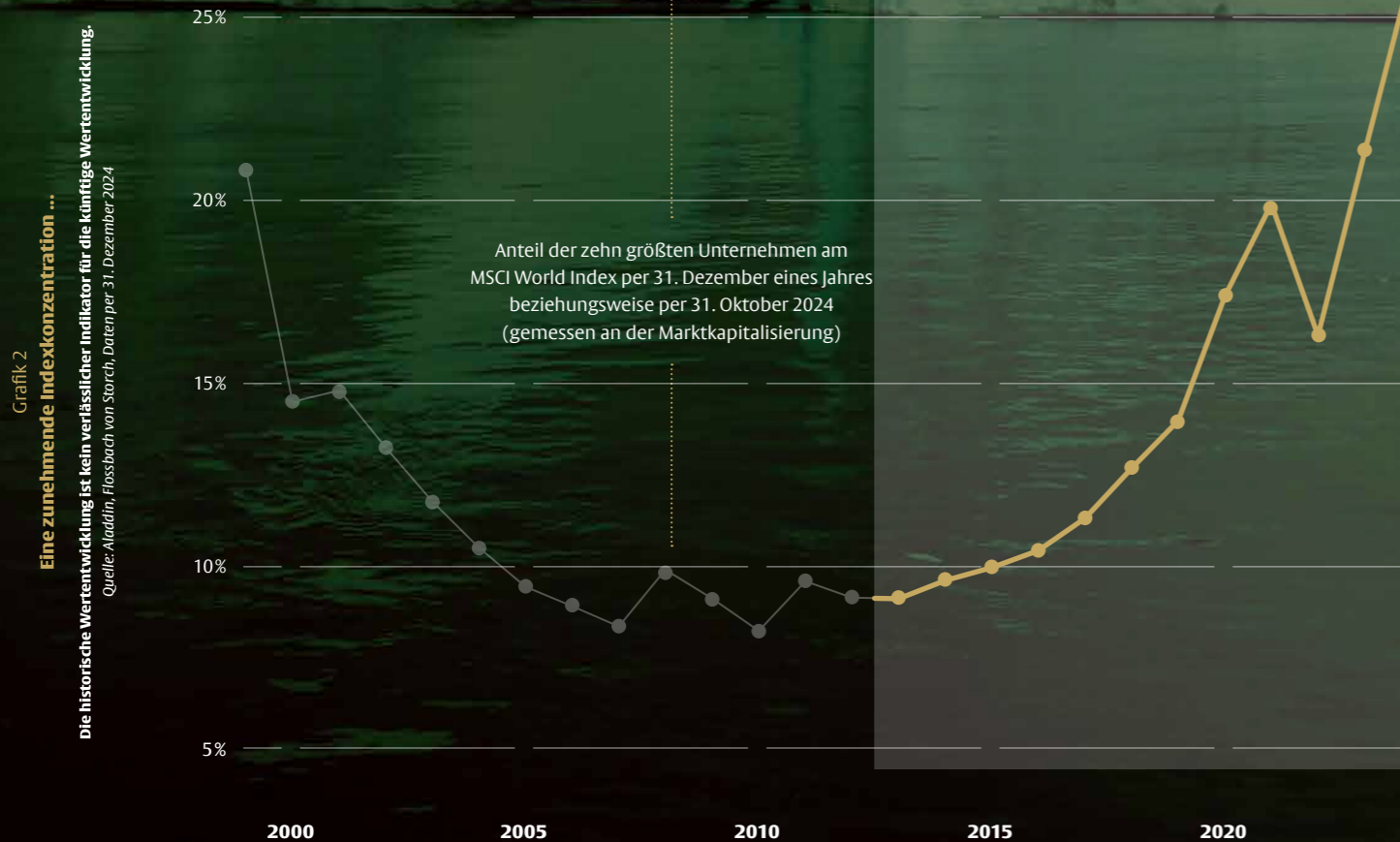
Der Unterschied: In einem gleichgewichteten Index gleicht ein 50-prozentiges Kursplus bei Aktie A eine gleichzeitige Halbierung von Aktie B aus. Richtet sich die Gewichtung der 1.400 Aktien dagegen nach ihrer Marktkapitalisierung, ist die Halbierung eines Schwergewichts für den Index ein echtes Problem, während die gleichzeitige Verdopplung selbst mehrerer kleinerer Unternehmen im wahrsten Sinne des Wortes kaum ins Gewicht fällt.

DIE ZWÖLF FETTEN JAHRE

Das Thema Künstliche Intelligenz (KI) hat Anleger seit einiger Zeit ähnlich elektrisiert wie Ende der 1990er-Jahre das Aufkommen des Internets. Damals wie heute konzentriert sich das Interesse auf die ersten, offensichtlichen Profiteure, die sich aus nachvollziehbaren Gründen vom breiten Markt absetzen und groß und größer werden. Und mit ihrer Marktkapitalisierung steigt ihr Gewicht im Index. Inzwischen stehen zehn der 1.400 Unternehmen für ein Viertel vom Index, der doch eigentlich den breiten Markt repräsentieren soll (vgl. Grafik 2).

In einem solchen Umfeld ist der kapitalgewichtete Index so lange im Vorteil wie die Gewinner von gestern auch die Gewinner von heute bleiben. Anlegern muss allerdings klar sein, dass sich die Zusammensetzung ihres Investments ausschließlich durch die historische Wertentwicklung ergibt. Die Unternehmen, deren Kurse am stärksten zugelegt haben, haben das deutlich höhere Gewicht. Eine zutiefst prozyklische Anlagestrategie!

Überspitzt formuliert, stellt die Systematik eines kapitalgewichteten Index wie der MSCI World sicher, dass in den Überfliegern von gestern genau dann der relativ größte Teil des investierten Kapitals steckt, wenn am Markt die Richtung dreht und diese zu Underperformern werden. →



DIE ZWÖLF MAGEREN JAHRE

Genau das war in den zwölf mageren Jahren (vgl. Grafik 1) der Fall. Als anno 2000 die Dotcomblase platzte, verloren die Aktienkurse von Schwergewichten wie Intel oder Cisco, die zuvor massiv vom Boom um das Internet profitiert hatten, mehr als 80 Prozent. Die Wertentwicklung des kapitalgewichteten MSCI World litt darunter deutlich stärker als die des gleichgewichteten Pendants, des MSCI World Equal Weighted Index, der keine Schwergewichte kennt.

Die Ironie: Der Kursverfall setzte damals nicht etwa ein, weil sich das Internet als Luftnummer erwies. Im Gegenteil. Es brachte vielen Unternehmen in der Folge die erwarteten (Effizienz-)Gewinne. Der nachhaltigere Profiteur war aber der breite Markt, der deswegen in der Folge deutlich stärker zulegte als die Schwergewichte. Im Ergebnis bedeutete dies für den herkömmlichen, kapitalgewichteten MSCI World speziell zwischen 2000 und 2007 eine deutlich abnehmende

Indexkonzentration (vgl. Grafik 4) und eine Seitwärtsbewegung, während der breite Markt, gemessen am MSCI World Equal Weighted Index, im selben Zeitraum um mehr als 60 Prozent anstieg (vgl. Grafik 5).

GESCHICHTE REIMT SICH OFT

Diese Entwicklung muss sich nicht unbedingt wiederholen. Aber große Investmentstories folgen nicht selten einem ähnlichen Muster. Auch in den Anfängen der Aktienindizes war das nicht anders. Als Charles Dow und Edward Jones 1884 den ersten Aktienindex schufen, standen – wie beim Internet oder der KI – zunächst die offensichtlichen Profiteure im Fokus. Neun der damals elf Unternehmen, die bei der Auflegung im Dow-Jones-Index vertreten waren, waren Eisenbahnbetreiber, die von der Erschließung des Wilden Westens profitierten. Die Mutter aller Klumpen am Aktienmarkt, wenn man so will. Industrierwerte stießen in dieser Zeit noch auf wenig Gegenliebe. Zu klein, zu spekulativ.

Als die Infrastruktur weitgehend aufgebaut war, waren aber genau die Industrierwerte die eigentlichen Profiteure. Die Herren Dow und Jones würdigten das, indem sie in der Folge mit dem Dow Jones Industrial Average einen neuen Index auflegten, den noch heute gültigen US-Leitindex, und damit den eigentlichen Star der Aktienindizes.

Egal also, ob Gleise, Datenleitungen oder Algorithmen: Wenn sich eine bahnbrechende Technologie durchsetzt, profitiert früher oder später der breite Markt. Genau das macht den Durchbruch aus.

DER KRUG GEHT SO LANGE ZUM BRUNNEN, BIS ER BRICHT

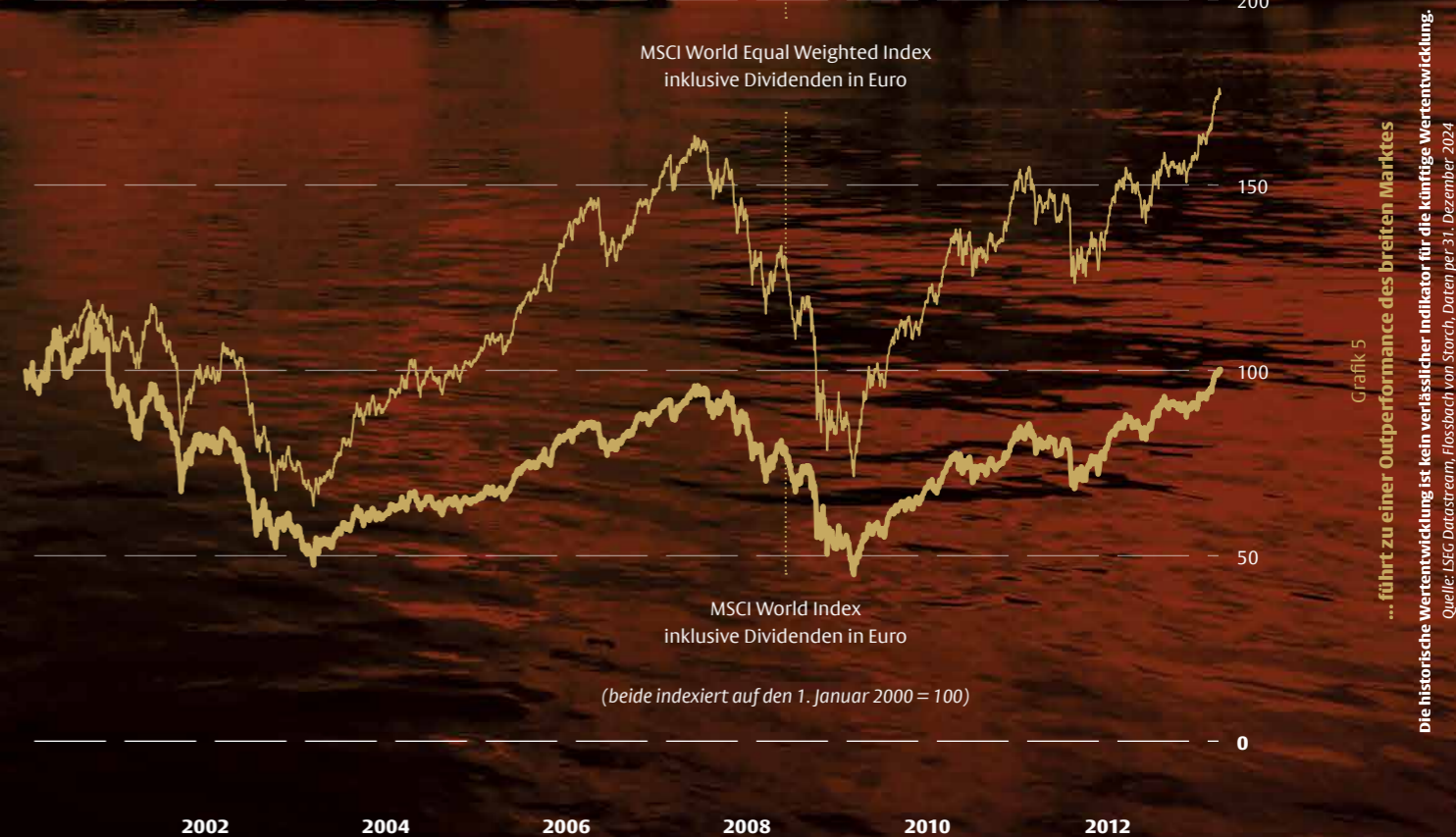
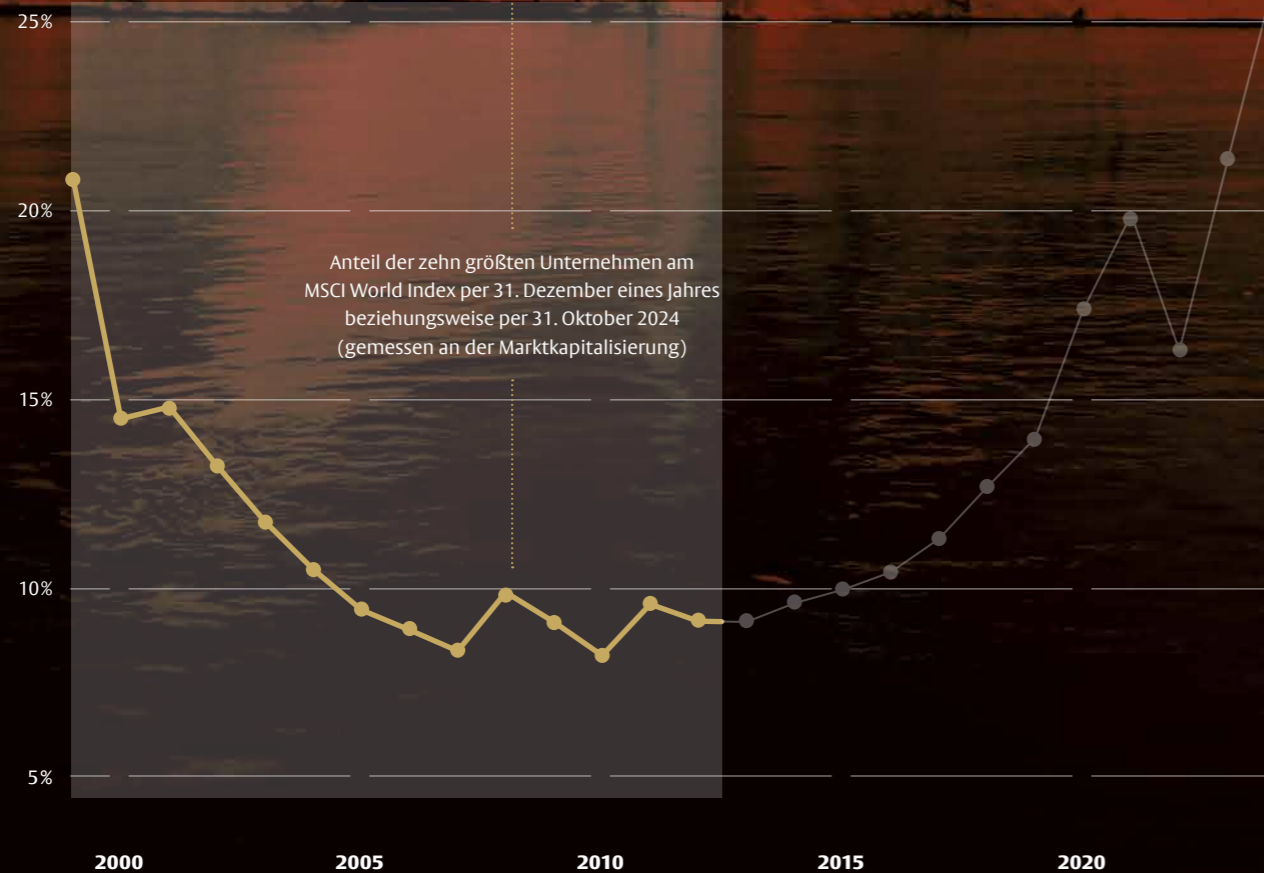
Was können wir daraus lernen? Eine prozyklische Anlagestrategie, wie sie in einem kapitalgewichteten Aktienindex wie dem MSCI World impliziert ist, bei der sich der Einsatz in die Gewinner von gestern blind immer mehr vergrößert,

führt langfristig dazu, dass die einzelnen Positionen größer werden, je geringer ihr Potenzial wird. Folglich sind sie dann am größten, wenn sie ihr (Kurs-)Potenzial vollends ausgeschöpft haben. Das liegt in der Natur der Systematik. Daher ist die Überlegenheit des (kapitalgewichteten) MSCI World vergänglich.

Natürlich können sich hohe Konzentrationen auch über längere Zeiträume auszahlen. Sie sind und bleiben aber ein Klumpenrisiko, das jemand, der eigentlich in den breiten Aktienmarkt investieren möchte, so womöglich gar nicht eingehen will. ♦

Thomas Lehr ist Kapitalmarktstrategie bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

Grafik 4
Eine abnehmende Indexkonzentration ...
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Aladdin, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024



Grafik 5
... führt zu einer Outperformance des breiten Marktes
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Der Goldpreis ist
zuletzt deutlich gestiegen.

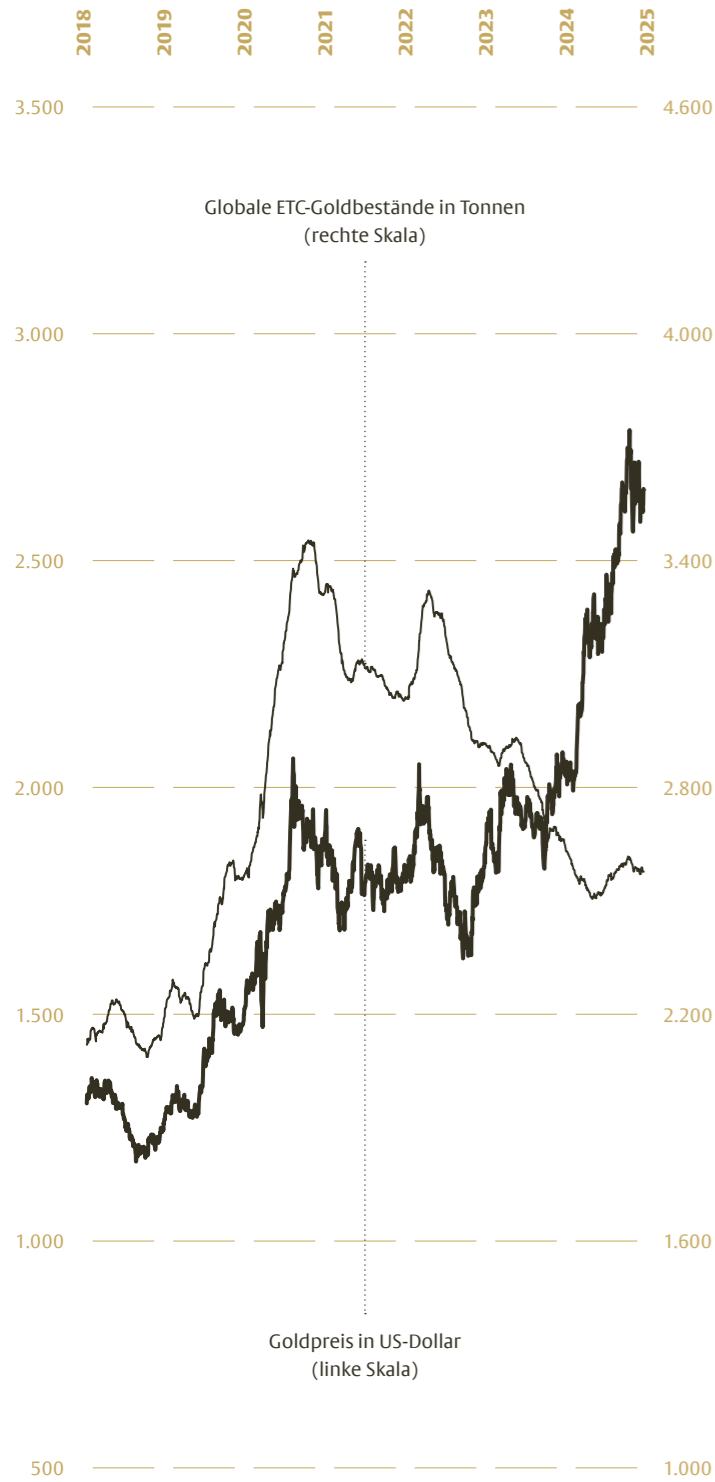
Ein Erklärungsversuch
in fünf Charts.



von Simon Jäger

EINE HARTE WÄHRUNG

*Simon Jäger ist Portfolio Manager
bei der Flossbach von Storch SE in Köln.*



Wenn Sie uns schon etwas länger kennen, dann wissen Sie – mit Kalauern halten wir uns eher zurück. Mit Blick auf die aktuellen Entwicklungen machen wir diesmal aber eine Ausnahme: 2024 war ein „goldenes Jahr“ für Anleger. Das Edelmetall verteuerte sich, in Euro gerechnet, um gut ein Drittel.

Die Entwicklung wirft einige Fragen auf. Wer kauft Gold und was treibt den Preis? Unsere Analysten haben größere Datenbestände gesichtet, um Antworten zu geben. *Fünf Charts geben einen Eindruck, was das Edelmetall so beliebt macht.*

Nicht nur Kaufleute wissen: Der Preis hängt immer auch von der Nachfrage ab. Gold kann (seit Tausenden von Jahren) physisch erworben werden, etwa als Münzen, Barren oder Schmuck. Professionelle Investoren nutzen häufiger börsengehandelte Wertpapiere. Bei Exchange Traded Commodities (ETC) ist das Edelmetall physisch hinterlegt. Die Anteile sind leichter handelbar und Anleger benötigen keine Tresore.

Grafik 1 zeigt, dass sich die Investmentnachfrage im vergangenen Jahr stabilisiert hat. Nach spürbaren Abflüssen in den Vorjahren blieben die ETC-Goldbestände in 2024 grob unverändert. Es gibt also noch andere Käufer im Markt. Dazu zählen die Notenbanken, die ihre Bestände zuletzt deutlich aufstockten (vgl. Grafik 2).

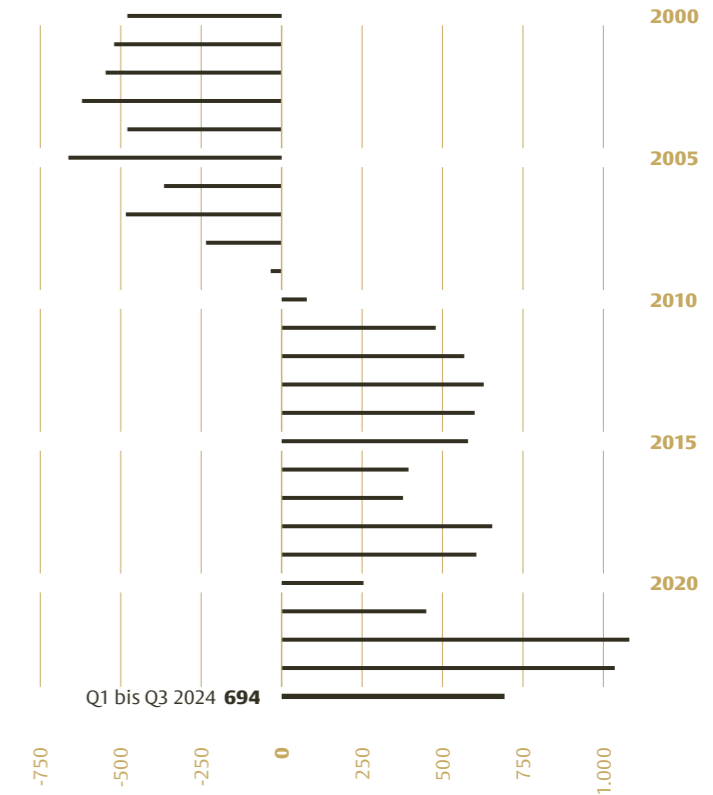
Grafik 1
Die Investmentnachfrage hat sich stabilisiert
Globale ETC-Goldbestände im vergangenen Jahr in etwa unverändert

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Grafik 2
Die Währung der letzten Instanz, auch für die Hüter der Papiergeldwährungen
Nettgoldkäufe der Zentralbanken so hoch wie nie (Angaben in Tonnen pro Jahr)

Quelle: LSEG Datastream, World Gold Council, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024



Solche Nachfragedaten sind für Goldanleger eher beruhigend. Die Preise treiben zurzeit eher nicht die Spekulanten, die immer dann auf den „Gold-Train“ aufspringen, wenn der Preis steigt und wieder verkaufen, wenn er fällt. Etwa Privatanleger, aber auch institutionelle Anleger ohne einen fundierten strategischen Plan. Seit 2022 steigen die Goldpreise – und das liegt nicht an der Nachfrage der Taktiker.

Die strategische Nachfrage von Notenbanken, Regierungen, aber auch langfristig denkenden Anlegern reduziert die verfügbare Goldmenge dauerhaft. Oder anders formuliert: Die Strategen reduzieren die (begrenzte) Goldmenge, die den Taktikern noch zu Verfügung steht. Die Erwartung, dass sie das Edelmetall auf Sicht wieder auf den Markt werfen, erscheint eher unwahrscheinlich.

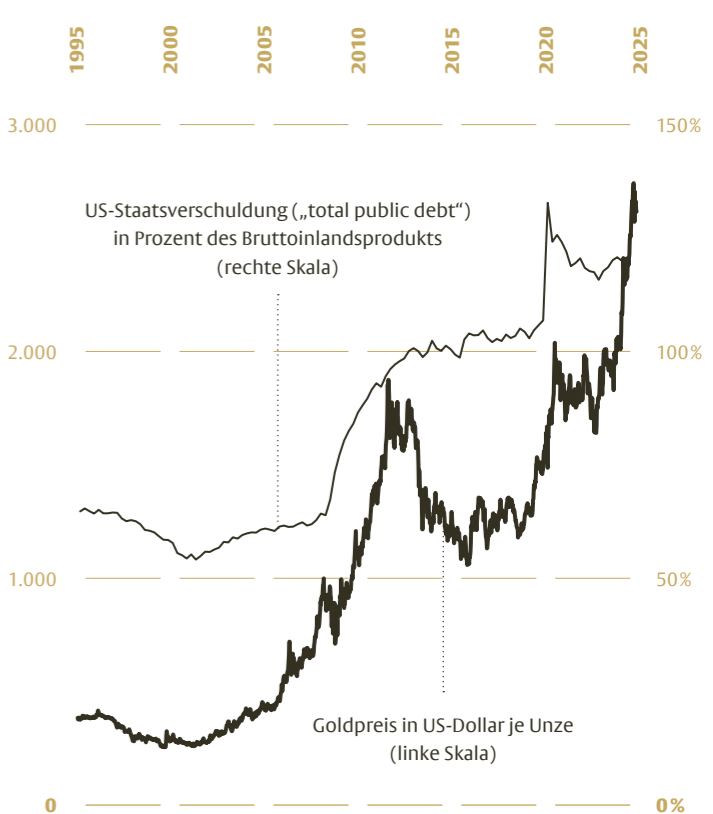
All das geschieht in einem Umfeld, in dem Sachwerte gefragt sind. Die Verschuldung der Staaten ist massiv gestiegen und wird weiter steigen. In Europa, China und in den USA (siehe „Wann wird's zu viel?“ S. 6). Gleichfalls sind die Kosten neuer Kredite deutlich höher als noch in den Zeiten der Null- und Minuszinsen. Je mehr Altkredite teuer nachfinanziert werden müssen und je schneller die Gesamtverschuldung steigt, desto teurer wird es für die Schuldner. Wenn die Kosten die Leistungsfähigkeit der Kreditnehmer übersteigen, wird es gefährlich.

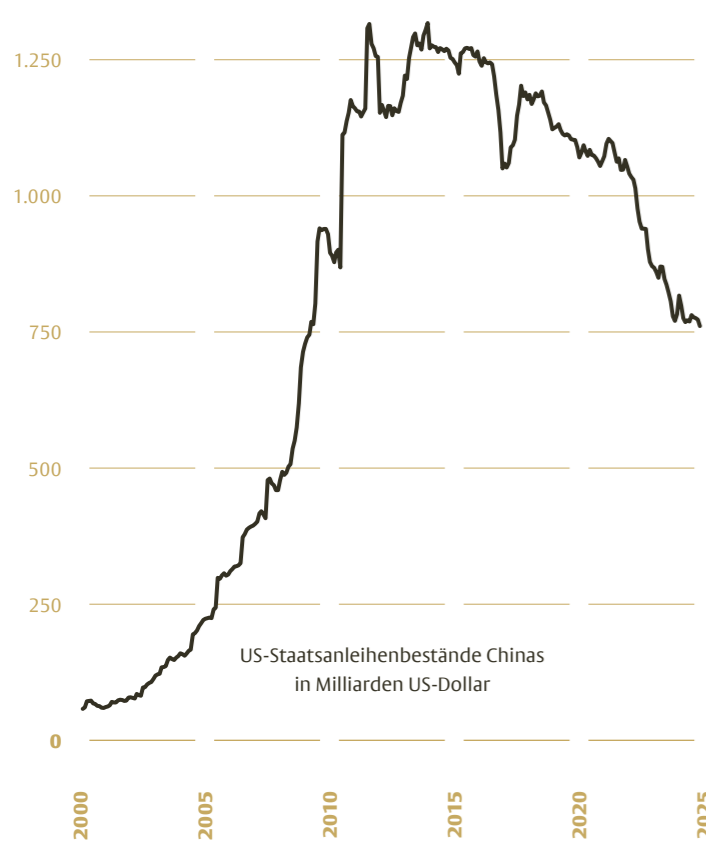
Anlagen in Sachwerte, insbesondere in Gold, kennen hingegen kein Gegenparteirisiko (vgl. Grafik 3).

Grafik 3
Gold kennt kein Gegenparteirisiko
Entwicklung des Goldpreises und der US-Staatsverschuldung

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024





Grafik 4

Die partielle De-Dollarisierung hilft dem Goldpreis China reduziert seine US-Staatsanleihenbestände

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch,
Daten per 31. Dezember 2024

Auch wenn noch keine akute Krise mit Blick auf die Staatsverschuldung besteht – das Signal, dass die Schulden scheinbar grenzenlos immer weiter steigen, zeigt schon jetzt Wirkung. Der Ausblick auf eine mögliche Vertrauenskrise in das Papiergeld mit entsprechenden Folgen macht Realwerte attraktiver.

Hinzu kommen politische Entwicklungen. Der US-Dollar gilt als Weltleitwährung. Wer in den Dollar investieren möchte, kauft in der Regel verzinste, sichere US-Staatsanleihen. China reduzierte zuletzt den Bestand (vgl. Grafik 4). Die Relevanz einer Währung ist letztlich auch immer eine Machtfrage. Und das Beispiel Russland zeigt, dass autokratische Regime im Konfliktfall um die Liquidität ihrer Auslandsanlagen bangen müssen. Bei Gold besteht dieses Problem nicht. Das macht deutlich: Auch die zunehmenden politischen Konflikte können die Nachfrage beeinflussen.

Es ist schon sehr eindrucksvoll, wie sich der Goldpreis in den vergangenen Jahrzehnten entwickelt hat. Inflation, die Entwertung des Geldes, zeigt sich nicht nur in den entsprechenden Zahlen der Notenbanken. Der Blick auf Grafik 5 zeigt, welche Menge Gold man früher und heute für 1.000 Euro bekommen hat.

Vor 25 Jahren bekam man zehnmal mehr Gold für einen Euro als heute. Eine massive Abwertung der Gemeinschaftswährung innerhalb einer Generation, die die gängige Praxis vieler Sparer, ihr Geld in Geld zu parken, zunehmend hinterfragt. Denn angesichts der (sich wohl fortsetzenden) Entwicklungen der vergangenen Jahrzehnte zeigt sich immer deutlicher: Gold ist die Währung der letzten Instanz. ◆



Grafik 5

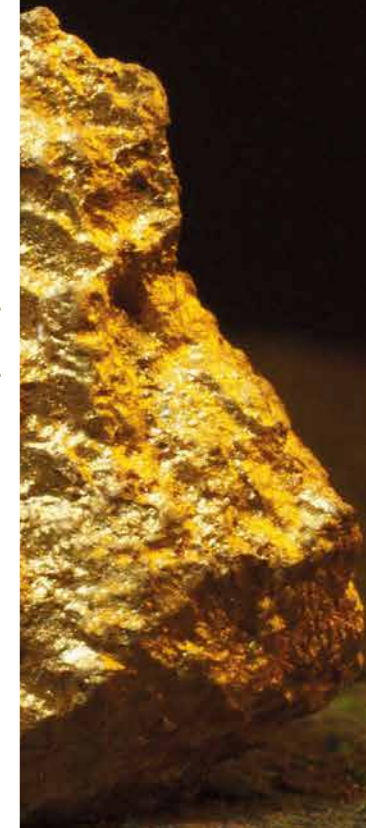
Gold im Vergleich zum Papiergeld

Wie viel Gramm Gold bekommt man für 1.000 Euro?

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator
für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Vor 25 Jahren
bekam man
zehnmal mehr Gold
für einen Euro als heute.
Eine massive Abwertung
der Gemeinschaftswährung
innerhalb einer Generation,
die die gängige Praxis
vieler Sparer, ihr Geld
in Geld zu parken,
zunehmend hinterfragt.



3

DREI IRRTÜMER ZU DIVIDENDENSTRATEGIEN

Immer wieder sorgen Berichte zu Dividendenrekorden und -enttäuschungen für Schlagzeilen. Doch gehen die Autoren oft von falschen Annahmen aus. Warum wir drei der wichtigsten Thesen für Irrtümer halten.

von Kubilay Yalcin



1

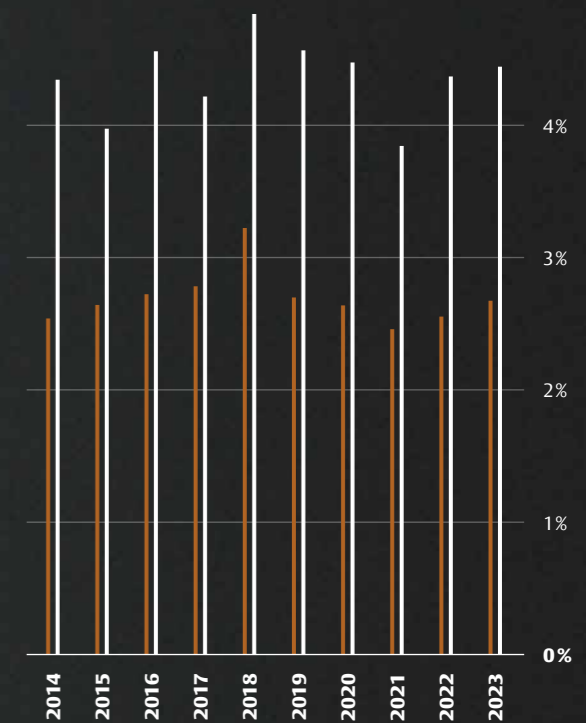
JE MEHR AUSGESCHÜTTET WIRD, DESTO BESSER!

„Dividenden auf Rekordniveau! Diese Unternehmen schütten am meisten Geld aus.“ Schlagzeilen wie diese locken Leserinnen und Leser an den Zeitschriftenstand oder auf die Finanzplattform im Internet. Die These dahinter: Die absolute oder die relative Dividendenhöhe (in Form der Dividendenrendite) sind die entscheidenden Gradmesser für die Attraktivität einer Dividendenstrategie. Mit anderen Worten: je mehr ausgeschüttet wird, desto besser!

Doch für den Anlageerfolg sind in Wahrheit Ausschüttung und Kursentwicklung einer Aktie entscheidend. Daher sagt die (relative) Ausschüttungshöhe allein nichts über die vermeintliche Attraktivität einer Investition aus. Sie impliziert lediglich, dass eine Aktie preislich günstig scheint, was aber gute Gründe haben kann. Mehr noch: Eine hohe Dividendenrendite ist häufig sogar ein Indikator für ein erhöhtes Risiko einer Anlage.

So werden in einigen Sektoren in der Tendenz relativ hohe Dividendenrenditen gezahlt. Hierzu gehören beispielsweise die Bereiche Energie und Telekommunikation. So lag die Dividendenrendite des europäischen Telekommunikationssektors in den zehn Jahren bis 2023 im Schnitt bei etwa 4,4 Prozent per annum (vgl. Grafik 1). Natürlich gibt es auch in diesen Branchen Ausnahmen. Doch vielfach wurden hier in der Vergangenheit Gewinne einfach aufgrund fehlender Wachstumsperspektiven nicht reinvestiert, sondern ausgeschüttet. Das bescherte den Unternehmen über mehrere Jahre eine hohe Dividendenrendite, aber eben auch ein geringeres Gewinnwachstum. In anderen Fällen versuchen Unternehmen aus besonders konjunktursensiblen Bereichen,

— S&P 500 Consumer Staples Index
— Euro Stoxx Telecommunications Index



Grafik 1
Die Dividendenhöhe allein sagt wenig aus ...
Der Telekomsektor (EU) verzeichnet im Vergleich zum Basiskonsum (USA) seit Jahren deutlich höhere Dividendenrenditen, ...
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

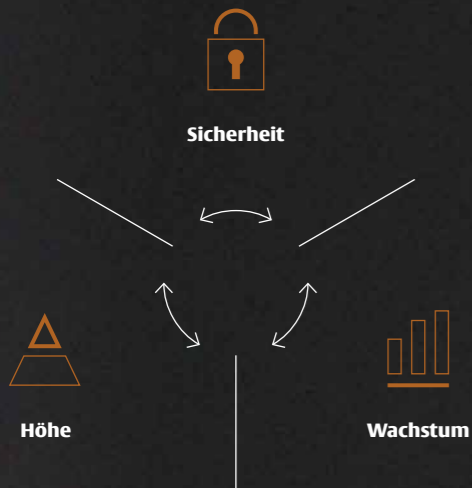
Nur sehr gute Unternehmen können es sich leisten, auch in Krisenzeiten kontinuierlich einen Teil ihrer Gewinne auszuschütten.

nehmen wir den diskretionären Konsum als Beispiel, die Kursrisiken für Aktionäre durch höhere Dividenden zu kompensieren. Diese Unternehmen profitieren im Boom zwar überproportional; sie leiden im Abschwung aber ebenso. Trendwenden sind dabei schwer vorhersehbar, was ihre Aktienkurse tendenziell oft stark schwanken lässt. Zwar finden wir auch in diesen Bereichen immer wieder attraktive Unternehmen; sie sind in unseren Portfolios aber unterrepräsentiert.

Statt daher in erster Linie auf die Dividendenhöhe zu achten, sind wir davon überzeugt, dass die Ausschüttung langfristig auf der Gewinnentwicklung von Unternehmen basiert. Daher sind uns das Dividendenwachstum und die Dividendenstabilität über die Jahre erheblich wichtiger als die Dividendenhöhe. Denn nur sehr gute Unternehmen können es sich leisten, auch in Krisenzeiten kontinuierlich einen Teil ihrer Gewinne auszuschütten.

Zum Vergleich: Während die Dividendenausschüttungen europäischer Telekommunikationsaktien in den vergangenen zehn Jahren bei einem Gewinnwachstum von nur 1,1 Prozent im Schnitt um 1,41 Prozent gesunken sind, steigerten US-amerikanische Unternehmen des Sektors Basiskonsum ihre Gewinne um durchschnittlich 4,8 Prozent und ihre Ausschüttungen sogar um 5,6 Prozent – pro Jahr. Die Dividende ist also – langfristig betrachtet – auch Qualitätsmerkmal.

Idealtypisch dafür sind Dividendaristokraten, die mindestens seit 25 Jahren regelmäßig Dividende gezahlt und erhöht haben. Die Aktien solcher Unternehmen sind ein wesentlicher Bestandteil unserer Dividendenstrategie – ebenso wie die Aktien jener Unternehmen, die aus unserer Sicht auf dem besten Weg dorthin sind.



Grafik 2
Unser Dividendenkonzept – Zuverlässigkeit ist entscheidend
Eine langfristig erfolgreiche Dividendenstrategie basiert unseres Erachtens nicht allein auf der Dividendenhöhe, sondern insbesondere auf der Dividendensicherheit und dem -wachstum.
Quelle: Flossbach von Storch

2

DIVIDENDENSTRATEGIEN PROFITIEREN NICHT VON WACHSTUMSSTARKEN UNTERNEHMEN!

Seit vielen Monaten euphorisiert das Thema Künstliche Intelligenz die Finanzmärkte. Und in der Vergangenheit gab es immer wieder Phasen, in denen Unternehmen mit besonderem Wachstumsprofil spektakuläre Kurssteigerungen verzeichneten. Ein Teil dieser Unternehmen zahlt oft (noch) keine Dividende. Denn es lohnt sich für sie, die gesamten verfügbaren Mittel in das eigene Wachstum und/oder in den Aufbau finanzieller Reserven zu investieren. In solchen Marktphasen wird häufig behauptet, die Aktienmärkte würden einfach bessere Möglichkeiten bieten als Dividendenaktien, um vom langfristigen Wachstum ausichtsreicher Unternehmen zu profitieren.

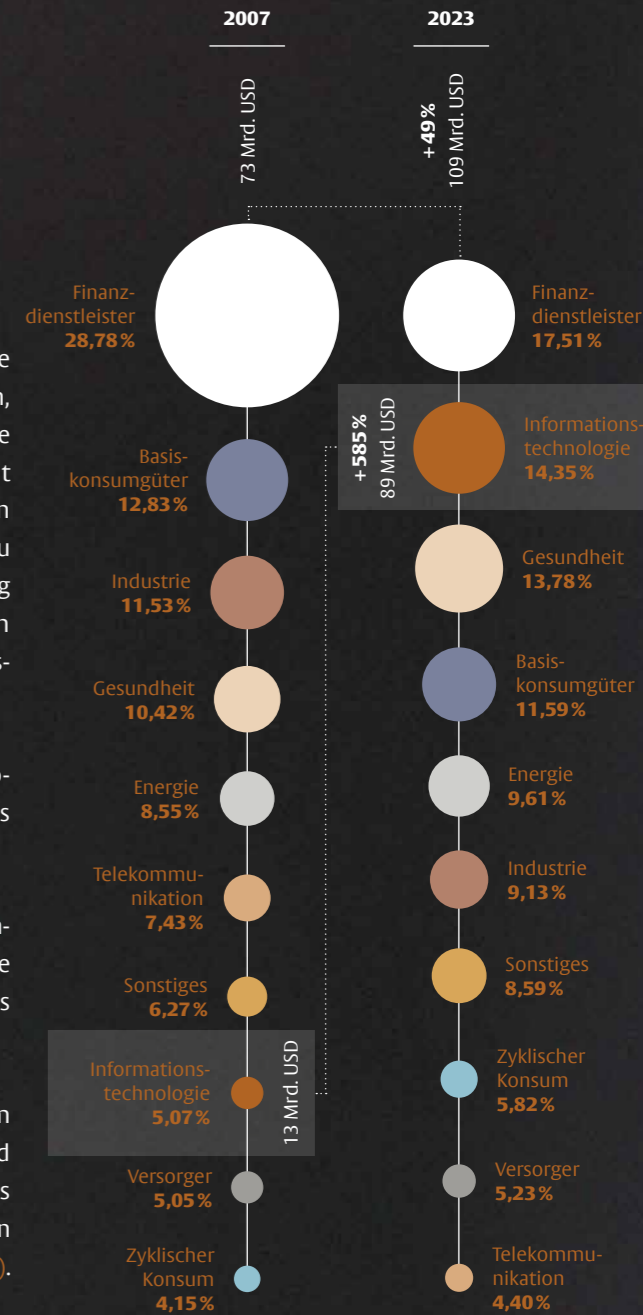
Mit anderen Worten, man unterstellt Dividendenaktien per definitionem ein begrenztes Potenzial und schließt damit ein außerordentliches Gewinnwachstum aus.

Fakt ist jedoch, dass sich hohes Wachstum und ein attraktives Dividendenprofil nicht ausschließen. Im Gegenteil: Sie bedingen einander. Die Dividende folgt (im besten Fall) der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens – und nicht umgekehrt.

Wer die Dividenden aller Unternehmen, deren Wertentwicklung im US-Aktienindex S&P 500 gespiegelt werden, zusammenrechnet und nach Sektoren aufteilt, stellt fest, dass sich hier über die Jahre einiges verändert hat. 2007 zahlten vor allem Unternehmen aus den Sektoren Finanzen und Basiskonsum relativ hohe Ausschüttungen (vgl. Grafik 3).

Grafik 3
Dividendenzahlungen beim S&P 500, sortiert nach Sektoren

Quelle: Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024



Früher waren klassische Sektoren die größten Dividendenzahler
Der Finanzsektor schüttete damals mit 73 Milliarden US-Dollar ein Vielfaches des Technologiesektors (13 Milliarden) aus. Top waren auch Konsum- und Industrierwerte.

Heute sind Dividenden und Wachstum zusammengerückt
Der Finanzsektor blieb mit 109 Milliarden US-Dollar der wichtigste Dividendenzahler im Index, der Technologiesektor folgte mit 89 Milliarden US-Dollar auf Rang 2.

Eine sinnvolle Dividendenstrategie kann nur funktionieren, wenn sie sich über verschiedene Branchen erstreckt.

Gemeinsam stemmten sie 41,6 Prozent der Ausschüttungen der Indexunternehmen. Der Technologiesektor war mit etwa fünf Prozent weit abgeschlagen. Inzwischen zählen aber immer mehr Unternehmen aus dem Technologiebereich zu den besonders zuverlässigen Dividendenzahlern (vgl. Grafik 3). Meist konnten sie durch langjähriges Wachstum hohe Barmittel erwirtschaften. Trotz der notwendigen Investitionen in das eigene Geschäft bleibt noch genug Raum für Ausschüttungen an die Anteilseigner. So gehören neben Microsoft und Apple, die bereits seit geraumer Zeit eine Dividende ausschütten, mittlerweile auch Meta und Alphabet zum Club der Dividendenzahler. Und so war der Technologiebereich – nach sehr starken Gewinn- und Dividendensteigerungen – 2023 der zweitwichtigste Dividendenzahler in diesem Index.

Eines ist aber klar: Eine sinnvolle Dividendenstrategie kann nur funktionieren, wenn sie sich über verschiedene Branchen erstreckt. Es ist also wenig ratsam, im Portfolio beispielsweise nur auf Technologieaktien zu setzen. Eine einseitige Ausrichtung bringt immer Risiken mit sich, denn was die Zukunft bringt, kann niemand vorhersehen. Deshalb ist eine Diversifikation für die Stabilisierung eines Portfolios unabdingbar. Nicht nur das Risikomanagement spricht für eine breite Streuung des Branchenfokus, sondern auch die Tatsache, dass viele Unternehmen aus den Bereichen des Gesundheitswesens, Basiskonsums oder auch der Finanzen zu den Dividendenaristokraten gehören. Solche Unternehmen haben über viele Jahre und Konjunkturzyklen hinweg bewiesen, dass sie verlässliche Dividendenzahler sind. Und darauf kommt es für langfristige Anlegerinnen und Anleger an.



Grafik 4
Nur nachhaltige Gewinner erzielen nachhaltige Dividendenzahlungen
 Je länger der Zeitraum, in dem Dividenden regelmäßig gezahlt wurden, desto eher hat ein Unternehmen sein Potenzial, Gewinne zu erwirtschaften, unter Beweis gestellt.

* Als Dividendenaristokrat wird landläufig ein Unternehmen bezeichnet, das die Dividende über mindestens 25 Jahre hinweg kontinuierlich erhöht hat.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
 Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024



3

**BEI HOHEN ZINSEN
 LOHNEN DIVIDENDENSTRATEGIEN NICHT!**

In der Nullzinsphase waren Dividendenstrategien für Anlegerinnen und Anleger nahezu alternativlos, um laufendes Einkommen zu generieren. Anleihen und Bankprodukte hatten über Jahre wenig entgegengesetzten. Das zeigt auch ein Blick auf die Renditedifferenz zwischen der Dividendenrendite des MSCI World Index und beispielsweise der Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen. Doch nach einigen Zinserhöhungen haben die Zinsen in den USA und im Euroraum wieder ein einträgliches Niveau erreicht (vgl. Grafik 5). Damit sei die Zeit von Dividendenaktien als Zinersatz vorbei, heißt es derzeit häufig.

Richtig ist, dass Dividendenaktien immer schon deutlich von Rentenpapieren zu unterscheiden waren. Wir haben vielfach davor gewarnt, sie als Zinersatz zu sehen. Im Gegensatz zu Anleihen, bei denen Zinszahlungen verpflichtend sind (solange der Emittent nicht pleitegeht), werden Dividenden Jahr für Jahr neu auf der Hauptversammlung beschlossen. Sie können problemlos ausgesetzt oder gekürzt werden. Zudem ist die Ausschüttung eben nur ein Teil der langfristigen Wertentwicklung einer Aktie (vgl. Grafik 6). Die Kursentwicklung trägt oft zu einem erheblichen Teil zur Gesamtrendite bei. Deshalb ist es wenig ratsam, die relative Dividendenrendite zu Rentenpapieren als Gradmesser für die Attraktivität einer solchen Anlage zu verstehen.

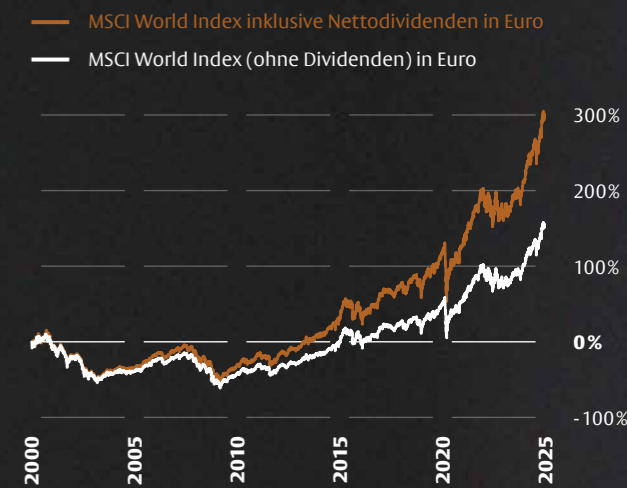
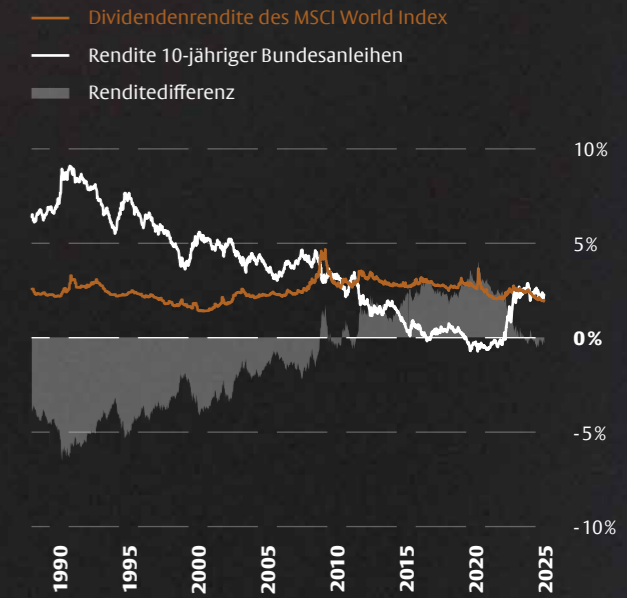
Fakt ist aber auch, dass Zeiten hoher Zinsen häufig mit Phasen hoher Inflation einhergehen. Denn häufig werden die Zinsen angehoben, um die Preisstabilität zu sichern. Anleihen können aber in solchen Phasen die Kaufkraftverluste oft nicht ausgleichen. Aktien oder Dividendenwerte sind hingegen Sachwerte, die Inflationsschutz bieten können. Insbesondere die wettbewerbsstarken Unternehmen können in diesen Phasen ihre Preise (auch) erhöhen und so ihre Margen halten.

Im besten Fall liefern also Dividendenaktien, auf die wir uns fokussieren, kontinuierliche und über die Zeit wachsende Ausschüttungen plus einen angemessenen Wertzuwachs. ♦

Kubilay Yalcin ist Portfolio Director Equities bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

Grafik 5
Lohnen Dividendenstrategien nicht mehr?
 Dividendenrendite des MSCI World im Vergleich zur Rendite 10-jähriger Bundesanleihen

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
 Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024



Grafik 6
Anlageerfolg dank Dividenden und Kursgewinnen
 MSCI World Index (Wertentwicklung mit und ohne Dividendenzahlungen)

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
 Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

von Frank Lipowski
und Lars Conrad

Zeitenwende. Was einmal galt, gilt nicht mehr. Was wir aktuell in vielen Bereichen des Lebens sehen, spiegelt sich in der Geldanlage. Finanzmärkte sind immer auch ein Indikator – nehmen kommende Entwicklungen vorweg. Mal übertreiben sie dabei, mal untertreiben sie.

Erfolgreiche Vermögensverwaltung bedeutet, althergebrachte Überzeugungen zu hinterfragen. Das gilt derzeit ganz besonders für den Anleihemarkt. Nur mit einer aktiven und flexiblen Anlagestrategie lassen sich hier Chancen und Risiken in Einklang bringen.

Die Verschuldung der Staaten entfaltet eine bislang unbekannte Dynamik. Die Folgen zeigen sich an den Märkten. Papiere, die seit Generationen als sichere Häfen für das Vermögen galten, ohne Ausfallrisiko, aber mit niedrigen Renditen, werden hinterfragt. US-Staatsanleihen und deutsche Bundesanleihen geraten dabei unter Druck.

N E U E

In den USA trifft ein uferloses Haushaltsdefizit der vergangenen Jahre auf einen ausgabefreudigen neuen Präsidenten. Eine ungebremste Schuldendynamik in Zeiten gestiegener Zinsen sorgt für Ängste. Vor einem rasant wachsenden Angebot an Staatsanleihen, für das sich auch in Zukunft Abnehmer finden müssen.

In Deutschland schlug (erstmalig seit Gründung der Eurozone) ein wichtiger Risikoindikator Alarm. Der 10-jährige Bund-Swap-Spread drehte ins Negative, was auch auf ein sinkendes Vertrauen in den Emittenten, den deutschen Staat hindeutet. Die Herausforderungen für die Refinanzierung auslaufender Anleihen und neuer Schulden dürften auch hier steigen.

Beide Entwicklungen lenken die Aufmerksamkeit der Investoren auf Zinsanlagen, die seit Generationen als unangefochtene Stabilitätsanker gelten.

Wie reagieren Anleger auf diese Entwicklungen, die man in der Welt der Anleihen wohl als historisch bezeichnen kann? Wir möchten einmal tiefer in das Thema eintauchen – und begeben uns auf die Suche nach Erklärungen und den Schlüssen, die Anleger daraus ziehen sollten.

R E A L I T Ä T E N →





Der US-Dollar ist Weltleitwährung und US-Staatsanleihen gelten bei globalen Investoren als sicherer Hafen. Nun kommen Zweifel auf – gibt es Alternativen?

von Frank Lipowski

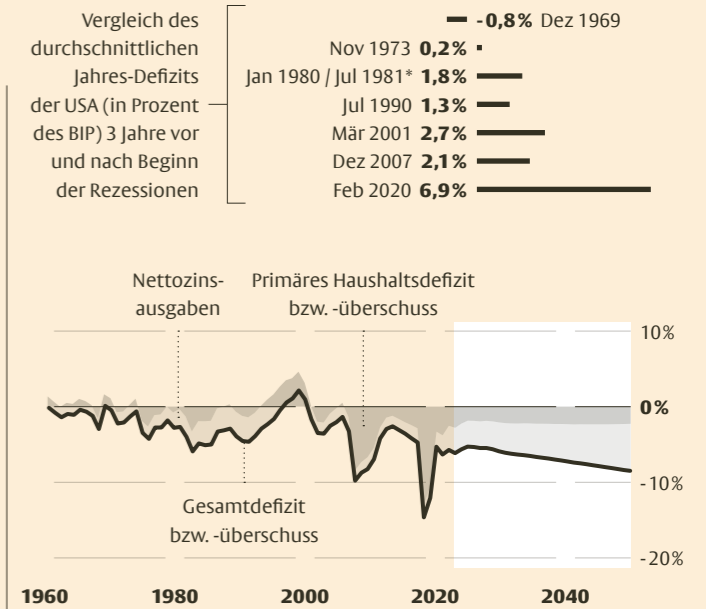
Die USA gelten als das Land der unbegrenzten Möglichkeiten. Das gilt nicht nur für Innovationen und Wirtschaftskraft. Auch die Staatsverschuldung nimmt mittlerweile gigantische Ausmaße an. Zum Jahresende könnte sie auf rund 120 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) gestiegen sein.

Die Tendenz ist stark steigend. Die Neuverschuldung wuchs zuletzt um gut sieben Prozent des BIP (vgl. Grafik 1).

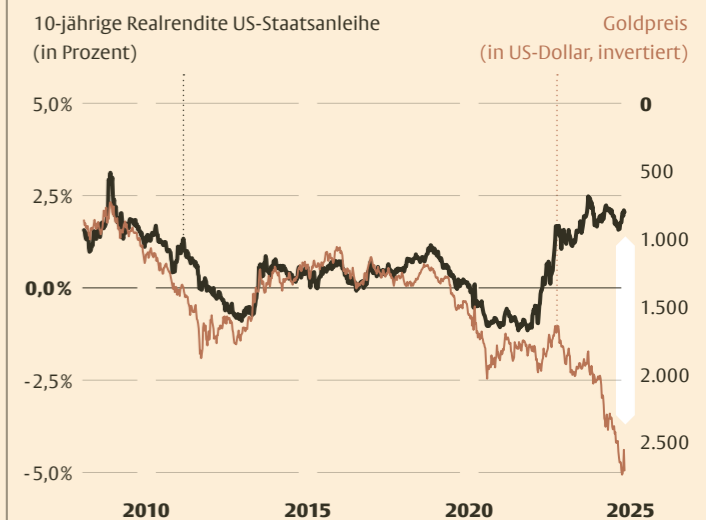
Neben den gestiegenen Defiziten und der Schuldensumme erhöhen die (trotz der angekündigten Zinswende der Notenbank Federal Reserve) langfristig gestiegenen Renditen die Kosten. Immer mehr Papiere, die noch zu alten, deutlich niedrigeren Zinssätzen abgeschlossen wurden, müssen nach und nach zu schlechteren Konditionen verlängert werden. Auf Sicht könnte der Schuldenberg (und die Kosten dafür) also weiter wachsen.

Traditionell gelten Treasuries als „sicherer Hafen“ für Anleger. Ein Ausfall gilt als sehr unwahrscheinlich. Der US-Dollar ist die Weltleitwährung, die USA sind die wichtigste und innovativste Volkswirtschaft der Welt. Gerade in Krisenzeiten sind US-Staatsanleihen bei den Anlegern daher beliebt. Trotzdem gab es zuletzt einige Bewegungen am Markt, die auf eine wachsende Skepsis schließen lassen. So stiegen kurz nach der ersten Zinssenkung der US-Notenbank Fed die Staatsanleihenrenditen wieder an. Trotz Zinswende ging es bei 5-jährigen Titeln seit September um knapp einen Prozentpunkt hoch – und auch die Renditeaufschläge zu vergleichbaren europäischen Staatsanleihen zogen an.

Wenn die Zinsvorgaben der Geldpolitik sinken, die Gläubiger aber trotzdem höhere Renditen erwarten, dann deutet das (etwas zugespitzt formuliert) auf ein sinkendes Vertrauen der Geldgeber in die Emittenten hin. Die neue Regierung von Donald Trump könnte den Haushalt (noch) expansiver gestalten. Sinkende Steuern und hohe Ausgaben erhöhen das staatliche Defizit. In Kombination mit den gestiegenen Kreditkosten steigt die Schuldenlast immer weiter an.



Grafik 1
US-Budget: Signifikant steigende Zinsausgaben
 Der Angebotsausblick könnte US-Staatsanleihen mit sehr langen Laufzeiten belasten (Angaben in Prozent des BIP)
 Szenarioanalyse basiert auf spezifischen Annahmen.
 Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen.
 Quelle: Bloomberg, Congressional Budget Office, Flossbach von Storch, Stand 2023



Grafik 2
Aufholpotenzial
 Gibt es nach der Entkopplung vom Goldpreis nun einen Nachholeffekt der Realrenditen?
 Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
 Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Das Angebot an Schuldscheinen kann aber nur dann steigen, wenn genug Nachfrage da ist. Ohne Geldgeber gibt es eben keine Schuldner. Auch wenn (in letzter Instanz) wohl immer die Notenbanken bereitstehen werden, kann die Aussicht auf ein mögliches Überangebot in der Zukunft für Kursbewegungen sorgen.

Es bleibt abzuwarten, ob (und wie stark) sich solche Befürchtungen in der Zukunft materialisieren werden. Da niemand in die Zukunft sehen kann, sollten Anleger niemals alles auf eine Karte setzen. Nicht umsonst gilt Diversifikation, also die Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Einzeltitel, zu den Grundlagen jeder professionellen Geldanlage.

Was bedeutet das aber für US-Staatsanleihen? Und gibt es für Bondanleger überhaupt Alternativen zu den weltweit nachgefragten Treasuries?

**REAL POSITIVE RENDITEN,
EIN SCHUTZ VOR INFLATION**

Im US-Dollar-Raum wurden wir bei der Suche schnell fündig. Im Gegensatz zu nominalen US-Treasuries können mit TIPS reale Renditen eingelockt werden. Dazu wird die aufgelaufene Inflation gezahlt. Aktuell bieten TIPS mit einer Laufzeit von zehn Jahren eine reale Rendite von mehr als zwei Prozent. Solche realen Renditen gab es zuletzt im Nachklang der großen Finanzkrise vor gut 15 Jahren. In den Neunzigerjahren bis zur Jahrtausendwende lagen die Realrenditen zwar auf signifikant höheren Niveaus – allerdings waren die Schuldenstände zu diesen Zeiten wesentlich niedriger (und für den US-Staatshaushalt weniger belastend).

Auch der Blick auf den zuletzt deutlich gestiegenen Goldpreis deutet auf ein attraktives Chance-Risiko-Potenzial der Anleihen mit Inflationsschutz hin. In der Vergangenheit entwickelten sich die Realrenditen in der Regel im Gleichlauf mit dem invertierten Goldpreis (vgl. Grafik 2 auf der vorherigen Seite). Gemessen an der Goldpreis-Rally der vergangenen Jahre hinken die Realrenditen derzeit aber deutlich hinterher (vgl. Grafik 3). Das könnte auf einen nahenden Aufholeffekt hindeuten.

Hinzu kommt: Die sogenannten Break-evens, also die in der Differenz zwischen den Nominal- und Realrenditen abgebildeten Inflationserwartungen bewegten sich Ende vergangenen Jahres noch in einer überschaubaren Spanne zwischen 2,0 und 2,5 Prozent. In einem Umfeld, in der die Fed ihren geldpolitischen Fokus frühzeitig weg von der reinen Inflationbekämpfung hin zu einem stabilen Arbeitsmarkt verschoben hat, gibt es hier vielleicht noch Aufwärtspotenzial. Hinzu kommen strukturelle Inflationstreiber, wie etwa die Demografie, Einschränkungen im freien Welthandel oder die Kosten der Energiewende, um nur einige Beispiele zu nennen. Mit Blick auf die Bewertung bieten TIPS aus unserer Sicht also ein gutes Chance-Risiko-Verhältnis – und einen „Puffer“ für turbulente Zeiten an den Finanzmärkten.

**EINEN DOLLAR GIBT ES AUCH
IN DOWN UNDER**

Auch wenn der US-Dollar wohl noch sehr lange die Weltleitwährung bleiben wird, werden Australien und Neuseeland mit ihren nach dem Vorbild der USA benannten Landeswährungen zum erweiterten Dollar-Raum gezählt. Für Anleger, die den sicheren Teil ihres Anleiheportfolios mit Blick auf Währungen, Regionen und höheren Kuponrenditen als in Europa diversifizieren möchten, bieten sich in Down Under einige Chancen. Die Einstandsrenditen sind ähnlich attraktiv wie in den USA, die Kosten für die Absicherung von Währungsschwankungen niedriger (vgl. Grafik 4).

Nicht nur die attraktiven Renditen sprechen für die Staatsanleihen von Neuseeland und Australien. Die Verschuldungssituation und -dynamik sieht in Down Under deutlich besser aus als in den USA. Die auf die Wirtschaftsleistung hochgerechnete Verschuldung beträgt nur gut ein Drittel der US-Schulden. Auch bei der Neuverschuldung sind beide Länder deutlich zurückhaltender (vgl. Grafik 5). Sorgen vor einem Überangebot von australischen oder neuseeländischen Staatsanleihen am Markt sehen wir, anders als in den USA, hier nicht.

Neben dem Zinskupon, den jeder Anleger sicher hat, der seine Papiere bis zum Ende der Laufzeit hält, gibt es zahlreiche

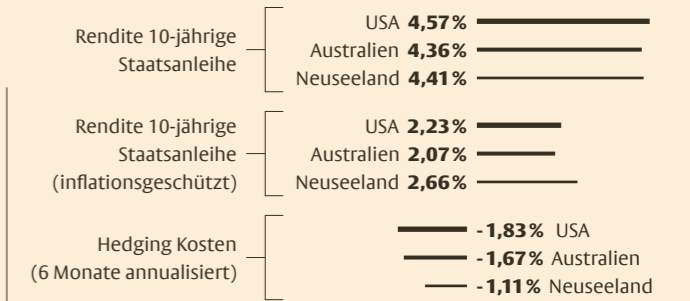
weitere Möglichkeiten, die Gesamtrendite des Anleihebestands zu erhöhen. Dazu zählt etwa der Roll-down-Effekt, bei dem Anleger bei vorzeitigen Verkäufen ihrer Langläufer profitieren können, weil die Renditen für Titel mit kürzeren Laufzeiten am Markt deutlich niedriger ausfallen können (siehe Exkurs: **Wie Anleger vom Roll-down-Effekt profitieren können**).

In Australien und Neuseeland verlaufen die Zinsstrukturkurven der Staatsanleihen in den mittleren Laufzeiten deutlich steiler als bei ihren Pendanten aus den USA. Anleger haben mit Blick auf den Roll-down-Effekt größere Ertragschancen, wenn sie ihre Titel nicht bis zur Fälligkeit halten.

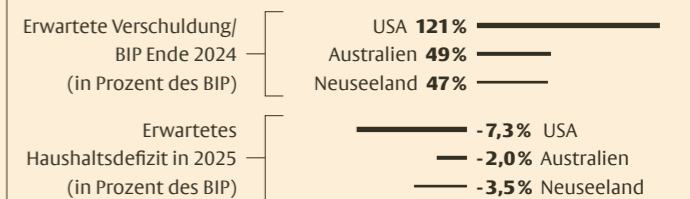
Das Beispiel zeigt: Der Anleihemarkt bietet attraktive Alternativen zu weltweit nachgefragten US-Treasuries. Neben inflationsgesicherten TIPS sind auch neuseeländische und australische Anleihen einen Blick wert. Sie können ein klassisches Segment des Anleihebestands diversifizieren – bei ähnlichen oder sogar attraktiveren (realen) Renditen, in die auch eine Absicherung von Währungsrisiken einkalkuliert ist. Dabei lohnt auch der „Makroblick“ auf die rasant ansteigende Verschuldung der USA und eine drohende Staatsanleienschwemme in der Zukunft. Auch technische Effekte bieten Chancen, etwa der attraktivere Roll-down-Effekt.

Bei allen Vorteilen sollte man bei der Anlageentscheidung aber auch immer die Nachteile im Blick behalten. US-Treasuries besitzen eine deutlich größere Liquidität. Sollte es zu Krisen in Down Under kommen, sind Verkäufe wegen der grundsätzlich geringeren Nachfrage schwerer. In einem solchen Fall kann es zu Kursabschlägen kommen. Das Beispiel zeigt: Den besten Bond für alle Fälle gibt es nicht. Nur ein sorgfältig diversifiziertes Portfolio kann mögliche Chancen und Risiken in der Zukunft im Gleichgewicht halten.

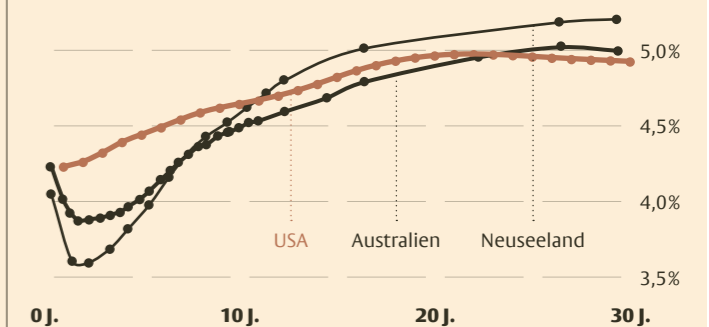
Frank Lipowski ist Portfoliomanager des flexiblen Anleihefonds Flossbach von Storch - Bond Opportunities bei der Flossbach von Storch SE in Köln.



Grafik 3
US-Treasury Diversifizierung: Alternativen in Down Under
Attraktive Realrenditen und geringere Kosten für die Absicherung von Währungsrisiken in Australien & Neuseeland
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 9. Januar 2025



Grafik 4
US-Treasury Diversifizierung: Niedrigere Staatsverschuldung
Die deutlich bessere fiskalische Disziplin und geringere Sorgen vor einem Überangebot von Staatsanleihen sprechen für die Papiere aus Australien und Neuseeland.
Szenarioanalyse basiert auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, IMF, Flossbach von Storch, Daten per 9. Januar 2025



Grafik 5
Attraktivere Roll-down-Effekte
Steilere Zinsstrukturkurven in Australien und Neuseeland erhöhen die Ertragschancen.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 9. Januar 2025

EXKURS WIE ANLEGER VOM ROLL-DOWN-EFFEKT PROFITIEREN KÖNNEN

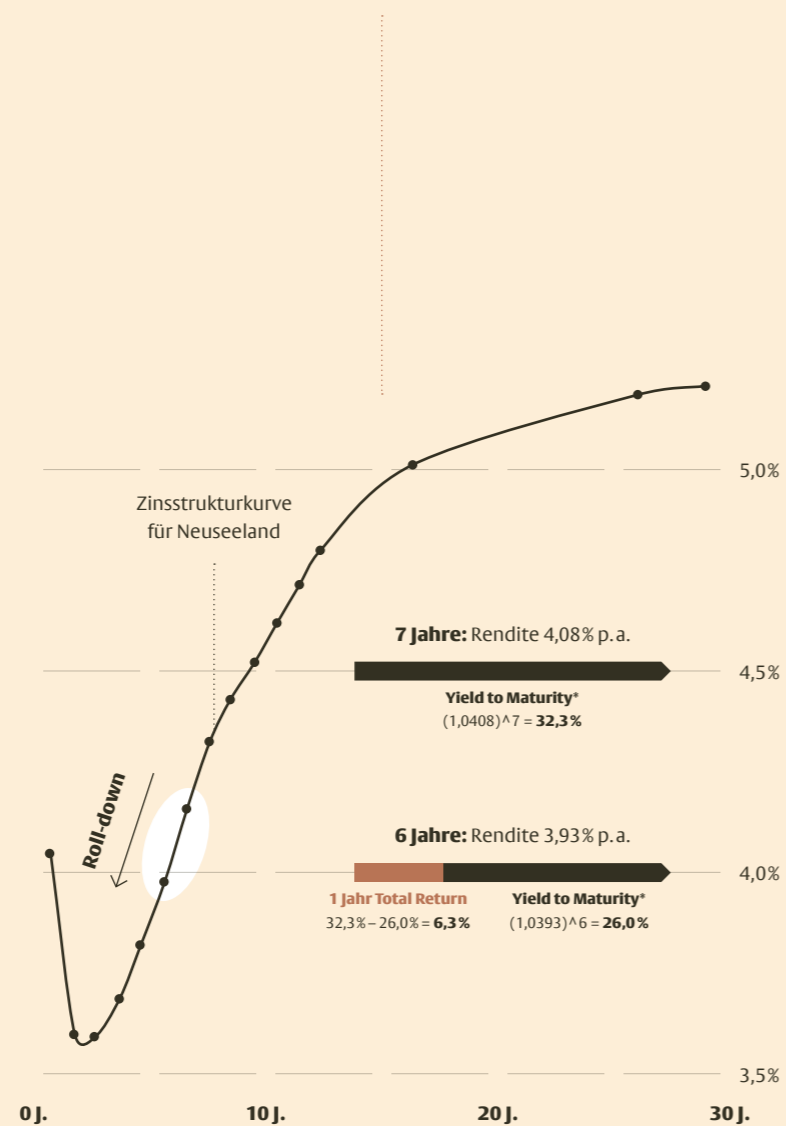
Der Roll-down-Effekt beschreibt, wie der Preis einer Anleihe steigt, wenn sie sich ihrer Fälligkeit nähert, solange die Zinskurve normal verläuft, also ansteigt, je länger die Laufzeit ist. Je nach Laufzeit schwanken die Renditen von Anleihen teilweise deutlich. Lang laufende Anleihen bieten in der Regel höhere Renditen als kurzfristige. So werden Schuldner belohnt, wenn sie länger auf ihr Geld verzichten. Gleichfalls steigt die Berechenbarkeit der Kreditkosten, wenn Schuldner wissen, wie hoch die Zinsen in einigen Jahren ausfallen.

Anleihen werden, ganz unabhängig von den Laufzeiten, täglich an den Bondmärkten gehandelt. Je nach Nachfrage (die wiederum von den erzielbaren Erträgen für bestimmte Risikoklassen abhängt) steigen oder sinken die Kurse. Wenn die Zeit vergeht, „rutscht“ eine langfristige Anleihe mit der Zeit auf der Zinskurve nach unten, weil ihre Restlaufzeit kürzer wird. Was passiert genau bei diesem Vorgang? Der Preis der Anleihe steigt (bei einer ansteigenden Zinskurve), weil sie wegen ihres höheren garantierten Kupons im Vergleich zu den Kurzläufern, die am Markt gehandelt werden, nun attraktiv ist.

Wie das in der Praxis funktioniert, zeigt sich am Beispiel von neuseeländischen Staatsanleihen. Man kauft eine 7-jährige Anleihe mit einer Rendite von 4,08 Prozent (vgl. Grafik 6). Nach einem Jahr ist es nur noch eine 6-jährige Anleihe, und die Rendite für diese Laufzeit beträgt am Markt nur noch 3,93 Prozent. Der Anleger profitiert von der höheren Rendite der Langläufer, die oberhalb der Sätze für kürzere Laufzeiten liegt. Die Unterschiede zeigen sich im Kursgewinn.

Letztlich ist der Roll-down-Effekt nichts anderes als ein Bonus, den Anleger bekommen, wenn ihre Anleihe durch das „Hinunterrollen“ auf der Zinskurve mit der Zeit an Wert gewinnt.

Letztlich ist der Roll-down-Effekt nichts anderes als ein Bonus.



Grafik 6

Zinsstrukturkurve und Renditepotenzial bei neuseeländischen Staatsanleihen
Steilere Zinsstrukturkurven bieten attraktive Renditepotenziale bei Langläufern.

* Gesamtertrag bis zur Fälligkeit einer Anleihe

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 9. Januar 2025

WENN WARNLAMPEN AUFLEUCHTEN

Deutsche Bundesanleihen gelten bei
Anlegern als besonders sicher. →
Nun schlägt ein Krisenindikator Alarm.
Eine Spurensuche.

von Lars Conrad

Wer bei der Geldanlage auf Nummer sicher gehen möchte, kommt an deutschen Bundesanleihen kaum vorbei. In den vergangenen Jahrzehnten galt die Haushaltspolitik der Bundesrepublik als vergleichsweise solide. Und auch aktuell ist die Verschuldungsquote, gemessen an der Wirtschaftskraft, mit rund 63 Prozent des BIP immer noch eher niedrig. Zum Vergleich: Bei Italien beträgt der Anteil 137 Prozent, bei Frankreich 112 Prozent.

Das Ausfallrisiko liegt nahe null und Währungsrisiken gibt es auch nicht. Dafür akzeptieren Anleger auch eine vergleichsweise niedrige Rendite, die Ende 2024 bei 10-jährigen Bundesanleihen, die gut 40 Prozent des Schuldenportfolios des Bundes ausmachen, bei rund 2,4 Prozent lag.

Deutschland steht derzeit vor einigen Herausforderungen. Die Wirtschaft schwächelt. Der demografische Wandel, die Energiewende und Infrastrukturprojekte müssen bezahlt werden – ebenso wie steigende Rüstungsausgaben mit Blick auf die Bedrohung im Osten. All das kostet Geld, das der Staat langfristig auch über Kredite finanzieren dürfte.

In diesem Umfeld schlug nun – erstmals seit der Gründung der Eurozone – ein Krisenindikator an, der die Bewertung der Qualität der Bundesanleihen in den Fokus rückt. Anfang November vergangenen Jahres lag die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen über vergleichbaren Swap-Sätzen – die Unternehmen oder Banken nutzen, um Zinsgeschäfte abzuschließen (siehe: Was ist ein (Zins-)Swap-Geschäft?). Der sogenannte Bund-Swap-Spread, also die Rendite-Differenz der beiden Sätze bei einer Laufzeit von zehn Jahren, drehte ins Minus (siehe: Was ist der Bund-Swap-Spread?).

In „normalen“ Zeiten ist dieser Spread in der Regel positiv. Deutsche Bundesanleihen gelten als eine risikolose Benchmark, während es sich bei Swap-Sätzen um einen Zinssatz auf Basis von Interbankengeschäften handelt. In der Wirtschaftspresse gab es prompt Schlagzeilen, dass Bundesanleihen ihren Status als „sicherer Hafen“, als risikoloses Anker-Investment risikoaverser Anlageprodukte verlieren könnten. Und in der Tat stellt sich die Frage, ob in der Finanzierung des deutschen Staates tatsächlich höhere Risiken einzupreisen sind als bei unbesicherten Bankgeschäften.

Eine einfache Antwort auf diese Frage gibt es nicht. Die Situation ist komplex, ebenso die Mechanismen, die einzelne Anleihearten antreiben oder abstrafen. In diesem Fall lohnt sich aber ein Blick hinter die Kulissen – schließlich sind „Bunds“ nach wie vor eine der relevantesten Anleihen Europas. →

WAS IST EIN (ZINS-)SWAP-GESCHÄFT UND WAS IST DER EURIBOR?

Ein Zins-Swap ist ein Vertrag zwischen zwei Parteien, bei dem sie für einen bestimmten Zeitraum ihre Zinszahlungen (bezogen auf einen Nominalbetrag) tauschen. Im Standardfall wird ein fester Zins (genannt der Swap-Satz) gegen einen variablen Referenzzins (beispielsweise den Interbankenzinssatz Euribor, zu dessen Konditionen sich ausgewählte europäische Institute untereinander Geld leihen) gestellt.

Aus Sicht der Ökonomen ist der Swap-Satz ein Durchschnitt der erwarteten variablen (Interbanken-)Zinssätze über die Laufzeit des Tauschgeschäfts. Ein Zins-Swap hilft dabei, Zinsrisiken zu steuern, und wird oft von Banken und Unternehmen genutzt (zur Absicherung des Kreditportfolios oder auch für Zinsspekulationen).

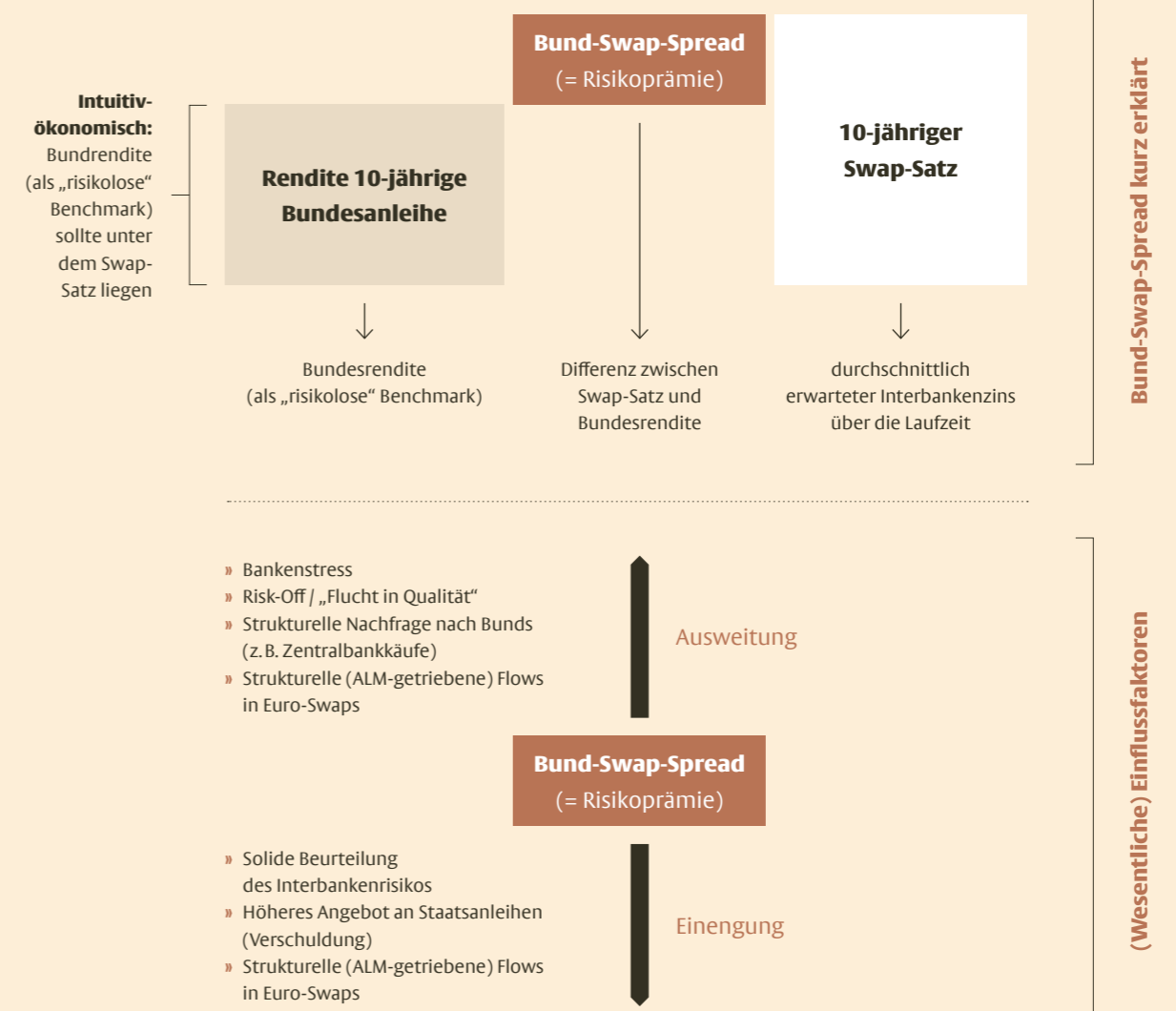
Der Interbankenzinssatz Euribor (Euro Interbank Offered Rate) ist ein Referenzzinssatz im Euroraum, der angibt, zu welchen Zinssätzen sich Banken untereinander unbesicherte Kredite begeben. Der Euribor wird für verschiedene Zeiträume berechnet, zum Beispiel drei oder sechs Monate. Große Banken aus dem Euroraum melden täglich, zu welchen Zinssätzen sie bereit wären, sich gegenseitig Geld zu leihen. Aus diesen Angaben wird ein aktueller Durchschnitt berechnet. Der Euribor dient als Grundlage für viele Finanzprodukte, etwa Immobilien- und Unternehmenskredite oder Zinsderivate.

WAS IST DER BUND-SWAP-SPREAD?

Der Bund-Swap-Spread ist die Renditedifferenz zwischen (Zins-) Swap-Sätzen (siehe: Was ist ein (Zins-)Swap-Geschäft und was ist der Euribor?) und

Bundesanleiherenditen mit der gleichen Laufzeit. Häufig wird bei diesem Risikoindikator der Zehn-Jahres-Zeitraum abgebildet. Je höher die Zinsdifferenz (der Spread) ist, desto größer wird das allgemeine Risiko im Bankensektor eingeschätzt (vgl. Grafik 7).

Aus einer ökonomisch-intuitiven Sicht sollte die Risikoprämie immer positiv sein, da man die Rendite, die der deutsche Staat als Emittent begleichen muss, mit den Zinskosten von unbesicherten Geschäften zwischen Banken vergleicht.



Grafik 7
Was den Bund-Swap-Spread bewegt
Schematische Darstellung und Einflussfaktoren

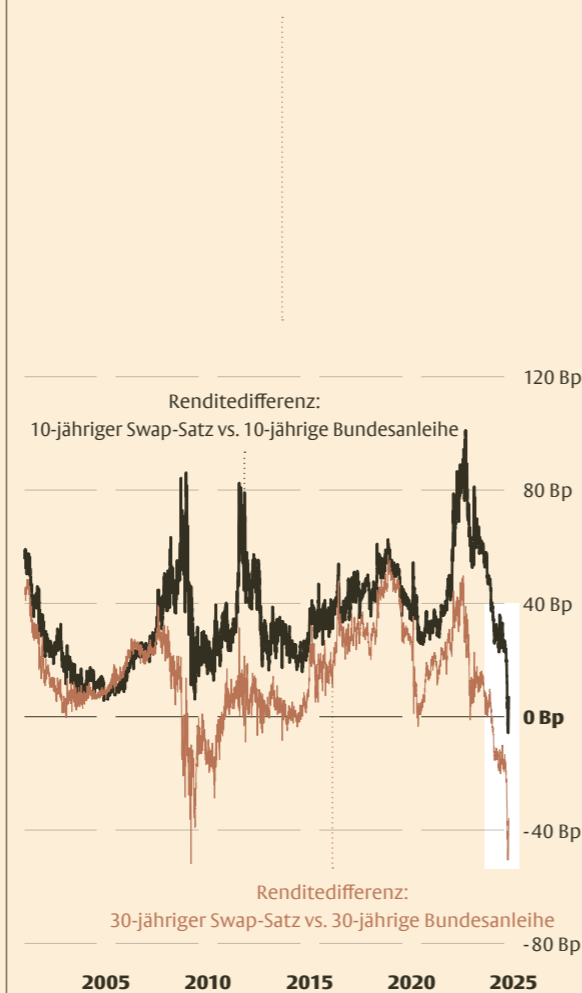
Quelle: Flossbach von Storch

Um zu verstehen, warum der Bund-Swap-Spread nun ins Negative gedreht hat, ist es wichtig, die verschiedenen Einflussfaktoren zu analysieren, die auf den beliebten Risikoindikator einwirken. Da es sich um eine Renditedifferenz (Spread) handelt, wird deren Höhe von zwei Komponenten, der Rendite von Bundesanleihen und dem Swap-Satz bestimmt. Was beeinflusst beide Sätze?

- Eine dauerhafte, strukturelle Nachfrage sorgt für niedrige Renditen bei **Bundesanleihen**, ebenso wie eine temporäre, taktische Nachfrage von Investoren. Etwa bei Turbulenzen an den Börsen, wenn eine „Flucht in Qualität“ beobachtet werden kann. Außerdem können Kaufprogramme der Europäischen Zentralbank die Renditen reduzieren. Wenn die Zinsen sinken, also Bundesanleihen besonders gefragt sind, weitet sich der Bund-Swap-Spread aus. Der Renditeabstand reduziert sich gleichfalls immer dann, wenn Zentralbanken ihre Käufe (oder Anleihebestände) reduzieren.
- Stress im Finanzsystem oder im Bankensektor spiegelt sich meist direkt im **Swap-Satz** – wenn die Risikoprämien bei unbesicherten Ausleihungen zwischen den Banken (die Euribor-Sätze), steigen. Da es sich bei den Swap-Sätzen um die kumulierten Markterwartungen an die Euribor-Sätze handelt, steigen diese bis zu einem gewissen Grad mit. Der Bund-Swap-Spread weitet sich dann aus. Wird das Bankenrisiko (etwa nach Krisen oder Stressphasen) wieder solider eingeschätzt, engen sich die Spreads wieder ein.
- Einen Effekt können auch regulatorische und geschäftspolitische Veränderungen in Swap-Geschäften haben. Europäische Pensionsfonds und Banken steuern ihre Verbindlichkeiten und Zinsbücher zu einem großen Teil über diese derivativen Instrumente. Wenn Banken sich beispielsweise gegen fallende Zinsen absichern, treten sie als „Festempfänger“ in solchen Geschäften auf und drücken die **Swap-Sätze** nach unten. Dann engt sich auch der Bund-Swap-Satz ein.
- Darüber hinaus können auch spekulative Marktteilnehmer den Bund-Swap-Spread bewegen, wenn sie mit entsprechenden Finanzprodukten auf Spread-Bewegungen nach oben oder unten wetten. Das gilt auch, wenn sie ihre Wetten auflösen. Dieser Effekt zeigte sich auch bei der Bewegung des Spreads Ende des vergangenen Jahres.

Der Blick zurück zeigt die historische Dimension der jüngsten Entwicklungen. Der 10-jährige Bund-Swap-Spread tendierte seit der Gründung der Eurozone zuvor noch nie im negativen Bereich. Im 30-jährigen Laufzeitbereich konnte man dieses außergewöhnliche Phänomen zuletzt während der großen Finanzkrise und inmitten der europäischen Staatsschuldenkrise beobachten (vgl. **Grafik 8**).

Nicht alles auf eine Karte – auch bei deutschen Bundesanleihen lohnt sich eine kluge Streuung des Vermögens.



Grafik 8

Die langjährige Entwicklung des Bund-Swap-Spread
Angebotssorgen und strukturelle Nachfragebewegungen
sorgten Ende vergangenen Jahres für Tiefs.

**Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator
für die künftige Wertentwicklung.**

Quelle: Bloomberg, Handelsblatt, Flossbach von Storch,
Daten per 9. Januar 2025

Der Fall in den negativen Bereich kündigte sich bereits vorher an. Der „strukturelle“ Trend der Einengung des Renditeunterschieds begann bereits vor einiger Zeit. Ein Auslöser war die Entscheidung der EZB, im kommenden Jahr ihre Bestände von Euro-Staatsanleihen am Ende der Laufzeit nicht mehr zu ersetzen. Damit zog sich ein wichtiger Käufer vom Markt zurück.

Gleichzeitig stiegen mit Blick auf den rasanten Anstieg der Staatsverschuldung die Unsicherheiten am Markt. Hierbei handelt es sich um ein globales Phänomen. Neben den USA (siehe: „Nicht alles auf eine Karte, S. 56) explodieren die Staatsschulden seit einigen Jahren in vielen Ländern der Eurozone, in Großbritannien, aber auch in Japan. Am Markt wächst die Sorge, dass eine Staatsanleihen-Schwemme am Anleihemarkt irgendwann nicht mehr auf eine auskömmliche Nachfrage trifft. Dann könnten die Renditen steigen, die Kreditwürdigkeit einiger Staaten könnte sinken und der Preis der alten Anleihen im Bestand der Investoren könnte sich reduzieren.

Als Brandbeschleuniger wirkten dann Positionsaufösungen von Wetten auf wieder ansteigende Bund-Swap-Spreads am Markt. Hinzu kamen nach dem Platzen der deutschen Regierungskoalition politische Unsicherheiten – vor allem mit Blick auf zukünftige Entscheidungen zum Staatshaushalt und zur Höhe der Staatsverschuldung.

Nicht alles auf eine Karte – auch bei deutschen Bundesanleihen lohnt sich (und das nicht nur mit Blick auf die jüngsten Entwicklungen) eine kluge Streuung des Vermögens. Der negative Bund-Swap-Spread ist ein Alarmsignal des Marktes. Vor diesem Hintergrund kann es (noch mehr als in den vergangenen Jahren) sinnvoll sein, ein Anleiheportfolio robust und gut diversifiziert aufzustellen. Was für US-Staatsanleihen gilt, trifft also in gewisser Weise auch auf deutsche Staatsanleihen zu.

Auch bei den beliebten „Bunds“ gibt es Alternativen. Viele sichere Anleihe Segmente orientieren sich an den Renditen der Bundesanleihen oder Swap-Sätzen. Da wären etwa Pfandbriefe, die gegen einen Ausfall besichert sind, etwa mit Immobilien. Oder Anleihen, die nicht vom Bund direkt, sondern von staatlichen Agenturen ausgegeben werden. Sie sind mit staatlichen Ausfallgarantien geschützt.

Entscheidend bleibt dabei immer eine konsequente Analyse, wie krisenfest solche Papiere sind – und welche Renditechancen sie für Anleger in unterschiedlichen Marktumfeldern bieten können. Dabei müssen sie ihre Funktion in einem diversifizierten Anleiheportfolio erfüllen, in dem auch risikoreichere, dafür aber renditeträchtigere Anleihen enthalten sind. Etwa von Unternehmen mit einer weniger guten Bonität.

Die vielleicht wichtigste Lehre aus den aktuellen Entwicklungen? Nur eine aktive und flexible Anlagestrategie, die althergebrachtes Wissen kritisch hinterfragt, kann den Wert des Vermögens in einem Anleiheportfolio langfristig erhalten – und mehren. ♦



Unsere Rubrik
„Bonds in the Spotlight“
erscheint regelmäßig
auf unserer Internetseite –
immer dann, wenn in der Geldpolitik
oder an den Anleihemärkten
etwas Relevantes passiert.
Die Autoren arbeiten im Bond-Team
von Flossbach von Storch.
So erhalten Sie Ihre Informationen
direkt aus erster Hand.
Wenn Sie sich für das Thema Anleihen
interessieren, möchten wir Ihnen
unseren **Newsletter auf LinkedIn**
empfehlen, der bereits mehrere
Tausend Abonnenten hat.

Lars Conrad ist Portfolio Director Fixed Income
bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

Die Willkür des Kalenders



von Kubilay Yalcin

Zu jedem Jahreswechsel werden wir gefragt, wo werden wichtige Indizes in zwölf Monaten stehen? Von der Falle der Spekulation zum Jahreswechsel und wie Vorstellungen von der Zukunft stattdessen in unsere Investitionsentscheidungen einfließen.

2024 war ein gutes Aktienjahr mit einem zweistelligen Kursplus beim Aktienindex MSCI World – wider Erwarten, wie Prognosen zu Jahresbeginn zeigen. Und nun häufen sich, wie zu jedem Jahreswechsel, bei uns die Anfragen, wie denn das neue Jahr laufen werde. Punktprognosen für wichtige Aktienindizes, Zinsen oder Währungen sind Jahr für Jahr gefragt – obwohl sie sich Jahr für Jahr als mehr oder minder falsch erweisen.

So wurden nicht nur im Pandemie-Jahr Konjunktur- und Zinsprognosen vollständig ad absurdum geführt. Damals begann das Börsenjahr voller Zuversicht. Als jedoch Covid-19 nach Europa kam, folgte einer der schärfsten Kurseinbrüche in der Geschichte – mit bis zu 40 Prozent Minus in vier Wochen. Die anschließende Erholung fiel dann ebenso stark wie unerwartet aus, so dass der MSCI World das Jahr im Plus schloss.

Aber auch Ende 2021 waren viele dieser Punktprognosen für das folgende Börsenjahr auf eine weltweite Markterholung nach Corona gerichtet. Doch es folgte ein Jahr der sich bedingenden und verstärkenden Krisen. Die Auswirkungen der Pandemie hielten in Teilen der Welt länger an als gedacht. Lieferketten wurden unter- und teils gebrochen. Ein barbarischer Krieg begann mitten in Europa. Energiesanktionen verstärkten die sich bereits seit Oktober 2021 abzeichnende Inflation. Das Ergebnis war ein schlechtes Jahr 2022 für Aktien und ein katastrophales für Anleihen.

Entsprechend pessimistisch fielen die Prognosen für die Weltwirtschaft anno 2023 und 2024 aus. Eine Rezession blieb aber trotz Zinserhöhungen im Rekordtempo aus. Stattdessen feierte der Aktienmarkt in beiden Börsenjahren einen Rekord nach dem anderen.

EIN LANGFRISTIGES WELTBILD FOKUSSIERT NICHT AUF DEN PUNKTESTAND DES DAX 2025

Wir sind überzeugt, dass mit solchen Punktprognosen wohl niemandem gedient ist. Daher haben wir auch 2025 keine Vorhersagen für Sie. Trotzdem machen wir uns Gedanken um die Zukunft. Sie fließen in unser langfristig ausgerichtetes Weltbild ein – und bestimmen damit die langfristigen Risiken und Chancen von Anlageklassen und einzelnen Anlagen maßgeblich mit.

Denn natürlich bleiben Prognosen für Investoren sinnvoll. Ist es doch wichtig, langfristige Entwicklungen zu erkennen und sich darauf einzustellen. Doch die Wirklichkeit richtet sich nicht nach Kalender- oder Geschäftsjahren. Eine Prognose sollte daher nie stichtagsbezogen sein, sondern laufend angepasst werden. Es darf keinen willkürlichen Anfang oder ein genormtes Ende geben. Statt sich also am Punktestand des Dax in zwölf Monaten zu versuchen, stellen wir Arbeitsthemen auf, die sich mitunter aufgrund des makroökonomischen Umfelds bestimmen lassen. →

Natürlich bleiben
Prognosen
für Investoren
sinnvoll. Doch die
Wirklichkeit richtet sich
nicht nach Kalender-
oder Geschäftsjahren.

2019

Starke Markterholung nach einem negativen Aktienjahr 2018. Verhandlungen zwischen den USA und China stimmen optimistisch.

Q1

Insbesondere bei unserem „anlagestrategischen Weltbild“. Es spiegelt die aus unserer Sicht wichtigsten Einflüsse auf die Börsen wider. Dieses Weltbild überprüfen wir immer wieder – und passen es an, sollten sich die wesentlichen Einflussfaktoren ändern.

Derzeit gehen wir davon aus, dass strukturelle Preistreiber langfristig für erhöhten Inflationsdruck sorgen, auch wenn die Inflationsraten kurzfristig zurückgekommen sind. Weil die Dekarbonisierung unsere Umwelt zwar verbessert, Produkte und Dienstleistungen aber verteuern wird. Weil der Trend zur Deglobalisierung zwar Lieferketten robuster macht, aber eben auch bedeutet, dass wir weniger von einer weltweit effizienten Arbeitsteilung profitieren. Und weil die Demografie, sprich die Überalterung der Gesellschaft, das Fachkräfteangebot sinken lässt, was die Verhandlungsposition auf Arbeitnehmerseite verbessert, sodass der Lohndruck steigt. Aufgrund des aus diesen drei Gründen tendenziell steigenden Inflationsdrucks sind erste Zinssenkungen wichtiger Notenbanken aus unserer Sicht (noch) nicht mit dem Ende der restriktiven Geldpolitik gleichzusetzen. Zumal Reallohn-gewinne und ein widerstandsfähiger Arbeitsmarkt trotz der Zinserhöhungen in wichtigen Industrieländern für eine weiche Landung sprechen.

Q2

Das Wiederaufflammen der Handelskonflikte sorgt für Unsicherheit. Die Volatilität an den Finanzmärkten steigt.

Q3

Die Fed senkt erstmals seit einem Jahrzehnt die Zinsen, um die Wirtschaft zu stützen. Das hebt die Stimmung an den Börsen.

Q4

Kraftvoller Jahresabschluss, getrieben von Handelsabkommen und optimistischen Wirtschaftsdaten.

WENN DIE PROGNOSE ZUM RISIKO WIRD

Für Portfolios bleiben Aktien aus unserer Sicht weiterhin attraktiv, insbesondere Aktien von hoher Qualität. Unternehmensumsätze und -gewinne profitieren tendenziell von einer moderat steigenden Inflation, was langfristig steigende Erträge ermöglicht.

2020

Rekordschneller Crash, als COVID-19 im Februar Europa erreicht; erste Stimulus-Maßnahmen stabilisieren.

Q1

Allerdings reicht diese Perspektive allein nicht aus. Unternehmen agieren in einem komplexen Umfeld, das von ökonomischen, sozialen und politischen Dynamiken geprägt ist. Diese Faktoren können die Ertragsentwicklung erheblich beeinflussen. Obwohl sie in unsere Analysen einfließen, sind sie nicht die alleinige Grundlage unserer Entscheidungen, da ihre Vorhersehbarkeit aufgrund der Vielzahl externer Einflüsse – etwa aus Politik oder Volkswirtschaft – begrenzt ist. Die Vergangenheit ist voll von diesen Beispielen.

Q2

Beginn einer Markterholung, angeführt von Technologiewerten, die in Lockdowns vom Trend zur Digitalisierung profitieren.

Q3

Spekulative Marktteilnehmer treiben die Kursgewinne; Technologiewerte erleben eine Kurskorrektur.

Q4

Nach Durchbrüchen bei COVID-19-Impfstoffen kommt es zu einer globalen Rally und einer Rotation in zyklische Werte.

Um Risiken besser zu erkennen und fundierte Entscheidungen zu treffen, analysieren wir Unternehmen anhand verschiedener Szenarien. Dabei schätzen wir ab, wie sich unterschiedliche Entwicklungen im mittelbaren und unmittelbaren Umfeld eines Unternehmens auf dessen Ergebnisse auswirken könnten. Diese Herangehensweise offenbart Schwachstellen und macht die Anfälligkeit von Geschäftsmodellen für spezifische Risiken deutlich.

Im Gegensatz dazu würden Punktprognosen das Portfolio auf ein einzelnes, erwartetes Ergebnis ausrichten, wodurch das Risiko steigt, bei unvorhergesehenen

Entwicklungen falsch zu liegen. Punktprognosen sind zudem meist kurzfristig orientiert, während eine erfolgreiche Aktienstrategie langfristige Perspektiven und nachhaltige Treiber berücksichtigen muss.

Unsere Anlagestrategie setzt auf Aktien hoher Qualität, die auch in einem herausfordernden Umfeld langfristig überzeugen. Diese Unternehmen sind aus unserer Sicht besser positioniert, um von inflationären Entwicklungen zu profitieren und sich flexibel an Veränderungen im globalen Umfeld anzupassen.

GUTE UNTERNEHMEN GLEICHEN WIDRIGKEITEN AUS UND ERSCHLIESSEN NEUE MÖGLICHKEITEN

So profitierten beispielsweise Technologie-Unternehmen während der Pandemie von einer enormen Nachfrage nach digitalen Dienstleistungen und Produkten. Im Vertrauen darauf, dass die Erträge weiter steigen würden, bauten sie 2020/ 2021 ihre Kapazitäten erheblich aus, was die Kosten in die Höhe trieb.

Doch die Erwartungen erfüllten sich nicht. Mit der Wiederöffnung der Wirtschaft verlangsamte sich das Wachstum dieser Unternehmen deutlich. Gleichzeitig belasteten die gestiegenen Kosten die Ertragslage erheblich, was sich besonders in den Ergebnissen Ende 2022 widerspiegelte. Infolgedessen trübte sich die Stimmung gegenüber dem Technologie-Sektor im Vergleich zu den Vorjahren deutlich ein.

Es gelang den Unternehmen jedoch, ihre Kosten unter Kontrolle zu bringen und ihre Ertragsentwicklung wieder zu stabilisieren. Einen entscheidenden Wendepunkt markierte 2023, als wenige Monate nach der Vorstellung von ChatGPT ein Hype um das Thema Künstliche Intelligenz die Märkte erfasste. Dieser Hype trieb die Bewertungen auf neue Rekordhöhen. Der Technologie-Sektor, der 2022 noch mit Wachstumsschmerzen kämpfte, wurde ab 2023 zum Treiber neuer Höchststände.

Wer aber die Schwäche des Technologie-Sektors im Jahr 2022 für die nächsten zwölf Monate einfach fortgeschrieben und seine Positionen damals drastisch reduziert hat, hätte die starke Erholung im Folgejahr verpasst. Uns ist und war der Fokus auf die Qualität der Unternehmen daher wichtiger, als Punktprognosen zu geben. Vor allem zwei Aspekte waren in diesem Fall besonders wichtig.

1. Die Anpassungsfähigkeit des Managements.

Unsicherheiten in der Nachfrageentwicklung gehören zum Unternehmertum. Entscheidend ist, dass das Management in der Lage ist, Fehlentwicklungen zu korrigieren. Dazu bedarf es auch eines flexiblen Geschäftsmodells, das solche Anpassungen ermöglicht. Das traf auch auf einige Technologie-Unternehmen zu.

2021

Q1

Der Hype um die durch soziale Medien gepushten „Meme-Stocks“ erhöht die Volatilität.

Q2

Der „Reflation-Trade“, der von der erwarteten wirtschaftlichen Erholung von der Pandemie profitieren will, stützt Aktien.

Q3

Die Inflation nimmt zu, wird aber als vorübergehend eingestuft. Regulierungen belasten chinesischen Technologiewerte.

Q4

Überzeugende Unternehmensgewinne und anhaltende Stimuli treiben die Aktienmärkte auf ein hohes Niveau.

2022

Q1

Russlands Überfall auf die Ukraine treibt die Energiepreise und verstärkt die Inflation. Die Märkte geraten unter Druck.

Q2

Hohe Inflation in den USA. Die Fed hebt Zinsen an. Bewertungsdruck bei Technologiewerten. Hier enttäuschen zudem Ergebnisse.

Q3

Die Fed signalisiert weitere Zinserhöhungen. Kurzlaufende US-Bonds rentieren höher als längere. Das sorgt für Rezessionsängste.

Q4

Technologieaktien zeigen wieder Anzeichen für eine Erholung.

2023

Q1

Das Thema Künstliche Intelligenz (KI) rückt in den Fokus von Investoren. Die Silicon Valley Bank gerät in Turbulenzen.

Q2

Beflügelt durch wieder steigende Gewinne und KI-getriebene Fantasie legen Tech-Werte stark zu.

Q3

Schwache Wirtschaftsdaten aus China und Probleme im Immobiliensektor sorgen für Volatilität.

Q4

Jahresendrally dank der Aussicht auf Zinssenkungen mit immer neuen Rekordständen bei Technologiewerten.

2024

Q1

Positive Unternehmensergebnisse, KI, sinkende Energiepreise und stabile Lieferketten befeuern den Marktoptimismus.

Q2

Erholung der Schwellenländer und Signale einer lockeren Geldpolitik der Zentralbanken stützen die Märkte.

Q3

Tech-Werte dominieren die Rally; rückläufige Inflationsraten stärken das Anlegervertrauen. Die Fed senkt erneut die Zinsen.

Q4

Donald Trump wird zum US-Präsidenten gewählt. US-Börsen reagieren freundlich.

2. Die Rolle der Künstlichen Intelligenz.

Die Dynamik rund um das Thema Künstliche Intelligenz erfasste genau jene Unternehmen, die in einer Branche mit besonders vielfältigen Wachstumsmöglichkeiten tätig sind. Das Beibehalten einer stärkeren Positionierung in diesem Bereich zu einer Zeit, als viele Anleger kritisch waren, war also kein Zufall, sondern ein Ergebnis unserer strategischen Ausrichtung. Es zeigte sich klar: Der Fokus auf die Qualität von Unternehmen war einmal mehr wichtiger als punktgenaue Prognosen. Hätte man aufgrund der Schwäche des Technologiesektors im Jahr 2022 Positionen drastisch reduziert, hätte man die starke Erholung im Folgejahr verpasst.

DAS KOMMENDE JAHR IST (WIEDER EINMAL) BESONDERS HERAUSFORDERND

Aber ist 2025 mit all seinen geopolitischen Konflikten, der unsicheren politischen Lage in den USA und in großen europäischen Ländern nicht ein ganz besonders unsicheres? Mitnichten. Fakt ist, dass die Gemengelage noch nie leicht abzuschätzen war. So ließen sich Auswirkungen eines möglichen, unvorhergesehenen exogenen Schocks noch nie prognostizieren. Andernfalls würde es keine Schocks geben. Für das Unvorhersehbare gibt es deshalb im Portfolio vor allem einen Blitzableiter: Diversifikation oder die Verteilung von Risiken auf unterschiedliche Unternehmen in verschiedenen Branchen und Währungsräumen.

QUALITÄT ALS BESTMÖGLICHE VORBEREITUNG

Den Jahreswechsel zu nutzen, um Chancen und Risiken für die Zukunft in Ruhe zu reflektieren, kann also für Anlegerinnen und Anleger ein durchaus positives Ritual sein. Allerdings sollte dies kein Anlass sein, das Portfolio auf der Grundlage von spekulativen Annahmen über erwartete oder vorhergesagte Ereignisse im nächsten Jahr grundlegend umzugestalten. Zu oft laufen solche Entscheidungen darauf hinaus, einseitig auf bestimmte Erwartungen zu wetten und weitere wichtige Entwicklungen auszublenden; manche davon einfach deshalb, weil sie zum Zeitpunkt der Planung eben unbekannt sind.

Die Frage, welche Maßnahmen im Portfolio notwendig sind, begleitet uns deshalb das ganze Jahr über. Das kontinuierliche Abwägen von Risiken und Chancen ist eine zentrale Aufgabe eines aktiven Portfoliomanagements und gehört zu unseren Kernaufgaben – unabhängig von kalendarischen Stichtagen.

So bleibt die beste Vorbereitung auf die Zukunft aus unserer Sicht ein sorgfältig zusammengestelltes Portfolio, dessen Zusammensetzung gründlich und laufend analysiert wird. Schließlich sollte es selbst dann standhalten, wenn die Dinge (mal wieder) anders kommen als ursprünglich erwartet. ◆

DIE
INFLATION
IST NICHT
BESIEGT

Prof. Dr. Gunther Schnabl,
Leiter des Flossbach von Storch Research Institute,
erläutert, warum es in der Eurozone und
vielleicht auch in den USA gute Gründe für einen
erneuten Anstieg der Inflation gibt.

Herr Schnabl, es gibt derzeit viele Unruheherde auf der Welt. Doch zumindest in Sachen Inflation scheint doch Ruhe eingekehrt zu sein.

Vordergründig ja. So ist der Anstieg der Konsumentenpreise von Spitzenwerten um 10,6 Prozent im Euroraum im Oktober 2022 und 9,1 Prozent in den USA im Juni 2022 stark gesunken. Im September 2024 wurden in den USA 2,4 Prozent und im Euroraum sogar nur noch 1,7 Prozent gemessen. In Deutschland 1,8 Prozent.

Zudem hat die Federal Reserve Bank (Fed) erstmals im September und die Europäische Zentralbank (EZB) sogar schon ab Juni die Leitzinsen gesenkt. Beide Notenbanken gehen wohl davon aus, dass die Inflation besiegt ist, oder?

So ist der Eindruck, ja. Aus der Sicht von Bundesbankpräsident Joachim Nagel läuft die große Inflationswelle aus. Philip Lane, Chefvolkswirt der EZB, hat sogar Sorge vor einer chronisch niedrigen Inflation geäußert. Und US-Notenbankchef Jerome Powell will den Fokus seiner Politik künftig tendenziell weg von der Inflation und stärker auf die Arbeitsmärkte richten.

Sie haben aber Zweifel, dass die Inflation wirklich besiegt wurde?

Ja. Aus meiner Sicht könnten die Zentralbanker aus mehreren Gründen falsch liegen.

Und die wären?

Erstens erfassen die Verbraucherpreisindizes nicht den gesamten Inflationsdruck. Zweitens steckt noch sehr viel Liquidität im Finanzsystem und drittens ist die Verschuldung weltweit enorm hoch.

Beginnen wir beim ersten Punkt, dass die Verbraucherpreisindizes nicht den gesamten Inflationsdruck erfassen. Viele Menschen haben derzeit den Eindruck, dass trotz offiziell gesunkener Inflationsraten vieles teurer wird, sowohl beim Einkaufen als auch beim Essengehen. Hier ist oft von gefühlter Inflation die Rede. Ein unterschätztes Problem?

In der Tat denken nicht nur in den USA und in Deutschland viele Menschen, dass ihre Kaufkraft deutlich gefallen ist. Die gestiegenen Preise für Lebensmittel und Dienstleistungen wie in der Gastronomie schmerzen. Im Euroraum lag die gefühlte Inflation im dritten Quartal 2024 mit 11,9 Prozent weit über der offiziell gemessenen. Zudem bedeutet ein weiterer Anstieg des Preisniveaus – wenn auch nur um zwei Prozent pro Jahr – weitere Kaufkraftverluste.

Die Menschen spüren die gefallenen Inflationsraten also nicht im Portemonnaie. Der Inflationsdruck bleibt.

Genau – oder wie es die IG-Metall-Vorsitzende Christiane Benner formuliert hat: „Die Inflationsrate mag sinken, aber dennoch bleiben für die Menschen die Preise an der Kasse weiter hoch.“ Und es ist unklar, ob alle Kaufkraftverluste von den offiziellen Konsumentenpreisindizes erfasst wurden. Im Euroraum bleiben beispielsweise Preissteigerungen bei eigen genutzten Immobilien, Kostensteigerungen bei öffentlichen Gütern wie Brücken sowie Vermögensinflation wie bei Aktien bei der Preismessung unberücksichtigt. Zudem führen zwar Qualitätssteigerungen bei Industriegütern – wenn sich also beispielsweise die Ausstattung eines Mittelklassewagens verbessert – zu einer Absenkung der Preise im Index. Qualitätsverschlechterungen bei Dienstleistungen werden hingegen nicht zum Anlass genommen, die Preise im Index zu verändern.

Es gibt also Unschärfen bei der Inflationsmessung. Wie wirkt denn die gefühlte Inflation auf die Realwirtschaft?

Vor allem wirkt sie auf die Lohnforderungen. So wurde in der Chemieindustrie, beim Handel, bei der Bahn und zuletzt in der Metallindustrie bei den Tarifverhandlungen kräftig zugelangt. Das ist aus Sicht der Arbeitnehmer verständlich, doch mit den Lohnkosten steigen die Preise. So haben die Dienstleistungspreise im Dezember im Euroraum immer noch um 4,1 Prozent zugelegt. Das dürfen die Notenbanken nicht außer Acht lassen.

Und über die Notenbanken kommen wir zum zweiten Punkt, der aus Ihrer Sicht inflationstreibend wirken könnte, der großen Liquidität im Finanzsystem. Was genau meinen Sie damit?

Im Zuge der immensen Anleihekäufe und Hilfskredite der EZB in der Finanz-, Euro-, Staatsschulden- und Corona-Krise sind die Einlagen der Geschäftsbanken beim Eurosystem drastisch angestiegen, auf fast fünf Billionen Euro im Jahr 2023. Als ab 2022 die EZB den Zins auf die Einlagefazilität der Banken von -0,5 Prozent auf 4,0 Prozent im September 2023 angehoben hat, bescherte das den Banken beträchtliche risikolose Einnahmen.

Und dann?

Ab Juni 2024 hat die EZB den Zins auf die Einlagenfazilität wieder gesenkt. Er lag zuletzt bei 3,0 Prozent. Entsprechend gingen die Einlagen zwar zurück, liegen aber immer noch bei mehr als drei Billionen Euro.

Zinssenkungen machen diese Anlage für Geschäftsbanken immer weniger attraktiv?

Genau. Den Geschäftsbanken geht mit den Zinssenkungen eine wichtige Einnahmequelle verloren, was sie über eine vermehrte Kreditvergabe ausgleichen könnten. Und die wäre ja auch wünschenswert, um das Wachstum anzukurbeln. Doch trotz sinkender Zinsen investieren die Unternehmen nicht.

Wieso nicht?

Gründe sind wohl vor allem in den stark gestiegenen Lohnstückkosten, der erratischen Wirtschaftspolitik, einer wuchernden Regulierung und wachsenden Handelsschranken zu sehen. All das drückt auf die Gewinne und damit →

„Der Vertrauensverlust
in die Währungen
dürfte sich weiter
fortsetzen.“

„Die Staatsverschuldung ist in vielen Industrieländern historisch hoch – auch im Euroraum.“

die Investitionsbereitschaft unserer Unternehmen. Auch die Nachfrage nach Immobilien(-Krediten) dürfte aufgrund der hohen Preise und der kostspieligen Regulierung am Bau wohl verhalten bleiben.

Das klingt nicht gut, aber wieso wirkt das auf die Inflation? Schließlich fahren die Geschäftsbanken ja ihre Einlagen zurück.

Es ist wahrscheinlich, dass bei weiter sinkenden Zinsen die Banken mehr Kapital ins Ausland exportieren werden. Das Zinsniveau in Deutschland liegt deutlich unter dem in den USA, was US-Staatsanleihen attraktiver macht. Beschleunigen sich Kapitalabflüsse aus dem Eurosystem, führt das zu einer Abwertung des Euro, die importierte Güter, insbesondere Rohstoffe und Energie, teurer macht. Das würde wiederum die Verbraucherpreise im Euroraum weiter nach oben treiben.

Oh, die Inflationserwartungen könnten also weiter die Löhne und damit die Produktions- und Dienstleistungskosten befeuern und die ausbleibenden Investitionen die Banken zu Kapitalabflüssen verleiten, die den Wert des Euro wackeln lassen. Und obendrauf kommt dann noch die Staatsverschuldung.

Exakt. Die Staatsverschuldung ist in vielen Industrieländern historisch hoch – auch im Euroraum, beispielsweise in Italien und Frankreich. Die immensen Ausgabenverpflichtungen für die soziale Sicherung und die ambitionierten grünen Transformationspläne lassen den Regierungen wenig Spielraum für Ausgabenkürzungen. Zudem hat sich die EZB mit dem sogenannten Transmissionsschutzinstrument die Möglichkeit geschaffen, unbegrenzt Anleihen von hoch verschuldeten Euroländern zu kaufen. Dadurch kann sie zwar möglichen Staatsschuldenkrisen vorgreifen, das dürfte aber auch den Anreiz reduzieren, die Staatshaushalte zu konsolidieren.

Und das Inflationsproblem?

Während insbesondere die EZB ab 2022 mit deutlicher Verzögerung auf die stark gestiegene Konsumentenpreis-inflation reagiert hat, hat sie ähnlich wie die US-amerikanische Fed die Geldpolitik schon wieder gelockert, bevor das Inflationsziel erreicht war. Das könnte darauf hindeuten, dass das reformunwillige Europa und die schuldensüchtigen USA die Inflation nach wie vor als die einzig politisch praktikable

Lösung für ihre unkontrollierbaren Ausgabenversprechen sehen. Doch die hohe gefühlte Inflation signalisiert, dass das verlorene Vertrauen in die Währungen und in die politischen Entscheidungsträger noch nicht zurückgewonnen wurde. Der Vertrauensverlust in die Währungen dürfte sich also vielmehr weiter fortsetzen. Seither sind die Inflationsraten schon wieder angestiegen und auch die Vermögenspreise zeigen wieder nach oben. Stark gestiegene Preise für Gold und Bitcoin zeugen von einem Vertrauensverlust in Dollar und Euro als Leitwährungen.

Steigende Preise bedeuteten bei den US-Wahlen für Donald Trump Rückenwind. Muss er nun nicht alles dafür tun, der Inflation entgegenzuwirken?

Tatsächlich dürfte das Thema Kaufkraftverluste bei den US-Präsidentenwahlen entscheidend gewesen sein. Doch nun ist Trump im Amt und es ist nicht klar, was er genau vorhat. Schon macht die Angst vor der „Trumpflation“ die Runde!

Aber er hat doch den Wählern stabile Preise versprochen!

Nun, auch in seinem ersten Wahlkampf 2016 äußerte sich Trump klar gegen eine lockere Geldpolitik. Als die Fed aber in Trumps Amtszeit den Leitzins auf 2,5 Prozent erhöhte, reagierte er gereizt. Er sei nicht begeistert, die Fed sei „außer Rand und Band“, die Zinserhöhungen seien „lächerlich“. Als sich 2019 die Konjunktur abkühlte und die Fed die Zinsen nicht senkte, fragte sich Trump öffentlich, ob Fed-Präsident Jerome Powell oder der chinesische Präsident Xi Jinping der größere Feind sei. Erst als in der Corona-Krise die Fed die Zinsen radikal nach unten zog, gratulierte der Präsident der Fed. Dank der Zentralbank konnte Trump an die US-Haushalte Schecks verschicken, die öffentlichkeitswirksam seine Unterschrift trugen.

... und die heute als eine Ursache für die Inflation gesehen werden.

Ja, die Inflation stieg ab 2021 stark an, aber erst unter seinem Nachfolger Joe Biden. Deshalb konnte Trump die hohen Preise im Wahlkampf den Gegnern in die Schuhe schieben. Er sah die Ursachen beim Green New Deal und der Inflationsblindheit der Demokraten, welche die Schuld für die hohen Preise lieber Covid und Wladimir Putin zuschieben wollten. Im September 2022 forderte Trump bei einer Inflationsrate von mehr als acht Prozent starke Zinserhöhungen der Fed.

Und die Zinserhöhungen kamen dann ja auch.

Ja, aber zu spät für die Demokraten. Die US-amerikanischen Wähler sahen im Wahlkampf Inflation und Preise als das wichtigste Thema an. Bei einer Pressekonferenz im August 2024 war Trump mit Würsten, Keksen, Brot und Frühstücksflocken umrahmt und beklagte lautstark die stark gestiegenen Lebensmittelpreise mit dem Spruch „bacon is through the roof“, also frei übersetzt: „Der Preis für Speck geht durch die Decke.“

Und wie sind nun Ihre Erwartungen an die Inflationsentwicklung unter Trump?

Die zukünftige Inflation hängt von der Finanzpolitik ab. Je höher die ungedeckten staatlichen Ausgabenverpflichtungen, desto höher ist der Druck auf die Zentralbank, Staatsanleihen zu kaufen. Trump hat angekündigt, die Steuern senken zu wollen, die Armee zu modernisieren, die Grenzen stärker gegen Migration zu schützen sowie günstige Kredite für Erstkäufer von Immobilien zu gewähren. Das Committee for a Responsible Federal Budget hat daraus eine zusätzliche Finanzierungslücke von 7,7 Billionen US-Dollar abgeleitet. Obwohl die Staatsverschuldung der US-Zentralregierung bereits bei über 36 Billionen Dollar liegt.

Also wirkt Trump eher inflationsverstärkend?

Nicht so schnell. Es finden sich auch Ausgabenkürzungspläne im Parteiprogramm. Umfassende Deregulierung, weniger Einwanderung und ein Ende des Ukrainekriegs sollen die Ausgaben senken. Zudem soll ein neues Department of Government Efficiency um Elon Musk alle Ausgaben der Regierung auf den Prüfstand stellen – und „streichen, was das Zeug hält“. „Weiter so wie bisher“ führe Amerika in den Bankrott, so Musk. Wenn die Ausgabenkürzungen und Deregulierungen wirklich kommen, dann könnte sich die Staatsverschuldung stabilisieren und der Inflationsdruck abnehmen. Der designierte Finanzminister und frühere Hedgefonds-Manager Scott Bessent soll die Kürzungen durchsetzen, wobei Elon Musk seine Fähigkeit dazu in Zweifel gezogen hat. Die Signale, die Donald Trump hinsichtlich der zukünftigen Inflation ausgesendet hat, sind also widersprüchlich.

Und wie ist Ihre Erwartung?

Die Mehrheit der Republikaner in Senat und Repräsentantenhaus könnte letztlich zu deutlich mehr Staatsverschul-



derung führen. Mehr Inflationsdruck dürfte auch steigende Immobilienpreise bewirken, wovon der Immobilienunternehmer Trump profitieren würde. Dennoch ist der Ausgang ungewiss. Denn Trump darf seine Wähler nicht vergraulen und braucht daher Erfolge bei der Anti-Inflationspolitik.

Also bei den Ausgabenkürzungen.

Bei den Ausgabenkürzungen, bei der Deregulierung, aber auch bei seiner auf niedrige Preise ausgerichteten Energiepolitik. Alle drei Faktoren könnten die Inflation dämpfen. Letztlich könnte der poltrige Donald Trump für Strukturformen sogar besser geeignet sein als es die konsensorientierte Kamala Harris gewesen wäre.

Strukturreformen hätten wir auch in Deutschland dringend nötig, wie Sie auch in Ihrem jüngsten Buch „Deutschlands fette Jahre sind vorbei“ beschreiben. Was wäre Ihr dringendster Rat an den nächsten Bundeskanzler?

Deutschland hat in den letzten 20 Jahren über seine Verhältnisse gelebt. Eine zunehmend lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank hat eine zu starke Ausweitung der staatlichen Ausgabenverpflichtungen – vor allem im Sozialbereich – und eine sehr starke Ausweitung der Regulierungen – vor allem im Bereich der Klimapolitik – möglich gemacht. Alle drei Faktoren ziehen wie ein Mühlstein Wachstum und Wohlstand nach unten. Wir brauchen also Reformen, wie sie derzeit in den USA angedacht werden. Um Druck zu Ausgabenkürzungen und Deregulierungen zu schaffen, müsste die EZB die Zinsen hoch halten.

Ist es wahrscheinlich, dass es so kommen wird?

Zumindest die FDP hat zuletzt in diese Richtung gedacht. Bei den anderen Parteien sehe ich eher ein Weiter-so, auch wenn bei der CDU noch mehr passieren könnte. Der Druck würde wahrscheinlich steigen, wenn es erfolgreiche Reformen in den USA geben würde. Denn würden Deutschland und die EU dann untätig bleiben, dann würde sich die Kapitalflucht in die USA beschleunigen und die wirtschaftliche und politische Instabilität würde sich weiter erhöhen. Ich hoffe, dass der nächste Kanzler eine Mehrheit findet, die dieses Szenario verhindern wird.

Vielen Dank für das Gespräch.



ZUR PERSON

Prof. Dr. Gunther Schnabl leitet das Flossbach von Storch Research Institute.

Seit 2006 hatte er den Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik und internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Leipzig inne und leitete das Institut für Wirtschaftspolitik. Zuvor war er als Advisor bei der Europäischen Zentralbank tätig und war unter anderem Gastwissenschaftler an der Stanford University, der University of Tokyo, der Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne sowie bei verschiedenen Zentralbanken.

i

BIG
TECH

UND

BIG
GOVERNMENT

Wo liegen die (ökonomischen) Chancen und wo die Risiken der zweiten Amtszeit von US-Präsident Donald Trump?

Ein Kommentar von Norbert F. Tofall,
Senior Research Analyst des
Flossbach von Storch Research Institute.

Seit der erneuten Wahl von Donald Trump zum Präsidenten der Vereinigten Staaten von Amerika am 5. November 2024 ist viel über die Chancen und Risiken seiner zweiten Präsidentschaft geschrieben worden. Die ökonomischen Chancen bestehen vor allem aus den geplanten Steuersenkungen und weitgehenden Deregulierungen von Wirtschaft und staatlicher Verwaltung, während die ökonomischen Risiken aus Trumps Zoll- und Handelspolitik mit der Gefahr einer erhöhten Inflation folgen, die Auswirkungen auf die Zinspolitik der Federal Reserve Bank (Fed) hätte. Ob die möglichen ökonomischen Vorteile die Nachteile überwiegen werden oder die Nachteile die Vorteile oder ob sich Vorteile und Nachteile in den nächsten vier Jahren ausgleichen werden, hängt sowohl vom Ausmaß, von der konkreten Ausgestaltung und vom Zeitablauf der Umsetzung der jeweiligen Maßnahmen und Gesetzesvorhaben ab als auch von der Entwicklung der politischen und geopolitischen Lage.

Da Trump in seiner ersten Amtszeit bewiesen hat, dass er sich an seine eigenen Politikprogramme nicht gebunden fühlt und stattdessen tagesformabhängige Befehle und Anordnungen erteilt, sind konkrete Prognosen mit hoher Unsicherheit behaftet. Mustererkennungen im Sinne von Friedrich August von Hayek und das Aufzeigen ordnungspolitischer Probleme im Sinne von Walter Eucken sind aber durchaus möglich.

I

Trump's Politikprogramm ist bereits in sich ökonomisch, politisch und geopolitisch widersprüchlich. Seine vor uns liegende zweite Amtszeit kann deshalb nicht annähernd mit den 1980er-Jahren in den USA unter Ronald Reagan verglichen werden, obwohl beide der Republikanischen Partei angehören beziehungsweise angehört. Zwar erinnern Steuersenkungen und Deregulierungen an die durch Hayek inspirierten „Reagonomics“ der 1980er-Jahre. Reagan war jedoch entsprechend seiner hayekianischen Ausrichtung alles andere als ein Protektionist. Reagan war zudem überzeugter Transatlantiker und stand fest zu den vier Säulen der transatlantischen Beziehungen, wie sie sich nach dem Zweiten Weltkrieg entwickelt hatten: 1. die Sicherheitsgarantie für Europa, 2. das Freihandelsregime, 3. die Demokratisierungsbewegung und 4. die Niederhaltung des Nationalismus. Diese vier Säulen bildeten die Grundlage für den Wohlstand des Westens und die später folgende Globalisierung.

Trump hat hingegen die Sicherheitsgarantie für Europa mehrfach infrage gestellt und mit dem Austritt aus der Nato gedroht. Trump ist ein ausgeprägter Protektionist, der Zollpolitik sogar mit anderen Politikbereichen wie der Migration vermengt. Anstatt sich zudem wie Reagan kämpferisch hinter die Demokratie zu stellen, schätzt Trump Diktatoren wie Wladimir Putin, Xi Jinping und andere Autokraten sowie autoritäre Politiker wie Viktor Orban. Trump dürfte Putin und Xi zwar durchaus entgegenstehen, um bessere „Deals“ zu erreichen. Trump vertritt jedoch einen aggressiven und egomanen Nationalismus, weshalb fraglich ist, ob er bestehende westliche Allianzen gegen Putin und Xi stärken und an einer gemeinsamen westlichen Russland- und Chinastrategie arbeiten wird, damit der gesamte Westen im Systemwettbewerb mit Russland und China bestehen kann.

Auch sollte Trump nicht mit dem argentinischen Präsidenten Javier Milei undifferenziert in einen Topf geworfen werden. Argentinien ist un-

ter seinem Präsidenten Milei den BRICS plus, also der zunächst von Brasilien, Russland, Indien und China gegründeten Organisation von Staaten nicht beigetreten, da Milei nicht mit Diktatoren wie Putin und Xi gemeinsame Sache machen will und nicht, weil er den USA und Donald Trump einen Gefallen tun wollte. Darüber hinaus ist er kein Protektionist und kein Nationalist, sondern Anhänger der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, weshalb er viel von allgemeinen und abstrakten Regeln im Sinne von Hayek hält. Zudem dürfte Milei wohl klar sein, dass seine weit über Hayek hinausgehenden anarcho-kapitalistischen Sympathien eine Utopie zur kritischen Betrachtung von überbordenden Staatsaufgaben darstellt, um den Staat auf seine ursprünglichen Aufgaben zurückzuschneiden. Die vollständige Abschaffung oder das „Absterben des Staates“ war schon immer marxistische Lehre und stammt aus einem linken politischen Ideenhorizont, der die notwendige Unterscheidung von Gesellschaft und Staat aufheben will. Der Anarcho-Kapitalist Hans-Hermann Hoppe ist nicht zufällig im linken politischen Lager gestartet und gehört heute zu den vehementesten libertären Kritikern Mileis. Milei hat einen wissenschaftlichen Anspruch, zeigt sich sachlichen Argumenten zugänglich und ist nicht dafür bekannt, Fake News zu verbreiten. Ganz anders agiert Donald Trump, der im Wahlkampf sogar unter anderem behauptete, dass in Springfield (Ohio) Migranten die Hunde und Katzen der Einheimischen essen würden.

Trump und Milei ist jedoch gemein, dass sie Wirtschaft, Staat und Gesellschaft deregulieren wollen, was ohne Disruption nicht möglich ist. Zwischen schöpferischer Zerstörung im Sinne von Joseph Schumpeter, die primär eine Aufgabe des Marktes ist, und destruktiver Zerstörung, die oftmals den Sonderinteressen von neuen, aufsteigenden Eliten dient (welche die alten Eliten verdrängen wollen), besteht jedoch ein großer Unterschied. →

Schöpferische Zerstörung ist ein evolutionärer Marktprozess. Schöpferische Zerstörung bedeutet die schrittweise und dezentrale Anpassung an geänderte Verhältnisse. Bei aller möglichen Dramatik im Einzelfall ist schöpferische Zerstörung gesamtgesellschaftlich sozial verträglicher, behutsamer und ökonomisch effizienter als Befehle und Anordnungen. Schöpferische Zerstörung beruht auf und folgt den Präferenzen der Individuen und ist deshalb freiheitskonform. Befehle und Anordnungen vergewaltigen die Präferenzen der Individuen und sind deshalb freiheitsfeindlich. Marktwirtschaft, Wettbewerb und liberaler Rechtsstaat ermöglichen die freiheitskonforme Lösung von Problemen und den dezentralen evolutionären Wandel von Wirtschaft und Gesellschaft.

Wenn der dezentrale evolutionäre Wandel durch staatliche Überregulierung und Bürokratisierung verhindert wird, dann können diese in der Regel nur durch politisches Handeln des Staates selbst zurückgeschnitten werden. Ob dieses Zurückschneiden anschließend zu Prozessen schöpferischer Zerstörung führt, hängt davon ab, ob dieses Zurückschneiden in einer Art und Weise geschieht, die zur Geltung von allgemeinen und abstrakten Regeln im Sinne von Hayek führt und damit zu Wohlstand für alle oder ob dieses Zurückschneiden lediglich Sonderinteressen dient und damit dem Wohl weniger, weshalb dann das Wort „Zurückschneiden“ besser durch das Wort „Zuschneiden“ ersetzt wird. Auch Machtkonstellationen, in denen sich unterschiedliche Sonderinteressenvertreter gegenseitig so in Schach halten, dass entgegen ihrer eigenen Absicht allgemeine und abstrakte Regeln zur Geltung kommen, sind möglich.

Dass sich bereits im US-Wahlkampf die Ölindustrie einerseits und Techmilliardäre wie Tesla-Gründer Elon Musk andererseits auf die Seite von Trump geschlagen haben, ist ein Indiz dafür, dass sich in den USA in der zweiten Präsidentschaft von Trump eine ausgeprägte Günstlingswirtschaft zur Durchsetzung von Sonderinteressen entwickeln könnte, wozu bereits in Trumps erster Amtszeit Ansätze

vorhanden waren. Das heißt nicht, dass deshalb jeder konkrete Vorschlag zur Deregulierung und staatlichen Ausgabenkürzung, den Musk und der Unternehmer Vivek Ramaswamy als Leiter des neu gegründeten Department of Government Efficiency (DOGE) vorlegen werden, falsch sein muss. Es gibt jedoch zwei prinzipielle Probleme.

Erstens: Wird Musk, dessen Firmenimperium von US-Staatsaufträgen in Milliardenhöhe profitiert, Ausgabenkürzungen des Staates vorschlagen und auf den Weg bringen, wenn diese sein eigenes Firmenimperium betreffen könnten? Und wird Musk Deregulierungen vorschlagen und auf den Weg bringen, welche die Kosten seiner Konkurrenten senken? Oftmals werden Regulierungen von Lobbyisten vorangetrieben, um die Kosten der Konkurrenten zu steigern. Auch die Änderung bestehender Regulierungen kann dazu dienen. Es wird deshalb sehr genau beobachtet werden müssen, ob die konkreten Vorschläge primär ein Zurückschneiden des Staates bewirken oder eben ein Zuschneiden des Staates auf Sonderinteressen.

Zweitens: In ihrem Aufsatz „The DOGE Plan to Reform Government“ in der US-Tageszeitung Wall Street Journal vom 20. November 2024 suggerieren Musk und Ramaswamy, dass es ein Leitsatz des obersten US-Gerichts Supreme Court sei, dass nur der gewählte US-Präsident Verwaltungsverordnungen erlassen dürfe und nicht die nicht gewählten Bürokraten. Leider weisen Musk und Ramaswamy nicht darauf hin, dass auch in den USA die Beamten zur Gesetzlichkeit verpflichtet sind und nur im Rahmen der geltenden Gesetze agieren dürfen. Zudem problematisieren sie nicht, dass es in einem freiheitlich-demokratischen Rechtsstaat auch innerhalb der Exekutive eine Machtteilung geben muss, um Machtmissbrauch zu verhindern oder zumindest zu begrenzen. Stattdessen unterstellen sie den (nicht gewählten) Beamten, dass diese ihre Macht ständig missbrauchen würden und dass dieser Machtmissbrauch nur beendet werden könne, indem alles Verwaltungshandeln auf den gewählten US-Präsidenten ausgerichtet würde. →

„Schöpferische Zerstörung ist ein evolutionärer Marktprozess.“

Schöpferische Zerstörung bedeutet die schrittweise und dezentrale Anpassung an geänderte Verhältnisse.“

Die Machtkonzentration des Verwaltungshandelns auf den Präsidenten wird in Russland unter Putin „präsidiale Vertikale“ genannt. Genau diese Machtkonzentration war der Einstieg in das System Putin. Doch das problematisieren Musk und Ramaswamy nicht. Das genau diese Zuspitzung aller Verwaltungsmacht auf den Präsidenten ihre eigene Rolle als Ausgabenkürzer, die das Wohl aller Amerikaner im Blick haben sollten, infrage stellt und die Gefahr einer Günstlingswirtschaft potenziert, sehen Musk und Ramaswamy natürlich auch nicht. Die Gefahr, dass gerade vor dem Hintergrund der von Musk und Ramaswamy propagierten Omnipotenz des US-Präsidenten keine „Zurückschneidung“ des Staates, sondern eine „Zuschneidung“ des Staates auf den politischen Anführer und seine Entourage ins Werk gesetzt wird, sollte nicht unterschätzt werden. Denn auch von Russell Vought, ab Januar 2025 Leiter des Office of Management and Budget, werden seit Jahren derartige Machtkonzentrationen auf den Präsidenten gefordert.

Vought vertritt die Ansicht, dass sich die USA in einem postkonstitutionellen Zustand befinden und dass der US-Präsident unbeschränkte Macht haben muss, diesen nicht verfassungsgemäßen Zustand zu beenden, um wieder einen verfassungsgemäßen Zustand herzustellen. Dass solche Überlegungen bei Carl Schmitt abgeschrieben sein könnten, der einst in Deutsch-

land die verfassungsrechtliche Ansicht vertrat, dass der Führer Adolf Hitler das Recht schütze, passt zu den Ausführungen von Musk und Ramaswamy, ohne dass sich zumindest Musk wohl der Tragweite der verbreiteten Vorstellungen bewusst sein dürfte.

Walter Eucken führte in seinen Grundsätzen der Wirtschaftspolitik aus, dass die Freiheit auch dadurch bedroht sei, dass sich der Staat mit privaten Machtkörpern verbindet, was an den Untergang des römischen Reiches erinnere. „Unterschiede zwischen einst und heute bestehen; aber diese Unterschiede lassen die Gefahr nur noch größer erscheinen. Die Bevölkerung ist heute viel zahlreicher und lebt in größeren Massen zusammengeballt. Vor allem aber besteht heute ein industriell-technischer Apparat, der ein Beherrschungs- und Machtinstrument darstellt, das ältere Zeiten nicht kannten.“

Die heutige Verbindung von Big Tech und Big Government stellt ein Beherrschungs- und Machtinstrument dar, das wohl selbst Eucken nicht für möglich gehalten hätte. Ob Trumps zweite Präsidentschaft also letztlich zum Fluch oder Segen wird, dürfte vor allem davon abhängen, ob die Checks and Balances in den USA stark genug sein werden, diese Verbindung von Big Tech und Big Government so zu begrenzen, dass Freiheit und Wohlstand für alle weiterhin ermöglicht und gesichert werden. ◆

ZUR PERSON

Norbert F. Tofall ist seit 2014 Senior Research Analyst des Flossbach von Storch Research Institute im Bereich makroökonomische Analyse mit der Ausrichtung „Economics, Politics and Philosophy“. Tofall war von 2008 bis 2013 wissenschaftlicher Mitarbeiter des Bundestagsabgeordneten Frank Schäffler. Von 2004 bis 2011 war er Lehrbeauftragter für die Vorlesung „Recht und Freiheit in Europa“ der Europa-Universität Viadrina Frankfurt/Oder im Studiengang „Master in International Management“. Er ist Mitglied im Expertenpool der Bundesregierung für internationale Friedenseinsätze und hat als internationaler Wahlbeobachter an verschiedenen OSZE-Wahlbeobachtungen teilgenommen. Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Philosophie an den Universitäten Paderborn und Tübingen.



BIS ZU 133.968,73 € OHNE ETWAS DAFÜR ZU TUN?

„Ich muss erst mal Geld haben, um mit dem Investieren starten zu können.“ Ein Glaubenssatz, den man oft von Menschen hört, die sich – wenn überhaupt – erst sehr spät im Leben mit ihren Finanzen beschäftigen.

Das Fatale daran: Sie verschenken so über die Jahre wertvolle Zeit und bringen sich um ihren potenziellen Anlageerfolg, denn je früher man mit dem Investieren am Kapitalmarkt startet, desto besser!

Warum ist das so? Durch die Kraft des Zinseszinses können auch aus kleineren – heute unbedeutenden – Beträgen über die Jahre größere Summen werden.

Das funktioniert, wenn Kapitalerträge reinvestiert werden und sie dann auch wieder Erträge generieren. So kann das Startkapital immer schneller wachsen.

Die gute Nachricht: Schlechte Glaubenssätze lassen sich verändern! Und selbst wer nicht viel Geld hat, kann es sich beispielsweise zur Gewohnheit machen, den Betrag, den man sich durch die Steuererklärung jedes Jahr wieder vom Finanzamt zurückholt, beiseitezulegen.

Im Durchschnitt aller Steuerklassen liegt die Erstattung laut Statistischem Bundesamt in Deutschland bei 1.095 Euro. Wie daraus nun 133.968,73 Euro (vor Inflation und Steuern) werden?

Indem man diesen Betrag über einen Zeitraum von 30 Jahren jedes Jahr konsequent am Finanzmarkt investiert und dabei eine durchschnittliche angenommene Rendite von 8 Prozent erzielt.

Sogar bei einer niedrigeren potenziellen Rendite von 6 Prozent hätte man am Ende mehr als 91.762,84 Euro – bei einem eingezahlten Kapital von 33.945,00 Euro.

Und, haben Sie Ihre Steuererklärung schon gemacht?

Disclaimer: Die tatsächliche Entwicklung kann von den hier betrachteten Szenarioannahmen abweichen.



Interessiert an weiteren Posts und Stories? Dann folgen Sie unserem Kanal auf Instagram.



Instagram
flossbachvonstorch



NAH DRAN

Der Blick auf die Welt, in der wir leben, ist getrübt.
Und dafür gibt es Gründe – Kriege und Krisen.
Gleichzeitig klettern die großen Aktienindizes auf neue Höchststände.
Wie passt das zusammen? Und wie könnte es weitergehen?
Wir haben in den vergangenen Monaten sehr
viele Gespräche geführt. Über die wichtigsten Kapitalmarkttreiber,
über potenzielle Risiken und wachsende Sorgen.
Ein Stimmungsbericht aus deutschen Landen.

Harrisburg ist weit weg von Köln-Deutz, 6.272 Kilometer. Und doch ist die Hauptstadt Pennsylvanias, einer der 13 Gründerstaaten der USA, am Morgen des 6. November 2024 sehr nah.

Es ist Mittwoch, acht Uhr in der Früh, Kölner Zeit, die Wolken hängen tief über dem Rhein. Regen nieselt müde hernieder. Ein schöner Tag wird es vermutlich nicht werden, zumindest nicht in Köln.

An der Hermann-Pünder-Straße beladen Kollegen den neuen Flossbach von Storch - Bus. Er wird in den kommenden Stunden und Tagen auf Tour gehen. Zunächst ins Ruhrgebiet, über Solingen nach Essen – und wieder zurück nach Köln. Wenige Tage später geht es dann nach Niedersachsen, ins schöne Walsrode. Von dort weiter Richtung Osten, über Dresden in die Hauptstadt, nach Berlin.

Mit „an Bord“ sein werden unsere drei Referenten Philipp Vorndran, Thomas Lehr und Stephan Fritz. Sie werden in den kommenden Tagen dutzende Termine haben und Vorträge halten – bei unseren Vertriebspartnern und deren Kundinnen und Kunden. Sie werden referieren zum Kapitalmarktgeschehen, unsere Einschätzung dazu erläutern und erklären, was wir als Investoren daraus machen. Sie werden viele Fragen gestellt bekommen – nicht wenige davon zum Ausgang der Präsidentschaftswahl in den USA.

NEUER ALTER PRÄSIDENT

Während der Bus beladen wird, läuft das Radio – zur vollen Stunde. Aus den Vereinigten Staaten schwappen erste verlässliche Trends herüber. Donald Trump scheint auf dem Weg zurück ins Weiße Haus, der neue, alte Präsident – 78 Jahre alt.

Pennsylvania zählt zu den Swing States, jenen Bundesstaaten der USA, die nicht per se festgelegt sind auf Demokraten oder Republikaner, sondern hart umkämpft. Trump liegt in Pennsylvania und dessen Hauptstadt Harrisburg vorn. So wie in den meisten anderen Swing States auch ...

Der Bus rollt durch den Stadtverkehr Richtung Autobahn, vorbei am ICE-Bahnhof Köln-Messe/Deutz. Vorbei an altbekannten Problemen – der Deutschen Bahn.

Wir sind in den vergangenen Wochen oft gefragt worden, warum – zum Henker – wir neuerdings mit einem Bus durch die Gegend führen? Ob wir Rockstars spielen wollten?

Nein, das wollen wir ganz bestimmt nicht – und so fühlen wir uns auch nicht. Aber wer in Deutschland mit der Bahn unterwegs ist, nach Holstein, Mecklenburg-Vorpommern, ins Saarland oder Richtung Alpenvorland und wieder zurück, nicht nur einmal im Jahr, sondern viele Male, und während der Fahrt obendrein noch arbeiten möchte, den ein oder →



anderen Kunden anrufen, der weiß, warum wir künftig vor allem mit dem Bus unterwegs sein werden – und eben nicht mit der Bahn. Verlässlichkeit ist auf der Schiene längst zur Kür geworden. Und wenn er denn pünktlich ist, der ICE, dann hakts garantiert beim Anschluss.

Genauso wichtig ist: Sie können im Zug nicht vernünftig arbeiten. Die Internetverbindung? Reine Glückssache. Die Geräuschkulisse um Sie herum: auch Glückssache, meistens jedenfalls. Vertrauliche Gespräche sollten Sie in der Bahn jedenfalls nicht führen. Eine Teams-Konferenz? Auch schwierig – wegen der Internetverbindung und der Geräuschkulisse.

DER BUS KOMMT

Der Bus macht vieles einfacher. Ja, auch er ist gegen die maroden Autobahnen und – damit verbunden – das erhöhte Stauaufkommen nicht völlig immun. Aber als „Bus(mit)fahrer“ sind sie nicht angewiesen auf Anschlusszüge. Sie haben verlässliches Internet und ausreichend Raum, in Ruhe mit Kunden, Geschäftspartnern oder Kollegen zu telefonieren. Sie können auch mal verschlafen. Und nicht zuletzt: Sie können sich besser auf Kundentermine und -veranstaltungen vorbereiten, zumal sie mit anderen Referenten beisammensitzen und sich untereinander abstimmen und über einzelne Themen diskutieren.

In Summe sind wir mit dem Bus wesentlich flexibler. Wir können mehr Termine wahrnehmen und damit auch mehr Anlegerinnen und Anleger sowie deren Berater treffen. Wir haben überdies die Möglichkeit, kleinere Gruppen im Bus zu empfangen – nah dran zu sein an unseren Partnern. Der Bus kommt. Verlässlich.

Und natürlich ist er für uns nicht nur ein mobiles Büro, sondern auch rollende Litfaßsäule!

Als der Bus Richtung Bergisches Land rollt, ahnt niemand der Mitfahrenden, dass der Tag in die Geschichtsbücher eingehen wird.

Donald Trump wird die Wahl gewinnen, die Zweifel daran schwinden mit jeder

Stunde, die vergeht. Das Thema dominiert die Schlagzeilen, auch in Deutschland – bis am Abend desselben Tages in Berlin die Ampelregierung zerbricht.

DIE AMPEL: KRACHEND GESCHEITERT!

Auf den deutschen Nachrichten-Websites werden die prominenten Plätze freigeräumt für Bundeskanzler Olaf Scholz und den von ihm entlassenen Bundesfinanzminister, für

Christian Lindner. Kamala Harris und Donald Trump rutschen dagegen nach unten auf dem Bildschirm. Harrisburg ist plötzlich wieder ganz weit weg, Tausende Kilometer entfernt.

Die öffentliche Abrechnung des Regierungschefs mit einem seiner wichtigsten Minister ist ohne Beispiel in der Geschichte der Bundesrepublik und zeichnet ein desaströses Bild vom Zustand der Ampelkoalition, die ursprünglich angetreten war, um dem Land, seinen Bürgerinnen und Bürgern, Reformen und Fortschritt zu bringen nach den Merkel'schen Stillstandsjahren. Sie ist krachend gescheitert!

Statt Fortschritt gab es mit fortschreitender Legislaturperiode vor allem Streiterei. Selbst die hartnäckigsten Ampelfans werden sich irgendwann gefragt haben – wie lange müssen wir das Trauerspiel noch mit ansehen und aushalten?

WO SOLL DAS NUR HINFÜHREN?

US-Wahl, Ampel-Aus, dazu die verheerenden Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten, das lauter werdende Säbelrasseln im Indopazifik nicht zu vergessen. Eine Melange aus Kriegen und Krisen, die uns beschäftigen und zunehmend Sorge bereiten. Was wird Trump veranstalten, wenn er erst zurück im Weißen Haus ist, zurück auf der Weltbühne? Wie reagiert China darauf, der große Rivale? Und was wird aus Europa, dem alten, in sich so verschiedenen Kontinent?

Die zunehmende Verunsicherung spüren wir auf unserer Tour – in den meisten unserer Gespräche. Wir bekommen viele Fragen gestellt zu potenziellen Kapitalmarkt-Risiken, und wie es sein könne, dass die großen Aktienindizes – trotz alledem – von einem Rekord zum nächsten eilten.

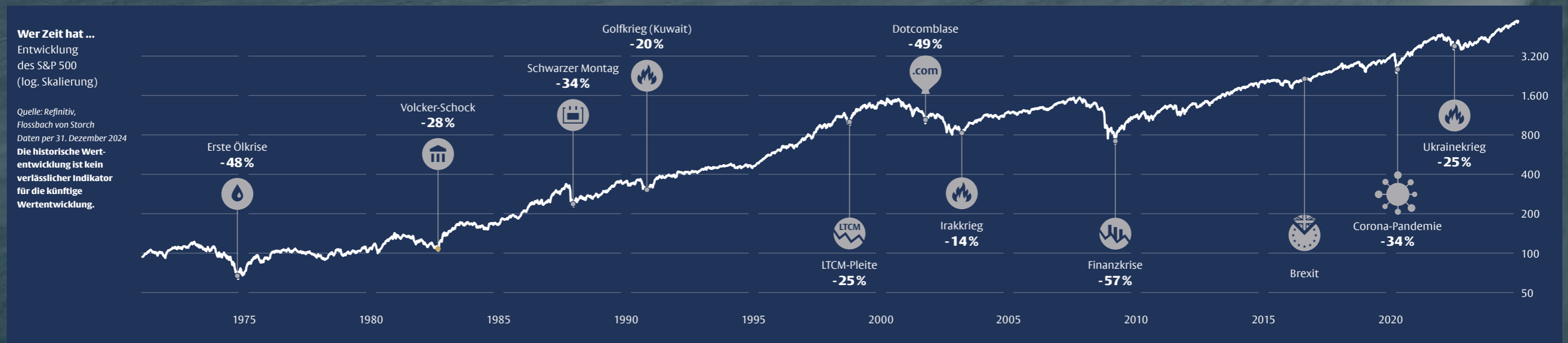
Es gibt Gründe für die Rally. Bisher haben die großen Tech-Konzerne die Erwartungen der Investoren stets (über-)erfüllt. Zudem gilt Trumps Wirtschaftspolitik als Unternehmensfreundlich. Bei all den wahnsinnig anmutenden und ängstlichen Plänen hat sein Wirken doch eine Konstante für Investoren bereit: Die Wall Street wird sein Korrektiv sein. Oder andersherum: Trump misst seinen persönlichen Erfolg vor allem an US-Aktienindexpunkten, weniger an seinen Beliebtheitswerten in Europa oder Asien. Dazu die Zinssenkungsfantasie in den USA und Europa.

GELDANLAGE MUSS KONSTRUKTIV SEIN

Geht die Rally weiter? Gut möglich. In einigen Fällen haben die Bewertungen aber Niveaus erreicht, die sehr viel des Guten vorwegnehmen, vielleicht zu viel. Rücksetzer, möglicherweise auch deutlichere, sind deshalb nicht ausgeschlossen, sondern sogar wahrscheinlich.

Aber droht deshalb der nächste große Crash? →

Geht die Rally weiter? Gut möglich.



Diese Frage bekommen wir mehrfach gestellt auf unserer Route – im Ruhrgebiet, in Niedersachsen, Sachsen und Berlin. Leider lässt sie sich nicht mit Sicherheit beantworten. Es gibt an der Börse – wie in fast allen Disziplinen des Lebens – nicht nur schwarz und weiß, sondern auch die vielen Grautöne.

Überhaupt – wer permanent in Angst lebt und auch so über das Investieren denkt, stets den nächsten Crash im Sinn hat, weil sich eben immer die passenden Gründe finden, wird seine Anlageziele vermutlich nicht erreichen. Unsere Botschaft, ganz gleich wo wir gerade sind, lautet denn auch: Seien Sie konstruktiv!

Das ist leichter gesagt als getan, zweifellos. Wer sich im Internet umtut oder Rednern bei Investoren-Konferenzen lauscht, der wird an der Reaktion des Publikums feststellen, dass am besten ankommt, was Angst macht: Crash. Absturz. Krise. So retten Sie Ihr Geld, bevor es mit Ihnen untergeht!

Untergangspropheten haben ganzjährig Konjunktur. Sie reihen Crash-Prognose an Crash-Prognose. Eine Haltung im Übrigen, die sich sehr leicht einnehmen lässt, weil man sich gewöhnlich nicht dafür rechtfertigen muss. Typ Mahner, einer, der sich nicht blenden lässt und deshalb über jeden Zweifel erhaben ist, der Tacheles redet. Er durchdringt, wo andere nur an der Oberfläche kratzen (können). Das ist die Wahrnehmung. Sein wichtigstes Pfund: Irgendwann wird es

an der Börse krachen, werden die Kurse deutlich zurückfallen. Wann, das ist den meisten Zuhörern anscheinend egal, und was zwischendrin passiert, ist es auch.

Das optimistischere Gemüt hat es dagegen schwer. Es gilt schnell als Einfaltspinsel und unbedarfter Geselle. Fast schon bemitleidenswert. Leider ist das so.

DIE RISIKEN IM BLICK HALTEN

Damit keine Missverständnisse aufkommen: Ein Investor sollte stets die Risiken im Blick haben, gerade in diesen Tagen; er muss es sogar – verschiedene Szenarien durchdenken, abwägen, was zu tun ist und was zu lassen. Sich die wichtigen und richtigen Fragen stellen, Was-wäre-wenn-Fragen. Alles andere ist grob fahrlässig. Man könnte es auch konstruktives Risikobewusstsein nennen.

Mindestens genauso wichtig wie das Wörtchen „Risiko“ ist dabei das vorangestellte Adjektiv „konstruktiv“. Denn es gibt einen Unterschied zwischen der Analyse von Risiken und Schwarzmalerei. Letzteres ist destruktiv, zumindest wenn es dauerhaft praktiziert wird, und genau das sollte Geldanlage niemals sein – destruktiv.

Wer sich stets darauf beschränkt, auf den nächsten Crash zu warten, also die Börse gänzlich meidet, wird keine Freude mit

seiner Geldanlage haben. Er wird sich zwar irgendwann auf die Schulter klopfen können im Wissen, recht gehabt zu haben; denn der Crash gehört nun mal zur Börse wie das Amen zum Gebet. Aber wird ihm das helfen? Die Kaufkraft seines Ersparnen erhält er nicht mit dieser Haltung, zumindest nicht dauerhaft.

Wir Europäer, insbesondere wir Deutschen, sind besonders anfällig für düstere Geschichten. Unser Umfeld ist geprägt davon. Nehmen wir die Medien, die Tages- und Online-Medien vor allen anderen. Eine Headline zur Aktienmarkt-Rally im täglichen Marktbericht interessiert weder den Redakteur noch seine Leserinnen und Leser. „Kursanstieg setzt sich fort.“ Zum Einschlafen, gähnend langweilig. Es sei denn, die Rally wird zum Vorbote der nächsten Krise umgedeutet: „Die unheimliche Rally – das kann, das wird niemals gut gehen.“ Und schon gehen die Abrufzahlen auf der News-Website nach oben ... Oder schauen wir in die Regale der Buchhandlungen, auf die Börsenliteratur: Auch dort ist der Crash das beherrschende Thema. Mal kommt er, mal ist er die Lösung, ein andermal ist er unvermeidlich – der finale Crash.

VORSICHTIG SEIN, ABER KEINE ANGST HABEN

Wir sind keine Kommunikationswissenschaftler; gleichwohl haben wir das Gefühl, dass beide Seiten, Sender und Empfänger, einander hochschaukeln. Die einen schreiben, was die anderen hören wollen, weil die lesen, was sie lesen wollen,

also das, was die Schreiber schreiben oder die Kommentatoren sagen – und immer so weiter. Alles andere, ein wohl-dosierter Optimismus, das Konstruktive, kommt dabei oft zu kurz. Jedenfalls in unseren Breitengraden.

Ganz anders sieht es in den USA aus. Der Börsenbuchbestseller dort heißt *The Intelligent Investor*, im FinanzBuch Verlag auch übersetzt als *Intelligent Investieren* erschienen. Ja, der Aktionär ist ein Investor oder Unternehmer, kein Spekulant und Hasardeur. So sehen das die Amerikaner. Harrisburg ist so verdammt weit weg!

Auch wenn sie uns unheimlich sind mit ihrem Dauerlächeln, ihrem Pathos, den Visionen und Träumen, ihrer Vorliebe für in die Jahre gekommene Präsidenten, uns damit abschrecken und meist ratlos zurücklassen: Es wäre nicht schlecht, wenn wir uns in Börsenangelegenheiten etwas von ihnen abgucken könnten.

Denn am Ende haben die Amerikaner recht: Das Auf ist in Summe deutlich stärker als das Ab. Ein kurzer Blick auf die langfristigen Kurscharts der großen Aktienindizes sollte eigentlich genügen (vgl. Grafik). Viele der Crashes, die wir in den vergangenen Jahrzehnten erlebt haben, lassen sich darauf kaum oder gar nicht erkennen.

Der nächste Crash kommt, gewiss – irgendwann. Und es wird nicht lange dauern, bis er wieder vergessen sein wird. ♦

LAST

MAN

STANDING

Donald Trump zieht abermals ins Weiße Haus ein. Was bedeutet seine zweite Präsidentschaft für Jerome Powell, den Mann an der Spitze der US-Notenbank?

von Yannick Dölller

„Schlimmer als China-Machthaber Xi Jinping“. Das sind – sinngemäß – die Worte Donald Trumps über Jerome Powell gewesen. Ein Staatsfeind an der Spitze der der US Federal Reserve, kurz Fed, der mächtigsten Notenbank?

2019 war das. Trump drängte, während seiner ersten Amtszeit, auf weitere Zinssenkungen – aber Powell ließ sich nicht drängen. Die Zinspolitik sei Sache der Notenbank, nicht die der Regierung, Punkt!

Eine solche Abfuhr ist Trump nicht gewohnt gewesen. Schon gar nicht von einem Mann, den er ein Jahr zuvor selbst ins Amt gehievt hatte. Powell war auf Janet Yellen gefolgt. Ein Politologe und Jurist, zudem seit 2012 einfaches Mitglied des Fed-Vorstands.

POWELL HAT DAS „RICHTIGE“ PARTEIBUCH

Im Gegensatz zu Yellen hatte Powell aber das richtige Parteibuch, zumindest

aus Trumps Sicht: das der Republikaner. Und er war gut in der Partei vernetzt, galt zudem, so wie seine Vorgängerin, als Freund einer vergleichsweise lockeren Geldpolitik. Zumindest hieß es das damals. Also eher Taube als Falke, vielleicht auch irgendetwas dazwischen. Die „Süddeutsche Zeitung“ schrieb seinerzeit, Powell sei für Trump die bessere Janet Yellen.

Für Trumps persönliche Leistungsbilanz war und ist der Aktienmarkt, die Wall Street, ein wichtiger Indikator. Dafür hat er billiges Geld gebraucht, also die Fed – damals wie heute.

Trumps erste Präsidentschaft endete 2020. Und Joe Biden, sein Nachfolger im Weißen Haus, brauchte kein billiges Geld, zumindest nicht zuallererst. Er und Powell mussten sich mit einem ganz anderen Problem herumschlagen.

SO WIE PAUL VOLCKER ...

Denn die jahrelang ultralockere Geldpolitik hatte die Inflationsrisiken deutlich erhöht. Mit den kaputten Lieferketten infolge der Corona-Pandemie und dem Angriffskrieg Russlands in der Ukraine brachen diese Risiken hervor; die Inflationsraten kletterten so hoch wie zuletzt in den 1980er-Jahren, auf zeitweise mehr als zehn Prozent.

Powell steuerte gegen – und hob die Zinsen so rasch an wie niemals zuvor. Auf dem jährlichen Notenbankertreffen in Jackson Hole in Wyoming im Spätsommer 2022 sagte er, dass die Fed nicht aufhören werde, bis ihr Job getan, nämlich die Inflation im Griff sei.

Immer wieder verwies er in seiner Rede auf Paul Volcker, einen seiner Vor-Vor-Vorgänger. In den frühen 1980er-Jahren hatte der die damals aberwitzig hohe Inflation – es waren knapp 20 Prozent – in den Griff bekommen, indem er den Zins einfach noch höher hob als die Teuerungsrate, auf zeitweise mehr als 20 Prozent. Und die Inflation schlussendlich besiegte.

Niemand, der in Jackson Hole dabei war, wird später an Powells Entschlossenheit zweifeln. Da stand einer, der es ernst meinte ... und recht behalten hat, bislang zumindest: Die Konsumenten-inflation ist seither deutlich gesunken, auf zuletzt 2,7 Prozent. Und die Sorge, dass die restriktivere Geldpolitik der US-Wirtschaft und damit dem Arbeitsmarkt spürbar schaden könnte, hat sich nicht bewahrheitet.

Es entbehrt nicht einer gewissen Ironie, dass Donald Trump, ein Freund der „laxen“ Geldpolitik, bei seiner Wiederwahl vor allem von einem Thema profitiert hat: der Inflation! Die massive Teuerung in den vergangenen Jahren, insbesondere der Preisanstieg für Güter des täglichen Lebens, hat viele US-Amerikaner hart getroffen. Sie hoffen auf Trump – auf dessen Wirtschaftskompetenz und Sorge um die „einfachen“ Arbeiter.

TRUMPS PLÄNE WIRKEN INFLATIONÄR

Ob das Thema Geldwertstabilität tatsächlich ganz oben steht auf Trumps To-do-Liste, ist fraglich. Trump möchte die Steuern senken, gleichzeitig kräftig investieren, in das Militär und den Grenzschutz etwa, und die heimische

Wirtschaft durch Importzölle schützen. All das wirkt inflationär! Inwieweit sich die geplanten Ausgaben über die angekündigten Einsparungen finanzieren lassen – abwarten.

Wahrscheinlich ist, dass die Staatsschulden der USA weiterwachsen werden, womöglich noch schneller als zuvor. Trump braucht deshalb die Fed, braucht niedrige Zinsen, um den Schuldenberg langfristig bezahlen zu können. Powell dagegen ist als Fed-Chef zuallererst dem Geldwert verpflichtet – und nicht dem Staatshaushalt.

Man muss kein Hellseher sein, um vorherzusagen, dass die beiden in den kommenden Monaten häufiger aneinandergeraten werden. Die Versuche Trumps, Einfluss zu nehmen auf die Geldpolitik, dürften jedenfalls vehementer werden. Bereits im Wahlkampf hatte er mehrfach gefordert, als Präsident künftig bei Notenbankentscheidungen ein Wörtchen mitzureden. Elon Musk, sein wichtigster Helfer, sinniert öffentlich darüber, die Notenbank doch besser ganz abzuschaffen.

Powells Mandat gilt bis Mai 2026. Dass Trump ihn darüber hinaus als Fed-Chef bestätigt, gilt als ausgeschlossen. Auf die Frage einer Journalistin im Anschluss an die jüngste Notenbanksitzung, ob Powell denn angesichts des Wahlausgangs zurücktreten werde, antwortete der nur ein Wort: „Nein!“

Powell lässt sich nicht vom Hof jagen. Powell nimmt sein Mandat ernst. ♦

Yannick Dölller arbeitet als freier Journalist

von Julian Marx

NAHE

AM

Der Abgesang auf die deutsche Wirtschaft ist zu einem Dauerrauschen verkommen. Dabei mangelt es auch außerhalb Deutschlands nicht an Problemen. Doch beim Blick auf die Schwächen wird oft vernachlässigt, welche Chancen noch vor uns liegen.

ABSTELLGLEIS

Anhaltende Konflikte, politische Turbulenzen und eine Wirtschaft vor großen Herausforderungen: Die Stimmung am Standort Deutschland ist derzeit düster und die Unzufriedenheit in vielen Bereichen groß; und das nicht erst seit gestern. Auch in unserem Büro berichten insbesondere die Pendlerinnen und Pendler seit Jahren regelmäßig über Unregelmäßigkeiten. Anfangs mit Humor, doch mit der Zeit auch durchaus ernsthaft genervt und immer resignierter. Weil sich an den alltäglichen Problemen einfach gar nichts zu verbessern scheint.

Wer sich mit dem Auto in den Kölner Großstadtdschungel wagt, muss wegen der oft jahrelangen und immer wieder wechselnden Baustellen oft erhebliche Verzögerungen in Kauf nehmen. Insbesondere zu Stoßzeiten staut sich der Verkehr auf wichtigen Strecken. Wenn es dann noch zu einem Unfall kommt, ist der wohlverdiente Feierabend oft gelaufen. Von Terminausfällen ganz zu schweigen. Also erschien mir die Bahn als die bessere Alternative. Und so pendle ich seit vielen Jahren zwischen Köln Messe/Deutz und Troisdorf, das auf der Strecke zum Flughafen Köln-Bonn liegt, mit dem Zug. Hier verkehren laut Fahrplan fünf Linien. Das ergibt eine Abfahrt im 10-Minuten-Takt bei 20 Minuten Fahrtzeit. Läuft, sollte man meinen.

Doch wie die meisten Kollegen kann auch ich nahezu Woche für Woche von Zugausfällen und/oder Verspätungen berichten. Von der Bahn gern genannte Gründe – krankheitsbedingte Personalausfälle, Weichen- oder Stellwerksstörungen, Verspätungen von vorausfahrenden Zügen – kennt die Bahnpendlerfraktion in- und auswendig. An einem grauen Novembermorgen im vergangenen Jahr erschien mir daher eine Baustelle am Troisdorfer Bahnhof zwar lästig, aber als Hoffnungsschimmer. Gleise sollten ausgetauscht werden. Das könnte die Lage verbessern. Laut Ankündigung sollten in der Bauphase immerhin zwei Linien statt fünf fahren. Ein 30-Minuten-Takt – durchaus akzeptabel also. Doch bereits am ersten Tag sorgte ein „kurzfristiger Personalausfall“ für einen Zugausfall, am Tag danach eine verspätete Bereitstellung des Zuges. Und so ähnlich ging es dann weiter. Die Baustelle ist inzwischen abgeschlossen – doch der ganz normale Pendleralltag läuft auf dieser Strecke einfach weiter. Immer noch mit derselben gefühlten Frequenz an Verspätungen und Zugausfällen.

Das Beispiel Bahn zeigt, es läuft bei uns nicht rund. Nicht mit der Bahn, nicht auf der Straße und nicht in Deutschland. Doch so mancher hat es satt, ewig zu jammern. Also besser einen Schlusstrich ziehen – womöglich also, wie inzwischen häufiger debattiert, auswandern?

ALTERNATIVE USA MIT SICHERHEITSPROBLEMEN ...

In den Vereinigten Staaten von Amerika gibt es aus wirtschaftlichen Gesichtspunkten viel Positives zu berichten. Es ist die größte Volkswirtschaft der Welt. Die Wirtschaft brummt und acht der zehn wertvollsten Unternehmen der Welt sind dort beheimatet.

Doch können die wirtschaftlichen Erfolge kaum über andere Probleme hinwegtäuschen. Die Lebenserwartung in den USA lag zuletzt vier Jahre unter dem EU-Durchschnitt. Ein Grund ist die erhebliche Waffengewalt, sodass Mord und Totschlag in Relation zur Bevölkerungsgröße siebenmal so häufig vorkommen als in Deutschland.

Auch wiegt die soziale Ungleichheit im Land schwer. So lag das Nettoeinkommen in den USA, das einem Singlehaushalt im Bedarfsfall durch soziale Sicherungsnetze bereitgestellt wird, nach Angaben der Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) im Jahr 2023 bei gerade einmal sechs Prozent des verfügbaren Medianeinkommens. Kein anderes OECD-Land weist einen niedrigeren Wert auf. Der OECD-Schnitt beträgt etwa 35 Prozent. Im Ergebnis gibt es kaum eine andere entwickelte Volkswirtschaft, in der das Gefälle zwischen Armut und Reichtum so ausgeprägt ist wie im Land der unbegrenzten Möglichkeiten. Der American Dream ist für Millionen US-Amerikanerinnen und US-Amerikaner eher ein Albtraum.

... UND CHINAS WACHSTUMSMODELL ZEIGT RISSE

China ist die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, das Wachstum der vergangenen Jahrzehnte war beeindruckend. Zudem werden Großprojekte dort oft in einem atemberaubenden →

Tempo abgewickelt. Es könnte also eine Alternative sein, zumindest für Macher. Denn China ist keine Demokratie, wie wir sie kennen. Und selbst die vermeintlich hohe Effizienz offenbart auf den zweiten Blick Schattenseiten.

So strömen seit Jahrzehnten die Menschen vom Land in die Städte, wo weit mehr zu verdienen ist. Dieser Zustrom wurde zwar streng reguliert. Doch das Streben nach Urbanisierung hat dazu geführt, dass neuer Wohnraum in einem Ausmaß geschaffen wurde, der die Geschwindigkeit der Besiedlung in vielen Fällen deutlich überstiegen hat. Selbst wenn alle Immobilien in einer dieser neu geschaffenen Städte verkauft werden konnten, soll es in diesem riesigen Land nicht ungewöhnlich sein, dass der Leerstand bei mehr als 80 Prozent liegt. Leben in Geisterstädten, weil unzählige Quadratmeter Wohn- und Gewerbeflächen leer stehen, die ihre Entstehung auch der Spekulation verdanken – eine politisch induzierte Immobilienblase, die ihresgleichen sucht.

Egal also, ob mit Blick auf die Deutsche Bahn, die soziale Kluft in den USA oder die chinesische Immobilienblase: All diese Probleme sind deprimierend, weil sie hausgemacht und nicht neu sind. Dennoch sind sie ungelöst – in allen Teilen der Welt. Ist es also eine gute Alternative, in die Ferne zu flüchten, wo andere Unzulänglichkeiten lauern? Richten wir lieber einen Blick auf bisher Erreichtes – und überlegen, was noch (an Positivem) auf uns zukommen mag.

**ENORME EFFIZIENZGEWINNE
IM AGRARSEKTOR**

Es gibt wenige Bereiche, in denen der Fortschritt auch bei uns so offenkundig ist wie in der Landwirtschaft. Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Agrarsektors hat sich seit dem späten 19. Jahrhundert rapide gewandelt. In Deutschland lag der Anteil der Landwirtschaft an der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung im Jahr 1880 bei etwa 36 Prozent. Im Jahr 2021 waren es lediglich 0,8 Prozent. Waren 1880 noch fast die Hälfte aller Erwerbstätigen in der Landwirtschaft tätig, ist dieser Anteil in Deutschland auf zuletzt etwa zwei Prozent gesunken. Dabei wird heute in diesem Sektor deutlich mehr produziert.

So war Mangelernährung vor 120 Jahren nichts Ungewöhnliches. Denn um das Jahr 1900 produzierte ein Bauer lediglich Nahrungsmittel für vier Personen. Heute sorgt er für weit mehr als 100 Menschen. Bessere Anbaumethoden, eine mechanisierte und spezialisierte Bewirtschaftung der Ackerflächen haben ebenso zu diesem Erfolg beigetragen wie künstlicher Dünger. So wurde um die Jahrhundertwende Getreide von Hand gemäht, zusammengeharkt und zu Garben gebunden, die dann zum Trocknen aufgestellt werden mussten. Einige Tage später wurden sie mit Pferdefuhrwerken aufgeladen und in die Scheunen gefahren. Erst im Winter wurde mit Dreschfliegeln dann das Korn gedroschen. Später halfen hier Dreschmaschinen. Heutzutage erfolgen Mähen und Dreschen längst in einem Arbeitsgang. Und ein hochmoderner Mähdrescher wie der New Holland CR11 verfügt über einen 20.000 Liter großen „Korntank“ und hat ein Schneidwerk mit einer Breite von bis zu 18 Metern. Für Felder, die früher von vielen Menschen tage- und wochenlang abgeerntet und deren Korn noch gedroschen wurde, benötigt der CR11 heute wenige Stunden.

Diese immensen Effizienzgewinne sind beeindruckend – trotz der jahrzehntelangen Diskussionen um Überdüngung, Massentierhaltung oder die Umgestaltung der Landschaft. So haben sich die Hektarerträge von Kartoffeln, Roggen oder Weizen seit dem späten 19. Jahrhundert vervielfacht. Wurden in den Jahren 1881 bis 1885 beispielsweise gut acht Tonnen Kartoffeln pro Hektar geerntet, waren es Anfang unseres Jahrtausends rund fünf Mal so viel (vgl. Grafik 1).

Und dieser Fortschritt muss keineswegs zu Ende sein. So wird inzwischen mit Drohnen gearbeitet, nicht nur um Zwischenfälle mit Wildtieren zu vermeiden. Auch der Einsatz von Pflanzenschutzmitteln und Düngung kann so immer mehr optimiert werden. Dabei hilft auch die Forschung an immer neuen Sorten, die gegen viele Krankheiten resistent sind. Und mithilfe von Künstlicher Intelligenz warten weitere, innovative Lösungsansätze.

WICHTIGE ENTDECKUNGEN IM GESUNDHEITSWESEN

Auch abseits der Landwirtschaft hat sich viel getan. Dabei hat in einigen Fällen der Zufall geholfen.

Der Erzählung nach war es eine kleine Schlamperei, die dem späteren Nobelpreisträger Alexander Fleming half, den Weg für ein massentaugliches Antibiotikum zu bereiten. Als der schottische Arzt am 28. September 1928 aus den Sommerferien in sein Labor im Londoner St. Mary's Hospital zurückkehrte, machte er eine erstaunliche Entdeckung. Vor seiner Abreise hatte er an sogenannten Staphylokokken geforscht und die Bakterien in Petrischalen angesiedelt. Weil er das Gefäß ungewaschen zurückgelassen hatte, hatte sich dort während seiner Abwesenheit ein Schimmelpilz gebildet. Fleming bemerkte, dass in der Nähe des Pilzes keine Bakterien mehr zu finden waren. Daraus leitete er ab, dass der Pilz „Penicillium notatum“ bestimmte Bakterien töten könne. Den Wirkstoff nannte er Penicillin.

Seine Entdeckung publizierte er 1929 im „British Journal of Experimental Pathology“. Beachtung fand Flemings Veröffentlichung zunächst kaum. Auch, weil sich die Substanz zunächst als instabil und in reiner Form schwer herstellbar erwies. Damit drohte Fleming das gleiche Schicksal wie dem Franzosen Ernest Duchesne oder dem Italiener Bartolomeo Gosio, die Ende des 19. Jahrhunderts über die antibiotische Wirksamkeit bestimmter Schimmelpilze berichtet hatten. Den Wendepunkt für seine Entdeckung brachte das Jahr 1940, als es einem Forscherteam in Oxford gelang, eine reine Form von Penicillin synthetisch herzustellen und dessen Eigenschaften genauer zu untersuchen. 1941 konnte die Wirksamkeit des Penicillins bei Menschen bewiesen werden. Es folgten große Bemühungen auf beiden Seiten des Atlantiks, die schließlich zu einem wirksamen Medikament führten, das rasch in großen Mengen produziert wurde. Erste große Feldversuche gab es auf den Schlachtfeldern des Zweiten Weltkriegs. Soldaten, denen man früher Gliedmaßen amputiert hätte oder die an Wundbrand gestorben wären, überlebten. Seither rettete die Erfindung der Antibiotika unzählige Menschenleben.

**LEBENSERWARTUNG
IN 150 JAHREN VERDOPPELT ...**

Diese und weitere wichtige Erfindungen haben den Weg zu erheblichen Fortschritten im Gesundheitswesen eingeleitet, und gemeinsam mit einer verbesserten Hygiene und →



**Deutliche Produktivitätsgewinne
in der Landwirtschaft**
Durchschnittliche Hektarerträge von Kartoffeln, Roggen und Weizen*
(indexiert auf 1881-1885 = 100)

* Durchschnittlicher Anstieg der Ernteerträge von 1881/85 bis 2004/06:
Roggen: 9,9 auf 54,1 Doppelzentner (dz)
Weizen: 12,9 auf 76,5 dz
Kartoffeln: 84,3 auf 415,8 dz

Quelle: Bundeszentrale für politische Bildung, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

In einer alternden Gesellschaft wie der deutschen sind Fortschritte notwendig, wenn das erreichte Wohlstandsniveau langfristig erhalten und weiter ausgebaut werden soll.

Ernährung zu erstaunlichen Erfolgen bei der Lebenserwartung beitragen können. So kann der langfristige Trend einer steigenden Lebenserwartung in Deutschland rückblickend seit der Veröffentlichung der ersten allgemeinen Sterbetafel von 1871/1881 für das damalige Reichsgebiet beobachtet werden. Seinerzeit betrug die durchschnittliche Lebenserwartung bei Geburt für Männer 35,6 und für Frauen 38,5 Jahre. Nach den Ergebnissen der Sterbetafel 2021/2023 hat sich die Lebenserwartung hierzulande mittlerweile mehr als verdoppelt und liegt bei 78,2 Jahren für Männer beziehungsweise 83,0 Jahren für Frauen. Spiegelbildlich dazu konnte die Säuglingssterblichkeit (im ersten Lebensjahr gestorbene Kinder) in Deutschland erheblich gesenkt werden. Starben – je 1.000 Lebendgeborenen – Ende des 19. Jahrhunderts noch mehr als 200 Kinder im 1. Lebensjahr, waren es 1938 bereits nur noch etwa 60. Heute sterben nur noch etwa drei von 1.000 Lebendgeborenen.

... UND DIE FORSCHUNGS-PIPELINE IST VOLL

Und das Schöne dabei: Die erzielten Fortschritte bedeuten noch lange nicht das Ende der Fahnenstange. Beispielsweise schrieb der US-amerikanische Pharmaverband PhRMA Ende 2023, dass sich rund 1.600 Arzneimittel und Impfstoffe gegen Krebs in klinischer Entwicklung befinden. Zwar dürfte ein Großteil davon nie zugelassen werden; so schafften es zwischen 2006 und 2015 nur 5,1 Prozent der Krebsmedikamente zur Marktreife. Optimistisch stimmt dennoch, dass sich die Pipeline möglicher Wirkstoffe gegenüber 2014 mehr als verdoppelt hat. Darunter sind nach Branchenangaben zudem zahlreiche innovative Ansätze, welche die Art und Weise, wie Medizinerinnen und Mediziner bösartigen Erkrankungen begegnen, grundlegend verändern könnten. Ein möglicher Stillstand im Gesundheitswesen liegt also in weiter Ferne.

Auch aussichtsreiche Perspektiven in der Medizin sind nicht zuletzt eng mit Fortschritten im Bereich der Künstlichen Intelligenz (KI) verknüpft. Im Jahr 2019 gelang es beispielsweise einem Münchner Forscherteam, Krebsmetastasen mit einem Algorithmus automatisiert zu erkennen. Mithilfe

von Laser-Scanning-Mikroskopen war es den Forschern bei Mäusen möglich, kleinste Metastasen bis hin zu einzelnen Krebszellen im transparenten Gewebe der Mausekörper zu erkennen. Weil eine manuelle Analyse solcher Bilddaten jedoch zeitaufwendig wäre und die bis dahin verfügbaren Algorithmen nur eine begrenzte Zuverlässigkeit und Verarbeitungsgeschwindigkeit boten, entwickelte das Forscherteam einen Deep-Learning-Algorithmus namens DeepMACT. Dieser erfasst die Metastasen mit einer vergleichbaren Genauigkeit wie ein menschlicher Experte in mehr als 300-facher Geschwindigkeit. So soll sich die manuelle Erkennungsarbeit von Monaten in weniger als einer Stunde erledigen lassen. Wie wertvoll ein derartiger Fortschritt für viele Krebspatienten und ihre Angehörigen sein kann, zeigt sich daran, dass mehr als 90 Prozent der Patienten nicht an den Folgen des zuerst erkannten Tumors sterben, sondern an den Folgen der Metastasen.

Auch in anderen Bereichen bestehen zahlreiche Möglichkeiten, wie KI die Arbeit der Menschen automatisieren und verbessern kann. Unter dem Schlagwort Industrie 4.0 wird etwa die angestrebte intelligente Vernetzung von Maschinen und Abläufen in der Industrie zusammengefasst. Immer mehr Ideen finden praktische Anwendung. Zahlreiche Anwendungsbeispiele sind auf den Seiten des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz veröffentlicht.

Beispielsweise setzt der Geschäftsbereich Diesel Systems der Robert Bosch GmbH in Homburg im Saarland auf eine innovative Lösung, welche die Transparenz im Wertstrom steigert. Dabei werden mithilfe von „Radio Frequency Identification“-Tags Teile und Packeinheiten individualisiert und können so berührungslos und ohne Sichtkontakt automatisiert gebucht werden. Dadurch lässt sich ihre Position in der Logistikkette eindeutig ermitteln und die Transparenz der Lieferkette steigern.

Die Firma Kaeser Kompressoren aus Coburg setzt auf einen verbesserten Kundenservice durch eine vorausschauende Wartung. Dafür werden die Sensoren in Druckluftkompressoren in Echtzeit überwacht. Dies ermöglicht das Erkennen von Mustern, die auf einen baldigen Ausfall hinweisen. Die

laufende Auswertung der Daten ermöglicht es, notwendige Wartungsarbeiten frühzeitig zu erkennen und entsprechende Serviceaufträge rechtzeitig anzustoßen.

BAHN FREI FÜR INNOVATIONEN

Die Liste der neuen Entwicklungen ist lang – in vielen Bereichen. In Deutschland. Doch nur in den seltensten Fällen erfahren die Entdeckungen eine breite mediale Aufmerksamkeit. Eine ermutigende Ausnahme war die Entwicklung eines Covid-19-Impfstoffs durch das Mainzer Immuntherapie-Unternehmen BioNTech.

Auch wenn also der Fortschritt nicht immer offensichtlich ist, ist er doch gegenwärtig. Graduell, aber beständig werden Prozesse optimiert und Automatisierungsschritte vorangetrieben. In der Logistikbranche ebenso wie in der Landwirtschaft. Im Gesundheitswesen, in der Industrie und in einigen Fällen selbst in der öffentlichen Verwaltung.

In einer alternden Gesellschaft wie der deutschen sind solche Fortschritte auch notwendig, wenn das erreichte Wohlstandsniveau langfristig erhalten und weiter ausgebaut werden soll. Das bleibt eine Herausforderung. Zuversicht lässt sich auch daraus ziehen, dass erhebliche Effizienzgewinne in den vergangenen Jahrzehnten stets Humankapital freigesetzt haben, das sich um andere Bereiche kümmern konnte. In der modernen Gesellschaft können sich immer mehr Menschen Themen wie Forschung und Entwicklung widmen. So ist in Deutschland das Personal in diesem Bereich zwischen 2012 und 2022 um 33 Prozent auf 785.420 Personen angestiegen. Grund zu hoffen, dass sich unsere Gesellschaft noch lange nicht auf dem Abstellgleis befindet. ♦

Julian Marx ist Analyst bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

Seit 1925 sah die ökonomische Lage für Volkswirtschaften und Unternehmen schon oft düster aus. Wie die wirtschaftliche Entwicklung dennoch immer wieder vorangetrieben wurde.

EIN JAHR- HUNDERT DER VISIONÄRE



HENRY FORD
MIT DEM FLIESSBAND ZUR WELTSPITZE

Carl Benz hatte das erste Auto bereits 1886 zum Patent angemeldet. Daher ist es zunächst nichts Besonderes, als Henry Ford 1908 das „Model T“ zum Verkauf anbietet. Dieses Fahrzeug ist sehr reduziert und vor allem darauf ausgerichtet, dass es möglichst einfach zu bedienen und zu reparieren ist. Ziel seines Erfinders ist es, ein Automobil für die „gemeinen Menschen“ zu bauen.

Doch für die meisten ist ein Auto unerschwinglich. Das ändert sich mit der Einführung des Fließbands in Fords Fabriken. 1908 beginnt die Versuchsphase. Bis 1913 schmilzt die Arbeitszeit pro Auto von zwölfeinhalb Stunden auf 93 Minuten. Entsprechend sinken die Preise und der Absatz steigt rasant. Bis 1927 werden allein in den USA 15 Millionen Einheiten des „Model T“ produziert – das meistverkaufte Fahrzeug der Welt. In Europa dominieren im selben Jahr Renault, Citroën und Fiat. Auch sie setzten früh auf das Fließband. Im Deutschen Reich machten das in den 1920ern vor allem Brennabor, Opel und Hanomag.



FRANKLIN D. ROOSEVELT
HOFFNUNG IN DER DEPRESSION DER 1930ER

Von 1925 bis 1929 verdreifachen sich die Kurse an der Wallstreet auf mehr als 380 Punkte, gemessen am US-Aktienindex Dow Jones Industrials. Doch am 24. Oktober 1929 kommt es zum Crash, der viele ruiniert. Bis zum Jahr 1932 sinkt nicht nur der Indexstand auf 41 Punkte. In den USA werden Tausende Banken zahlungsunfähig. Geschäfte und Fabriken müssen schließen. Die Einkommen auf Farmen sinken auf die Hälfte des Vorkrisenniveaus. Jeder Vierte ist arbeitslos.

In diesem Jahr gewinnt Franklin D. Roosevelt die Präsidentschaftswahl mit dem „New Deal“. Mehrere Beschäftigungsprogramme zum Ausbau von Infrastruktur holen die Arbeitslosen von der Straße. Mindestlöhne werden gesichert, eine Renten- und Arbeitslosenversicherung eingeführt. Diese Politik lindert die Not, verdoppelt aber die US-Schuldenquote von 1933 bis 1936 auf 40 Prozent des Bruttoinlandprodukts (BIP). Aber Roosevelt stärkt das Vertrauen in die Politik. In der Weimarer Republik, die ab 1929 stark von der Weltwirtschaftskrise betroffen ist, versiebenfacht die NSDAP hingegen 1930 ihre Stimmen und wird zweitstärkste Partei.

GENERAL MOTORS
WERTVOLLSTES UNTERNEHMEN 1927

1908 gegründet, kauft General Motors in den Folgejahren mehrere Automarken. Ab 1924 bietet das Unternehmen verschiedene Fahrzeuge „für jeden Zweck und Geldbeutel“ an. Ein Designteam wird 1927 angeheuert. Ein Vertriebssystem beflügelt den Absatz. Mit diesen modernen Managementmethoden verweist General Motors Ende der 1920er-Jahre den Pkw-Platzhirschen Ford auf Rang zwei und steigt 1927 zum wertvollsten Unternehmen der Welt auf.

In Deutschland ist die Deutsche Reichsbahn 1938 mit mehr als 700.000 Mitarbeitern das größte Unternehmen. Ein Staatsbetrieb, der die bis 1919 landesweit tätigen Eisenbahnen vereint und deren Gewinn als Reparationen abgeführt werden muss. Ab 1924 eigenständig, glänzt er mit Innovationen und mischt auch bei Geschwindigkeitsrekorden mit. So verbinden die Großstädte schnelle „Triebwagen“: Einer davon, der „Fliegende Hamburger“, fährt im Mai 1933 von Berlin Lehrter Bahnhof zum Hamburger Hauptbahnhof mit einer Fahrtzeit von 138 Minuten. Weltrekord – der erst 64 Jahre später von ICEs unterboten wird.



WINSTON CHURCHILL

MIT NETWORKING AB 1940 AUS DER DEFENSIVE

1940 wird Winston Churchill britischer Premierminister. Rasch gerät er in eine Debatte über eine Kapitulation Großbritanniens. Die Lage sieht düster aus. Hitlers Truppen sind bis nach Paris vorgedrungen. Die Sowjetunion und Italien stehen auf der Seite von Nazi-Deutschland und Großbritannien ist für einen direkten Konflikt nicht gerüstet. Churchill lehnt eine Offerte Hitlers ab, hält seine „Blut, Schweiß und Tränen“-Rede – und beginnt eine erfolgreiche Bündnispolitik.

Churchill gewinnt den US-Präsidenten Franklin D. Roosevelt als Alliierten. Waffenhilfe wird vereinbart und, da die Mittel Großbritanniens beschränkt sind, können die Briten beispielsweise Kriegsschiffe von den USA „ausleihen“. Nach Hitlers Überfall auf die Sowjetunion im Sommer 1941, bietet Churchill auch Josef Stalin einen Platz im Bündnis an. Als die USA nach dem Überfall auf Pearl Harbour in den Krieg eintreten, einigen sich die Alliierten darauf, zunächst Deutschland zu bekämpfen. Der Rest ist Geschichte. Drei Monate nach Kriegsende wird Churchill trotz seiner Erfolge abgewählt.

FLEMING, FLOREY, MOYER

LEBENSWICHTIGES PENICILLIN IN KRIEGSTAGEN

1928 hat der schottische Arzt Alexander Fleming Penicillin entdeckt. Doch es dauert eine ganze Weile, bis das Mittel verwendet werden kann. Nach seiner Entdeckung entwickeln Howard Florey und Ernst Boris Chain von der Universität Oxford die Substanz zu einem klinisch wirksamen Produkt weiter. Doch das Mittel ist zunächst sehr schwierig zu gewinnen. 1941 wird es erstmals an einen Menschen verabreicht.

Mit dem Ausbruch des Zweiten Weltkriegs werden große Mengen Penicillin gebraucht. Die Forschung läuft auf Hochtouren. Florey und Chain suchen Unterstützung in den USA und treffen auf Andrew J. Moyer. Innerhalb von sechs Monaten erzielt das britisch-amerikanische Forscherteam exponentiell höhere Ausbeuten bei der Züchtung von Penicillin-Stämmen. Unterstützt durch die US-Regierung und Unternehmen wie MSD Sharp & Dohme, Pfizer, Squibb & Sons sowie die britische Glaxo und ICI kann rasch in Masse produziert werden. Fleming, Florey und Chain erhalten dafür 1945 gemeinsam den Nobelpreis.

HARRY S. TRUMAN

UND DER BEGINN DES WIRTSCHAFTSWUNDERS

Nach dem Zweiten Weltkrieg werden mehr als 60 Prozent der weltweiten Industriegüter in den USA produziert. 70 Prozent der Goldreserven liegen dort. Europaweit sind hingegen viele Häuser, Infrastruktur und Produktionsstätten zerstört. Nach Holocaust und Krieg beschränkt der Industrieplan des Alliierten Kontrollrates die Kapazität der deutschen Rohstoff- und Fertigungsindustrie auf die Hälfte der Vorkriegsproduktion.

Doch rasch entstehen Spannungen zwischen den USA und der Sowjetunion. Die USA wollen eine Ausdehnung des Kommunismus verhindern. Im März 1947 formuliert US-Präsident Harry S. Truman den Grundsatz der USA, „freien Völkern beizustehen, die sich der angestrebten Unterwerfung durch bewaffnete Minderheiten oder durch äußeren Druck widersetzen“. Kurz darauf folgen die Teilung Deutschlands und der Marshallplan, der Hilfen für jene Länder Europas vorsieht, die sich auf eine gemeinsame wettbewerbsorientierte Wirtschaftsordnung verständigen. 16 europäische Länder einigen sich darauf – auch das westliche Deutschland.

**VOLKSWAGEN**

WACHSTUMSUNTERNEHMEN DER 1950ER-JAHRE

Auf dem Börsenzettel von 1958 steht in der Bundesrepublik als größtes Unternehmen Krupp. Doch gemeinhin steht vor allem die Autoindustrie für das deutsche Wirtschaftswunder der 1950er- und 1960er-Jahre. Während Anfang der 1950er-Jahre Motorräder und italienische Vespas die Straßen dominieren, verbreiten sich bald Autos. 40 Prozent der Fahrzeuge sind hierzulande in diesem Jahrzehnt Volkswagen.

Und das ist zu dieser Zeit der VW „Käfer“, damals liebevoll „Limousine“ genannt. Dieser ist ab 1934 im Auftrag des NS-Staates entwickelt worden. Nach Kriegsende beginnt die Serienproduktion. Nach Zahlen im „History“-Teil der VW-Website steigt die Zahl der produzierten Fahrzeuge von 1950 bis 1960 von knapp 90.000 auf 890.000 Fahrzeuge. Der Umsatz legt von 411 Millionen auf 3,9 Milliarden Mark zu. Ein Wachstumsunternehmen, an dem die Regierung Bürger beteiligen will. Und so werden im Juli 1961 etwa 60 Prozent der VW-Aktien privatisiert. 1965 sind jedoch die meisten Kleinanleger schon wieder ausgestiegen.

DIE US-NOTENBANK

UND DAS SCHULDENWUNDER DER 1960ER-JAHRE

Bis 1946 ist in den USA durch die hohen Kriegskosten die Schuldenquote auf 106 Prozent des Bruttoinlandsprodukts gestiegen. Zudem entfallen nun die staatlichen Militäraufträge, die bisher für hohes Wachstum sorgten. Und so verharrt die US-Wirtschaft in den ersten Nachkriegsjahren auf tiefem Niveau. Erst ab 1950 springt die Wirtschaft wieder an und entwickelt sich bis Ende der 1960er-Jahre dynamisch.

Die Regierung Truman besteht darauf, dass die US-Notenbank die im Zweiten Weltkrieg eingeführte Deckelung von Anleihen beibehält. Bis 1965 bleiben die Renditen auf kurz und lang laufende US-Staatsanleihen damit jeweils unter den jährlichen Wachstumsraten. Daher verharrt der Realzins in dieser Zeit auf einem tiefen Niveau und bewegt sich in vielen Jahren sogar auf negativem Terrain. Auch die Spar- und Kreditzinsen werden staatlich kontrolliert. Es ist zudem nicht möglich, Geld im Ausland anzulegen. Und so erreicht die US-Schuldenquote 1955 bereits 53 Prozent und fällt bis 1969 auf weniger als 30 Prozent.

IBM

WERTVOLLSTES UNTERNEHMEN DER WELT ANNO 1967

Als Herman Hollerith 1879 das Ergebnis einer Umfrage für das US Census Office erhebt, empfindet er die Zählerei als frustrierend. Er erfindet eine elektrische Zählmaschine, die von der US-Behörde genutzt wird. Er gründet ein Unternehmen, verkauft es aber an Charles Flint, der es mit zwei weiteren „Technologiefirmen“ fusioniert und ab 1924 „International Business Machine Company“ nennt, es ist die Geburtsstunde von IBM.

Zunächst wächst das Unternehmen neben der Zählmaschine vor allem mit Uhren, Messgeräten und Waagen. Ab 1924 ergänzen elektrische Schreibmaschinen und danach immer mehr Bürogeräte das Angebot. Ab 1928 kommen Lochkarten hinzu. In den 1960er-Jahren bringt IBM schließlich die ersten Großrechner auf den Markt. Dabei verkauft das Unternehmen Hardware, Software und Serviceverträge aus einer Hand. Und so ist 1967, zu Beginn des Computerzeitalters, IBM bereits das wertvollste Unternehmen der Welt.



PAUL VOLCKER

ODER DAS ENDE DER STAGFLATION DER SPÄTEN 1970ER

1973 drosselt die Organisation der arabischen Erdöl exportierenden Staaten (OAEPC) die Fördermengen, der Ölpreis vervielfacht sich. Die Preiserhöhung verstärkt eine vorhandene US-Inflation, erhöht den Lohn- und den Preisdruck. Die Wirtschaft stagniert. Fast gleichzeitig endet der in Bretton Woods vereinbarte Goldstandard, der Währungen der westlichen Welt an den US-Dollar bindet. Der Druck auf den Außenwert des US-Dollars steigt.

Im August 1979 wird Paul Volcker US-Notenbankpräsident. Die Inflation erreicht zum Jahresende 13,3 Prozent. Volcker hebt die US-Leitzinsen Anfang 1980 auf 20 Prozent an. Die Inflation sinkt rasch. Doch die USA rutschen 1980 und 1981 in eine „Double Dip“-Rezession. Die Arbeitslosigkeit steigt rasant. Der ab 1981 amtierende Präsident Ronald Reagan unterstützt dennoch den Kurs der Notenbank mit einem Sparprogramm und Reformen. Der Fokus liegt auf Deregulierung und Steuererleichterungen. Der Plan ging auf. Die USA treten danach in eine der längsten Perioden wirtschaftlichen Wachstums seit dem Zweiten Weltkrieg ein.

ALAN GREENSPAN

UND DER „GREENSPAN-PUT“

Am 19. Oktober 1987 geht es an der Wallstreet um 23 Prozent nach unten. Der Grund ist unklar, Panik macht sich breit. Da öffnet US-Notenbank-Chef Alan Greenspan die Geldschleusen und kontert mit Liquidität. Die Methode wirkt – und wird danach bei mehreren Börsenschwächen wiederholt – der „Greenspan-Put“ ist geboren. Das Versprechen: Wenn es hart auf hart kommt, können sich Anleger auf die Fed verlassen.

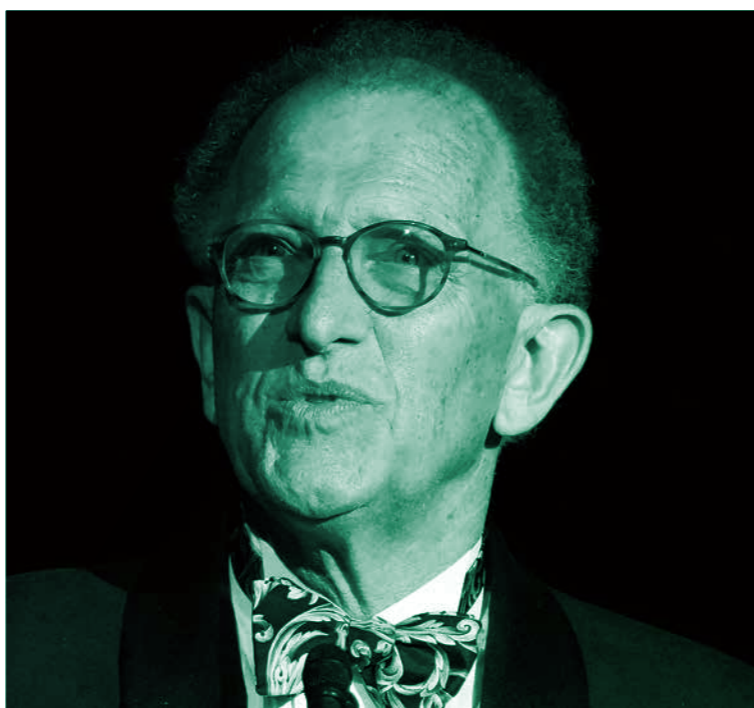
Die 1990er-Jahre starten nach der Westöffnung mit viel Optimismus. Der Kalte Krieg ist vorbei, der Konsum kann gesteigert, Rüstungsausgaben können gestutzt werden. Die Wirtschaft wächst. Zeitgleich euphorisieren Technologiewerte mehr und mehr. Bis sich der Wind anno 2000 plötzlich dreht: Wachstumshoffnungen gelten als übertrieben, die US-Zinsen steigen und der Crash folgt. Als dann der Terroranschlag vom 11. September 2001 die Börsen erneut auf Talfahrt schickt, hilft wieder der „Greenspan-Put“. Ab dem ersten Quartal 2002 wächst die US-Wirtschaft wieder dynamisch. Einige Jahre später überdeckten aber Finanzskandale diesen Erfolg.

EMERGING MARKETS

DIE NEUEN WACHSTUMSMÄRKTE

Lange wurde das wirtschaftliche Potenzial vieler Volkswirtschaften jenseits von Europa, Japan und den USA im Westen unterschätzt. Für die als „Dritte Welt“ bezeichneten Länder war es damals schwierig, Investoren anzuziehen. Antoine van Agtmael initiiert erst 1981 den ersten „Dritte-Welt-Aktienfonds“. Seine Idee kommt zwar an, aber der Begriff „Dritte Welt“ schreckte potenzielle Investoren ab, hieß es. Van Agtmael kreiert den Namen „Emerging Markets“.

Bald folgen weitere Produkte und ab 1990 steigt mit dem Fall der Mauer die Begeisterung für die Globalisierung. Dann nimmt insbesondere in China nach dem Beitritt des Landes zur World Trade Organization (WTO) Ende 2001 die wirtschaftliche Entwicklung an Fahrt auf. Jim O'Neill, Chefvolkswirt von Goldman Sachs, stellt die These auf, dass die BRIC-Staaten Brasilien, Russland, Indien und China die entwickelten Volkswirtschaften rasch überholen werden. Nur China hält diesen Erwartungen stand. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) hat sich dort seit 1988 etwa ver47fach. Der 1994 aufgelegte Aktienindex Hang Seng China Enterprises verdoppelt sich jedoch bis Ende 2024 nur einmal.

**APPLE**

WERTVOLLSTES UNTERNEHMEN AB 2011

2001 präsentiert Apple-Chef Steve Jobs den iPod und wird damit den Musikmarkt revolutionieren. 2007 folgt mit dem iPhone der Beginn des Smartphone-Zeitalters. Apple wird ab 2011 mit damals 340 Millionen US-Dollar zum wertvollsten Unternehmen der Welt. Auch heute kämpft Apple mit mehr als drei Billionen US-Dollar Börsenwert mit Nvidia und Microsoft um die Spitze. Dabei stand die Existenz von Apple Ende der 1990er auf tönernen Füßen.

Jobs gründete Apple zusammen mit Steve Wozniak und Ron Wayne anno 1976 und führt mit dem Macintosh 1984 einen der ersten Personal Computer (PC) mit grafischer Benutzeroberfläche ein. Nach einem internen Machtkampf verlässt er 1985 das Erfolgsunternehmen. Als Apple jedoch ins Schlingern gerät und Anfang 1996 wohl kurz vor der Zahlungsunfähigkeit steht, kehrt er ins Unternehmen zurück. Der 1998 eingeführte PC iMac mit neuem, innovativem Betriebssystem bringt den angeschlagenen Konzern zurück in die Gewinnzone. Doch erst mit iPod, iPad und iPhone begann eine neue Erfolgsserie. Jobs verstarb 2011 im Alter von nur 56 Jahren.

MARIO DRAGHI

RETTER DES EURO

Ab 2009 beginnt die Eurokrise. Mehrere Eurostaaten müssen in der Großen Finanzkrise Hilfspakete für Banken schnüren. Manche haben zudem jahrelang über ihre Verhältnisse gelebt. Mit der 2010 eingerichteten Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) wird ein Rettungsschirm aufgespannt. Zudem kauft die EZB-Anleihen von klammen Eurostaaten.

Doch in Griechenland droht eine Staatspleite. Der Euro droht auseinander-zubrechen. Im November 2011, mitten in den Krise, wird Mario Draghi Chef der Europäischen Zentralbank (EZB). Bereits im Juli 2012 schafft er, was Hilfsprogramme und Abkommen zuvor nicht vermocht hatten. Er beruhigt die Finanzmärkte mit den Worten: „Die EZB wird alles tun, um den Euro zu stützen – und Sie können sicher sein, dass es genug sein wird.“ Doch unter seiner Ägide werden die Zinsen leider auch in Wachstums-jahren auf niedrigstem Niveau bleiben. Zudem wird er sich nicht scheuen, die Finanzmärkte mit immer mehr Geld zu fluten.

BIONTECH

DER COVID-IMPfstoff AUS MAINZ

Im Februar 2020 schwappt die Covid-19-Pandemie von China nach Europa. Immer mehr Länder müssen Lockdowns verhängen. Wirtschaft und Leben stehen still. Erst ein Impfstoff gegen das Virus bannt die Pandemie und beendet die Lockdowns. Entwickelt wird das erste Covid-Vakzin maßgeblich von dem Mainzer Unternehmen Biontech, das den meisten Bundesbürgern bis dahin unbekannt ist.

2008 war Biontech von Ugur Sahin, seiner Frau Özlem Türeci und dem Mediziner Christoph Huber gegründet worden. Es ist auf die Entwicklung von mRNA-Molekülen spezialisiert. Das Unternehmen beginnt sofort nach Pandemie-Ausbruch mit der Entwicklung eines Corona-Vakzins und holt frühzeitig den US-Pharmakonzern Pfizer ins Boot. Im November 2020 stellt sich das Covid-Vakzin als wirksam heraus. Gemeinsam mit Pfizer wird es auch im Werk in Marburg produziert. Und so verdient Biontech in diesen Jahren gut. Der Gewinn wird zu einem Gutteil in die Entwicklung von neuen Therapien gegen Krebs investiert. Ein Zukunftsprojekt.



von Maren Kebbel



Quo vadis Finanz- bildung?

Die Debatte um die finanzielle Bildung steht an einem entscheidenden Punkt: Wird es gelingen, der Finanzbildung endlich einen festen Platz in Schule und Gesellschaft zu verschaffen? Oder wird sie, wie so oft, im politischen Business zerrieben? Trotz aller Bemühungen bestehen nach wie vor erhebliche Defizite in der Finanzbildung hierzulande – dabei ist die Nachfrage groß, insbesondere unter Jugendlichen und jungen Erwachsenen.

Nach dem Scheitern der Ampelkoalition und der damit verbundenen vorläufigen Haushaltsführung liegt die nationale Finanzbildungsstrategie, die von den Bundesministerien für Finanzen (BMF) und Bildung und Forschung (BMBF) entwickelt wurde, auf Eis. Diese Strategie hätte entscheidende Impulse für den Erwerb von Finanzkompetenz setzen sollen – ein Thema, das angesichts der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Herausforderungen wichtiger ist denn je.

FINANZBILDUNG ALS GRUNDPFEILER DEMOKRATISCHER TEILHABE

In Zeiten wirtschaftlicher und politischer Umbrüche wird die Bedeutung finanzieller Bildung besonders deutlich. Populismus, demografischer Wandel, steigende Staatsdefizite und die wirtschaftliche Unsicherheit vieler Menschen zeigen, wie wichtig solides finanzielles Basiswissen ist. Laut der Erhebung des OECD International Network on Financial Education (INFE) zur Finanzkompetenz haben rund 80 Prozent der deutschen Erwachsenen Kreditprodukte. „Nur ein Teil der Haushalte ist darauf vorbereitet, auf finanzielle Schocks aufgrund von diversen Krisen so zu reagieren, dass ihr Wohlstandsniveau allenfalls kurzfristig beeinträchtigt wird“, erklärt Sally Peters, Direktorin des Hamburger Instituts für Finanzdienstleistungen (iff).

Knapp ein Drittel der Haushalte gab an, am Monatsende kein Geld übrig zu haben. Auch viele Jugendliche schauen sorgenvoll in ihre finanzielle Zukunft, wie der aktuelle Schufa Jugend-Finanz-

monitor zeigt. Was bedeutet das für unsere Demokratie? Wenn große Teile der Gesellschaft das Gefühl haben, dass sie von der bestehenden Gesellschaftsordnung keine Vorteile erwarten können, leidet die Legitimität demokratischer Institutionen, stellt der Freiburger Ökonom Tim Krieger fest. Private Vermögensbildung und finanzielle Selbstbestimmung tragen also entscheidend zur Stabilität unserer Gesellschaft und unserer Demokratie bei.

WARUM FINANZIELLE BILDUNG ESSENZIELL IST

Finanzbildung ist also weit mehr als eine praktische Fähigkeit: Sie ist ein Schlüssel zur individuellen Selbstbestimmung und gesellschaftlichen Teilhabe. Wer über finanzielle Kenntnisse und Kompetenzen verfügt und Zusammenhänge versteht, ist weniger anfällig für Überschuldung, kann politische Programme und Maßnahmen besser bewerten und Auswirkungen von Entscheidungen abschätzen. Finanzielle Kompetenz schützt nicht nur vor Fehlentscheidungen und Betrug, sondern stärkt auch den sozialen Frieden und das Vertrauen in politische Institutionen.

Wer über finanzielle Kenntnisse verfügt, kann besser am Wirtschaftsgeschehen teilhaben, sei es durch die Teilnahme am Arbeitsmarkt, Spar- und Finanzprodukte, Investitionen oder sogar durch die Gründung eines Unternehmens. Nur wenn finanzielle Bildung für alle zugänglich ist, werden soziale und ökonomische Ungleichgewichte verringert, was die gesellschaftliche Mitte und im zweiten Schritt wiederum die Demokratie stärkt.

Auch in Hinblick auf Wahlen ist finanzielle Bildung wichtig. Viele politische Fragen, etwa in der Steuer-, Fiskal- oder Sozialpolitik oder im Arbeitsmarkt haben einen direkten finanziellen Bezug. Ohne eine ökonomische Basisbildung können Wählerinnen und Wähler leichter von populistischen oder unseriösen politischen Versprechungen beeinflusst werden, was das demokratische System schwächen könnte. Wahlen sind ein zentrales Element der Demokratie, und informierte Wählerinnen und Wähler sind entscheidend für die Qualität der demokratischen Entscheidungen.

Finanzielle Bildung ist also weit mehr als ein Nice-to-have, sie ist ein grundlegendes Element für eine lebendige Demokratie.

STATUS QUO DER ÖKONOMISCHEN BILDUNG IN DEUTSCHLAND

„Wirtschaftsunterricht in Schulen ist relevant, weil er eine individuell und sozial verantwortete Teilhabe an Wirtschaft, Gesellschaft und Politik ermöglicht“, sagt Dirk Loerwald, Professor am Institut für Ökonomische Bildung Oldenburg. Die Schulen leisten derzeit wenig zur Finanzbildung. Laut der Jugendstudie des Bundesverbandes deutscher Banken lernen 80 Prozent der 14- bis 24-Jährigen in der Schule „nicht so viel“ oder „so gut wie nichts“ über Wirtschaft und Finanzen. Besonders Jugendliche aus einkommensschwachen Haushalten sind betroffen. Diese Wissenslücken machen sie anfälliger für Überschuldung und finanzielle Risiken.

92 Prozent der Schülerinnen und Schüler fordern demnach mehr Wirtschafts- und Finanzwissen in der Schule. Fabian Schön, Generalsekretär der Bundesschülerkonferenz, betonte auf dem Kongress des Bündnisses Ökonomische Bildung Deutschland (BÖB) im Herbst 2024: „Schülerinnen und Schüler brauchen Fachwissen und Kompetenzen im Bereich Wirtschaft und Finanzen, um individuelle Mündigkeit, gesellschaftliche Teilhabe und Chancengleichheit zu sichern.“ Er plädiert für mehr Ökonomische Bildung in der Schule und sieht die Politik in der Pflicht, Kinder und Jugendliche bei der Gestaltung ihrer Zukunft entschiedener zu unterstützen. (vgl. Grafik 1, unterer Teil, auf Seite 107)

Auch der OeBiX-Gesamtindex zum Stand der Ökonomischen Bildung in Deutschland zeigt gravierende Defizite. Zwar liegen Niedersachsen, Bremen und Bayern im Vergleich vorne, doch keines der Bundesländer erreicht den Mindeststandard, auf den sich im Jahr 2003 – damals stand die Wirtschafts- und Finanzbildung in Deutschland schon einmal kurz vor dem Durchbruch – eine Arbeitsgruppe geeinigt hatte. Diese gemeinsame Arbeitsgruppe von Wirtschaftsministerkonferenz, Kultusministerkonferenz, Wirtschaftsverbänden und dem Deutschen Gewerkschaftsbund empfahl, dass ökonomische Bildungsinhalte schulformübergreifend in der Sekundarstufe I mit 200 Unterrichtsstunden verankert werden sollen. Seitdem ist zu wenig passiert (vgl. Grafik 2 auf Seite 107).

Da sich die meisten Bundesländer auch nicht bemüßigt fühlen, Finanz- und →

Wirtschaftsthemen an den Schulen den Stellenwert einzuräumen, der ihnen zukommen müsste, ist Deutschland in Sachen Finanzbildung international abgeschlagen: Fast alle EU- und OECD-Länder verfügen bereits über eine Finanzbildungsstrategie, Deutschland gehört zu den Abgehängten.

DIE ROLLE DER STIFTUNG

Hier können Stiftungen wie die Flossbach von Storch Stiftung eingreifen und den Appell der OECD aufnehmen. Als unabhängige Akteure können Stiftungen Missstände aufzeigen, Reformen anstoßen und Bildungsangebote

für Schülerinnen und Schüler schaffen. „Unser Ziel ist eine demokratische Gesellschaft, in der jeder ein selbstbestimmtes Leben führen kann. Wirtschafts- und Finanzbildung ist dafür ein unverzichtbarer Bestandteil der Allgemeinbildung“, sind die Stiftungsgründer Dr. Bert Flossbach und Kurt von Storch überzeugt.

Die Stiftung fördert Forschung wie die OeBiX-Studien. „Der Index gibt ein detailliertes Bild, wo genau die Mängel in Schul- und Lehrkräftebildung liegen. Damit ist er ein Kompass für Reformen“, sagt Verena von Hugo, Vorständin der Flossbach von Storch Stiftung. Zudem fördert die Stiftung Diskurse, Lehrkräftequalifizierung und praxisnahe Schulprojekte. Prominentes Beispiel ist der bundesweite econo=me Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen, der 2024/25 sein zehnjähriges Jubiläum feiert und das Thema „Gute Schulden – Schlechte Schulden?“ ins Zentrum stellt.

Finanzbildung darf nicht weiter stiefmütterlich behandelt werden. Sie ist ein Schlüssel zur Mündigkeit, Eigenverantwortlichkeit, Chancengerechtigkeit, Demokratieförderung und sozialen Stabilität. Während die Politik zögert, sind Stiftungen, Verbände und weitere Akteure gefordert, innovative Lösungen voranzutreiben und die gesellschaftliche Debatte zu beleben – das Bündnis Ökonomische Bildung (BÖB) beispielsweise setzt sich für die politische Arbeit und internationale Vernetzung ein. Jetzt ist die Zeit, zu handeln, das Verständnis von Zusammenhängen zu fördern – für eine Gesellschaft, die auf Teilhabe und Stabilität basiert. ◆

NATIONALE FINANZBILDUNGSINITIATIVE

Die OECD hat 2024 einen Vorschlag für eine nationale Finanzbildungsstrategie für Deutschland vorgelegt. Ziel ist es, das Bewusstsein für die Bedeutung finanzieller Bildung zu schärfen und passgenaue Materialien zu entwickeln. Warum vor allem in fünf Bereichen gehandelt werden soll, begründet die OECD wie folgt:

- Langfristiges Sparen und Altersvorsorge: Nur rund die Hälfte der deutschen Erwachsenenbevölkerung im Erwerbsalter hält ihre Finanzpläne fürs Alter für richtig.
- Teilnahme am Finanz- und Kapitalmarkt: Die Beteiligung am Kapitalmarkt ist in Deutschland zu wenig verbreitet. Zwar legen fast 90 Prozent der Erwachsenen in Deutschland Geld zurück, jedoch nur 18 Prozent investieren am Kapitalmarkt.
- Haushaltsplanung und Vermeidung von Überschuldung: Finanzbildung soll auch auf eine bewusste Kreditnutzung abzielen. Hierzulande sind rund acht Prozent der Bevölkerung überschuldet, davon sind mehr als 740.000 unter dreißig Jahren.
- Digitale Finanzkompetenz: Nur rund die Hälfte der Erwachsenen in Deutschland fühlt sich im Umgang mit digitalen Finanzdienstleistungen sicher. Sieben Prozent erlebten bereits Finanzbetrug.
- Nachhaltige Geldanlagen: Nur 15 Prozent der Erwachsenen haben nachhaltige Finanzprodukte in ihrem Portfolio.

Auch empfiehlt die OECD den Bundesländern, am nächsten Pisa-Finanzkompetenztest teilzunehmen, um das Finanzwissen von Schülerinnen und Schülern eingehender zu untersuchen. Parallel zu den Bemühungen auf Landesebene sollten die vom Bund geplanten Maßnahmen Barrieren abbauen und niedrigschwellige Angebote schaffen. Doch der Referentenentwurf für ein Gesetz zur Stärkung der Finanzbildung, der die Umsetzung der OECD-Empfehlungen koordinieren sollte, liegt seit dem Ampel-Aus auf Eis. Umso wichtiger ist, dass die neue Bundesregierung das Thema wieder aufgreift.



Finanzbildung ist ein wesentlicher Bestandteil einer breiten ökonomischen Bildung, die dazu dient, Zusammenhänge zu verstehen und mündig zu machen im Sinne von grundlegenden Urteils-, Entscheidungs- und Handlungskompetenzen. Weitere Themenfelder sind die Verbraucherbildung, Bildung für Nachhaltige Entwicklung (BNE), Wertebildung, Entrepreneurship Education sowie die Berufsorientierung.

Mehr zum Bündnis Ökonomische Bildung erfahren Sie unter www.boeb.net



Aktuelle Informationen zum econo=me Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen gibt es unter www.econo-me.de

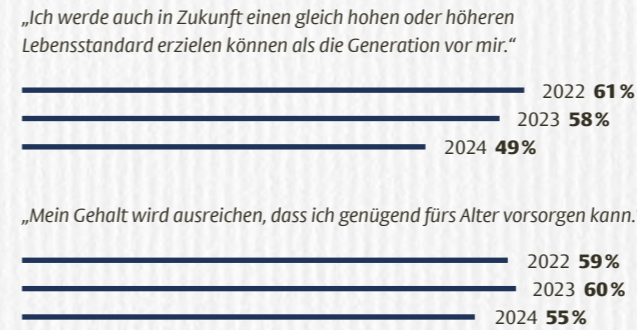


Flossbach von Storch STIFTUNG

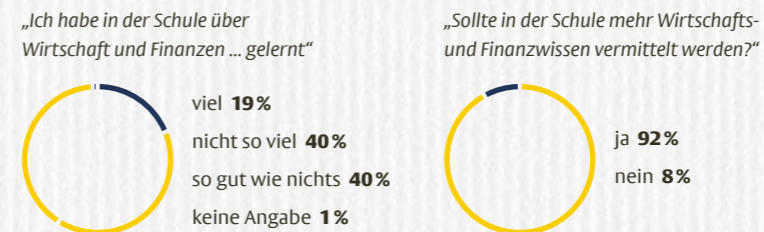
Maren Kebbel kümmert sich bei der Flossbach von Storch Stiftung um die Verbreitung von Finanzbildung in der Öffentlichkeit.

Grafik 1 **Einschätzungen von Jugendlichen zu ihrer beruflichen und finanziellen Zukunft im Zeitvergleich**

Zustimmung („voll und ganz“ beziehungsweise „eher“) zu den folgenden Aussagen in Prozent.



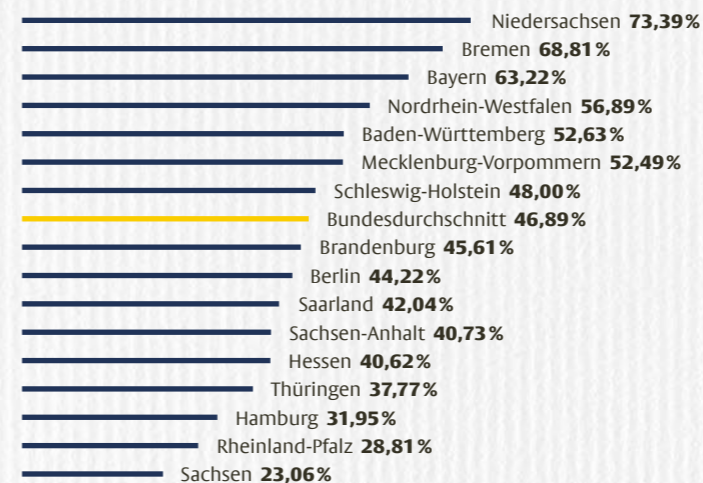
Quelle: Schufa Jugend-Finanzmonitor 2024



Quelle: Bundesverband deutscher Banken – Jugendstudie 2024

Grafik 2 **Die OeBiX-Studie zum Stand der Ökonomischen Bildung**
Teilindex Schule

Stand 31.05.2024; Quelle: OeBiX-Studie „Zur Ökonomischen Bildung in Deutschland (Index)“, Hg. Flossbach von Storch Stiftung, wissenschaftliche Realisation: IOB Oldenburg www.oebix.de/studien



„Wie Kaufleute das tun“

Sind Aktien derzeit teuer – oder nicht? Es gibt keine alleingültige Antwort auf diese Frage. Sie ist für den langfristig denkenden Anleger aber auch gar nicht entscheidend.

Ist jetzt die Zeit, voll in Aktien investiert zu sein?

VORNDRAN: Nein, derzeit muss man nicht über die Toppen geflaggt sein.

Aber europäische Aktien sind durchaus moderat bewertet – man könnte fast sagen: billig ...

LEHR: Billig heißt nicht zwingend „günstig“. Und für die Bewertungsunterschiede gibt es Gründe – gute Gründe.

VORNDRAN: Eigentlich wären wir da auch schon bei einem unserer Lieblingsratschläge, oder?

LEHR: Fast schon inflationär verwendet, zugegebenermaßen ...

Und der da lautet?

VORNDRAN: Denkt nicht in Regionen oder Branchen, sondern zuallererst in Unternehmen!

LEHR: Und da müssen wir konstatieren, dass bei einigen der sehr guten und aus Sicht der Investoren sehr interes-

santen Unternehmen bereits viel des Guten eingepreist ist – möglicherweise zu viel.

Ihr meint den ein oder anderen KI-Gewinner?

VORNDRAN: Zum Beispiel, ja. Bei den Bewertungen darf nach vorne schauend nicht allzu viel schiefgehen – trotz der Qualität der zugrunde liegenden Geschäftsmodelle.

Ein gutes Unternehmen bleibt aber ein gutes Unternehmen ...

LEHR: Das ist richtig, zweifellos. Es muss aber langfristig kein gutes Investment sein, wenn man zu viel dafür bezahlt, womöglich sogar deutlich zu viel.

Wenn ihr sagt, man solle nicht über die Toppen geflaggt sein, was wäre denn derzeit eure Empfehlung?

VORNDRAN: Zunächst einmal nicht in Schwarz-weiß-Denken verfallen. Wenn

wir sagen, dass wir derzeit zurückhaltender sein würden, heißt das nicht, alle Aktienpositionen baldmöglichst zu liquidieren – ganz im Gegenteil. Unsere Botschaft ist lediglich: Liquidität schadet nicht, im Gegenteil.

LEHR: Sie verschafft uns die Flexibilität, Anlagegelegenheiten wahrnehmen zu können, so sie sich bieten. Es ist also nichts Verwerfliches daran, temporär mit etwas mehr Kasse unterwegs zu sein.

Warren Buffett wird immer wieder mal für seinen hohen Kassebestand kritisiert ...

VORNDRAN: Aber das spricht ja überhaupt nicht gegen unsere Argumente. Der gute Warren Buffett ist sicherlich nicht die allerschlechteste Referenz ...

LEHR: Teil der Kritik ist ja meist der Hinweis, oder besser: die Mutmaßung, Buffett finde – anders als früher – keine attraktiven Investments mehr. Weil er

„Auf Gelegenheiten warten, sie erkennen und dann auch nutzen.“

Strategie & Strategie

Thomas Lehr (links) und Philipp Vorndran (rechts) sind Kapitalmarktstrategen bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

nicht mehr auf der Höhe der Zeit sei, das Thema KI möglicherweise nicht vollumfänglich erfasse.

VORNDRAN: Was natürlich absoluter Blödsinn ist! Buffett tut, was er schon immer getan hat.

Und das wäre?

VORNDRAN: Er nimmt sich Zeit. Und wartet. Genau das tun langfristig denkende Investoren. So wie gute Kaufleute das auch tun. Auf Gelegenheiten warten, sie erkennen und dann auch nutzen.

LEHR: Wie heißt es so schön: Der Gewinn liegt nicht zuletzt im Einkauf. Insofern sind unsere Antworten als Plädoyer zu verstehen, „die Kasse“ im Rahmen der Asset-Allokation immer als separate Anlageklasse zu sehen. Anders ausgedrückt: Für den langfristig denkenden Investor ist die Kasse mittelbarer Renditelieferant.



Glossar

Fachbegriffe kurz erklärt

Aktie – Die Aktie ist ein Wertpapier, das den Inhaber zum Miteigentümer einer Aktiengesellschaft macht. Mit dem Kauf der Aktie erwirbt der Aktionär einen Anteil am Grundkapital des Unternehmens.

Aktienindex – Ein Aktienindex ist ein Indikator für die durchschnittliche Preisentwicklung des Aktienkorbs eines Landes, einer Region oder auch einzelner Branchen und bildet das Preisniveau der ausgewählten Aktien ab.

Anlageklasse – Finanzprodukte mit ähnlichen Eigenschaften lassen sich in verschiedenen Gruppen zusammenfassen. Klassische Anlageklassen sind etwa Aktien, Anleihen, Immobilien oder Edelmetalle.

Anleihe (Bond) – Wertpapier, mit dem der Herausgeber einen Kredit am Kapitalmarkt aufnehmen kann. Anleihen können in unterschiedlichen Währungen und Laufzeiten begeben werden.

Bruttoinlandsprodukt (BIP) – Wert aller Waren und Dienstleistungen, die in einem Jahr innerhalb einer Volkswirtschaft produziert werden.

Buy-and-hold-Ansatz – „Buy and hold“ ist eine Investmentstrategie. Dabei werden Wertpapiere einmal erworben und dann langfristig im Depot behalten.

Dax 40 Index – Aktienindex, der die Wertentwicklung der 40 nach Marktkapitalisierung größten und umsatzstärksten deutschen Aktien abbildet. Der Dax wird als Kurs- und Performanceindex berechnet.

Diversifikation – Die Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel, Regionen, Branchen und Währungsräume – mit dem Zweck, durch eine breite Streuung mögliche Einzelrisiken in der Geldanlage zu reduzieren.

Duration – Die Duration gibt die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer einer Geldanlage in einem festverzinslichen Wertpapier wieder und ist somit der gewichtete Mittelwert der Zeitpunkte, zu denen der Anleger Zahlungen aus einem Wertpapier erhält.

Inflation – Allgemeiner Anstieg der Güterpreise, der einhergeht mit einem Kaufkraftverlust des Geldes.

Liquidität – Liquidität bedeutet die „Geldnähe“ von Vermögenswerten, also deren Potenzial, sofort beziehungsweise kurzfristig Mittelzuflüsse zu generieren. Zu unterscheiden von der Liquidität von Vermögenswerten ist die Liquidität eines Markts. Diese ist dann gegeben, wenn die Differenz zwischen dem Geld- und Briefkurs niedrig ist und auch größere Volumina gehandelt werden können, ohne den Marktpreis substantiell zu beeinflussen.

MSCI World Index – Der Aktienindex bildet die Entwicklung an den Börsen der Industrieländer ab. Basis sind mehr als 1.600 Aktien aus 23 Ländern.

Nikkei 225 Index – Der Nikkei 225 ist der Leitindex mit Blick auf den japanischen Aktienmarkt. Er bildet die Wertentwicklung von 225 der größten börsennotierten Unternehmen Japans ab. Beim Nikkei 225 handelt es sich um einen preisgewichteten Aktienindex.

Portfolio – Bestand an Wertpapieren im Depot.

S&P-500-Index – Der S&P 500 ist vermutlich die Benchmark in Bezug auf die US-Börsenentwicklung. Er bildet die Wertentwicklung von 500 Large Caps mit Firmensitz in den USA ab und steht für rund 80 Prozent der Marktkapitalisierung des US-Aktienmarkts.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Publikation dient unter anderem als Werbemittelung.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage- Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar.

Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung sowie ggf. die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater.

Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen der Zugang zu den darin enthaltenen Informationen nicht zulässig ist (z. B. aufgrund der geltenden Gesetzgebung).

Diese Publikation unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Publikation ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig. Es ist dann der Umfang der Gestattung zu beachten und ein Hinweis auf die Herkunft der Vervielfältigung und die Rechte von Flossbach von Storch anzubringen.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Ein umfangreiches Glossar zu Themen und Begriffen finden Sie auch auf www.flossbachvonstorch.com/glossar.

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber:
Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln
Telefon +49.221.33 88-290, Fax +49.221.33 88-101
info@fvsag.com, www.flossbachvonstorch.de

Geschäftsführende Direktoren:
Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner,
Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk
Vorsitzender des Verwaltungsrats:
Kurt von Storch

Umsatzsteuer-ID: DE 200 075 205
Handelsregister: HRB 120796 (Amtsgericht Köln)
Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24–28
60439 Frankfurt am Main, Deutschland
Graurheindorfer Straße 108
53117 Bonn, Deutschland
www.bafin.de

Redaktionsschluss: 14. Januar 2025

DE 112 0125 XXXX DE

Nachdrucke des Dokuments sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträgern aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE.

Redaktion:
Lars Conrad, Yannick Döller, Dr. Pablo Duarte,
Dr. Bert Flossbach, Stephan Fritz, Jens Hagen, Simon Jäger,
Dörte Jochims, Maren Keibel, Carina Kontio,
Dr. Kai Lehmann, Thomas Lehr, Shenwei Li, Frank Lipowski,
Julian Marx, Laura Oberbörsch, Christian Panster,
Prof. Dr. Gunther Schnabl, Kurt von Storch, Norbert F. Tofall,
Philipp Vorndran, Kubilay Yalcin

Design: Markus Taubeneck und Heller & C
Druck: TheissenKopp GmbH

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © fotograzia, Getty Images (Cover); © Marc Comes, CHB-P (S. 3); © RL Photography, Getty Images (S. 5 oben); © Frank Schemmann (S. 5 mittig); © Marcus Becker, sichtplan (S. 5 unten); © Science Photo Library, Getty Images (S. 6–13); © RL Photography, Getty Images (S. 16–20); © Jinhe Li (S. 22); © Aleksandr Kondratov, Getty Images (S. 24–25); © Frank Schemmann (S. 26); © Mlenny, Getty Images (S. 36–41); © bodnarchuk, Getty Images (S. 42–47); © gremlin, Getty Images (S. 48–53); © MirageC, Getty Images (S. 55); © cwa-studios, Getty Images (S. 56); © MysteryShot, Getty Images (S. 61); © phot705, Getty Images (S. 66); © Marcus Becker, sichtplan (S. 76, 82); © Kayra Sercan, unsplash (S. 83); © Marcus Becker, sichtplan (S. 84–89); © Chip Somodevilla / Staff, Getty Images (S. 86 links); © Contributor, Getty Images (S. 86–87); © Michele Tantussi, Getty Images (S. 87 rechts); © Nathan Howard, Getty Images (S. 90); © georgeclerk, Getty Images (S. 92); © zodebala, Getty Images (S. 95–96); © Hulton Archive, Getty Images (S. 99 oben); © Bettmann, Getty Images (S. 99 mittig); © George Rinhart, Corbis Historical, Getty Images (S. 99 unten); © Culture Club, Hulton Archive, Getty Images (S. 100 oben); © Universal History Archive, Getty Images (S. 100 mittig); © Bettmann, Getty Images (S. 100 unten); © Ullstein Bild Dtl., Getty Images (S. 101 oben); © Dave Mathias, Denver Post, Getty Images (S. 101 mittig); © H. Armstrong Roberts, ClassicStock, Getty Images (S. 101 unten); © Wally McNamee, Corbis Historical, Getty Images (S. 102 oben); © Universal History Archive, Getty Images (S. 102 mittig); © Leigh Vogel, Getty Images (S. 102 unten); © Tom Munnecke, Hulton Archive, Getty Images (S. 103 oben); © Jonathan Nackstrand, Getty Images (S. 103 mittig); © Anadolu, Getty Images (S. 103 unten); © Marc Comes, CHB-P (S. 108–109, Rückseite)

Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln
www.flossbachvonstorch.de

Konsequent unabhängig



Flossbach von Storch