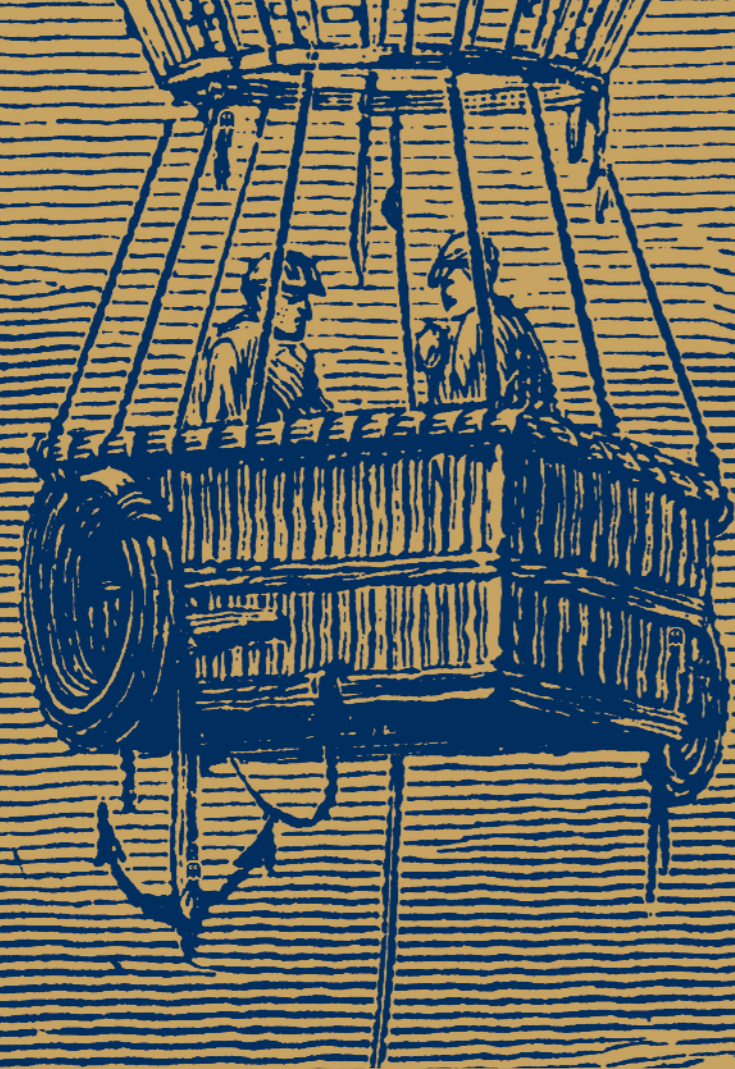


POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren





Die Zinsen sind so hoch wie seit Jahrzehnten nicht mehr.

Heißt für Kämmerer, Häuslebauer oder so manchen Finanzvorstand:

Langsam wird es ungemütlich.

Wie weit werden die Notenbanken im Kampf gegen die Inflation wohl noch gehen (können)?

Womöglich nicht so weit, wie sie allenthalben vorgeben, aber vermutlich weiter,

als es dem ein oder anderen Schuldner lieb sein kann.

Wir haben uns angeschaut, was der Zinsanstieg für die hochverschuldeten Staaten,

Unternehmen und Immobilienkäufer bedeutet.

Und was daraus für die Volkswirtschaft sowie – in letzter Ableitung –

das Finanzsystem folgen könnte.



AUF EIN WORT

Die Welt ist fragil. Darüber haben wir in der Vergangenheit auf diesen Seiten des Öfteren philosophiert. Was ihre natürlichen Ressourcen betrifft, das Thema Nachhaltigkeit beispielsweise.

Oder die (Geo-)Politik: Der Krieg in der Ukraine wird mit unveränderter Härte weitergeführt. Ein Ende ist nicht absehbar. Da hinein „explodiert“ der seit Jahrzehnten währende Konflikt im Nahen Osten. Die vorsätzliche Brutalität, mit der die Hamas innerhalb kürzester Zeit Hunderte israelische Zivilisten getötet hat – Frauen, Kinder, viele Alte –, macht uns fassungslos! Wir können nur hoffen, dass die Vernunft am Ende stärker ist als blinde Wut – und auf dem Weg dorthin nicht noch mehr unschuldige Menschen zu Schaden kommen.

Nicht zu vergessen die Weltwirtschaft. Auch die ist fragil. Angesichts der Bilder aus dem Nahen Osten wirkt dieses Thema derzeit womöglich aus der Zeit gefallen – und doch ist es für

uns, die wir uns beruflich damit auseinanderzusetzen haben, von zunehmender Dringlichkeit.

Die Notenbanken meinen es ernst mit ihrem Kampf gegen die Inflation. Das an sich ist keine neue Erkenntnis. Seit der Ankündigung von Jerome Powell, dem Chef der US-Notenbank, man werde nicht Ruhe geben, bis der Job getan sei, also die Inflation besiegt, ist das Zinsniveau deutlich gestiegen. Und zwar so deutlich, dass es zunehmend schmerzt – die Staaten, viele Unternehmen, Häuslebauer oder Kreditkartenschuldner.

Wie weit werden die Notenbanken gehen – und was folgt daraus? Gut möglich, dass uns der Härtestest erst noch bevorsteht. Wir haben uns in dieser Ausgabe eingehend mit dem Thema beschäftigt, wohl wissend, dass wir uns der Antwort darauf lediglich nähern können.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre!

Kurt von Storch

Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch AG



Flossbach von Storch
POSITION 3/2023



als PDF-Download oder im kostenfreien Abo

www.flossbachvonstorch.de/position



Flossbach von Storch
POSITION
 3/2023

WELTBILD

Gastbeitrag

6 **Der Weg zum Frieden**

Titel

11 **Der Hätetest**

Interview

22 **„Wir sind noch nicht durch ...“**

History

26 **Die Welt der Schulden**

Staatsschulden

35 **Mangelhafte Haushaltsdisziplin**

Kolumne

36 **Mail aus Shanghai**

ANLAGESTRATEGIE

Gold

38 **Zwei goldene Dekaden**

Aktien

46 **Gute Unternehmen wachsen mit der Inflation ... gute Anleihen nicht**

Prognosen

52 **Zeit für keine Vorschau**

Geldanlage

56 **Modethemen sind gefährlich**

Anleihen

58 **Investieren statt Spekulieren**

Emerging Markets

62 **Anzeichen für Rückenwind**

Die Welt in Charts

68 **Was bleibt übrig?**

KONTEXT

Gastbeitrag

70 **Barrieren abbauen**

Instagram

74 **Kursverluste kompensieren**

Strategie & Strategie

76 **„Es gibt wieder mehr Möglichkeiten“**

78 Glossar



Gastbeitrag

Der Weg zum Frieden

Wolfgang Ischinger über die Folgen des Ukraine-Krieges – und sein mögliches Ende.

6

ANLAGESTRATEGIE

Gold

38 **Zwei goldene Dekaden**

Aktien

46 **Gute Unternehmen wachsen mit der Inflation ... gute Anleihen nicht**

Prognosen

52 **Zeit für keine Vorschau**

Geldanlage

56 **Modethemen sind gefährlich**

Anleihen

58 **Investieren statt Spekulieren**

Emerging Markets

62 **Anzeichen für Rückenwind**

Die Welt in Charts

68 **Was bleibt übrig?**



Gold

Zwei goldene Dekaden

Das Edelmetall gehört unseres Erachtens in jedes gemischte Portfolio – aus diesen Gründen.

38

KONTEXT

Gastbeitrag

70 **Barrieren abbauen**

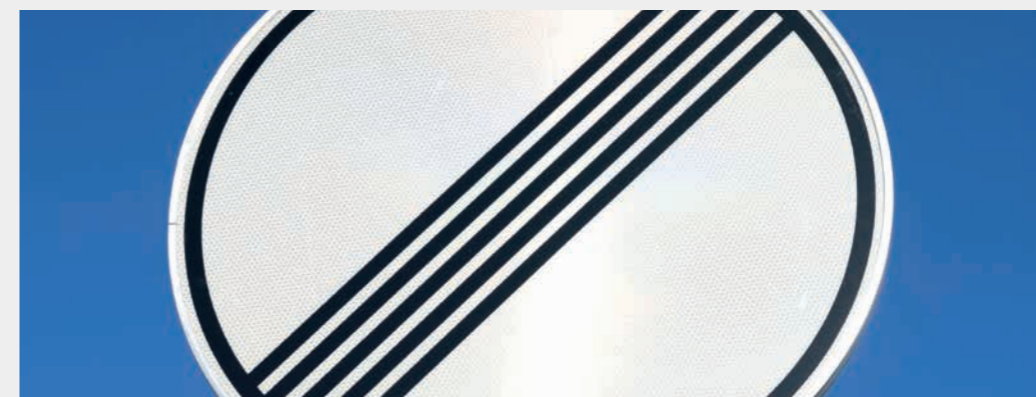
Instagram

74 **Kursverluste kompensieren**

Strategie & Strategie

76 **„Es gibt wieder mehr Möglichkeiten“**

78 Glossar



Gastbeitrag

Barrieren abbauen

Kapitalmärkte sind für viele (Politiker) immer noch Orte des Bösen. Zeit, das zu ändern.

70



DER WEG ZUM FRIEDEN

Ein Gastbeitrag
von Wolfgang Ischinger

Nach einem Jahrzehnt der Sorglosigkeit müssen Deutschland und Europa in der Sicherheitspolitik ihre Rollen neu definieren. Eine Einordnung.

Der jahrzehntelange Frieden in Europa endete für die meisten von uns am 24. Februar 2022. Auch wenn es bereits zuvor auch auf unserem Kontinent bedenkliche Aggressionen gegeben hat, ist der Einmarsch russischer Truppen in das UN-Gründungsmitglied Ukraine ein klarer Bruch des Völkerrechts.

Nur wenige Tage später hielt der deutsche Bundeskanzler Olaf Scholz vor dem Bundestag seine viel zitierte Rede von der „Zeitenwende“. Er kündigte darin Unterstützung für die Ukraine, ein Sanktionspaket gegen Russland und vor allem ein 100-Milliarden-Euro-Sondervermögen an, um die Sicherheit unseres Landes zu stärken. Wer nun glaubt, dass die Zeitenwende vor allem aus diesen Versprechen und deren Umsetzung bestand oder besteht und es dann damit sein Bewenden hat, der hat sie nicht verstanden!

ZEITENWENDE FÜR DIE SICHERHEITSLANDSCHAFT

Wir stehen, was die Zeitenwende angeht, noch ganz am Anfang – und damit vor einer dramatischen Veränderung der europäischen und globalen Sicherheitslandschaft. Auch für mich persönlich ist dies eine Zeitenwende. Ich habe mich in den vergangenen 40 Jahren immer wieder und somit fast ständig insbesondere mit unserem Verhältnis zur früheren Sowjetunion und zum heutigen Russland befasst. Und es ist für mich eine fast unvorstellbare Tragödie, was passiert ist:

So war ich als Mitarbeiter des damaligen Außenministers Hans-Dietrich Genscher, der seine Vision bereits Ende der 1970er-Jahre gerne mit folgenden Worten umrissen hat: „Wenn wir das mit der Wiedervereinigung hinkriegen wollen, dann müssen wir das gemeinsam mit den Russen, mit den Sowjets hinkriegen.“ Und es hat dann ja auf wundersame Weise tatsächlich funktioniert.

Dieses Gebäude, das wir damals geglaubt hatten aufzubauen, ist nun in sich zusammengebrochen – einschließlich der Rüstungskontrolle. Ich kann mir nur sehr schwer vorstellen, dass diese enormen Veränderungen, die sich insbesondere in der russischen Gesellschaft vollzogen haben, irgendwie innerhalb kürzester Zeit wieder zurückgespult werden können. Ich glaube also, wir haben veritable Probleme vor uns; ein Aggressions-Problem, ein Konfrontations-Problem, dessen zeitliche Dimension noch gar nicht abschätzbar ist. Und da es bei der Sicherheitspolitik grundsätzlich ratsam ist, vom Worst Case auszugehen, würde ich sagen: Dieser Konflikt kann lange dauern.

DRAMATISCHE VERÄNDERUNGEN IN DEUTSCHLAND

Kein Land, das ich kenne, muss seine Außenpolitik, Energiepolitik und Rüstungspolitik dramatischeren Veränderungen unterziehen als die Bundesrepublik Deutschland. Warum →

aber hat uns diese Zeitenwende so viel massiver getroffen als alle unsere Partner; einschließlich der USA, Frankreichs, des Vereinigten Königreichs?

Die alte Bundesrepublik Deutschland war von ihrem Verfassungsauftrag her ein „Anti-Status-quo-Land“. Denn in der Verfassung stand: Wir wollen den Zustand der Teilung überwinden. Mit der Wiedervereinigung war dieses Ziel dann erreicht und wir Deutschen haben als Nation eine Liebesaffäre mit dem Status quo angefangen.

Und zu diesem Status quo gehörte die Idee der immerwährenden (und immer weiter ausbaufähigen) Partnerschaft mit Russland. Doch es lief dann wie bei so mancher privaten Liebesgeschichte, bei der sich plötzlich der eine Partner trennen will. Dann weigert sich manchmal der andere Partner, das anzuerkennen und tut sich sehr schwer damit. Auch mit unserem Verhältnis zu Russland haben wir uns sehr schwergetan. So wurde selbst nach der Wahl von Olaf Scholz im Winter 2021/22 an der Ostseepipeline Nord Stream 2 festgehalten, obwohl uns schon damals gefühlt die ganze Welt gesagt hat, ihr seid damit auf dem falschen Weg – und das seit Jahren.

OHNE MILITÄRISCHE STÄRKE KEIN FRIEDEN

Seit dem Überfall Russlands auf die Ukraine stellt sich nun die Frage, wie es wieder Frieden geben kann. Lassen Sie mich dazu aus eigener Erfahrung eine kleine Beobachtung mit Ihnen teilen.

Ich war der deutsche Chefunterhändler in den 1990er-Jahren, als wir versucht haben, die Kriege in Bosnien und im Kosovo zu beenden. Dort habe ich gelernt: Wenn zwei militärisch miteinander in Konflikt stehende Mächte mit der Absicht, zu einem Ergebnis zu kommen, an den Verhandlungstisch gehen sollen, dann setzt das voraus, dass in beiden Hauptstädten die Erkenntnis gereift ist, dass der weitere Einsatz militärischer Mittel nichts mehr bringt.

Diesbezüglich sind insbesondere beim Kreml und bei Wladimir Putin Zweifel angebracht. Nicht nur ich, viele Experten sind der Meinung, dass man in Moskau eher denkt: Wir halten viel aus. Wir haben Zeit und eine leidensfähige Bevölkerung. Der Westen wird müde werden. Und vielleicht

wendet sich das Blatt – etwa nach den US-amerikanischen Präsidentschaftswahlen im November nächsten Jahres? Dann ist womöglich bei Putin mit Bewegung zu rechnen.

Doch jetzt müssen wir alle – der Westen, die USA, die europäischen Partner – unsere Bemühungen fortsetzen und möglichst intensivieren, die Ukraine bei ihrem Verteidigungskampf so gut es nur irgendwie geht zu unterstützen. Nur, wenn es für die ukrainischen Truppen entsprechend weiter vorangeht, können wir darauf hoffen, dass im Kreml die Einsicht reift, dass weiterer militärischer Einsatz nichts mehr bringt.

WARUM UNS DIE US-WAHL NICHT EGAL SEIN KANN

Die USA sind bis heute die größte Wirtschafts- und Militärmacht der Welt. In unserem Verhältnis zu den Vereinigten Staaten muss es nun ein Umdenken geben. Seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges war es für unsere Außenpolitik keine strategisch wichtige Frage, ob „A oder B“ der neue US-Präsident wird. Denn sie alle traten für die Nato ein. Sie alle waren immer für ein gefestigtes Europa; mit einer US-amerikanischen Schutzfunktion und Präsenz. Das haben wir somit nach all den Jahren als gegeben hingenommen.

Doch dann wurde Donald Trump gewählt. Er hat große Fragezeichen an der Nato angebracht. Und es gab Bemerkungen gegenüber Europa und den Deutschen, bei denen viel ins Wanken gekommen ist. Deshalb steht nicht nur die Bundesrepublik Deutschland, sondern die ganze Europäische Union (EU) angesichts des Wahlkampfes in den USA im nächsten Jahr vor einer völlig neuen strategischen Herausforderung. Erstmals müssen wir uns im transatlantischen Verhältnis mit der Frage befassen: Gibt es etwas, was wir tun oder unterlassen können, damit Isolationisten wie Trump möglichst nicht wieder Auftrieb bekommen – und Transatlantiker einen Wahlsieg erreichen können?

Daher ist es nicht egal, was ein Farmer in Iowa denkt, der nicht die „New York Times“ liest: Es ist gut, dass wir die Europäer haben. Das sind wichtige Verbündete, weil wir uns ja mit China und diesen Themen auseinandersetzen müssen. Derzeit fürchte ich jedoch, dass es beim Farmer eher in eine

„Es ist überfällig, dass die Mitgliedsstaaten der EU sich aufraffen und der Tatsache ins Auge sehen, dass dieses Europa dringend eine Injektion braucht, um sich auf eine neue Stufe europäischer Zusammenarbeit, des Zusammenhalts, des Zusammenwirkens von Integration zu heben.“

Richtung geht, wie: Diese Europäer, insbesondere diese Deutschen, sind ganz billige Trittbrettfahrer, die sich ihre Sicherheit von uns amerikanischen Steuerzahlern subventionieren lassen. Und dann haben Isolationisten wie Trump leichtes Spiel. Daher gilt es meines Erachtens, Mittel und Wege zu finden, um gegenzuhalten.

EINE EUROPÄISCHE STIMME IN CHINA

Als inzwischen weltweit zweitgrößte Wirtschaftsmacht hat China politisch an Gewicht gewonnen. Leider werden zunehmend auch sicherheitspolitisch relevante nationale Interessen in den Fünf-Jahres-Plänen festgeschrieben. Dennoch glaube ich, dass es wenig Sinn macht, wenn unsere Außenministerin Annalena Baerbock eine deutsche China-Strategie präsentiert, wie kürzlich geschehen.

Ich habe über die letzten Jahrzehnte viel Kontakt mit China gehabt. Noch im Februar war der ranghöchste chinesische Außenpolitiker Wang Ye, inzwischen Mitglied des Politbüros, Gast unserer Sicherheitskonferenz in München. Nichts ist für die Chinesen so angenehm, als die 27 EU-Mitglieder gegeneinander auszuspielen.

Was wir also machen müssen, ist nicht, uns von China abzuschotten. Ich bin gegen diese harschen Vorschläge in Richtung Deglobalisierung oder Rückzug. Ich bin dezidiert

dafür, dass wir eine gemeinsame China-Strategie in der EU entwickeln. Dass wir also mit einer Stimme zu wichtigen Themen sprechen. Nur wenn die 450 Millionen Europäer imstande sind, in Peking gemeinsam aufzutreten, haben wir eine Chance, dort ernst genommen zu werden.

Und das gilt mutatis mutandis* natürlich auch für Washington. Wenn wir denken, dass es ein Problem sein könnte, wenn sich die US-Amerikaner in einen Konflikt mit China hineinbegeben, dann müssen wir versuchen, unseren Interessen in Washington Gehör zu verschaffen. Wenn nun aber jeder einzelne europäische Staat in Washington anklopft und womöglich nur von irgendeinem im State Department empfangen wird, dann darf man sich nicht wundern, dass es zu keiner tragenden Veränderung der US-amerikanischen Chinapolitik kommt. Wenn wir Europäer hingegen gemeinsam signalisieren, dass wir uns ganz eng zum Thema China mit den USA abstimmen möchten, sofern unsere Interessen ernst genommen werden, dann hätten wir womöglich gute Chancen.

EIN EUROPA, DAS SCHÜTZT

Wir brauchen also insgesamt nicht weniger, sondern mehr und eine bessere, außenpolitisch handlungsfähige EU. Darüber werden bereits manche Sonntagsreden gehalten. So spielt das Thema Handlungsfähigkeit der EU auch im Koalitionsvertrag der aktuellen Regierung eine wichtige Rolle. →



ÜBER DEN AUTOR

Prof. Dr. Wolfgang Ischinger

war bis 2022 Vorsitzender der Münchner Sicherheitskonferenz und ist heute noch der Präsident des Stiftungsrates. Er begann seine außenpolitische Karriere 1973 im Büro des UN-Generalsekretärs und trat 1975 in den Auswärtigen Dienst. Er war persönlicher Mitarbeiter von Außenminister Genscher und Staatssekretär von Außenminister Joschka Fischer. Zudem war er von 2001 bis 2006 Botschafter in Washington und von 2006 bis 2008 Botschafter in London.



Doch ausgerechnet unser Wirtschaftsminister Robert Habeck hat unlängst darauf hingewiesen, dass es zurzeit nach seiner Meinung zwischen Deutschland und Frankreich so gut wie keine Gemeinsamkeiten mehr gibt. Das ist eine besorgniserregende Polarisierung der Gegensätze. Dann wären offenbar die Fundamente einer gemeinsamen europäischen Aktivität brüchig geworden.

Denn wie kann die EU mit der Zeitenwende, also all den Gefährdungen, die das 21. Jahrhundert uns jetzt präsentiert, fertig werden? Eine gemeinsame Agrar- und Handelspolitik reicht nicht. Und die Integration ihrer Mitglieder darf nicht der einzige Missionszweck der EU sein. Es muss ein neues Ziel hinzutreten. Eines, wie es der französische Präsident Emmanuel Macron elegant beschrieben hat – mit „Europe, qui protège“ („Ein Europa, das schützt“).

Dieses Ziel dürfte den Nerv vieler Bürger treffen – insbesondere von jenen, die europapolitisch zunehmend abspenstig werden. Viele haben das Gefühl, dass die EU mit Problemen wie der illegalen Migration, der transnationalen Verbrechenbekämpfung und so weiter einfach nicht fertig wird. Jetzt kommt auch noch der Aggressor Russland hinzu. Und Europa kann außer einer gemeinsamen Munitionsbeschaffung wieder einmal nicht so richtig viel ins Feld führen. Daher ist es überfällig, dass die Mitgliedsstaaten der EU sich aufraffen und der Tatsache ins Auge sehen, dass dieses Europa

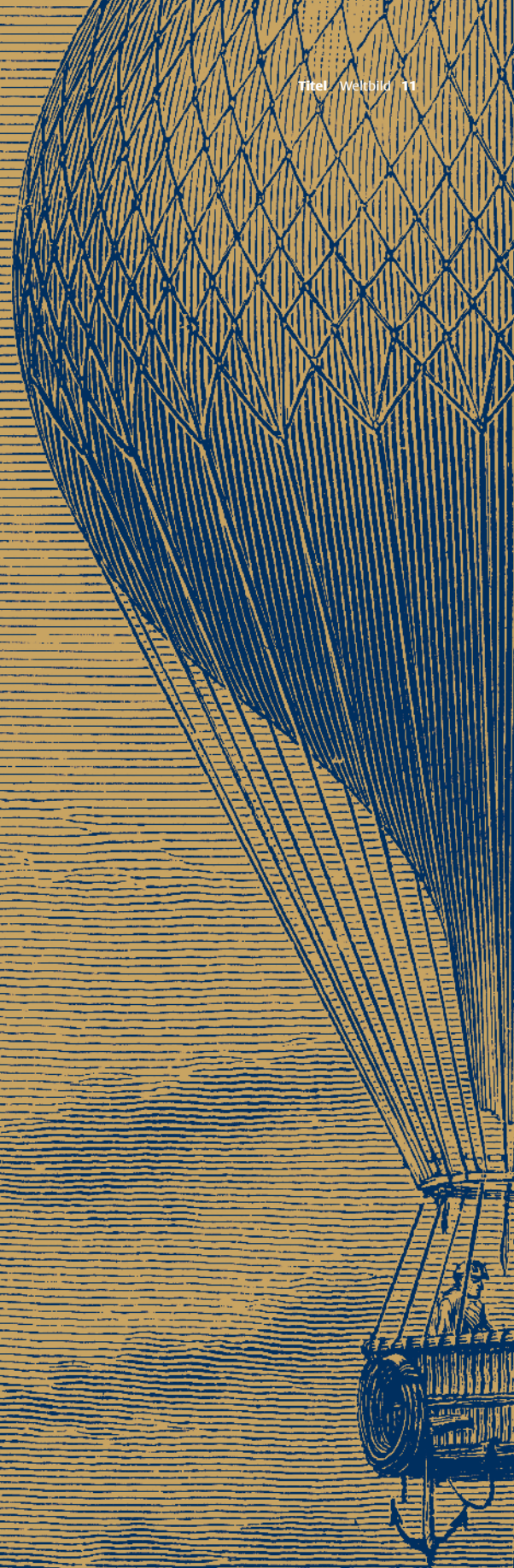
dringend eine Injektion braucht, um sich auf eine neue Stufe europäischer Zusammenarbeit, des Zusammenhalts, des Zusammenwirkens von Integration zu heben.

Wir sollten aber nicht erwarten, dass eine derartig wichtige Initiative von Malta, Zypern oder Litauen ausgeht. Große Initiativen sollten von den großen EU-Mitgliedsstaaten wie Frankreich, Deutschland und Italien kommen – am besten von diesen Staaten gemeinsam. Doch wann wurde von der Bundesrepublik Deutschland zuletzt eine große europapolitische Initiative vorgetragen und umgesetzt? Es war vor 33 Jahren. 1989 haben wir ein kleines Memo verfasst, das die Ausgangsbasis für den Euro war. Seither kam nichts mehr aus Deutschland.

Deswegen finde ich, es ist überfällig, dass die Ampelkoalition – hoffentlich gemeinsam mit Teilen der Opposition – Ideen für dieses Europa, das schützt, entwickelt. Mal zu überlegen wäre, wie man dieses existenziell wichtige Thema in Brüssel anstoßen und dann im Laufe der nächsten, hoffentlich nicht allzu vielen Jahre umsetzen könnte – auch, wenn es keine leichte Aufgabe sein mag, 27 Regierungschefs auf Linie zu bringen. ♦

* Freie Übersetzung aus dem Lateinischen: „nach der Anpassung an die neuen Umstände“.

DER HÄRTEFEST



von Bert Flossbach
und Philipp Vorndran

Die Zeit des billigen Geldes ist vorbei. Dabei hatten sich viele Schuldner in den vergangenen Jahren nicht nur daran gewöhnt, dass es Kredite zum Nulltarif gab, sondern auch – nach vorne schauend – darauf verlassen. Was bedeuten die rasant gestiegenen Zinsen für eine Welt, in der Gewohnheit so mächtig ist?

Das Thema Inflation beschäftigt die Menschen. Bekommen die Notenbanken die Teuerung zeitig in den Griff – und falls ja, wie hoch wird der Preis dafür sein? Eine tiefe Wirtschaftskrise womöglich?

Viele Ökonomen und Investoren sind optimistisch, insbesondere was die US-Wirtschaft betrifft, die bedeutendste Volkswirtschaft der Welt. Die Chancen auf ein Soft Landing stünden einigermaßen gut, sagen sie; auch wenn die Zinsen niemals zuvor in so kurzer Zeit so kräftig angehoben wurden. Das belastete die Konjunktur zwar, aber eben nicht so sehr, dass es wirklich schmerze. Ein sanfter Entzug sozusagen von der berausenden Wirkung des billigen Geldes. Oder andersherum: Im Kampf der Notenbanken gegen die Inflation verläuft alles geordnet und nach Plan. Diese Einschätzung wird unter anderem gestützt durch den robusten Arbeitsmarkt in den USA.

Nicht alle glauben, dass es so bleibt. Axel Weber, der unter anderem Präsident der Deutschen Bundesbank und Verwaltungsratspräsident der Schweizer UBS war und uns seit verganginem Jahr in strategischen Fragen berät, mahnt im Interview mit diesem Magazin („Wir sind noch nicht durch“), dass die Erwartung eines Soft Landings nicht mehr sei als reines Wunschdenken. Der Kampf gegen die Inflation funktioniere nicht ohne eine deutliche Wirtschaftsabkühlung – weder in den USA noch in Europa. Das eine nicht ohne das andere. Noch habe das deutlich höhere Zinsniveau gar nicht voll auf die Konjunktur durchgeschlagen, sagt Weber.

EHER RUCKELIG ALS WEICH

Die Geschichtsbücher halten tatsächlich keine passenden Beispiele für Soft Landings nach Phasen sehr hoher Inflationsraten bereit, im Gegenteil. Bisher verliefen die „Landungen“ eher ruckelig als weich, mitunter Bruchlandungen, weil sich die Nebenwirkungen einer deutlich restriktiveren Notenbankpolitik eben nicht exakt steuern lassen. „Wir sind noch nicht durch“, sagt auch unser Kollege Thomas Mayer, Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute.

Auch wenn die Kapitalmärkte derzeit reflektieren, dass nicht mehr allzu viele Zinserhöhungen von der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) und der Europäischen Zentralbank (EZB) kommen werden, dass das Größte in dieser Frage bereits überstanden ist und die Inflation weiter Richtung Zielwert (rund zwei Prozent) sinkt – eine ausgemachte Sache ist das nicht. Wir gehen davon aus, dass die Inflation hartnäckig über den angestrebten zwei Prozent bleiben wird.

Drei Gründe sprechen langfristig dafür, allesamt sind sie struktureller Natur. Der demografische Wandel etwa. Die Generation der geburtenstarken Jahrgänge, der sogenannten Babyboomer, verabschiedet sich nach und nach in den Ruhestand und macht Arbeitsplätze frei. Die Zahl derer, die nachrückt, ist aber deutlich geringer. Der Kampf der Unternehmen →



um qualifiziertes Personal dürfte sich also zuspitzen – und im Ergebnis die Löhne weiter in die Höhe treiben. Auch die Dekarbonisierung kostet. Der Umbau zu einer Wirtschaft, die Umwelt und Klima möglichst schont, erfordert in den kommenden Jahren gewaltige Investitionen. Und nicht zu vergessen die zunehmende Deglobalisierung. Eine politische Blockbildung (Der „Westen“ gegen den „Osten“) hat nicht zuletzt Auswirkungen auf den Welthandel. Wenn Fertigungsanlagen aus Niedriglohnländern zurück in die Heimat verlagert werden, weil es (geo-)strategisch notwendig erscheint, wirkt das ebenfalls preistreibend.

Die Frage ist, wie weit werden die Notenbanken im Kampf gegen die Inflation gehen können, wenn die sich wider Erwarten nicht Richtung Zielwert bewegt? Gilt die Aussage von Jerome Powell, dem Präsidenten der US-Notenbank Fed, man werde nicht eher Ruhe geben, bis der Job getan sei, ohne Einschränkungen?

IN DER ZWICKMÜHLE

Wir haben an dieser Stelle des Öfteren über das Spannungsfeld geschrieben, in dem sich die großen Notenbanken bewegen. Sie müssen die Inflation entschieden bekämpfen, um den Geldwert zu verteidigen – einerseits. Andererseits dürfen sie sich nicht „verkämpfen“, denn jede Übertreibung in der Zinspolitik könnte weitreichende Folgen haben, nicht zuletzt für die Statik des Finanzsystems. Wenn ein großer Teil der Schuldner, seien es Staaten, Unternehmen oder Privatpersonen, von den Zinszahlungen erdrückt zu werden droht, ist das ein Problem.

Schulden sind verführerisch. Der Österreicher Karl Pisa hat einmal gesagt, sie seien das Einzige, was die Menschen auch ohne Geld machen könnten. Umso verführerischer ist es, wenn Schulden praktisch nichts kosten, so wie in den vergangenen Jahren. Der Mensch gewöhnt sich schnell an wiederkehrende Geschenke, umso schwieriger fällt es ihm zu akzeptieren, dass die Bescherung irgendwann ausbleibt, möglicherweise für sehr lange Zeit.

Als Politiker wusste Pisa, wovon er sprach. Sein Berufsstand ist dieser Versuchung in den vergangenen Jahrzehnten allzu oft und gerne erlegen. Wer knausert, der verliert die nächste Wahl. So einfach ist das in den allermeisten Fällen. Dann doch besser das Portemonnaie zücken, zumal das Geld darin nicht das eigene ist. Ein Blick auf die Schuldenberge der Industrienationen dient als Beleg.

JEDER PROZENTPUNKT SCHMERZT

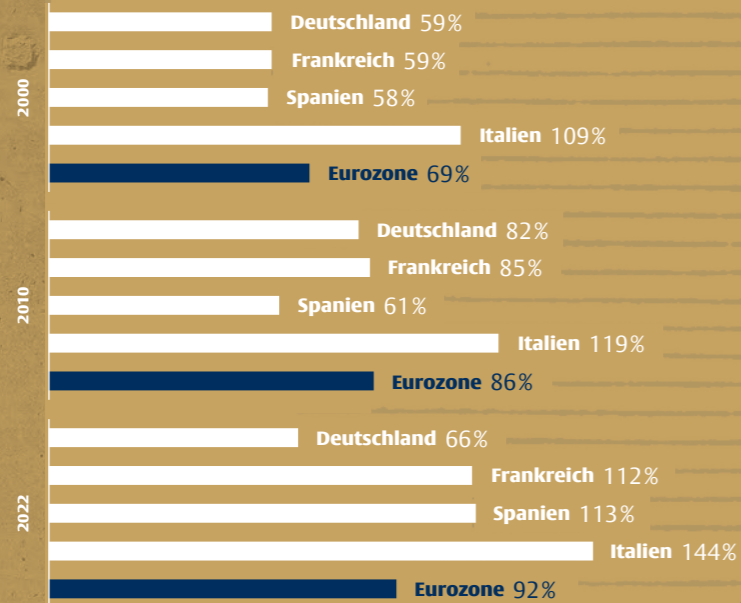
Die Frage ist, was die deutlich gestiegenen Zinsen für die öffentlichen Haushalte bedeuten – drohen möglicherweise Staatspleiten, allen voran in der Eurozone, in der das Gefälle zwischen wirtschaftlich starken und weniger starken, aber dafür hoch verschuldeten Volkswirtschaften besonders groß ist? →



Die Geschichtsbücher halten keine Beispiele für Soft Landings nach Phasen sehr hoher Inflationsraten bereit, im Gegenteil. Bisher verliefen sämtliche „Landungen“ eher ruckelig als weich, mitunter als Bruchlandungen.

Grafik 1
Zunehmende Divergenz in der Eurozone
 Staatsschuldenquoten in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 20. Oktober 2023



Jedes Prozent Zins belastet den Haushalt heute viermal so stark wie damals.

Wir gehen nicht davon aus, auch wenn der Zinsdienst künftig die Haushalte deutlich stärker belasten wird als in den vergangenen Jahren.

Wenn man das heutige Zinsniveau mit denen der 1970er- und 1980er-Jahre vergleicht, erscheint die Sorge, dass steigende Zinsen die Solvenz von Staaten und damit des gesamten Finanzsystems bedrohen könnten, geradezu abwegig. Damals lag die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen bei durchschnittlich neun Prozent, in der Spitze sogar bei 16 Prozent. Heute erreicht sie gerade einmal 4,8 Prozent. Das gleiche gilt für Bundesanleihen mit aktuell rund drei Prozent Rendite gegenüber acht bis zehn Prozent vor rund 40 Jahren.

Allerdings sind die Schuldenniveaus heute sehr viel höher. So betrug die Staatsschuldenquote der USA Anfang der 1980er-Jahre lediglich 31 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), heute sind es 122 Prozent. Jedes Prozent Zins belastet den Haushalt also heute viermal so stark wie damals.

In der Eurozone liegt die Staatsschuldenquote mit durchschnittlich 92 Prozent zwar niedriger als in den USA; die Unterschiede sind seit der Finanzkrise allerdings deutlich gewachsen. Während die Verschuldung Italiens schon seit Langem sehr hoch ist, ist sie in Frankreich seit der Finanzkrise von 85 Prozent des BIP auf 112 Prozent und in Spanien sogar von 61 auf 113 Prozent gestiegen (vgl. Grafik 1).

ITALIEN IM FOKUS

Die zunehmende Divergenz stellt die EZB vor eine Herkulesaufgabe, die durch die hohe Verschuldung Italiens noch erschwert wird. Es dauert aber einige Zeit, bis die steigenden Zinsen voll auf die Zinslast der Staaten durchschlagen. Noch sind viele in der Tiefzinsphase begebene Anleihen mit niedrigen Kupons im Umlauf. Erst wenn diese fällig werden und durch höherverzinsliche Papiere ersetzt werden müssen, steigt die Zinslast deutlich an.

Die durchschnittliche Restlaufzeit der italienischen Staatsanleihen beträgt rund sieben Jahre; die Durchschnittsverzinsung liegt aktuell bei rund drei Prozent, was noch gut zu verkraften ist. Für neuemittierte Staatsanleihen muss Italien je nach Laufzeit heute vier bis 5,4 Prozent Zins zahlen. Bei unverändertem Zinsniveau läge die Durchschnittsverzinsung der ausstehenden Anleihen in rund fünf Jahren bei etwa vier Prozent. Damit würden die Zinsausgaben bei unveränderter Staatsschuldenquote auf 5,8 Prozent des BIP oder knapp 20 Prozent der Zentralstaatseinnahmen steigen, was eine große Bürde für den italienischen Staatshaushalt wäre.

Die EZB muss also auch die mit ihrer Anti-Inflationspolitik verbundenen Risiken für die Solvenz der hoch verschuldeten Staaten bedenken. Deshalb dürfte sie sehr genau das Renditeniveau in Italien und den Risikoaufschlag im Vergleich zu Bundesanleihen verfolgen, der aktuell rund zwei Prozentpunkte beträgt. Eine deutliche Ausweitung der Renditedifferenz wäre ein erstes Warnsignal. →



DANN WIRD ES ERNST ...

Ernst würde es dann, wenn die Renditen italienischer Staatsanleihen deutlich stiegen, während sie bei Bundesanleihen fielen. Dies würde eine Fluchtbewegung in (vermeintlich) sichere Bundesanleihen signalisieren. Um eine erneute Euro- und Bankenkrise abzuwenden, müsste die EZB eingreifen und italienische Anleihen kaufen. Damit wäre das Primat der Inflationsbekämpfung zugunsten der Finanzmarktstabilität geopfert.

Auch wenn Staatspleiten derzeit wenig wahrscheinlich erscheinen, ist der deutlich teurere Schuldendienst langfristig ein Problem für die Eurozone. Denn wenn ein immer größerer Teil der (Staats-)Einnahmen für Zins- und Tilgung aufgewendet werden muss, fehlt das Geld an anderer Stelle, für sinnvolle Investitionen beispielsweise. Nehmen wir die Digitalisierung als Beispiel und die dafür notwendige Infrastruktur. Ohne Investitionen läuft nichts. Und wer nicht investiert, droht mehr und mehr den Anschluss zu verlieren. Die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit schwindet – und mit ihr der Wohlstand einer Volkswirtschaft, zulasten künftiger Generationen. Langsam, aber sicher. Das gilt insbesondere für Europa, das nicht von seinen naturgegebenen Ressourcen zehren kann, sondern auf seine Innovationskraft angewiesen ist.

DAS LEID DER HYPOTHEKENSCHULDNER

Höhere Zinsausgaben belasten auch die privaten Haushalte, wobei die Geschwindigkeit, mit der sich steigende Hypothekenzinsen in den Wohnstuben ausbreiten, von Land zu Land sehr unterschiedlich ist. Während etwa in Deutschland oder Frankreich langfristige Zinsfestschreibungen dominieren, weisen Hypothekenkredite in Großbritannien oder Spanien oft kürzere Zinsbindungsfristen auf oder sind sogar variabel verzinst. Hier schlagen steigende Zinsen deutlich schneller durch.

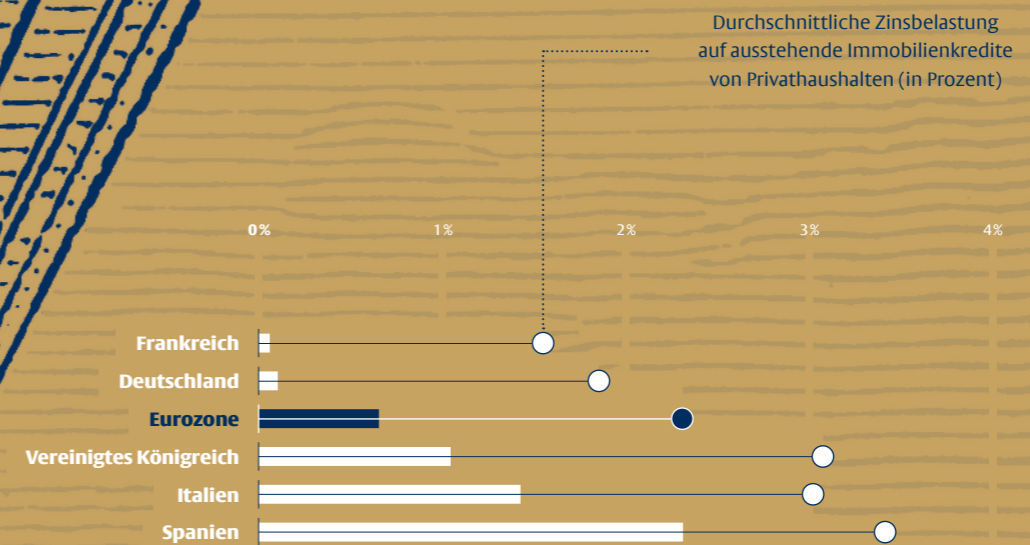
Zum Vergleich: Während der durchschnittliche Zins aller ausstehenden Hypothekenkredite in Frankreich und Deutschland mit 1,6 beziehungsweise 1,9 Prozent aktuell nur unwesentlich höher als im Dezember 2021 liegt, beträgt er in Spanien mit 3,4 Prozent bereits gut zwei Prozentpunkte mehr – und er steigt mit jeder Refinanzierung zu den aktuell höheren Konditionen.

Die Zinsbelastung auf den Kreditbestand in der Eurozone ist zwar immer noch gering (vgl. Grafik 2); sie wird sich aber in den nächsten Jahren stetig erhöhen. Denn die Zeiten mit Hypothekenzinsen von unter vier Prozent sind erst einmal vorbei.

Der Zinsanstieg bei Unternehmenskrediten vollzieht sich aufgrund kürzerer Kreditlaufzeiten und Zinsbindungen naturgemäß schneller als bei privaten Immobilienkrediten. In Deutschland hat sich das Durchschnittszinsniveau von Unternehmenskrediten seit Ende 2021 von 1,6 auf zuletzt 3,2 Prozent verdoppelt. In der Eurozone ist der Durchschnittszins für Unternehmenskredite in diesem Zeitraum um gut zwei Prozentpunkte auf 3,7 Prozent gestiegen (vgl. Grafik 3).

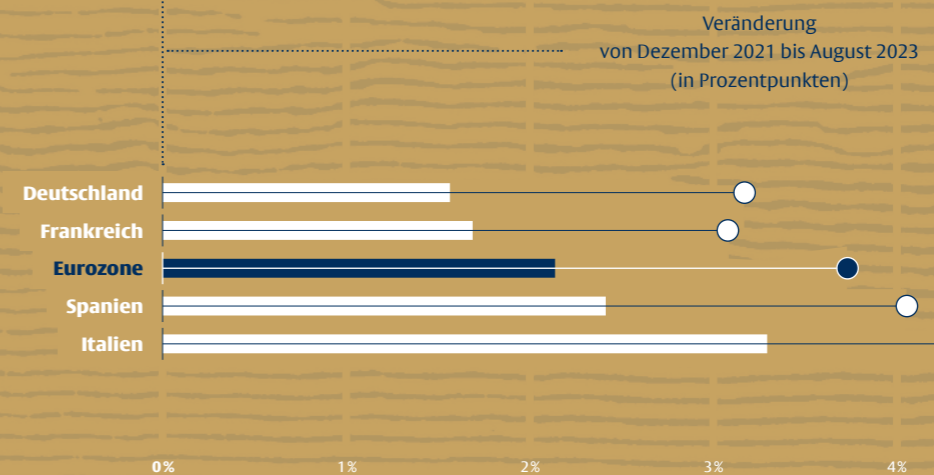


Die Zeiten mit Hypothekenzinsen von unter vier Prozent sind erst einmal vorbei.



Grafik 2 **Steigende Zinslast bei Hypotheken**
Durchschnittliches Zinsniveau von Immobilienkrediten und Anstieg gegenüber Ende 2021

Quelle: Bank of England, Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 20. Oktober 2023



Grafik 3 **Steigende Zinslast für Unternehmen**
Durchschnittliches Zinsniveau von Unternehmenskrediten und Anstieg gegenüber Ende 2021

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 20. Oktober 2023

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

DAS ENDE DER ZOMBIES

Die Zinslast auf Bestandskredite ist damit aber immer noch niedrig. Auch die Zinsen für Neukredite bewegen sich bei guter Bonität mit vier bis fünf Prozent noch auf erschwinglichem Niveau, sofern damit profitable Neuinvestitionen finanziert werden. In einzelnen Bereichen wie dem Immobiliensektor ist dies aber kaum noch möglich, was sich in einer entsprechend schwachen Investitionsneigung und ersten Unternehmenspleiten niederschlägt. Ironischerweise wirkt sich dies aber nicht inflationsdämpfend aus, sondern führt zu weiter steigenden Mieten und treibt damit die Inflation eher an.

Problematisch wird es für wenig profitable Unternehmen, etwa aus dem E-Commerce-Sektor, die sich in der Tiefzinsphase mit günstigen Krediten oder Anleihen finanziert haben. Ihre Anleihen werden am Kapitalmarkt oft mit hoch einstelligen oder gar zweistelligen Renditen gehandelt und müssten bei Fälligkeit entsprechend teuer refinanziert werden.

Das Ende des billigen Geldes markiert auch das Ende vieler hoch verschuldeter und wenig profitabler Zombieunternehmen, die sich höhere Zinsen nicht leisten können. Daraus erwachsen aber keine von den Notenbanken zu befürchtenden Risiken für die Finanzmarktstabilität, sondern eher volkswirtschaftlich erwünschte Bereinigungseffekte.

So oder so dürften die Banken im Fokus bleiben. Wie groß werden die Abschreibungen auf notleidende Kredite in den kommenden Jahren ausfallen – Unternehmenskredite, Hypothekendarlehen? Also welche Risiken schlummern in den Bankbilanzen? Und was bedeuten diese Risiken für die Stabilität des Finanz- und Bankensystems, deren Grundvoraussetzung Vertrauen ist?

FLÄCHENBRAND VERMEIDEN

Wie zerbrechlich ebendieses Vertrauen in die Banken ist, ließ sich sehr gut im Frühjahr beobachten:

Am 8. März verkündete die US-amerikanische Silicon Valley Bank (SVB), dass sie mit dem Notverkauf von Wertpapieren im Gegenwert von knapp 21 Milliarden US-Dollar einen Verlust von 1,8 Milliarden eingefahren hatte. Die Bank musste sich rasch Liquidität beschaffen, weil die Kunden plötzlich einen großen Teil ihrer Einlagen abgezogen hatten. Das Vertrauen in die mit einer Bilanzsumme von 210 Milliarden Dollar mittelgroße Bank war über Nacht dahin. Der Bankrun drohte sich fortzusetzen.

Nur zwei Tage später transferierte die US-Einlagensicherung (FDIC) sämtliche Einlagen und nahezu alle Vermögenswerte der SVB in ein „Brückeninstitut“, um den Betrieb der Bank aufrechtzuerhalten zu können und einen Flächenbrand im Banksystem zu verhindern. Am 10. März erwischte es die mit einer Bilanzsumme von 110 Milliarden Dollar etwa halb so große

Signature Bank. Beide Institute wurden wenige Tage später von anderen Banken übernommen. Die Einlagen blieben zwar verschont, aber die Aktienkurse fielen auf nahe null. Das Vertrauen in das gesamte Bankensystem hatte Schaden genommen. Welche Bank würde wohl die nächste sein ...

VERTRAUEN IST ALLES

Was das mit dem Kampf der Notenbanken gegen die Inflation zu tun hat? Die Antwort liegt in der Natur unseres Kreditgeldsystems, das auf einem nahezu uneingeschränkten Vertrauen gegenüber den Banken und Notenbanken basiert. Banken schaffen Geld aus dem Nichts, indem sie Kredite vergeben, die nur zu einem kleinen Teil durch flüssige Mittel in Form von Notenbankguthaben oder sehr kurzfristigen Staatspapieren gedeckt sind. Mit anderen Worten: Sie verfügen nicht über genügend Liquidität, wenn ein großer Teil der Kunden die Guthaben abziehen beziehungsweise in sichere Staatsanleihen oder Geldmarktfonds transferieren möchte.

Das ist nicht weiter schlimm, da sich Banken die benötigte Liquidität entweder von anderen Banken oder der Zentralbank leihen oder durch Verkäufe von Wertpapieren beschaffen können.

Allerdings ist das heute deutlich teurer als noch vor 18 Monaten. Wenn Banken ihre nahezu unverzinsten Kundenguthaben verlieren und durch teure Notenbankkredite ersetzen müssen, die viel mehr kosten, als die Banken mit ihren Krediten und Wertpapieranlagen verdienen, drohen herbe Verluste.

ZU WENIG EIGENKAPITAL – IMMER NOCH

Alternativ könnten die Banken Wertpapiere verkaufen, insbesondere liquide Staatsanleihen oder Pfandbriefe. Allerdings ist auch das schmerzhaft, denn die Kurse der in der Tiefzinsphase erworbenen Papiere liegen aufgrund der mageren Kupons deutlich unter dem Nennwert der Anleihen, mit dem die Institute sie in ihren Bilanzen führen. Notverkäufe wie bei der SVB führen dann zu Verlusten, die schnell die dünne Eigenkapitaldecke der Banken aufzehren. Dann kann aus einem kurzfristigen Liquiditätsproblem ein dauerhaftes Solvenzproblem werden – und das Vertrauen der Bankkunden schwindet weiter.

Auch wenn die Eigenkapitalausstattung der Banken heute besser ist als vor und während der Finanzkrise – sie dürfte bei Weitem nicht ausreichen, um härtere Einschnitte schadlos zu überstehen.

Insofern bleibt das Finanz- und Bankensystem ein fragiles Gebilde, dessen Wohl und Wehe an der Feuerkraft der Notenbanken hängt. Gut möglich, dass die in nicht allzu ferner Zukunft abermals auf die Probe gestellt wird und der Härtetest erst noch bevorsteht. ◆

*Dr. Bert Flossbach
ist Gründer und Eigentümer
der Flossbach von Storch AG.*

*Philipp Vorndran
ist Kapitalmarktstratege
bei Flossbach von Storch.*



Die Notenbanken meinen es ernst im Kampf gegen die Inflation. Die Frage ist: wird das auch reichen? Axel Weber und Thomas Mayer diskutieren über die Rolle von US Federal Reserve (Fed) und Europäischer Zentralbank (EZB) – sowie die Auswirkungen ihrer Zinspolitik auf Wirtschaft und Kapitalmärkte. Die Fragen stellt Thomas Lehr.

Es wird viel über Inflationsziele und -Prognosen gesprochen. Wo fängt Geldwertstabilität an, wo hört sie auf?

MAYER: Den allermeisten dürfte es um Kaufkraft gehen. Ich möchte mir in ein, zwei, sechs oder zwölf Monaten mit meinem Geld noch genau die gleichen Güter kaufen können wie heute. Insofern komme ich nicht ganz mit, wenn die Notenbanken Preisstabilität mit einem Anstieg der Preise um rund zwei Prozent pro Jahr definieren. Ich würde sogar so weit gehen und sagen: Das passt nicht zur Eigentumsgarantie, die im deutschen Grundgesetz verankert ist. Denn die Menschen werden schleichend enteignet. Und das bedürfte eigentlich einer gesetzlichen Regelung. Die gibt es aber nicht ...

Das Inflationsziel von rund zwei Prozent findet sich auch bei der Deutschen Bundesbank. Was wäre denn so schlimm an einer Inflation von 0,8 oder 1,1 Prozent?

WEBER: Wichtig ist die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen bei einem numerischen Zielwert, weniger der Zielwert selbst. Die Bundesbank weist denn auch dezent daraufhin, dass das Zwei-Prozent-Ziel die Vorgabe des EZB-Rates

ist. Ich habe damals die beiden Runden des Rates, bei denen es um eben diese Definition ging, verpasst. Bei der ersten war ich noch nicht im Rat – bei der zweiten nicht mehr.

Aber wie war dann die Haltung der Bundesbank damals?

WEBER: Die Bundesbank hatte vor Einführung des Euros ein niedrigeres Preisstabilitätsziel, basierend auf dem Konzept der unvermeidbaren Inflation. Es gab immer Lohn-Preis-Dynamiken, die bereits im Wirtschaftsprozess angelegt sind und die zu Preissteigerungen führen – etwa durch die Weitergabe der gestiegenen Löhne oder Produzentenpreise durch die Unternehmen. Diese unvermeidbare Inflation wurde damals oft zwischen einem halben und anderthalb Prozent taxiert. Es gab also keinerlei Verankerung bei einem fixen Wert von zwei Prozent.

Woher kommt dann der internationale Standard, woher kommen die zwei Prozent?

WEBER: Er ist das Resultat einer Evolution von 20 Jahren Notenbankpolitik, insbesondere der Einsicht, dass regelgebundene Geldpolitik besser ist als diskretionäre. Ich würde mich –

Wo genau lag das Versagen der Notenbanken? Zwischen 2012 und 2020 hatten wir Preisstabilität – trotz der sehr expansiven Geldpolitik.

WEBER: Mich hat die extrem expansive Geldpolitik in der Folge der Finanzkrise mit Negativzinsen und massiver Bilanzausweitung der Notenbanken massiv gestört, insbesondere die dahinterstehende Haltung, die vermeintliche Alternativlosigkeit, mit der sie deklariert wurde. Die Notenbanken haben die Märkte mit Geld überflutet und die Kosten der Verschuldung nicht nur eliminiert, sondern Schuldenmachen sogar subventioniert; das konnte nicht ewig gut gehen. Heute sehen wir die Spätfolgen dieser Politik.

Aber wieso war Inflation so lange kein Thema?

WEBER: Es brauchte einen Auslöser – die Lieferkettenprobleme und die massiven staatlichen Einkommenstransfers infolge der Pandemie und den Krieg in der Ukraine. In Finanzkrisenzeiten wollte niemand Kritik an den Notenbanken hören, weil die Angst vor einer Deflation groß war, fast schon paranoid. So wurde über viele Jahre eine sehr expansive Geldpolitik zementiert.

„Wir sind noch nicht durch...“

aus heutiger Perspektive – aber nicht so sehr mit der Definition aufhalten. Ja, mein persönlicher Zielwert läge unter zwei Prozent und hätte eine Spannweite, die zwei Prozent beinhaltet, etwa null bis zwei Prozent; das ist übrigens die Preisstabilitätsnorm in der Schweiz, wo ich die vergangenen zehn Jahre gelebt und gearbeitet habe. Viel wichtiger ist aber die Antwort auf die Frage, wie es sein konnte, dass die Notenbanken die Inflation haben auf zehn Prozent laufen lassen? Das ist schon ein eklatantes Versagen, ganz gleich, ob der Zielwert bei null, ein oder zwei Prozent liegt. Was jetzt wichtig ist, ist das erklärte Preisstabilitätsziel glaubwürdig wieder einzuhalten und nicht, das Ziel selbst zu diskutieren oder gar zur Disposition zu stellen.

MAYER: Der Inflationsdruck hat sich auch schon früher aufgebaut, wenngleich nicht für jedermann sofort erkennbar – über die Vermögenspreise, Immobilien beispielsweise. An dem Vermögenspreisindex, den wir als Flossbach von Storch Research Institute regelmäßig veröffentlichen, ließ sich das sehr gut nachvollziehen – der ist in den vergangenen Jahren von einem Höchststand zum nächsten geeilt.

Wie kommen wir von der Inflation wieder runter?

WEBER: Es wird nicht ohne eine deutliche Wirtschaftsabkühlung funktionieren. Ein sogenanntes Soft Landing, wie so oft geschrieben wird, ist meines Erachtens reines Wunschdenken. →

Insofern reichen die Zinsanhebungen der Notenbanken in den vergangenen Monaten womöglich noch nicht aus. Die Kerninflationen sind noch intolerabel hoch, Zweit-Runden-Effekte und adverse Lohn-Preis-Dynamiken können nicht ausgeschlossen werden. Hier gibt es sicher noch Handlungsbedarf.

Der eine oder andere fürchtet, die Notenbanken würden es im Kampf um die Inflation übertreiben ...

WEBER: Ich fürchte eher, sie tun nicht genug.

Thomas, Du hast einmal gesagt, die Notenbanken seien mit dem falschen GPS unterwegs. Als Außenstehender fragt man sich: Warum bemerken die das nicht?

MAYER: Ich glaube, das hat sich so eingeschlichen. In den 1970er-/80er-Jahren war Inflation das große Thema, auch im wissenschaftlichen Diskurs. Die sogenannten Monetaristen hatten Auftrieb. Von Milton Friedman, ihrem wichtigsten Vertreter, stammt denn auch der bekannte Satz, sinngemäß, dass Inflation immer Ergebnis einer allzu großzügigen Geldpolitik sei. Kurzum: Es ist Vorsicht geboten, wenn die Notenbanken die Geldschleusen sehr weit öffnen! Als die Inflation dann runterkam, in den 90er-Jahren, und auch nicht mehr zu steigen schien, gewannen die Keynesianer Oberwasser, auch innerhalb der volkswirtschaftlichen Abteilungen der Notenbanken. Die Deflation wurde – gegenüber der Inflation – als das weit größere Übel betrachtet. Was sicherlich damit zusammenhing, dass Keynes seine General Theory aus den Erfahrungen der Großen Depression in den 1930er-Jahren heraus verfasst hatte. Insofern haben sich die Koordinaten der Geldpolitik in den vergangenen Jahrzehnten verschoben, mit dem Ergebnis, dass die Inflation lange Zeit unterschätzt wurde. Jetzt haben wir den Schlamassel ...

WEBER: Ich vergleiche die Notenbanken gerne mit einem Flugzeug, das fünfmal so hoch fliegt als es sollte, weil der Autopilot, weil die Instrumente (Anm. der Red.: gemeint sind primär die Inflationsprognosen) versagt haben. Das ist zwar noch nicht hoch genug, um in der Stratosphäre mit den Satelliten zu kollidieren, aber es ist deutlich oberhalb der herkömmlichen Flughöhe. Worauf ich hinauswill:

Jetzt ein Soft Landing mit denselben defekten Instrumenten zu erwarten, erscheint mir riskant. Es wäre fahrlässig, die Landung mit defektem Autopiloten zu probieren. Jeder Pilot, jede Pilotin täte stattdessen gut daran, den Autopiloten abzuschalten, nach vorne aus dem Fenster zu schauen, auf Sicht zu navigieren und mit gesundem Menschenverstand und Flugerfahrung zu manövrieren.

Sie treffen die EZB-Pilotin, Christine Lagarde, regelmäßig – und auch Fed-Chef Jerome Powell. Was sagen die denn zum Flugverhalten der Notenbanken?

WEBER: Ich werde Ihnen dazu leider keine Details nennen können. Vielleicht so viel: Die Modellgläubigkeit in den volkswirtschaftlichen Abteilungen war lange Zeit sehr groß. Das scheint sich nun ein Stück weit zu ändern – was ein gutes Zeichen ist.

Wenn ein Soft Landing nicht funktioniert, könnte ein Hard Landing schmerzhaft Folgen haben ...

MAYER: Die Befürchtung habe ich. Wenn mir jemand gesagt hätte, 2020 oder 2021, dass die EZB ihren Leitzins innerhalb kürzester Zeit von null auf vier Prozent „reißen“ würde, und die US Fed von etwas über null auf mehr als fünf, dann hätte ich einen „Rumms“ erwartet. Bisher ist aber nicht allzu viel passiert – einige US-Regionalbanken hat es getroffen, dazu die Credit Suisse, wobei die ihre ganz eigenen Probleme hatte. Mehr nicht. Die Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen beispielsweise – alles im Rahmen. Nichts, was besorgniserregend wäre. Ich finde das beunruhigend, weil es mich ein wenig an die Krise auf dem US-Subprime-Markt erinnert. 2004 hatte Alan Greenspan, der damalige US-Notenbankchef, begonnen, die Zinsen anzuheben. Die Wirtschaft boomte – da würde nichts passieren, hieß es. 2006/07 poppten dann die Probleme auf dem US-Hypothekenmarkt auf. 2008 ging Lehman Brothers Pleite. Ich habe nicht das Gefühl, dass wir diesmal schon durch sind.

WEBER: Ich sehe das ähnlich. Wir stehen am Anfang der geldpolitischen Normalisierung. Auch wenn die Zinsen sehr schnell angehoben wurden, braucht es eine Weile, bis die Wirkung der Anpassungen voll durchschlägt – und das wird

unangenehme Nebenwirkungen haben, sowohl bei der Konjunktur wie auch bei der Finanzstabilität. Die Normalisierung der aufgeblähten Notenbankbilanzen steht weitgehend noch aus. Deswegen stört es mich, dass allenthalben so getan wird, als verlaufe alles streng nach Plan. Es ist ein wenig so wie bei einem Fallschirmspringer, der ohne Fallschirm aus dem Flugzeug springt und ruft: „Bis hierher ist alles in Ordnung!“

Woher kommt dann der Optimismus bei vielen Marktbeobachtern?

WEBER: Bisher haben die Notenbanken „nur“ den Zins angefasst, um die Inflation in den Griff zu bekommen. Der Bilanzabbau der Notenbanken hat noch nicht richtig angefangen. Die langfristigen Auswirkungen auf Kreditkonditionen, Liquidität in den Märkten und Profitmargen von Unternehmen sind noch nicht voll sichtbar. Womöglich ist das dem ein oder anderen noch gar nicht so recht bewusst.

Was verstehen Sie denn unter „richtig anfangen“?

WEBER: Die Notenbanken haben den Märkten in Summe bisher kaum Liquidität entzogen, im Gegenteil. Als in den USA einige Regionalbanken drohten umzukippen, wurde erneut massiv Krisenliquidität in das Finanzsystem gepumpt. Die Notenbankbilanzen sind mittlerweile gewaltig – und müssen reduziert werden.

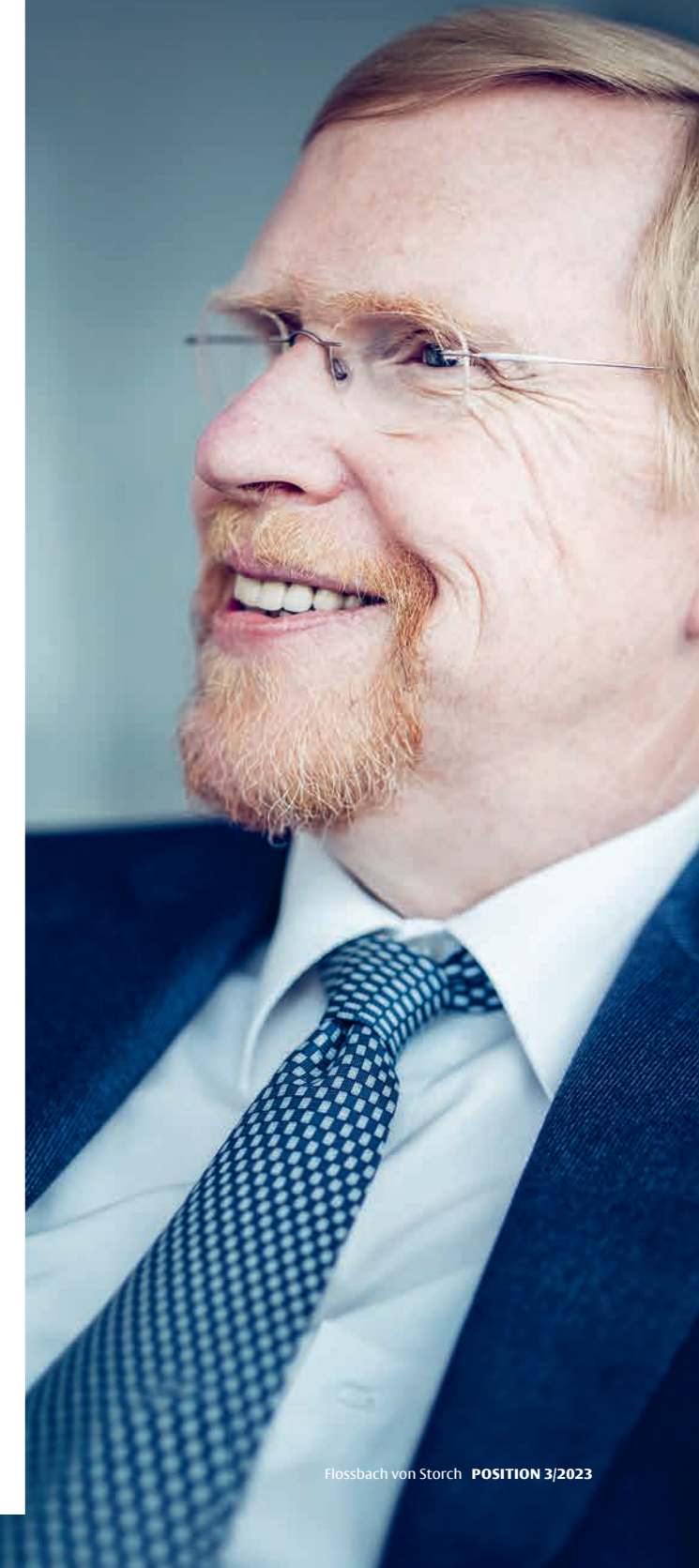
MAYER: Die Notenbanken haben sich von den Regierungen in eine Rolle drängen lassen, die ihnen eigentlich gar nicht zusteht: Ganz gleich, welche Krise es zu bekämpfen gilt, die Notenbanken drucken Geld! Ausbaden müssen es am Ende die Bürger. Die Kaufkraft ihrer Einkünfte und Geldersparnisse schmilzt wie Schnee an der Sonne, und die Verluste aus den Wertpapierkäufen mindern die Staatseinnahmen. Die Bürger sind wehr- und hilflos, solange sie nicht verstehen, was Politiker und Bürokraten mit ihrem Geld anstellen.

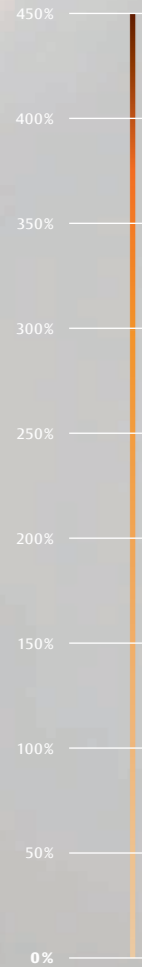
Prof. Dr. Axel A. Weber berät den Vorstand von Flossbach von Storch. Er war unter anderem von 2004 bis 2011 Präsident der Deutschen Bundesbank und danach für rund zehn Jahre Präsident des Verwaltungsrats der UBS.

Prof. Dr. Thomas Mayer ist Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute.

„Es ist Vorsicht geboten, wenn die Notenbanken die Geldschleusen sehr weit öffnen!“

Thomas Mayer





DER SCHUEDEN-ATLAS

Gesamtverschuldung
Summe aus Staats-, Unternehmens- und Haushaltsschulden (in Prozent des Bruttoinlandsprodukts)

Quelle: IMF Global Debt Database, Flossbach von Storch, Daten per 20. Oktober 2023

Für diese Länder liegen leider keine Daten vor. +



DIE WELT DER \$CHU€D€N

Seit Jahrhunderten prägen Schulden das politische und gesellschaftliche Leben. Doch noch nie waren sie so hoch wie heute. Ein Problem? Ein Ausflug in die Welt von Schuld und Tilgung.

von Julian Marx

Als Außenminister Hermann Müller und Verkehrsminister Johannes Bell am 28. Juni 1919 den Spiegelsaal im Schloss Versailles betraten, trugen sie eine schwere Last mit sich. Sie wurden zur Unterzeichnung des Versailler Vertrags gedrängt, nachdem das Kabinett unter Ministerpräsident Philipp Scheidemann wenige Tage zuvor zurückgetreten war. Hätten sie der gewünschten Vertragsunterzeichnung nicht Folge geleistet, wäre es bei den Alliierten wohl nicht nur bei der Androhung einer militärischen Intervention geblieben. Die beiden Vertreter des Deutschen Reichs hatten keine Wahl und setzten ihre Unterschrift unter den Vertrag.

Damit wurde das Deutsche Reich zu Gebietsabtretungen gezwungen und musste zahlreiche Entwaffnungsbestimmungen akzeptieren, ebenso wie die Entmilitarisierung des Rheinlands. Noch schwerer wog allerdings der „Kriegsschuldartikel“. Er gab Deutschland und seinen Verbündeten die alleinige Verantwortung für den Ersten Weltkrieg und die verursachten Schäden.

Daraus leiteten die alliierten Mächte in den Folgejahren erhebliche Reparationsforderungen ab. Die Kriegsschuld(en) wurden dabei vom gesamten politischen Spektrum des Deutschen Reiches (und am lautesten von den Feinden der noch jungen Demokratie) als Teil eines „Diktatfriedens“ abgelehnt. Das innenpolitische Klima war durch die hohen Reparationen stark belastet. Hunger und soziales Elend prägten das Alltagsleben der Deutschen in den Jahren nach dem Ersten Weltkrieg. Als die alliierte Reparationskommission im Dezember 1922 schließlich einen Lieferrückstand bei den deutschen Reparationsleistungen an Frankreich feststellte, besetzte Frankreich im Januar 1923 mit 60.000 Soldaten das Ruhrgebiet. Resultierende Streiks, die wirtschaftliche Absperrung des Ruhrgebiets und landesweite Produktionsausfälle hatten für die deutsche Wirtschaft ein ruinöses Jahr 1923 zur Folge. Samt Hyperinflation und massiven Ernährungsproblemen.

Letztlich war die Schuldenlast, die aus den Reparationsforderungen folgte, einfach zu hoch. Die deutsche Bevölkerung bekam die Konsequenzen in den Jahren bis 1923 auf eine existenzbedrohende Weise zu spüren. Kein Wunder also, dass sich in großen Bevölkerungsteilen bis heute eine gewisse Skepsis gegenüber Schulden hält. Gleichwohl begleiten uns steigende Schuldenberge bereits seit vielen Generationen.

DER SCHUH DRÜCKT

Die Weltwirtschaft wächst seit Dekaden unaufhaltsam. Im vergangenen Jahr knackte die Weltwirtschaftsleistung erstmals die Marke von 100 Billionen US-Dollar. Doch auf jeden erwirtschafteten US-Dollar kamen mehr als zwei US-Dollar an Schulden, die Staaten, Unternehmen und Privathaushalte über viele Jahre angehäuft haben.

Der Trend geht seit Jahrzehnten zu immer mehr Schulden. Nach Zahlen des Internationalen Währungsfonds (IWF) lag die globale Gesamtverschuldung im Jahr 1970 bei etwas mehr als 100 Prozent der Weltwirtschaftsleistung. Im Zuge der Finanzkrise überschritt sie dann erstmals die Marke von 200 Prozent. Bis heute hat sich ein schwindelerregender Schuldenberg aufgetürmt. Der IWF bezifferte ihn für das Jahr 2022 auf rekordhohe 235 Billionen US-Dollar – Tendenz steigend. Damit ist Überschuldung weiter ein großes Thema. Weltweit. Doch wie ernst steht es um unsere Finanzen wirklich?

SIND HOHE SCHULDEN BEI PRIVATHAUSHALTEN EIN QUALITÄTSMERKMAL?

Vergibt eine Bank hierzulande einen Hauskredit, ergreift sie in der Regel zwei Maßnahmen, um sich gegen potenzielle Ausfallrisiken abzusichern. Zum einen muss ein Kreditnehmer die von ihm erworbene Immobilie üblicherweise als Sicherheit verpfänden. Daneben überprüft das Kreditinstitut den Kreditnehmer auf dessen Zahlungswürdigkeit, auf seine Einkommens- und Vermögenssituation. Wer die Bonitätskriterien der Bank nicht erfüllen kann, erhält keinen Kredit.

Anders ausgedrückt: Je höher die Bonität der Haushalte ist, desto höher sollte auch ihr Zugang zu Haus- oder großvolumigen Konsumkrediten sein.

Ein Blick auf die Haushaltsschulden ausgewählter OECD-Staaten untermauert diesen Zusammenhang. Denn die Haushaltsschulden in Relation zum verfügbaren Haushaltseinkommen steigen mit der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit an. So betrug die Verschuldung norwegischer Haushalte beispielsweise zuletzt fast 250 Prozent ihres verfügbaren Einkommens. Ähnlich hohe Niveaus erreichen die Niederlande und die Schweiz. Bei allen drei handelt es sich um besonders

wirtschaftsstarke Industrienationen. Zwar haben die Niederlande, Norwegen und die Schweiz gemein, dass Bauzinsen steuerlich abzugsfähig sind. Es bestehen also Anreize, den Hauskredit nicht zu tilgen, was das Verschuldungsniveau nach oben „verzerrt“.

Gleichwohl ist eine Korrelation von hohen Schulden und wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit kaum von der Hand zu weisen. So betragen die mexikanischen Haushaltsschulden nur 26 Prozent des verfügbaren Haushaltseinkommens. In Deutschland liegt dieser Wert mit 102 Prozent etwa viermal so hoch. Wenig überraschend ist die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit, gemessen am Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt (BIP), in Deutschland ebenfalls deutlich höher als in Mexiko. Ein deutsches Pro-Kopf-BIP in Höhe von umgerechnet rund 53.000 US-Dollar steht einem mexikanischen Pro-Kopf-BIP von unter 14.000 US-Dollar gegenüber (vgl. Grafik 1). →

Grafik 1
Mit dem Wohlstand steigen die Haushaltsschulden
Haushaltsschulden in Prozent des verfügbaren Einkommens vs. Pro-Kopf-BIP (in US-Dollar)

Quelle: OECD, Flossbach von Storch,
Daten per 10. Oktober 2023



Höhere Haushaltsschulden gehen also oftmals mit einer höheren wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit eines Landes einher. Insofern müssen hohe Haushaltsschulden nicht schlecht sein, sondern können auch als Qualitätsmerkmal verstanden werden. Sie spiegeln – zumindest in einem gewissen Maß – das Wohlstandsniveau einer Gesellschaft wider, in der viele Menschen mit gut bezahlten und sicheren Arbeitsverhältnissen einen Zugang zu Konsum- und insbesondere auch Immobilienkrediten haben.

Für diese Interpretation gibt es auch gute Argumente. Schließlich gelten kreditfinanzierte Investitionen im Privatsektor als eine wesentliche Voraussetzung, um über sogenannte Multiplikator- und Akzeleratorprozesse eine positive makroökonomische Einkommensentwicklung anzustoßen. Und doch ist Vorsicht geboten, den Bogen bei der Kreditvergabe nicht zu überspannen.

WENN STEIGENDE ZINSEN AUF REKORDHOHE SCHULDEN TREFFEN

Denn es geht um gigantische Summen. 7.500 Milliarden Euro – so hoch waren Ende vergangenen Jahres die Kredit-schulden der Privathaushalte im Euroraum. Ein Rekord, in absoluter Betrachtung. Und können die Schulden nicht zurückgezahlt werden, dann droht die Insolvenz. Bei deutschen Privathaushalten waren die häufigsten Gründe einer Überschuldung im vergangenen Jahr Arbeitslosigkeit (19,2 Prozent), Erkrankung oder Unfall (17,4 Prozent) und eine „unwirtschaftliche Haushaltsführung“ (15,3 Prozent). Mit den hohen Inflationsraten der vergangenen Jahre wird ein weiteres Problem immer drängender: die steigenden Zinskosten. Für 10-jährige Baukredite müssen Immobilienkäufer heute um die vier Prozent an jährlichen Zinszahlungen einplanen. Noch vor zwei Jahren konnten manche Häuslebauer ihren Traum vom Eigenheim mit einer Null vor dem Komma finanzieren. Droht vielen Haushalten jetzt eine Schiefelage?

Nach Einschätzung des irischen EZB-Chefvolkswirts Philip Lane sollten die gegenwärtigen Risiken bei Hypothekenfinanzierungen zumindest nicht überbewertet werden. Denn für zig Millionen Haushalte, die bereits im fremdfinanzierten Eigenheim wohnen, gilt, dass ihre Immobilienkredite oft über eine sehr lange Zinsbindung von zehn Jahren oder mehr verfügen. Mit Blick auf die Eurozone trifft das insbesondere auf deutsche oder französische Haushalte zu, während in Finnland oder Spanien kürzer laufende oder variabel verzinst Immobilienkredite typisch sind. In Summe ist die durchschnittliche Zinsbelastung aus Immobilienkrediten in der Eurozone daher erst moderat gestiegen. Seit Dezember 2021 zahlen die Haushalte der Eurostaaten rund 0,6 Prozentpunkte mehr an Bauzinsen (vgl. Grafik 2).

Für einen großen Teil der Immobilienschulden gilt also, dass sie relativ träge auf ein höheres Zinsniveau reagieren. Das erklärt auch, warum Philip Lane die Risiken aus Hypothekenfinanzierungen nicht zu stark in den Vordergrund rücken möchte. Ähnlich sieht es bei der weltgrößten Volkswirtschaft, den USA, aus. Auch hier weisen die Immobilienkredite der Haushalte sehr lange Zinsbindungen auf. Bei mehr als 80 Prozent der ausstehenden US-Baukredite wurden die Zinskonditionen sogar für 30 Jahre festgezurret. Das sah in

den Jahren vor der Finanzkrise noch ganz anders aus, als zeitweise rund 40 Prozent der neu vergebenen US-Baukredite variabel verzinst waren. Heute gilt, dass ein großer Teil der ausstehenden Haushaltsschulden relativ resilient gegenüber einem kurzfristig veränderten Zinsumfeld ist.

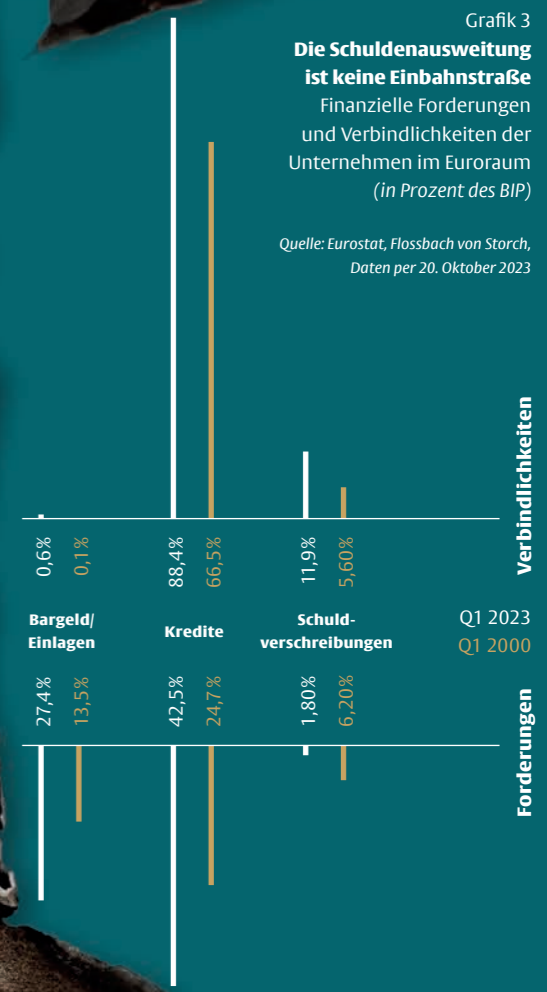
UNTERNEHMENSINVESTITIONEN AM PRANGER?

Während lang laufende, festverzinsliche Bestandskredite per definitionem keinen unmittelbaren kurzfristigen Zinsänderungsrisiken unterliegen, sieht das Bild bei Neukrediten oder Anschlussfinanzierungen komplett anders aus. Hier schlagen die seit 2022 deutlich gestiegenen Zinskosten voll durch. Zahlten Unternehmen in der Eurozone Ende 2021 im Schnitt kaum mehr als ein Prozent per anno bei Abschluss eines lang laufenden Kredits, waren es im Sommer 2023 gut vier Prozent.

Eine Vielzahl kreditfinanzierter Investitionen wird somit unrentabel. Das gilt in besonderem Maße für den Immobilienmarkt, in dem sowohl die Bauunternehmen als auch die potenziellen Hauskäufer gleichermaßen unter dem gestiegenen Zinsniveau ächzen. In Deutschland lagen die Baugenehmigungen für neu zu errichtende Wohngebäude von Januar bis August 2023 dann auch um stattliche 32 Prozent unter ihrem Vorjahreswert.

Das sind besorgniserregende Zahlen. Hinzu kommt, dass die Verschuldung der Unternehmen in der Eurozone heute spürbar höher ist als noch zu Beginn des Jahrtausends. Im ersten Quartal 2023 wiesen die Unternehmen des Euroraums finanzielle Verbindlichkeiten in Höhe von gut 100 Prozent des BIP aus. Anfang des Jahrtausends waren es nur etwas mehr als 70 Prozent des BIP. Der Blick auf die Schuldenhöhe deutet also darauf hin, dass die Unternehmen heute anfälliger gegenüber steigenden Zinsen sind. Einerseits. Andererseits sind auch die (finanziellen) Vermögenswerte gewachsen. Die Unternehmenseinlagen haben sich sogar auf gut 27 Prozent des BIP verdoppeln können (vgl. Grafik 3).

In der Gesamtschau kommen weitere Faktoren hinzu. Kurzfristig dürften zahlreiche Unternehmen etwa davon profitieren, dass sie sich längerfristig mit den Tiefzinskonditionen der Vergangenheit eingedeckt haben. Gleichzeitig schlägt →



das höhere Zinsniveau unmittelbar auf der Einlagenseite durch und steigert somit die Zinserträge auf die Rücklagen zahlreicher Firmen.

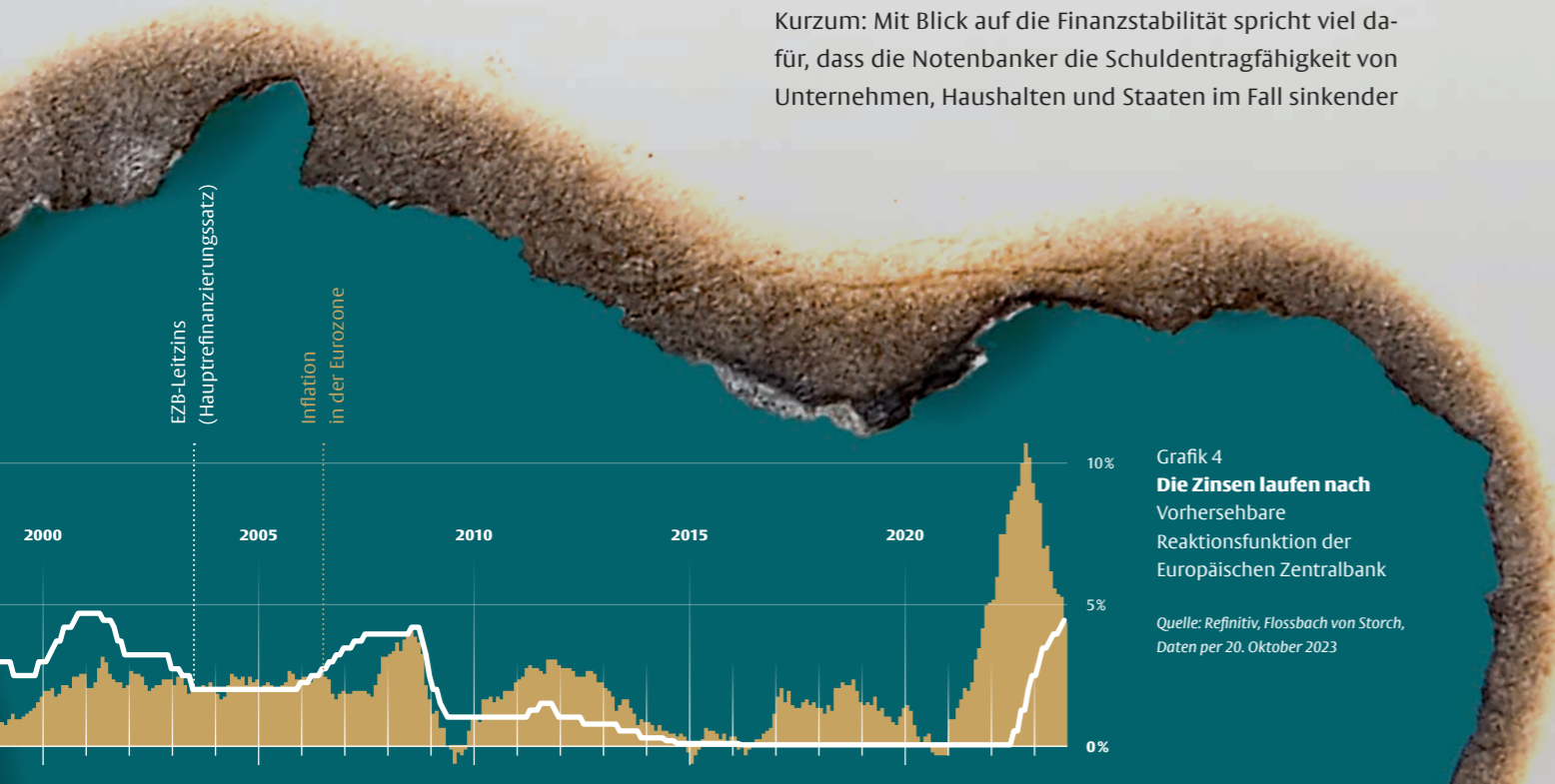
Dennoch ist klar: Je länger die Zinsen hoch bleiben, desto schmerzhafter wird es. Allerdings dürften die branchen- und unternehmensspezifischen Entwicklungen sehr unterschiedlich verlaufen. So dürfte das bereits erwähnte Bauträgergeschäft unmittelbar und besonders stark unter der Zinswende leiden. Andererseits haben etwa Unternehmen, die den täglichen Bedarf der Menschen bedienen, starke Marken und ausgeglichene Bilanzen haben, trotz hoher Zinsen das Potenzial, von steigenden Erträgen infolge der Inflation zu profitieren.

In gesamtwirtschaftlicher Betrachtung ist wohl noch kein Grund zur Panik geboten. Und negative realwirtschaftliche Auswirkungen, die als Folge der Zinserhöhungen auftreten können, sind geldpolitisch zunächst einmal erwünscht – zumindest in einem gewissen Maße. Mithilfe einer sinkenden Nachfrage sollen die hohen Inflationsraten schließlich wieder eingefangen werden. Immerhin ist die Kerninflation in der Eurozone im September 2023 erstmals seit einem Jahr wieder unter die Marke von fünf Prozent gefallen. Das selbst gesteckte Preisstabilitätsziel, das eine jährliche Teuerungsrate von zwei Prozent vorsieht, ist aus Sicht der Euro-Währungshüter allerdings noch immer in weiter Ferne.

Aus Unternehmenssicht würden anhaltend hohe Zinsen aber implizieren, dass auch die Inflationsraten länger hoch bleiben. Hohe Inflationsraten wiederum setzen Preisanhebungen der Unternehmen voraus, was mit einer Entwertung der Altschulden einhergeht. Die Kosten höherer Zinsen würden in einem solchen Szenario also durch die Vorteile einer Altschuldenentwertung abgemildert.

Und kommen die Inflationsraten doch schneller zurück, wäre wohl auch nicht von nachhaltig höheren Zinsen auszugehen. In diesem Fall ist die historische Reaktionsfunktion der Notenbanken eindeutig. Die EZB hat ihrerseits mehr als einmal unter Beweis gestellt, dass sie bei niedrigen Inflationsraten und einer einhergehenden Wirtschaftsflaute notfalls bereit wäre, ordentlich aufs Gaspedal zu treten. Anders ließe sich beispielsweise kaum erklären, dass das Eurosystem Ende vergangenen Jahres gut ein Viertel der italienischen und spanischen Staatsschulden auf seine Bücher genommen hatte. Nach vorne schauend hat die EZB mit dem „Transmission Protection Instrument“ (TPI) zudem ihren Werkzeugkasten erweitert. Gelangt die EZB fortan zur (subjektiven) Einschätzung, dass etwa Staatsanleiherenditen der Euro-Peripherie zu hoch sind und damit den geldpolitischen Transmissionsmechanismus, also die Weitergabe der geldpolitischen Impulse, stören, kann sie nach eigenem Ermessen Staatsanleihen der Euro-Peripherie kaufen – eine Grenze für das mögliche Kaufvolumen existiert nicht.

Kurzum: Mit Blick auf die Finanzstabilität spricht viel dafür, dass die Notenbanker die Schuldentragfähigkeit von Unternehmen, Haushalten und Staaten im Fall sinkender



Inflationsraten durch dann wieder sinkende Zinsen gewährleisten würden (vgl. Grafik 4). Wer hingegen gestiegene zinsseitige Belastungen beliebig extrapoliert, würde die Rechnung wohl ohne die Notenbanken machen.

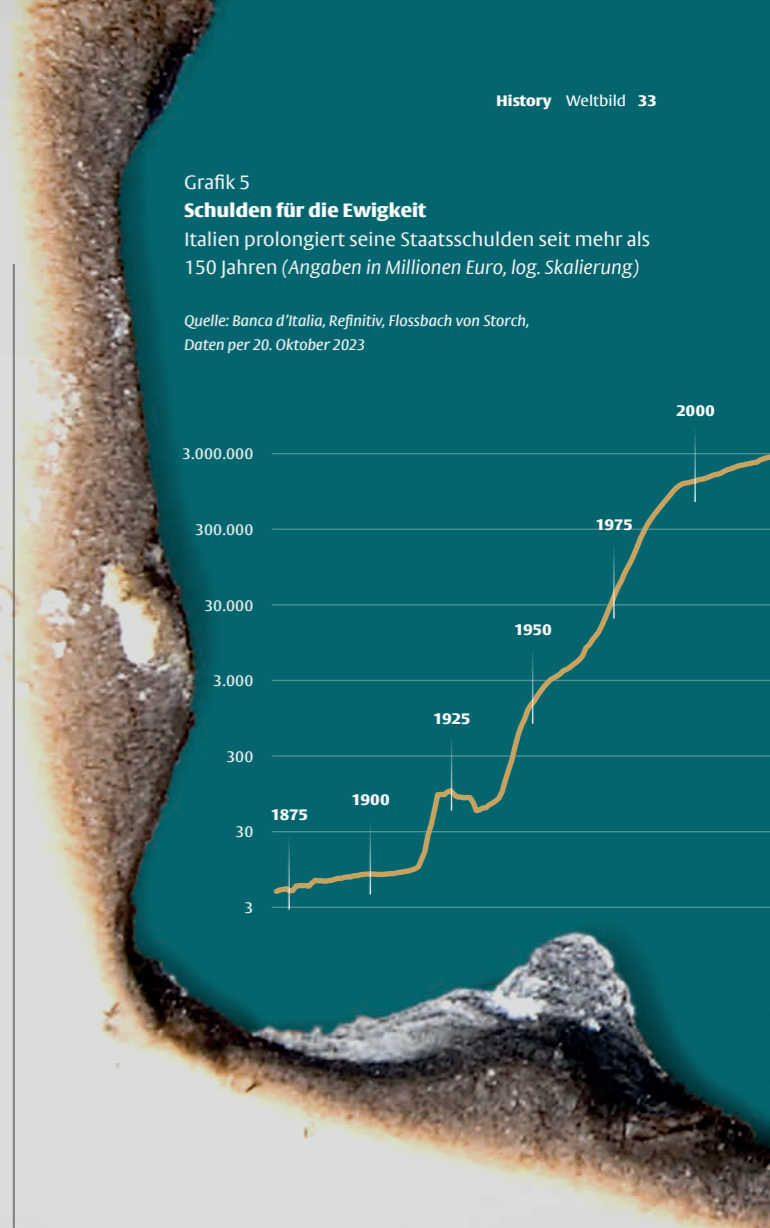
SCHULDEN FÜR DIE EWIGKEIT

Schulden begleiten uns oft einen Großteil unseres Lebens. Wer im jungen Erwachsenenalter ins Eigenheim zieht, stottert die fälligen Kreditraten zumeist über viele Jahrzehnte ab. Bei einem Unternehmen sind die Kreditzyklen üblicherweise kürzer. Investitionen in Maschinen oder eine neue Lagerhalle dürfen sich nicht erst nach mehreren Dekaden amortisieren, damit Unternehmer eine entsprechende Investition in Betracht ziehen. Im Gegensatz zum Hauskauf fallen Unternehmensinvestitionen aber wiederkehrend an. Es gilt, wettbewerbsfähig zu bleiben. Alte Unternehmensschulden müssen also regelmäßig durch neue ersetzt werden.

Ähnlich verhält es sich bei Staatsschulden. Staaten haben kein „Verfallsdatum“. Sie überleben ihre Bürgerinnen und Bürger im besten Fall, bestehen für Generationen und nicht für Legislaturperioden – genau wie ihre Schulden. Der italienische Staat kann mittlerweile auf eine lückenlose Schuldenhistorie von mehr als 150 Jahren zurückblicken. Die Staatsschulden kannten dabei, mit Ausnahme der 1920er- und 1930er-Jahre, im Grunde genommen nur eine Richtung, nämlich nach oben. Es bleibt die Erkenntnis: (Staats-) Schulden müssen nicht zurückgeführt werden, sie werden prolongiert. Wieder und wieder. Und wieder. Seit 1870 sind Italiens Staatsschulden von umgerechnet 4,7 Millionen Euro um mehr als das 500.000-fache angewachsen, auf knapp 2.800 Milliarden Euro per Ende 2022 (vgl. Grafik 5).

Die Schuldenquote Italiens hat sich hingegen nicht einmal verdoppelt. Nach 93 Prozent des BIP im Jahr 1870 betrug sie Ende vergangenen Jahres 144 Prozent. Wie das funktionieren kann? Ganz einfach. Für eine konstante Schuldenquote reicht es aus, wenn die jährlichen Zinszahlungen das nominale Wirtschaftswachstum nicht übersteigen.

Nehmen wir an, Italiens Finanzministerium muss fünf Prozent an jährlichen Zinsen auf den Schuldenstand des Landes zahlen und finanziert die Zinszahlungen vollständig durch



neue Kredite. Dann steigt der Schuldenberg ceteris paribus um fünf Prozent an. Wächst die Wirtschaft im gleichen Zeitraum aber ebenfalls um fünf Prozent, bleibt die Schuldenquote konstant. Da spielt es aus Sicht des Schuldendienstes auch keine Rolle, ob das nominale Wirtschaftswachstum durch eine höhere Produktivität oder Inflation erzeugt wurde. In der Theorie kann der Schuldenberg also immer weiter anwachsen, ohne dass die Altschulden zur Belastung werden müssen.

Die Praxis sieht allerdings nicht immer so rosig aus. Für die jüngere Vergangenheit lässt sich nicht wegdiskutieren, dass für Italien übermäßige Belastungen aus der hohen Verschuldung resultierten. So lag Italiens nominales Wirtschaftswachstum in diesem Jahrtausend bei durchschnittlich zwei Prozent pro Jahr. Im gleichen Zeitraum musste der italienische Staat aber Zinszahlungen leisten, die mit durchschnittlich 4,5 Prozent des BIP deutlich oberhalb des

Schulden sind keineswegs per se schlecht. Sie sind auch das Spiegelbild eines gewachsenen Wohlstandsniveaus.

Wirtschaftswachstums lagen. Da half es auch nicht, dass Italiens Haushalt zwischen 2000 und 2022 in 18 Jahren einen Primärüberschuss (Haushaltssaldo vor Zinszahlungen) erwirtschaftete. Im Gegenteil dürfte die zu hohe Verschuldung ihren Teil dazu beigetragen haben, dass sich das schwache Wirtschaftswachstum Italiens aufgrund fehlender staatlicher Ausgabenspielräume manifestierte. Das Geld, das für die Zinsen aufgewendet werden musste, fehlte in Italien zuletzt an anderer Stelle.

Doch trotz der enormen Schuldenhöhe könnten sich noch viele kommende Generationen an den Altschulden Italiens „erfreuen“. Dem geldpolitischen Geleitschutz der EZB sei Dank.

DAS RICHTIGE MASS

Wann sind Schulden zu hoch? Was sind gute Schulden, was sind schlechte? Die Beantwortung dieser Fragen ist anspruchsvoll. Haushaltsschulden sind tendenziell in den Ländern höher, in denen die Menschen über ein gutes und sicheres Einkommen verfügen. In denen auch aus Sicht der Kreditinstitute eine höhere Planungssicherheit vorliegt, wenn sie einen Kredit vergeben. Sind hohe Haushaltsschulden also gut? Es lässt sich zumindest gut begründen, dass

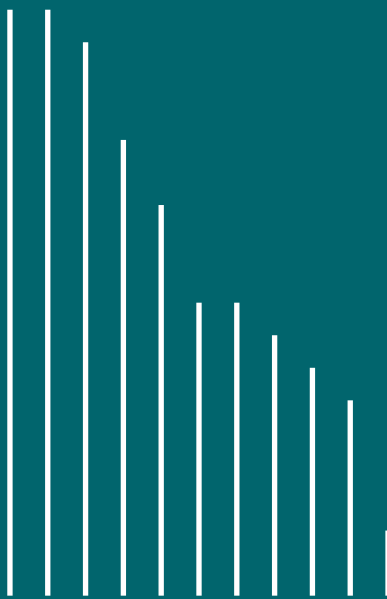
hohe Haushaltsschulden in vielen Fällen als eine Art Gütesiegel für ein investitions- und konsumfreundliches Klima verstanden werden können. Es ist kein Zufall, dass die Haushaltsverschuldung in Industrieländern in der Regel weit oberhalb von derjenigen in Schwellen- und Entwicklungsländern liegt.

Auch Unternehmen und Staaten konnten dank der Möglichkeit, sich zu verschulden, unzählige Investitionen in die unternehmenseigene beziehungsweise öffentliche Infrastruktur tätigen. Schulden dürften somit einen signifikanten Beitrag zum Wachstum der vergangenen Dekaden geleistet haben. Schulden sind also keineswegs per se schlecht. Sie sind keine Einbahnstraße. Sie sind auch das Spiegelbild eines gewachsenen Wohlstandsniveaus.

Gleichwohl darf das alles kein Freifahrtschein für eine willkürliche Schuldenausweitung sein. Die disziplinierende Wirkung von Zinsen darf nicht verloren gehen. Neue Schulden sollten bestmöglich nicht konsumiert, sondern dort investiert werden, wo langfristig der größte Nutzen zu erwarten ist. Gerade im vergangenen Jahrzehnt der Null- und Negativzinsen drohte diese elementare Funktion des Zinses zu erodieren. Das ist gefährlich. Denn eine unkontrollierte Geldschwemme kann das Vertrauen in das Geld- und Währungssystem aushöhlen, wenn dies in nachhaltig höheren Inflationsraten mündet und die lieb gewonnene Planungssicherheit von Haushalten, Unternehmen und Staaten verwässert würde.

Wer die Vorzüge von Schulden bestmöglich ausschöpfen möchte, muss also mit Augenmaß handeln. Das Beispiel Italien zeigt, dass zu hohe Schulden nicht immer gleich in einer Hyperinflation oder tiefen Depression münden müssen. Sie können den finanziellen Handlungsspielraum aber über Dekaden einschränken. Schlecht angelegt, können schuldenfinanzierte Konsum- und Investitionsausgaben von heute somit einen nachhaltigen Wohlstandsverlust in der Zukunft bedeuten. Ein Szenario, das es zu vermeiden gilt. Auf dass zukünftige Generationen nicht ihrer Wohlstandschancen durch die Fehler ihrer Altvorderen beraubt werden. ♦

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



MANGELHAFTES HAUSHALTSDISZIPLIN

Ohne jede Bedeutung?

Die Maastricht-Kriterien hatten bislang keinen disziplinierenden Effekt

Quelle: Eurostat, Flossbach von Storch,
Daten per 20. Oktober 2023

18	18	17	14	12	9	9	8	7	6	2
Frankreich	Griechenland	Portugal	Spanien	Italien	Deutschland	Belgien	Irland	Niederlande	Österreich	Finnland

Anzahl der Jahre zwischen 2000 und 2022, in denen das Haushaltsdefizit die Maastricht-Defizit-Grenze von drei Prozent überstieg

von Julian Marx

Der alte Kontinent steckt tief in den roten Zahlen. Die durchschnittliche Staatsverschuldung der Eurostaaten lag Ende vergangenen Jahres bei 91,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Sechs Eurostaaten weisen sogar eine Staatsschuldenquote von mehr als 100 Prozent des BIP aus. Darunter Schwergewichte wie Frankreich, Italien und Spanien.

Besserung scheint nicht in Sicht. Die historische Haushaltsdisziplin gibt wenig Anlass zur Hoffnung. Das Maastricht-Defizit-Kriterium, das ein Haushaltsdefizit von maximal drei Prozent des BIP vorsieht, hat in der Praxis schon lange keine Relevanz mehr. So lag das französische Staatsdefizit zwischen 2000 und 2022 in 18 von 23 Jahren bei mindestens drei Prozent des BIP. Portugal riss die Defizit-Grenze in diesem Zeitraum 17-mal, Spanien 14-mal und Italien 12-mal (vgl. Grafik).

Einen Haushaltsüberschuss erwirtschaftete Frankreich in diesem Jahrtausend in keinem einzigen Jahr.

Nach vorne schauend erwarten uns zudem signifikante demografische Lasten, die die Wirtschaftsleistung dämpfen und den fiskalischen Handlungsspielraum weiter einengen könnten. In der Eurozone könnte der Anteil der Personen im erwerbsfähigen Alter (20 bis 64 Jahre) von 59 Prozent im Jahr 2020 auf rund 51 Prozent in 2045 sinken. Damit bleiben die Aussichten für die Staatsfinanzen weiter mau.

Auch wenn wir derzeit eine Phase höherer Zinsen erleben – langfristig spricht einiges dafür, dass die Staatsfinanzen geldpolitischen Geleitschutz benötigen. Die Zeiten einer restriktiven Geldpolitik dürften demnach endlich sein. ♦

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, ganz aus dem Blickwinkel einer Chinesin. Diesmal geht es um die mittlerweile ziemlich aufwendige Suche nach auskömmlichen Renditen.

Der nächste Boom lässt auch bei uns (wohl noch länger) auf sich warten, und der Aktienmarkt enttäuschte zuletzt – und damit auch die Renditen von chinesischen Investmentfonds. Auch der Immobilienmarkt hat, um es mal vorsichtig zu formulieren, die früheren Hochs hinter sich gelassen. Wohin also mit dem Geld, wenn es etwas anzulegen gibt?

In solchen Zeiten agieren viele Menschen auch bei uns vorsichtig. „Ich kann selbst mit 0,2 Prozent für Tagesgeld gut leben. Immerhin habe ich keine Verluste wie mit Aktien oder Fonds“, hieß es unlängst (etwas resigniert) in den sozialen Medien.

ZÖGERLICHE ZINSENKUNGEN

Und tatsächlich: Im März 2023 machten festverzinsliche Sparkonten etwa 70 Prozent der „Investments“ der chinesischen Haushalte aus. Doch während in der westlichen Welt die Zinsen steigen, hat unsere Notenbank, die People's Bank of China (PBOC), die Zinsen allein in diesem Jahr schon zweimal gesenkt. Seit dem Jahr 2016 gab es insgesamt sieben Zinsschritte – alle leider nach unten.

Die Zinssenkungen kamen bei den Kunden erst mit Verspätung an. Denn die Banken durften ihren Einlagenzins innerhalb eines bestimmten Korridors lange selbst bestimmen. Da die Konkurrenz unter den Finanzhäusern groß ist, erhielten die Sparkunden eigentlich immer mehr als „den Korridor“. Seit April 2022 ist damit aber Schluss. Nun müssen sie den Einlagenzins anhand der Rendite der 10-jährigen chinesischen Staatsanleihe und der 1-jährigen Kreditzinsen für Kunden mit Topbonität festlegen.

Die neue „Zins-Planwirtschaft“ unserer Notenbank setzte dabei auf Zuckerbrot und Peitsche. Zunächst wurden die Banken, die diese Anpassung zeitnah vollzogen haben, belohnt und konnten sich über die PBOC zu günstigeren Konditionen refinanzieren. Trotzdem zogen vor allem kleine, regionale Institute zunächst nicht mit. Erst als sie, etwa ein Jahr später, Nachteile bei der Refinanzierung befürchten mussten, senkten auch sie den Einlagenzins, so dass es am „Markt“ derzeit kaum noch Unterschiede bei den Sparzinsen gibt.

Und so werden aktuell von Banken nur noch die besagten 0,2 Prozent für Tagesgeld, 1,55 Prozent für 1-jähriges und 2,25 Prozent per annum für 5-jähriges Festgeld offeriert. Das erscheint vielen, auch wenn wir in China derzeit keine Inflation haben, wenig attraktiv.

AUF DER SUCHE NACH RENDITE

In diesem Umfeld wenden sich die Sparer zunehmend einem klassischen Vorsorgeinstrument zu, das in einigen westlichen Ländern mehr und mehr aus der Mode gekommen ist: den kapitalbildenden, vor allem anleihebasierten Lebenspolice. Nach drei schwachen Jahren ab 2020 steigen die Prämienzahlungen seit Januar dieses Jahres kontinuierlich an. Im Januar 2023 lag der Zuwachs zum Vorjahr bei plus vier Prozent, im Juni schon bei plus 13 Prozent. Auf Monatsbasis lag die Wachstumsrate im Juni 2023 damit sogar bei 30 Prozent. Und betrachtet man nur die Lebensversicherung (exklusive der damit oft verknüpften Unfall- und Krankenversicherungen), dann lag die Wachstumsrate im Juni sogar bei 42 Prozent. *

Interessant ist auch, dass die durchschnittlich gezahlten Prämien pro Police von 23.000 Renminbi im Jahr 2019 (umgerechnet rund 2.900 Euro) auf 35.000 Renminbi im Jahr 2020 (etwa 4.500 Euro) gestiegen sind. Hochrechnungen zufolge könnten es Mitte des Jahres bereits etwa 59.000 Renminbi (rund 7.500 Euro) sein.

Vor allem ältere Menschen zeigen sich begeistert – so auch meine Eltern, die etwa von einem Treffen im Freundeskreis enthusiastisch berichteten, dass schon mehrere Bekannte in solche Produkte eingestiegen waren.

Doch ganz so rosig ist es nicht. Wir haben uns mal die Konditionen der Produkte etwas genauer angesehen. Und siehe da: Der Regulator hat den Garantiezins bereits deutlich gesenkt – und zwar von 4,01 Prozent vor dem Jahr 2020 auf 3,5 Prozent Mitte 2023. Trotzdem werden den Interessenten vom Vertrieb weiterhin durchschnittlich vier Prozent per annum quasi versprochen. Ob diese Zielmarke erreicht werden kann, ist abhängig von dem variablen Zinsanteil. Das erscheint aufgrund der zuletzt deutlich schlechteren Zinssituation in China aber wenig realistisch. Die Verkäufer präsentieren dennoch unverdrossen das Best-Case-Szenario.

Mich hat die Begeisterung meiner Eltern überrascht. Gelten doch Versicherungsprodukte in den Augen vieler Chinesen fast schon als eine Art „guāipiàn“, was man frei als „Gauerei“ übersetzen könnte, weil die hehren Versprechungen in der Praxis allzu oft nicht eintreffen. Trotzdem haben sich Lebenspolice in China langsam zu einer Art Must-have für ältere Privatanleger entwickelt. Das Beispiel zeigt: Die Suche nach Rendite kann blind machen. Es kommt (auch in China) aufs Kleingedruckte an. ♦

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.



von Simon Jäger

ZWEI GOLDENE → DEKADEN

Seit gut 20 Jahren nutzen wir Gold in unseren gemischten Portfolios. Seither ist der Preis massiv gestiegen. Welche Funktion das Edelmetall für Anleger hat – damals und heute.

Gold ist Geld, heißt es. Die Währung der letzten Instanz, die ihren Wert auch dann erhält (oder sogar steigert), wenn im Finanzsystem gar nichts mehr geht. Seit rund 20 Jahren ist das Edelmetall ein wichtiger Bestandteil unserer Anlagestrategie. Und tatsächlich hat sich der Goldpreis seit unserem Einstieg Ende 2003 vervielfacht (vgl. Grafik auf Seite 42). Der genauere Blick zeigt aber, dass es nicht immer nur nach oben ging. Preisschwankungen und Rücksetzer gehören zu Goldanlagen dazu. Zudem stagnierte der Goldpreis nach einem steilen Anstieg bis 2011 über mehrere Jahre.

Dennoch blieb das Edelmetall ein fester Bestandteil der von uns verantworteten Portfolios. Es ist unsere Versicherung gegen die Krisen eines fragilen Finanzsystems. Es ist eine strategische Position – also ein langfristiges Investment. Ein Rückblick zeigt, dass diese Rechnung aufgegangen ist.

Als wir im Jahr 2003 zum ersten Mal Gold in unsere Anlagestrategie aufgenommen haben, war unser Beweggrund ein völlig anderer als heute. Damals spielte der Versicherungsaspekt des Edelmetalls noch eine untergeordnete Rolle. Vor allem die wachsende Kaufkraft der Menschen in goldaffinen Nationen wie Indien und China war unser Anlagemotiv. Gold sahen wir als Globalisierungsgewinner. Wenn der Wohlstand wächst, steigt die Nachfrage, sei es für Brautschmuck oder Münzen und Barren. Zudem erschien uns das Edelmetall zu dieser Zeit überaus günstig bewertet. Ein ideales Umfeld für steigende Preise.

GOLD ALS GLOBALISIERUNGSGEWINNER

Erst 1971 war der Goldpreis freigegeben worden. Zuvor war er aufgrund des geltenden Goldstandards an den US-Dollar gekoppelt und auf 35 US-Dollar je Unze fixiert gewesen. Nun pendelte er sich zunächst bei etwa 100 US-Dollar pro Feinunze ein, schnellte aber bereits im Dezember 1974 im Zuge der ersten Ölpreiskrise (die US-Inflation erreichte damals zeitweise zwölf Prozent) rasant auf 190 US-Dollar hoch. In der zweiten Ölpreiskrise, die Ende 1979 begann, und die US-Inflation auf 14,6 Prozent beförderte, schnellte der Goldpreis Anfang 1980 in der Spitze auf mehr als 800 US-Dollar hinauf. Nachdem es aber gelungen war, die hohe Inflation durch noch höhere Leitzinsen zu bekämpfen, war es mit der Gold-Euphorie dann rasch wieder vorbei. Und über zwei Jahrzehnte zählte Gold zu den schlechtesten Anlagen über-

haupt. Gold-Bären verwiesen gerne und regelmäßig darauf, dass Gold nicht nur ein schwieriges und stark schwankendes Investment sei, sondern auch keine Zinsen beschere.

Ende 2003, als wir erstmals dazu geraten hatten, Gold in gemischte Portfolios aufzunehmen, war der Goldpreis wieder etwas angestiegen und stand zum Jahreswechsel bei etwa 300 Euro (beziehungsweise bei 347 US-Dollar). Wir sahen Potenzial. So kam damals 80 Prozent der Goldnachfrage von der Schmuckindustrie – heute sind es nur noch gut 50 Prozent. Damals wie heute lag der größte Absatzmarkt in Indien. Aufgrund des zunehmenden Wohlstands in den Wachstumsmärkten stieg damals vor allem der Absatz in China enorm. Dieser Markt ist inzwischen die Nummer zwei bei der Goldschmucknachfrage weltweit. Wir sahen Gold also auch als Globalisierungsgewinner und strebten in den Multi-Asset-Portfolios unserer Privatkunden eine Goldposition von etwa fünf Prozent des Vermögens an.

Von 2003 bis Mitte 2006 war der Goldpreis, in US-Dollar gerechnet, dann tatsächlich nahezu ohne Unterbrechung gestiegen. Das nominale Bruttoinlandsprodukt von China und Indien hatte sich im selben Zeitraum von umgerechnet 2,3 Billionen auf gut 4,8 Billionen US-Dollar mehr als verdoppelt. Doch 2008 brach der Goldpreis um 20 Prozent ein. Denn jetzt stagnierte dort im Zuge der sich anbahnenden Großen Finanzkrise die Nachfrage. Die Frage kam auf, ob man Gold nicht besser veräußere – wir stockten stattdessen auf.

GOLD IN EINEM FRAGILEN FINANZSYSTEM

Für uns trat der Globalisierungsgewinn als Kaufmotiv in dieser Phase in den Hintergrund. Der Sicherheitsgedanke rückte nun an die erste Stelle. Die Welt hatte sich gewandelt: „Für viele Anleger waren die letzten Monate die größte emotionale Herausforderung ihres Investorenlebens,“ so begann unser Kapitalmarktbericht zum Ende des dritten Quartals 2007. „Lange Menschenschlangen und Rangeleien besorgter Sparer vor den Türen der britischen Hypothekenbank Northern Rock, die in Turbulenzen geraten ist, und große Menschentrauben vor den Filialen des Münchner Edelmetallhändlers Pro Aurum, weil einzig Gold als sichere Währung gilt.“

Tatsächlich machten ab 2007 Zuwächse beim Anlagegold den Rückgang der Schmucknachfrage mehr als wett. Dabei

legte zunächst der Verkauf von Barren und Münzen zu, später stieg auch der Bedarf des Edelmetalls, das die ab 2003 zugelassenen börsengehandelten Indexprodukte (ETC) hinterlegten hatten. Und so hatte der Goldpreis Ende 2007 ein 27-Jahres-Hoch von gut 800 US-Dollar erreicht. „Wenn alles gut läuft, wird der Goldpreis in den nächsten Jahren die Marke von 1.000 US-Dollar die Unze übersteigen. Wenn alles schlecht läuft, werden es mehrere Tausend US-Dollar sein,“ prognostizierte Bert Flossbach damals.

Der Goldpreis durchbrach die 1.000 US-Dollar-Marke erstmals am 13. März 2008. Zuvor waren einige Finanzaktien stark unter Druck geraten. Wenige Monate später erlebten die Finanzmärkte eine Zäsur wie in den 1930er-Jahren des vergangenen Jahrhunderts. Bald wurde klar: Selbst große Finanzinstitute konnten binnen Stunden in die Insolvenz gehen. Nach der Pleite des US-Investmenthauses Lehman Brothers am 15. September 2008 mussten auch bei uns Banken gerettet werden und am 5. Oktober sprachen Bundeskanzlerin Angela Merkel und Finanzminister Peer Steinbrück eine politische Garantie für alle Konto-, Spar- und Terminguthaben von Privatpersonen in unbegrenzter Höhe aus.

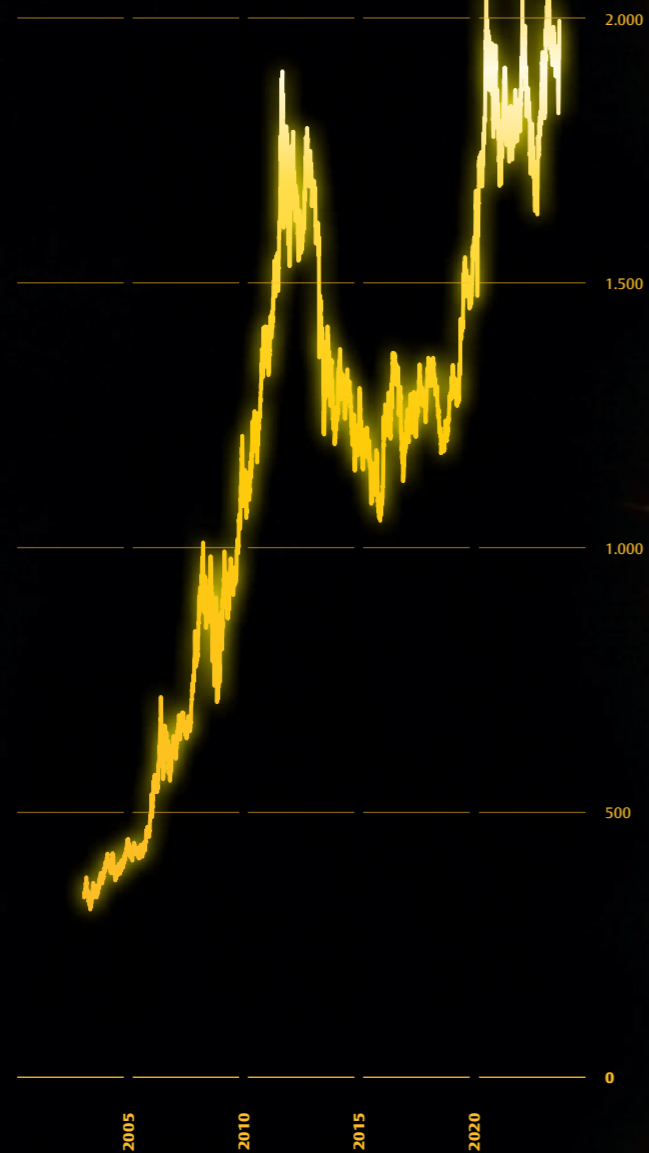
Zum Ende der Großen Finanzkrise, im Dezember 2009, stand der Goldpreis schließlich bei 1.226 US-Dollar. Der Preis war acht Jahre in Folge gestiegen, wobei es mehrere heftige Korrekturphasen gegeben hatte. Wir hatten unsere Position aufgestockt – und das Anlagevehikel verändert: Hatten wir ab 2003 zunächst noch teils währungsbesicherte Goldzertifikate genutzt, sind wir seit etwa 2007 auch in physische Barren und Münzen investiert. Je nach Marktlage stockten wir diese Position auf. In für Gold guten Zeiten nutzten wir zudem die Aktien von Minengesellschaften, die oft mit dem Anstieg des Goldpreises erheblich stärker stiegen, jedoch auch entsprechend schneller fallen konnten, sobald sich das Blatt wendete. Zudem nutzen wir mit realem Gold hinterlegte ETCs. Je nach Anlagestrategie können der Anteil und die Form der Goldanlagen variieren.

GOLD ALS VERMÖGENSSICHERUNG IM ZINSTIEF ...

Kaum schienen die Sorgen der Finanzkrise gelöst, begann im Euroraum die Schuldenkrise. Um Banken zu retten, hatten Staaten wie Irland neue Schulden in teils enormer Höhe in

*„Wenn alles gut läuft,
wird der Goldpreis in den
nächsten Jahren die
Marke von 1.000 US-Dollar
die Unze übersteigen.
Wenn alles schlecht läuft,
werden es mehrere
Tausend US-Dollar sein.“*

Bert Flossbach, 2007



Der Wert des Goldes

Goldpreis in US-Dollar je Unze seit dem 1. Januar 2003

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

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Stand: 20. Oktober 2023

*Gold ist das
eigentliche Geld
der letzten Instanz.*

Kauf genommen. Die Notenbanken hatten den Zins zwar nahezu verschwinden lassen. Dennoch musste Griechenland im April 2010 um Hilfe ersuchen. 110 Milliarden Euro wurden für ein erstes Rettungspaket bereitgestellt (weitere sollten folgen) – und eine Pleite verhindert. Doch die Währungsunion hatte alle Regeln gebrochen und wichtige Prinzipien über Bord geworfen. Staatsanleihen waren durch die EZB aufgekauft worden und eine länderübergreifende Schuldenhaftung war initiiert worden. In der sich nun anbahnenden Eurokrise drohte der Euro auseinanderzubrechen.

Doch beim Goldpreis ging es weiter steil nach oben – bis er 2011 ein neues Hoch bei 1.900 US-Dollar erreicht hatte. Denn durch den Wegfall von Zinsen war nach der Großen Finanzkrise das wichtigste Gegenargument der Gold-Bären entfallen. Und so wurde Gold zu einer Vermögensversicherung mit Wertsteigerungspotenzial. In der großen Finanzkrise war zwar die Nachfrage der Schmuckindustrie zurückgegangen. Doch der Bestand an Anlagegold war gestiegen. Zudem verkauften immer weniger westliche Notenbanken ihre Bestände. Und ab 2009 begannen die Notenbanken von Wachstumsmärkten wie China, Russland und Indien, Goldpositionen aufzubauen. So waren die Notenbanken von Nettoverkäufern zu Nettokäufern auf dem Goldmarkt geworden.

... UND ALS WÄHRUNG DER LETZTEN INSTANZ

Nach der Finanzkrise 2008 und der Staatsschuldenexplosion war aus unserer Sicht ein weiterer Grund für die Aufnahme von Gold in ein sinnvoll diversifiziertes Portfolio hinzugekommen – der Schutz vor einer möglichen Krise des bestehenden Geld- und Finanzsystems. Denn weltweit waren die Schulden gestiegen. Ihnen standen Forderungen in gleicher Höhe gegenüber. Das machte die Welt riskanter. Analog zur US-Hypothekenkrise könnte die Werthaltigkeit der Schulden zum Problem werden.

Dann ist Gold das eigentliche Geld der letzten Instanz. Bereits 3.000 Jahre vor der Gründung der ersten Notenbank hatte Gold diesen Charakter inne. Es bietet einen Schutz vor hoher Inflation, sichert Portfolios aber auch in Phasen einer ausgeprägten Deflation ab, also in Phasen, die hochverschuldete Staaten in die Insolvenz führen würden. →

Doch trotz enorm hoher Schulden und immer weiter ausgedehnter Notenbankbilanzen blieb die Inflation (zunächst) aus. Und so kam der Goldkurs etwas zurück und stagnierte – über viele Jahre. Die Sinnhaftigkeit einer Anlage in Gold wurde damals angesichts steigender Preise für Anleihen und Aktien immer wieder infrage gestellt.

Doch angesichts der fast verzweifelt werdenden Notenbankpolitik und der damit verbundenen Gefahr des Vertrauensverlustes in das Geld- und Finanzsystem war die Lage fragil. Und Gold war ein Rettungsschirm für den Fall einer Notlandung der Europäischen Zentralbank (EZB), der Bank of Japan (BoJ) und der US-amerikanischen Federal Reserve Bank (Fed). Es ist wie eine Versicherung, für die man Jahr für Jahr Prämie zahlt und hofft, dass man diesen Versicherungsschutz nie braucht.

Und der Erfolg? – Als nicht beliebig vermehrbare, hochliquide und global anerkannte Währung der letzten Instanz ist Gold ein dem Giralgeld überlegenes Wertaufbewahrungsmittel. Dies zeigt die Entwicklung des Goldwertes, also eines Dollars, beziehungsweise eines Euros und wie viel Gold man dafür jeweils bekommen hat. 1999 waren es für Euro-Anleger 0,12 Gramm, für US-Dollar-Anleger knapp 0,11 Gramm, heute sind es jeweils knapp 0,02 Gramm.

Auch im Zinstief waren wir daher sicher: Langfristig sollte man von Gold nicht mehr erwarten als den realen Erhalt des Vermögens, aber eben auch nicht weniger.

GOLD BIETET INFLATIONSSCHUTZ ...

Auch wenn Gold oft als Krisenmetall bezeichnet wird, ist dies nicht der primäre Sinn der „Zusatzversicherung“ Gold für ein Portfolio. Gold ist vielmehr die Währung der letzten Instanz, die zwar keine Zinsen bringt, aber langfristig gegenüber Papiergeld aufwertet.

So erreichte der Goldpreis etwa zu Beginn der Corona-Pandemie zwar zunächst ein neues Hoch, doch dann korrigierte er zweistellig. Dieses Phänomen war uns bereits aus der großen Finanzkrise bekannt. Denn in einer Krise fehlt es manchen Marktteilnehmern an Liquidität und so werden oft Goldbestände reduziert, um Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.

Vor allem die zu erwartenden Folgen der Corona-Krise dürften den Preis danach wieder nach oben befördert haben; insbesondere die Liquiditätsschwemme der Notenbanken, die das Thema Inflation wieder am Horizont auftauchen ließen. Als dann die Inflation im Sommer 2022 in den USA zweistellig wurde, erhöhten wir wieder den Goldanteil, der zuvor über Jahre bei etwa zehn Prozent gelegen hatte.

Denn Gold ist und bleibt eine Anlage, die vor allem eine Funktion erfüllt, Inflationsschutz. Wenn Sie heute 10-jährige, inflationsgeschützte US-amerikanische Staatsanleihen (Treasuries) kaufen, dann sind momentan zwei Prozent Realzins garantiert. Vor zwei Jahren war es minus ein Prozent. Das ist zwar ein gewaltiger Unterschied – der Realzins ist in dieser Zeit um drei Prozentpunkte gestiegen. Trotzdem ist in dieser Zeit der Goldpreis nicht gefallen. Das ist ungewöhnlich und wurde früher noch nie beobachtet.

... UND GLÄNZT ALS ERSATZ FÜR DEN US-DOLLAR

Während zuletzt das Vertrauen gegenüber dem Fiatgeld litt und teilweise selbst der US-Dollar als Weltreservewährung infrage gestellt wurde, stieg die Nachfrage nach Gold als Alternative seitens der Notenbanken. Auch für uns bleibt Gold eine Art Absicherung, die letztlich auf Inflation ausgerichtet ist. Denn Inflation ist das, was den Goldpreis seit nunmehr rund 5.000 Jahren anschiebt.

Sollten die Notenbanken ihr Inflationsziel erreichen und auch danach den Zins längere Zeit deutlich über der Inflation beziehungsweise den Inflationserwartungen halten, wäre Gold auf seine Rolle als Edelschmuck reduziert.

Da sich aber abzeichnet, dass der Handlungsspielraum der Notenbanken eingeschränkt ist und die Inflationsbekämpfung äußerst schwierig wird, dürfte der Realzins allenfalls deutlich über null steigen. Der damit verbundene Vertrauensverlust in die Werthaltigkeit des Geldes und in ein Kreditgeldsystem, das nur durch immer neue Rettungsmaßnahmen aufrechterhalten werden kann, würde Gold auch in den nächsten Jahren zu einem besseren Wertaufbewahrungsmittel machen als Sparguthaben oder Staatsanleihen. ♦

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

ANLAGEN IN GOLD

Barren und Münzen – der Klassiker

Schon der römische Kaiser Julius Cäsar zahlte seine Legionäre in Goldmünzen aus. Goldmünzen haben eine lange Tradition. Doch Vorsicht: Für Sammlermünzen gelten eigene Regeln. Für das (kostenpflichtige) Schließfach eignen sich nur Münzen, die fast eins zu eins den Goldwert spiegeln. In unseren Portfolios nutzen wir ausschließlich nummerierte Barren, die in den Safes mehrerer Schweizer Banken liegen.

Vorteil: Gold kann nahezu weltweit problemlos in Geld umgetauscht werden.

Nachteil: Die Lagerung von Gold ist mit Kosten verbunden.

ETCs – die moderne Variante

Exchange Traded Commodities (ETCs) spiegeln nahezu eins zu eins den Goldpreis. Sie sind seit 2003 erhältlich. Wenn wir aus regulatorischen Gründen kein physisches Gold halten dürfen, setzen wir auf ETC-Varianten, bei denen das Fondsvermögen mit realen Goldbarren hinterlegt ist.

Vorteil: ETCs sind gut und günstig handelbar. Zudem sind sie durch Goldbarren hinterlegt, so dass sie aus Sicht von Anlegerinnen und Anlegern sehr sicher sind.

Nachteil: Das Gold ist nicht physisch, was bei einer Systemkrise ein Nachteil sein kann.

Zertifikate – die kostengünstigste Variante

Auch Zertifikate spiegeln nahezu eins zu eins die Goldpreisentwicklung.

Vorteil: Diese Wertpapiere sind wie ETCs gut handelbar und oft noch kostengünstiger.

Nachteil: Gold-Zertifikate sind Wertpapiere, die nicht durch physische Goldbarren hinterlegt sind. Entsprechend tragen Anleger und Anlegerinnen ein im Vergleich zu ETCs erhöhtes Emittentenrisiko.

Aktien – Beteiligung an Unternehmen

Die Aktien der Minengesellschaften, die Gold fördern, entwickeln sich oft deutlich stärker nach oben und unten als der Goldpreis.

Vorteil: In für Gold guten Zeiten sind hier manchmal sehr hohe Gewinne möglich.

Nachteil: In für Gold schlechten Marktphasen geht es oft erheblich schneller und stärker bergab als beim Goldpreis.

von Bert Flossbach

Gute Unternehmen
wachsen mit der Inflation ...

... gute Anleihen nicht ↘

Nach dem deutlichen Zinsanstieg fürchten vielen Marktbeobachter einen Ausverkauf am Aktienmarkt. Sind die Sorgen berechtigt?

Der Zins ist die Gravitationskraft an den Finanzmärkten. Ein höherer Zins drückt die Bewertung aller Kapitalanlagen nach unten. Bei Anleihen wirkt die Kraft unmittelbar: Steigende Renditen sind das Ergebnis fallender Kurse. Bei Immobilien und Aktien schlägt sich ein höheres Zinsniveau mittelbar in einem Rückgang der Miet- beziehungsweise Gewinnmultiplikatoren nieder.

Hinzu kommen steigende Zinskosten, die bei Unternehmen mit hoher Verschuldung den Gewinn drücken und sich damit doppelt negativ auf die Aktienkurse auswirken. Dieser Effekt macht sich aber erst mit der Zeit bemerkbar, wenn die alten Niedrigzinskredite nach und nach durch höherverzinsliche Schulden ersetzt worden sind.

Die Auswirkungen steigender Zinsen auf die Bewertung beziehungsweise den Gewinnmultiplikator wirken dagegen schneller, wenngleich es auch hier einige Zeit braucht, bis Investoren den Zinsanstieg als dauerhaft erachten und einen entsprechend höheren Satz bei der Diskontierung der zukünftigen Unternehmensgewinne berücksichtigen.

**KONKURRENZ
FÜR „DEFENSIVE“ AKTIEN**

Je höher der Diskontsatz angesetzt wird, desto niedriger ist der Barwert der zukünftigen Gewinne und damit der als fair zu erachtende Unternehmenswert. Bei stark wachsenden Unternehmen, etwa aus dem Technologie-Sektor, fällt dieser Effekt naturgemäß größer aus, weil der überwiegende Teil der Gewinne –

Grafik 1
Konsolidierung
Aktienkursentwicklung
unseres „Qualitätskorbs“ *
seit Januar 2013 (log. Skalierung;
indexiert auf den 1. Januar 2013 = 100)

* Kursentwicklung eines Aktienkorbs, der aus 20 Qualitätsunternehmen verschiedener Branchen besteht. Die 20 Unternehmen wurden zum Startzeitpunkt gleichgewichtet.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 20. Oktober 2023



Einige Unternehmen zeichnen sich vor allem durch ein hohes Wachstumspotenzial aus, andere eher durch eine hohe Ertragsstabilität.

genauer gesagt der erwarteten Gewinne – erst in ferner Zukunft anfällt. Aber auch Aktien besonders ertragsstabiler Unternehmen aus dem Konsumgüter- oder dem Gesundheits-Sektor leiden unter steigenden Zinsen, weil sie wegen ihrer Ertragsstabilität auch als Alternative zu Anleihen gesehen werden. Höhere Anleiherenditen bedeuten hier also eine erstarkte Konkurrenz.

Dagegen ist die Bedeutung des Zinses für Aktien sehr konjunkturabhängiger Unternehmen weniger ausgeprägt, da hier das Auf und Ab der Gewinnentwicklung einen stärkeren Einfluss auf den Unternehmenswert und die Aktienkursentwicklung hat als das Zinsniveau. Um den Einfluss gestiegener Zinsen auf die Bewertung von Unternehmen am Aktienmarkt zu verdeutlichen, haben wir einen Korb von 20 Qualitätsaktien zusammengestellt. Der überwiegende Teil der Titel befindet sich in unseren Portfolios, bei einigen warten wir noch auf niedrigere Einstiegskurse.

Das Gütesiegel „Qualität“ definieren wir dabei wie folgt:

1. Ertragsstabilität

Hiermit ist die Robustheit und Verlässlichkeit der Unternehmensgewinne gemeint. Konkret bedeutet dies eine geringe oder unterdurchschnittliche Abhängigkeit von Konjunkturzyklen, technologischem Wandel oder externen nicht beeinflussbaren Faktoren sowie attraktive Umsatz- und Kapitalrenditen und eine niedrige Verschuldung.

2. Wachstumspotenzial

Definiert durch realistisch zu erwartende Wachstumsraten bei Umsatz, Gewinn und Cash-flow über die nächsten fünf bis zehn Jahre. →

Die Unternehmen stammen aus folgenden Branchen:

- Konsum des täglichen Bedarfs** (5)
- Gesundheit** (4)
- Langlebige Konsumgüter** (2)
- Technologie** (5)
- Finanzdienstleistungen** (3)
- Industrie** (1)

Einige Unternehmen zeichnen sich vor allem durch ein hohes Wachstumspotenzial aus, andere eher durch eine hohe Ertragsstabilität. In allen Fällen ist das Zinsniveau ein wichtiger Faktor für die Bewertung. Gegenüber dem Höchststand Ende 2021 ist der Aktienkorb um rund 18 Prozent gefallen (vgl. Grafik 1).

Da die Unternehmensgewinne in diesem Zeitraum aber um 15 Prozent gestiegen sind, hat sich die Bewertung noch deutlicher reduziert. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist von üppigen 31 auf für Qualitätsaktien moderate 22 gefallen. Damit sind die Aktien des Korbes heute 29 Prozent niedriger bewertet als Ende 2021 (vgl. Grafik 2), also „billiger“, als der Kursrückgang von 18 Prozent impliziert.

Die gesunkene Bewertung der 20 Qualitätstitel ist im Wesentlichen auf das seit Ende 2021 stark gestiegene Zinsniveau zurückzuführen, da sich die Ertragsaussichten der Unternehmen seither sogar verbessert haben. Schaut man sich die Bewertung im historischen Vergleich an, liegt sie inzwischen wieder auf dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre. Damit ist sie aber immer noch deutlich höher als in den Jahren 2013 bis 2015. Daraus leiten sich drei Szenarien ab:

Grafik 2
Verbessertes Chance-Risiko-Verhältnis
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) unseres „Qualitätskorbs“ *

* Gleichgewichtete KGV-Entwicklung eines Aktienkorbs, der aus 20 Qualitätsunternehmen verschiedener Branchen besteht.

Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: Factset, Flossbach von Storch, Daten per 20. Oktober 2023

- 1. Szenario** Setzt sich der Zinsanstieg fort, dürfte auch die Bewertungskorrektur anhalten. Qualitätsaktien würden dann noch billiger.
- 2. Szenario** Sollten die Zinsen auf dem derzeitigen Niveau verharren, ist das mögliche Ausmaß eines weiteren Bewertungsrückgangs begrenzt. Die Kursentwicklung der Aktien hängt dann vor allem von der Entwicklung der Unternehmensgewinne ab.
- 3. Szenario** Fallen die Zinsen nachhaltig, dürften die Aktienbewertungen bei unveränderten Ertragsaussichten wieder steigen, wenngleich nicht auf das hohe Niveau von 2021.

Der Aktienmarkt und die exemplarisch ausgewählten Qualitätsaktien befinden sich in einer Konsolidierungsphase, die noch eine Weile anhalten könnte, denn das hohe Zinsniveau muss erst einmal verdaut werden. Die Unternehmensbewertungen korrigieren nach unten, und die Kurse geben nach oder bewegen sich seitwärts. Dieser Prozess endet dann, wenn der Zinserhöhungszyklus abgeschlossen ist. Bei einigen Qualitätsaktien ist diese Anpassung bereits sehr weit fortgeschritten. Das Chance-Risiko-Verhältnis hat sich hier deutlich verbessert, sodass Käufe oder Aufstockungen unseres Erachtens schon jetzt sinnvoll erscheinen. In anderen Fällen müssen die Bewertungen noch weiter zurückgehen, um die Titel auf die Kauffliste zu setzen.

Qualitätsaktien haben die angenehme Eigenschaft, dass ein Bewertungsrückgang langfristig durch steigende Unternehmensgewinne überkompensiert wird.

Naturgemäß wird man als Investor nie den Boden der Korrektur treffen. Deshalb ist schrittweises Investieren sinnvoll. Qualitätsaktien haben die angenehme Eigenschaft, dass ein Bewertungsrückgang langfristig durch steigende Unternehmensgewinne überkompensiert wird. Der geduldige Anleger wird also belohnt, denn: Gute Unternehmen wachsen mit der Inflation, gute Anleihen nicht. ♦



ZEIT FÜR KEINE VORSCHAU

von Stephan Fritz

Alle Jahre wieder wird zum Ende die imaginäre Kristallkugel ausgepackt: Wo stehen die großen Aktienindizes in zwölf Monaten? Was machen der Goldpreis, die Ölnotierungen und der Euro im Vergleich zum US-Dollar? (Fast) alle Anlegerinnen und Anleger wollen das wissen – warum nur?



Mit Börsenprognosen ist es ein wenig so wie mit Punxsutawney Phil, dem weltbekannten Marmelade-Tier. Im Februar soll Phil den Menschen im US-Bundestaat Pennsylvania (und allen anderen) vorhersagen, wie das Wetter in den kommenden Monaten wohl werden wird.

Tausende Schaulustige säumen dann den „Gobbler’s Knob“ nahe der Ortschaft Punxsutawney, um zu sehen, wie das Marmelade-Tier aus seinem Bau geholt wird – von Männern in schwarzen Mänteln, mit Zylindern auf dem Kopf. Sieht Phil seinen eigenen Schatten, dann ist für weitere sechs Wochen Winter. Sieht er ihn nicht, kommt bald der Frühling.

Im Hintergrund spielt die Blaskapelle.

ÖLPREIS, WOHIN GEHST DU?

An der Börse ist es gewöhnlich der Dezember, in dessen Verlauf geklärt werden soll, wie die kommenden Monate, das kommende Kalenderjahr, wohl laufen werden. Heerscharen von Analystinnen und Analysten geben dann den Phil und der Öffentlichkeit preis, was die Kapitalmärkte in naher Zukunft erwarten wird – wohin die großen Aktienindizes tendieren, der Zins, die Rohstoffpreise und Währungen. Es wird punktgenau prognostiziert ...

Die Finanzmedien lieben den Prognosezirkus und die vermeintliche Präzision der Vorhersagen, auf die Kommastelle genau – weil die Leser es auch tun. Ich denke mir dann immer: Es wird an der Börse so viel über Dinge fabuliert, die wir nicht wissen (können), statt das in den Fokus zu nehmen, was uns – aus Investorensicht – bekannt ist. Dass wir essen und trinken müssen beispielsweise.

Große Tabellen prangen auf den Zeitungseiten. Wer prognostiziert was, und aus welchen Gründen.

Die alljährlichen Vorschauen sind, das sollten wir nicht unterschätzen, wie eine Prise Gewissheit in einer chronisch ungewissen Börsenwelt. Sie geben Halt und Orientierung. Zumindest ist das die Wahrnehmung des Publikums.

Denn das Vertrauen in die Analysefähigkeiten ist groß. Wie könnten all die Experten, die ja den ganzen lieben langen

Tag nichts anderes tun, als sich mit Kapitalmarktthemen zu beschäftigen, irren?

WAS ALLES PASSIEREN KANN ...

Sie tun es, so viel steht fest.

Niemand weiß, was in den kommenden Monaten sein wird. Woher auch? Es kann so viel passieren. Ein Vulkan kann beispielsweise ausbrechen – und den Warenverkehr in der Luft für Wochen beeinträchtigen. Ein Tsunami könnte größere Küstenabschnitte unter sich begraben und die Produktion dringend benötigter Techkomponenten empfindlich beeinträchtigen. Womöglich steht ein großer Finanzkonzern kurz vor dem Kollaps – nur hat das niemand kommen sehen (können), weil der wahre Zustand vom Topmanagement mit schier unglaublicher krimineller Energie verschleiert wurde. Katastrophen kündigen sich selten an.

Es könnte auch einfach nichts passieren. Und wenn alle nur das Schlechteste erwarten, ist eben das „Nichts“ das Beste, was passieren kann – und die Kurse steigen, obwohl (oder weil) zuvor alle vom Gegenteil ausgegangen sind.

Und selbst wenn die Prognosegeber bestimmte Ereignisse kommen sehen, aus welchen Gründen auch immer, muss das noch lange nicht heißen, dass ihnen damit geholfen ist. Das Jahr 2016 ist unser Lieblings-Beispiel: Wenn Sie gewusst hätten, dass das Vereinigte Königreich nicht länger in der EU sein will und ein Typ wie Donald Trump US-Präsident werden würde, hätten Sie womöglich sämtliche Aktien verkauft – oder alles abgesichert! Sie kennen das Ende der Geschichte: Die Aktienindizes sind in den nachfolgenden Monaten von einem Hoch zum nächsten geklettert – trotz Brexit, trotz Trump.

Den allermeisten Prognosegebern dürfte auch klar sein, dass der Wert ihrer Prognosen – drücken wir es möglichst freundlich aus – begrenzt ist. Sie machen mit, weil sie dafür bezahlt werden. Weil es ihr Umfeld von ihnen verlangt. Also, was tun?

EIN REALIST MIT ERFAHRUNG

Letztlich hat der Vorhersager zwei Möglichkeiten der Herleitung, hier exemplarisch an der allseits beliebten Börsen-

indexprognose dokumentiert: „Wo steht der MSCI World Index Ende 2024?“

Möglichkeit eins, die defensive Strategie: Der Analyst nimmt die historische Wertentwicklung, also die durchschnittliche jährliche Rendite der vergangenen Jahrzehnte, und schlägt sie einfach auf den aktuellen Punktestand drauf – oder zieht sie ab, je nachdem, wie er die derzeitige Börsenstimmung wahrnimmt. Er wird damit nicht weiter auffallen, weil es ihm viele gleichgültig. Dabei sein ist alles – Kompetenz signalisieren. Das war’s.

Möglichkeit zwei ist deutlich offensiver: Dem Prognosegeber geht es dabei um maximale Aufmerksamkeit. Die bekommt er, indem er möglichst weit vom Mittelwert abweicht, beispielsweise einen Crash vorhersagt – 20, vielleicht auch 30 Prozent geht es in den kommenden Monaten bergab. Bei all den Risikofaktoren ... kann nur krachen! Oder er ruft die Rallye aus, schreit also die Kurse nach oben.

In der Praxis wird lieber nach unten abgewichen vom Mittelwert, zumindest ist das mein Eindruck. Lieber Untergangsprophet sein, denn als unbedarfter Optimist gelten. Ersterer ist deutlich besser beleumundet beim Publikum, Typ Mahner, ein – wie heißt die Definition des Wortes „Pessimist“ so wohl-tuend klar – Realist mit Erfahrung.

Letztendlich ist all das Folklore. Nicht weniger, vor allem nicht mehr. Nehmen Sie es hin, erfreuen Sie sich daran, wenn Sie können, aber richten Sie bitte niemals Ihre Anlagestrategie danach aus!

Genauso wenig tun es die Landwirte in Pennsylvania, ganz gleich, ob Phil seinen Schatten gesehen hat oder nicht. Nach Angaben der US-Klimabehörde NOAA hat er in den vergangenen zehn Jahren übrigens nur in vier von zehn Fällen richtig gelegen mit seiner Wetterprognose. Trotzdem kommen jedes Jahr Tausende nach Punxsutawney.

Und die Blaskapelle spielt. ♦

Stephan Fritz ist Produktspezialist bei der Flossbach von Storch AG in Köln.



MODETHEMEN SIND GEFÄHRLICH

von Kubilay Yalcin

Künstliche Intelligenz und ChatGPT dürften unsere Zukunft ähnlich stark verändern wie einst das Internet. Dennoch gilt es, in der Geldanlage einen nüchternen Blick zu bewahren.

Über viele Jahre waren die Aktien vieler der wachstumsstarken und profitablen Technologie-Unternehmen gefragt. Vor allem in der Corona-Pandemie erhielt der Sektor einen Vorwärtsschub. Doch dann begannen die Zinsen zu steigen und Technologie-Aktien gerieten vor allem im vergangenen Jahr stark unter Druck. Ihre Kurse fielen bis zum Frühjahr, bis Microsoft-Gründer Bill Gates eine „technische Revolution“ ankündigte: „Künstliche Intelligenz (KI) wird verändern, wie Menschen arbeiten, lernen, reisen, Gesundheitsversorgung bekommen und miteinander kommunizieren“, so Gates. Zuvor war ihm ChatGPT präsentiert worden, ein Chatbot, der moderne maschinelle Lerntechnologie nutzt, um Antworten zu generieren, die natürlich klingen und relevant sein sollen. Entwickelt wurde es vom Unternehmen OpenAI, das von Microsoft und Elon Musk finanziert wurde.

Seither beflügelt die KI-Euphorie Aktien im Technologie-Bereich. Viele Aktien in diesem Sektor zählten vor allem im ersten Halbjahr zu den Besten. Zu Recht?

Tatsächlich sind die Potenziale dieser neuen Technologie enorm. Allerdings stehen einige Anwendungsfälle, wie die von OpenAI popularisierten Sprachmodelle, noch am Anfang.

Und die Historie hat gezeigt, dass bahnbrechende Technologien ihre Zeit brauchen – etwa beim Internet Anfang der 2000er-Jahre. Noch schwieriger zu beantworten, ist die Frage nach den Gewinnern (und Verlierern).

VERGLEICHSFALL INTERNET

So flogen auch um die Jahrtausendwende die Hoffnungen hoch. Von den zehn größten börsennotierten Unternehmen nach Marktkapitalisierung waren zu Beginn des Jahres 2000 sieben Technologie- oder Telekommunikations-Unternehmen. Damals elektrisierten die Möglichkeiten des World Wide Web die Finanzmärkte.

Doch nur fünf dieser sieben Unternehmen existieren heute noch als eigenständige Konzerne. Bei vier der letztgenannten blieb die Aktienkursentwicklung vom 31. Dezember 1999 bis zum 30. Juni 2023 weit hinter dem weltweiten Aktienindex MSCI World zurück. Einzig Microsoft-Aktien entwickelten sich in diesem Zeitraum deutlich besser – wobei es selbst hier eine langjährige Durststrecke gab.

Deshalb gilt es für uns, den nüchternen Blick auch in Zeiten von durch allzu viel Fantasie beflügelten Börsen zu behalten. Die Vergangenheit hat uns gelehrt, dass insbesondere in diesen Marktphasen häufig zu viel für die Unternehmen bezahlt wird, deren Gewinnpotenziale sich erst einmal realisieren müssen.

KONTINUIERLICHE GEWINNE

Wir fokussieren uns stattdessen weiter auf die Aktien qualitativ hochwertiger Unternehmen. Und „Qualität“ bedeutet für uns vor allem eine starke und möglichst gut vorhersehbare zukünftige Ertragsentwicklung. Es sind attraktive Geschäftsmodelle mit soliden Bilanzen, die bei Rückschlägen standhalten und sich in Krisenzeiten als robust erweisen sollten. Solche Qualitätsunternehmen finden wir weltweit und in vielen Sektoren – auch im Technologie-Bereich.

Und so gelangen bei uns bevorzugt Unternehmen ins Portfolio, bei denen wir die Gewinnentwicklung in der Zukunft überdurchschnittlich gut abschätzen können. Ein Hype, ein Modethema, selbst wenn die Kurse kurzfristig förmlich zu explodieren scheinen, wird ohne eine gründliche Analyse noch lange nicht zu einem guten Investment. Diese Form des Portfoliomanagements unterscheidet sich von Spekulationen, die in der Regel viele Unsicherheiten beinhalten.

Nicht zuletzt deshalb findet sich stets nur eine begrenzte Anzahl von Aktien in unseren Portfolios. Nur erstklassige Unternehmen, die sich Jahr für Jahr in ihrem Markt behaupten, geben uns die Zuversicht, dass sie Krisenzeiten überstehen und ihre Gewinne langfristig mit einer Zuwachsrate oberhalb der Inflation steigern können. Dafür gehen wir mit einer strengen Bewertungsdisziplin, der notwendigen Geduld und einem klaren Blick für die langfristigen Werttreiber vor.

Nur so haben unsere Kundinnen und Kunden die besten Chancen, über die Jahre vom sogenannten „Compounding“ zu profitieren, also von einem kontinuierlichen und letztlich exponentiellen Wachstum ihres angelegten Vermögens. ♦

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

von Sven Langenhan

INVESTIEREN



STATT **SPEKULIEREN** →

Der Zins ist zurück.
Für Anlegerinnen
und Anleger ist das
eine gute Nachricht –
zumindest, wenn
sie die richtigen
Entscheidungen
treffen.

Euphorie ist nicht immer ein guter Ratgeber. Was für viele Lebensentscheidungen zutrifft, gilt oftmals auch in der Geldanlage. Es gibt wieder Zinsen, sehr zur Freude der traditionellen Sparer und Sparerinnen. Ihre Einlagen bringen nun wieder Erträge, auch wenn die Mehrzahl an Sparbüchern, Tages- und Festgeldern real (also nach Abzug der Inflation) immer noch negativ rentieren.

Viele Anleger möchten aktuell am liebsten wieder auf einzelne Anleihen setzen und mit einem klassischen Buy-and-hold-Ansatz attraktive Renditen erzielen. Doch Vorsicht: Ganz so einfach ist das nicht. Die Strategien für eine erfolgreiche Zinsanlage können sehr komplex sein, zumindest, wenn man alle Chancen, die ein sich ständig veränderndes Marktumfeld bietet, auch nutzen und gleichfalls mögliche Risiken im Blick behalten möchte.

Da wäre zunächst einmal ein praktisches Problem. Die Auswahl an für private Anleger und Anlegerinnen verfügbaren (und gleichfalls attraktiven) Anleihen ist sehr gering. Topofferten sind häufig mit sehr hohen Zeichnungsuntergrenzen belegt, die schnell im sechsstelligen Bereich (und auch darüber) liegen können. Für Klein- und selbst für private Großanleger ist die sehr wichtige Risikostreuung auf möglichst viele Anleihen von unterschiedlichen Emittenten im eigenen Depot daher kaum möglich. Doch mit einem Fokus auf wenige Einzeltitel können sehr schnell sogenannte Klumpenrisiken entstehen.

Außerdem fehlt Privatanlegern in der Praxis häufig das nötige Maß an Flexibilität, um auf die sich (nach wie vor) schnell ändernden Rahmenbedingungen am Zinsmarkt reagieren zu können. Professionelle Investoren, die große Summen verwalten (darunter etwa aktive Rentenfondsmanager), haben da wesentlich mehr Spielraum. Sie können die zahlreichen Ertragsbausteine des Anleihemarkts flexibel nutzen und so über die Zeit einen deutlichen Mehrwert erzielen.

FLEXIBILITÄT ZAHLT SICH AUS

Gerade im aktuell sehr turbulenten Zinsumfeld ist Flexibilität sehr wichtig. Die Notenbanken handeln in ihrem Kampf gegen die Inflation „datenabhängig“. Was nichts anderes bedeutet, als dass ihre Zinsentscheidungen das Potenzial haben, die Märkte immer wieder zu überraschen. In solchen Fällen kann es zu deutlichen Kursbewegungen kommen. Privatanleger müssen dann mitunter deutliche Verluste hinnehmen, wenn sie es nicht schaffen, dem negativen Marktdruck zu widerstehen und die Anleihen dadurch zu einem deutlich niedrigeren Kurs verkaufen. Gleichzeitig fehlt in angespannten Zeiten oftmals die nötige Überzeugung, um von den sich gerade dann häufig bietenden Opportunitäten profitieren zu können.

**Privatanlegern fehlt
in der Praxis häufig
das nötige Maß an
Flexibilität, um auf die
sich schnell ändernden
Rahmenbedingungen
am Zinsmarkt reagieren
zu können.**

**Professionelle Investoren,
die große Summen
verwalten, haben da
wesentlich mehr Spielraum.**

Neben Notenbankenentscheidungen können auch Änderungen der Solvenz der Emittenten ebenso wie viele andere Marktbewegungen, darunter etwa Veränderungen des Zinsumfeldes oder Währungsschwankungen den Anlageerfolg gefährden. Diversifikation, also die Streuung von Risiken auf viele Segmente und Einzeltitel ist daher nicht nur bei Aktien, sondern auch bei Anleihen erfolgsentscheidend.

Aktive Fondsmanager haben die Flexibilität, die zahlreichen Ertragsbausteine, welche Anleihen bieten, konsequent zu nutzen. Wichtig ist, zumindest aus unserer Sicht, eine kaufmännisch geprägte Anlagestrategie, die stets Risiken und damit verbundene Chancen in Relation setzt. Mögliche Kreditrisiken lassen sich aus unserer Sicht nur durch aufwendige Einzelprüfungen ermitteln. Unsere Analysten nehmen jeden Emittenten und jede Anleihe vor einem möglichen Kauf daher genau unter die Lupe.

GEDULD ZAHLT SICH AUS

Ein aktiver Investmentansatz bietet die Perspektive, über die Zeit eine entsprechende Mehrrendite zu erzielen. Dies gilt sowohl in ausgewählten Phasen steigender Zinsen als auch, und das sogar noch deutlich ausgeprägter, in Phasen fallender Zinsen. Dabei gilt: „Über die Zeit“ bedeutet nicht automatisch „zu jeder Zeit“. Auch der Zinsmarkt ist ein Markt – mit Schwankungen und temporären Rücksetzern, wie etwa anno 2022, dem Jahr einer historischen Zinswende.

Klar ist auch: Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für die Zukunft. Konkrete Renditeprognosen sind in einem dynamischen Marktumfeld schwierig, und Garantien gibt es nicht. Ein guter Gradmesser für das, was ein aktiver Anleihenfondsmanager mindestens leisten sollte, ist aber das jeweilige „risikofreie“ Zinsniveau. So kann man aktuell etwa mit kurz laufenden deutschen Bundesanleihen und Kassebeständen etwas weniger als vier Prozent pro Jahr verdienen. Daran muss sich das Fondsmanagement messen lassen.

Und es geht nicht nur um die Rendite. Vielen Anlegerinnen und Anlegern ist der Diversifikationseffekt von Anleihen in einem gut gemischten Portfolio mindestens ebenso wichtig. Dieser ausgleichende Faktor, wenn es auf anderen Märkten (zum Beispiel bei Aktien) mal turbulenter wird, kann (auch wegen der deutlich gestiegenen Zinsen) wieder funktionieren. Aber nur unter der Bedingung, dass die Diversifikationsfunktion konsequent verfolgt und das Anleiheportfolio aktiv gesteuert wird. ♦

Sven Langenhan ist Portfolio Director Fixed Income bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

Anzeichen für



Rückenwind

von Michael Altintzoglou

Warum Qualitätsaktien aus wachstumsstarken Ländern wieder Auftrieb bekommen und Anlegerinnen und Anleger, die langfristig mit Aktien Vermögen aufbauen möchten, nicht auf sie verzichten sollten.

Zunehmende geopolitische Spannungen, Deglobalisierung und immer wieder eine unterdurchschnittliche Entwicklung der Aktienbörsen an den aufstrebenden Märkten im Vergleich zu den europäischen und US-amerikanischen Märkten. Manche Anlegerinnen und Anleger lassen inzwischen die schnell wachsenden Volkswirtschaften bei der Geldanlage links liegen. Ein Fehler, wie wir meinen!

So ist der Hauptbelastungsfaktor für die Emerging Markets zwar immer noch China, die nach den USA zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt. Und kurzfristig bleibt die Volksrepublik ein Fragezeichen. Dennoch sollte man nicht übersehen, dass die wirtschaftliche Dynamik in Ländern wie Indien und Indonesien zunimmt und sich die Aktienmärkte etwa in Brasilien und Mexiko in den ersten Monaten des Jahres besser entwickelt haben als der globale Aktienmarkt. →

Die Wachstumsdynamik für Asien sieht deutlich besser aus als in den entwickelten Märkten, was ihren Aktien mittelfristig Rückenwind geben dürfte.

Vier Gründe, warum wir es bei einem langfristig ausgerichteten Vermögensaufbau für wichtig halten, Qualitätsaktien aus den Emerging Markets im Auge zu behalten:

– 1 –

WACHSTUMSVORTEILE – VOR ALLEM IN ASIEN

Was müsste passieren, damit Emerging-Markets-Aktien wieder besser laufen als die Aktien der bedeutendsten Industrienationen? Historisch gesehen entwickelten sie sich immer dann besser, wenn sich die Wachstumsdifferenziale des Bruttoinlandsprodukts (BIP) zu ihren Gunsten vergrößert haben. Dies war vor allem in den Jahren von 2000 bis 2010 zu beobachten – in einer Zeit, die geprägt war durch einen starken Welthandel, boomende Rohstoffmärkte, eine zunehmende Internationalisierung und steigende Kapitalflüsse in die Emerging Markets.

Bald könnte es wieder so weit sein: Die jüngsten massiven Zinsanstiege sowie die höhere Inflation in den USA und Europa sprechen für eine wirtschaftliche Verlangsamung in diesen Regionen, während sich die Inflationsraten und Zinsen in Asien im Vergleich zur eigenen Historie im durchschnittlichen Bereich bewegen. Damit sieht also die Wachstumsdynamik für Asien deutlich besser aus als in den entwickelten Märkten, was ihren Aktien mittelfristig Rückenwind geben dürfte.

Vor allem in Indien und Indonesien stieg das reale Bruttoinlandsprodukt, pro Kopf gerechnet, in den vergangenen Dekaden deutlich. Und vieles spricht aus unserer Sicht dafür, dass dies auch künftig der Fall sein könnte. In Kombination mit einer jungen und wachsenden Bevölkerung sollte die Größe dieser Volkswirtschaften in den kommenden Jahren spürbar zunehmen. Dieser Prozess dürfte nicht geradlinig verlaufen, und zwischenzeitlich kann es zu Rückschlägen kommen. Investoren müssen deswegen einen langfristigen Anlagehorizont und eine gewisse Volatilitätstoleranz mitbringen. Langfristig zahlt es sich aber aus, in Unternehmen investiert zu sein, die an der Wachstumsdynamik dieser Märkte partizipieren.

– 2 –

VOLKSWIRTSCHAFTEN EINIGER EMERGING MARKETS SIND ROBUSTER

In der Vergangenheit folgten viele Krisen in den Wachstumsmärkten auf einen kräftigen Anstieg der Zinsen in den USA; etwa bei der Lateinamerikakrise in den 1980er-Jahren oder bei der Asienkrise, die 1997 begann. Damals finanzierten sich zahlreiche Schwellenländer in US-Dollar. Steigende US-Zinsen erhöhten daher ebenso die Kosten für den Schuldendienst wie ein starker US-Dollar. Inzwischen werden jedoch viele Staats- und Unternehmensanleihen der Emerging Markets in lokaler Währung aufgelegt. Auch ist vielfach eine lo-



kale Investorenbasis entstanden und die Abhängigkeit von ausländischem Kapital damit spürbar gesunken.

Die Notenbanken und Regierungen verfolgen zudem in vielen schnellwachsenden Volkswirtschaften eine orthodoxe Geld- und umsichtige Fiskalpolitik. So hat sich Indonesien beispielsweise eine Obergrenze des Haushaltsdefizits von drei Prozent im Verhältnis zum BIP gesetzt, die dieses Jahr aller Voraussicht nach auch nicht überschritten wird. Zudem bewegt sich die Inflation in dem von der Notenbank vorgegebenen Korridor von zwei bis vier Prozent per annum. Galten daher 10-jährige indonesische Staatsanleihen früher als sehr anfällig, bewegt sich die Risikoprämie für diese Papiere im Vergleich zu 10-jährigen US-Staatsanleihen zuletzt auf einem historischen Tiefstand (vgl. Grafik 1).

In den lateinamerikanischen Staaten ist, anders als in Asien, zwar wie bei uns die Inflation nach Corona stark gestiegen. Doch sie haben deutlich früher die Zinsen angehoben als die US-amerikanische und die europäische Notenbank, sodass Chile und Brasilien schon wieder Zinssenkungen verkünden konnten.

In Indien mehren sich sogar die Anzeichen, dass in dem Land bereits ein nachhaltiger Investitionszyklus in Gang gekommen ist. So ist die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor,

der sich deutlich entschuldet hat, gestiegen. Auch der Anteil der Bruttoanlageinvestitionen am BIP ist spürbar gestiegen, und der Staat investiert massiv in Infrastrukturprojekte. Der private Immobilienmarkt wächst ebenfalls auf solidem Niveau. Dabei ist insgesamt die Zahl der notleidenden Kredite deutlich gesunken, und die Nettomittelzuflüsse in Investmentfonds durch heimische Investoren haben angezogen. Gute Voraussetzungen also für eine starke Entwicklung.

– 3 –

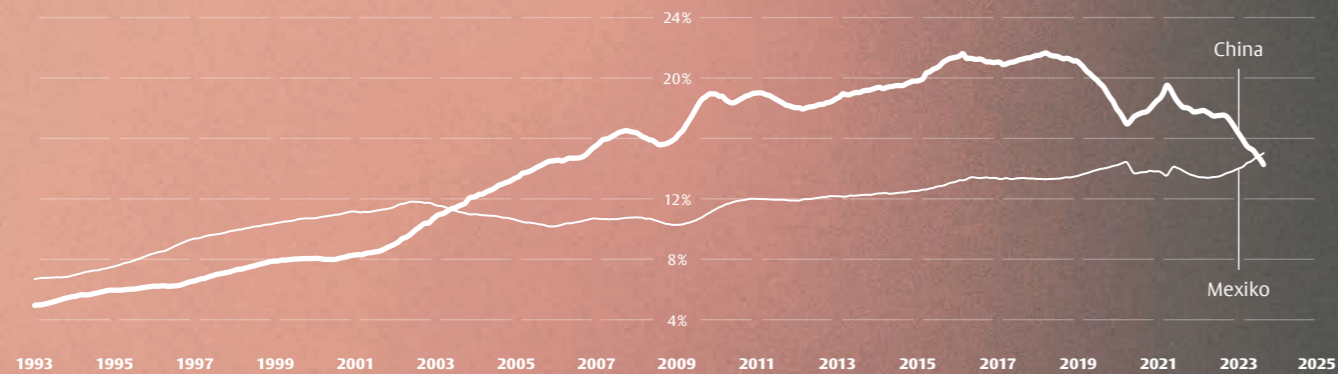
DEGLOBALISIERUNG ALS CHANCE

Nach Lieferengpässen und den zunehmenden geopolitischen Spannungen wollen viele internationale Konzerne ihre Produktion breiter aufstellen und nicht mehr nur auf ein Herstellerland konzentrieren. Deutlich wird dies an den drastisch gesunkenen ausländischen Direktinvestitionen in China in den vergangenen Quartalen. Chinas Anteil an den weltweiten Exporten ist in den vergangenen 40 Jahren von einem Prozent auf mehr als 15 Prozent gestiegen – scheint aber mittlerweile den Zenit überschritten zu haben. Für andere Wachstumsmärkte eröffnen sich Chancen.

So profitiert zum Beispiel Mexiko insbesondere von Auslagerungen bei US-Unternehmen („Nearshoring“). Hier entstehen derzeit beispielsweise mehrere Produktionsanlagen für →

Grafik 2

Erstmals seit 2003: USA importierten mehr aus Mexiko als aus China
Anteil der Warenimporte aus China und Mexiko an den gesamten US-Warenimporten*

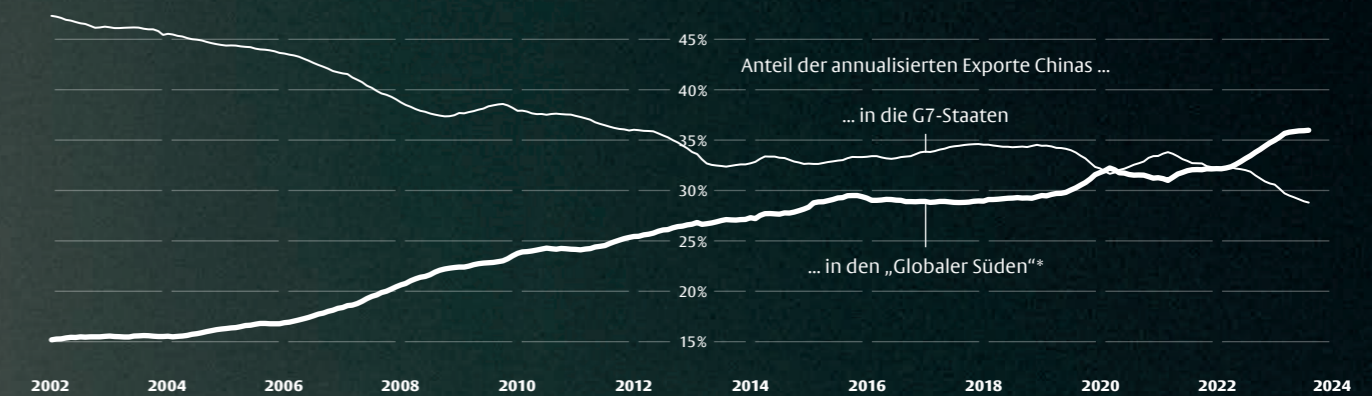


* Rollierender 12-Monats-Durchschnitt

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 20. Oktober 2023

Grafik 3

Chinas Absatzmärkte verschieben sich
Sinkender Anteil chinesischer Exporte in Industrieländer



* Afrika, Asean, Indien, Lateinamerika, Pakistan, Saudi-Arabien, Türkei, Vereinigte Arabische Emirate

Quelle: CEIC Data, General Administration of Customs, Flossbach von Storch, Daten per 20. Oktober 2023

E-Autos und Batterien. Das dürfte mittelfristig für Arbeitsplätze und Wachstum sorgen. Neben der Nähe zum Absatzmarkt USA kann Mexiko mittlerweile auch durch Lohnkostenvorteile gegenüber China punkten. Jüngst hat Mexiko China sogar als wichtigstes Importland für die USA abgelöst (vgl. Grafik 2).

Auch in Indien siedeln sich derzeit viele Unternehmen an, die eine Ergänzung zum chinesischen Standort suchen. So haben neben dem Apple Auftragsfertiger Foxconn mehrere Zulieferer dort Produktionen aufgebaut, etwa aus den Bereichen Spezialchemie, IT-Hardware, Elektronik-, Auto- und Pharmaindustrie. Sie erhalten durch das sogenannte „Production Linked Incentive (PLI) Schemes“-Programm Anreize von der Regierung, den Anteil von lokal produzierten Waren zu erhöhen und die Wertschöpfungstiefe zu verbessern.

- 4 -

BEWERTUNGSVORTEIL UND DIVERSIFIKATIONSEFFEKTE

Zuletzt zog auch Indonesien immer mehr ausländische Direktinvestitionen an. Als rohstoffreiches Land zählt der Inselstaat zu den weltweit zehn größten Flüssiggasexporteuren und verfügt über die weltgrößten Nickelvorkommen. War

die Volkswirtschaft früher vor allem Rohstofflieferant, und entsprechend abhängig von der Weltkonjunktur, verbessert sich die Wertschöpfungstiefe zunehmend: So ist Nickel ein wichtiger Bestandteil der Kathode von Batterien, die in Elektroautos zum Einsatz kommen. Daher bauen bedeutende südkoreanische und chinesische Elektroautobauer sowie Batteriehersteller in Indonesien Produktionsstätten auf. Auch einige Großkonzerne, etwa aus dem Chemiebereich, die Gas in ihren Produktionsprozessen benötigen, investieren in neue Fertigungsstätten.

Die globale Diversifikation der Produktion ist also im vollen Gang. Doch mögen die Lohnkosten in Vietnam, Indonesien oder auf den Philippinen auch deutlich niedriger sein, die Lieferketten sind dort oft längst nicht so effizient wie im Reich der Mitte, wo sie teils über Dekaden aufgebaut wurden. So fehlt es in diesen Ländern nicht nur an Infrastruktur, wichtige Zulieferer sind meist weit weg und qualifizierte Arbeitskräfte oft nicht verfügbar.

Dass China daher auf absehbare Zeit von anderen Ländern ersetzt werden kann, erscheint uns unwahrscheinlich – zumal chinesische Firmen oft an den Auslagerungen an anderen Ländern mitverdienen: So hat sich der Handel Chinas in diesem Jahrtausend immer mehr in Richtung anderer Emerging Markets („Globaler Süden“) verschoben (vgl. Grafik 3).

Aktien aus den Emerging Markets zu ignorieren, könnte sich nach vorne blickend als kurzsichtig erweisen. Denn das Bewertungsniveau ist dort heute sehr attraktiv: 43 Prozent der weltweiten Wertschöpfung werden in den aufstrebenden Märkten erzielt. Ihr Börsenwert, gemessen an der Marktkapitalisierung liegt jedoch nur bei elf Prozent. Zudem ist die Erwartungshaltung der meisten Investoren derzeit so niedrig, dass positives Überraschungspotenzial besteht.

Für Anleiheinvestoren haben sich die robusten Fundamentaldaten vieler Emerging Markets bereits ausgezahlt. Staatsanleihen aus den Wachstumsmärkten haben sich in den letzten drei Jahren gegenüber Staatspapieren der G7-Nationen deutlich besser entwickelt. Aktieninvestoren hatten hingegen bisher das Nachsehen: Der weltweite Aktienindex MSCI World hat den Aktienindex MSCI Emerging Markets zuletzt deutlich hinter sich gelassen. Doch nun könnten sich die gesunkenen Renditen und niedrigeren Kapitalkosten zunehmend positiv auf die Aktienbewertung auswirken.

Auch in puncto Diversifikation eines Aktienportfolios können Unternehmen aus den Emerging Markets künftig eine wichtige Rolle spielen – und das mag erstaunen. Wurden Investments in die Wachstumsmärkte früher doch häufig als eine Art gehebelte Wette auf einen konjunkturbedingten, globalen Aufschwung betrachtet, die mit hohem Risiko ver-

bunden waren. Doch die Abhängigkeit von ausländischem Kapital ist gesunken, und abseits der offenen Volkswirtschaften, wie Südkorea und Taiwan entwickelt sich der Binnenmarkt in Ländern wie Indien und Indonesien – getrieben durch das steigende Einkommens- und Wohlstandsniveau – zunehmend zum Wachstumstreiber. Auch in China spielt der Konsum heute eine deutlich wichtigere Rolle bei der Wirtschaftsentwicklung als vor einigen Jahren. Das verringert internationale Abhängigkeiten und könnte sich unseres Erachtens zukünftig durch eine niedrigere Korrelation zu den globalen Aktienmärkten bemerkbar machen.

Wer daher heute in ein Portfolio analog zum MSCI World investiert, sollte bedenken, dass Wachstumsmärkte hier eine untergeordnete Rolle spielen – trotz der Bedeutung, die diese aufstrebenden Märkte an der weltweiten Wertschöpfung und am Wachstum haben. Im Sinne einer klugen Portfoliodiversifikation kann daher eine Beimischung von Investments in qualitativ hochwertige Unternehmen aus den Wachstumsmärkten unseres Erachtens einen Mehrwert für Anlegerinnen und Anleger leisten. ♦

Michael Altintzoglou ist Portfolio Manager bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

WAS BLEIBT

Diese Frage sollte für Anleger immer im Vordergrund stehen. Wenn die Zinsen steigen, nutzt das Sparen wenig, wenn die Inflation ihre Erträge wieder entwertet. Deshalb kann ein Blick auf den Realzins lohnen. Unsere Grafik zeigt die realen Renditen von inflationsgeschützten 10-jährigen US-Treasuries und deutschen Bundesanleihen (beide zählen zu den sicheren Staatsanleihen).

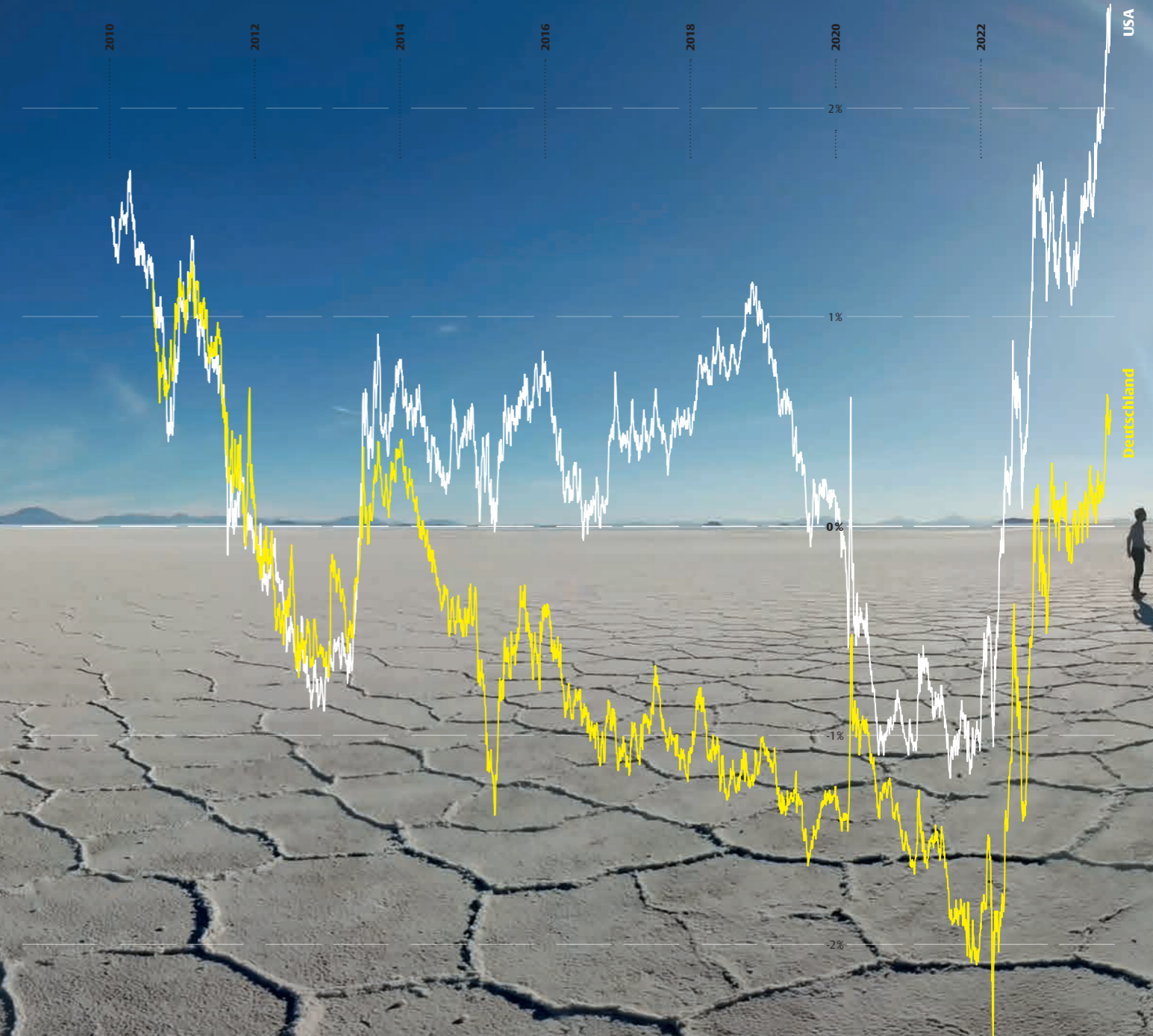
Der Blick auf die Kurven zeigt grundlegende Entwicklungen am Finanzmarkt. Sicherheitsorientierte Zinssparer in der Eurozone machten in den vergangenen Jahren einen schlechten Schnitt – und auch jetzt fallen die zu erwartenden realen Renditen eher dürrig aus. In den USA ging es zuletzt deutlich schneller hoch, eine Realrendite von rund zwei Prozent ist aus Sicht mancher konservativer US-Anleger (zumindest für einen Teil des Portfolios) vielleicht schon aus-

kömmlich. Aus europäischer Sicht käme bei einer Investition in inflationsgeschützte US-Papiere aber unter anderem das Währungsrisiko hinzu, denn Schwankungen am Devisenmarkt können Zinserträge eliminieren.

Die unterschiedlichen Renditen zeigen auch, dass die US-Notenbank Federal Reserve in der Inflationsbekämpfung schneller und konsequenter handelte als die EZB. Vielleicht muss sie das auch. Schließlich zeigt die US-Wirtschaft bislang nur wenig Zeichen der Schwäche. Wie auch immer sich die Inflation letztlich entwickelt – US-Anleger haben mit inflationsgeschützten US-Staatsanleihen wieder die Chance, sich einen sicheren Kaufkraftverhalt ins Depot zu legen. Das gilt zwar auch für europäische Anleger – viel mehr als ein realer Vermögenserhalt lässt sich hierzulande aber nicht mit inflationsgeschützten Bundesanleihen erzielen.

US-Realzinsen so hoch wie lange nicht Renditen 10-jähriger inflationsgeschützter Staatsanleihen

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 20. Oktober 2023



ÜBRIG ?

BARRIEREN ABBAUEN

Kaum mehr Wachstum,
dafür umso mehr Bürokratie:
Europa droht international
den Anschluss zu verlieren, allen
voran Deutschland. Es ist an der Zeit,
nach Lösungen für die Probleme zu suchen.
Die gibt es.

Ein Gastbeitrag
von Theodor Weimer

Der jüngste „Economic Outlook“ der OECD spricht eine eindeutige Sprache: Unter den großen Wirtschaftsregionen der Welt ist der Euroraum mit einem prognostizierten Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von nur 0,6 Prozent das Schlusslicht. Und unter den großen Mitgliedsländern des Euroraums steht Deutschland am schlechtesten da; mit einem Minus von 0,2 Prozent liegt es weit abgeschlagen hinter Frankreich, Italien und Spanien.

Das neuerdings wieder in Mode gekommene Wort von Deutschland als dem „kranken Mann Europas“ ist nicht aus der Luft gegriffen. Zwar ist es eher ein Schwächeln, weil wir uns zu lange auf vergangenen Erfolgen ausgeruht haben; doch die deutsche Wirtschaft hat ihren Muskelabbau mangels Training zu lange ignoriert. Die Malaise Deutschlands lässt sich von der Schwäche Europas nicht trennen. Nur wenn wir uns einem Fitnessprogramm unterziehen, wird sich auch Europas Stellung in der Welt wieder festigen. Meine These lautet: Damit das geschieht, müssen wir den Kapitalmarkt stärken.

Natürlich hat Bundesbank-Präsident Joachim Nagel recht, wenn er sagt: „Wir sollten uns ‚Made in Germany‘ nicht kleinreden lassen. Das deutsche Wirtschaftsmodell ist kein Auslaufmodell.“ Doch noch mehr ist ihm beizupflichten, wenn er hinzufügt: „Aber es braucht ein Update.“ Nicht schlechtreden ist jetzt angesagt, sondern besser machen. Dazu braucht es aber vor dem Update eine treffende Fehlerdiagnose.

Problem Nr. 1 Europa hat den Tech-Zug verschlafen – bei der Digitalisierung, bei der Plattform-Ökonomie, bei der Cloud. Und auch bei der Künstlichen Intelligenz (KI) werden die großen Firmen in den USA die Gewinner sein. Das liegt nicht an mangelndem Erfindergeist. Viele Innovationen, auch im Bereich der KI, stammen zwar aus Deutschland, aber in Geschäftsideen umgesetzt werden sie anderswo. Deutschlands industrielle Basis erodiert schleichend. Die modernen Industrien entstehen in den USA und in China, auch in Saudi-Arabien. Der Fehler liegt im System: Die Bürokratie ist überbordend. Es wird nicht mehr investiert, weil die Planungsverfahren zu lange dauern. Die Digitalisierung in der öffentlichen Verwaltung kommt nicht voran; Estland und Lettland machen vor, wie es geht. Und die Märkte, die Kapital für die Umsetzung von Geschäftsideen liefern könnten, sind nach wie vor unterentwickelt.

Problem Nr. 2 Deutschland – und mit ihm Europa – war ein Profiteur der Globalisierung. Als zeitweiliger Exportweltmeister profitierte die deutsche Wirtschaft insbesondere vom Wachstum in China und von billigen Energieimporten aus Russland. Beides ist weggebrochen. Die chinesische Wirtschaft schwächelt, und Russland wird auf absehbare Zeit kein verlässlicher Wirtschaftspartner mehr sein. Die Energiewende mag langfristig neue Chancen eröffnen, doch auf kurze Sicht treibt sie zunächst einmal die Kosten in die Höhe – und belastet damit die Wirtschaft weiter. Deutschland hat ein industrielles Geschäftsmodell. An diesem müsste man eigentlich festhalten. Das passiert aber nicht. Deutschland als Industrieland par excellence braucht eine verlässliche und kostengünstige Energieversorgung. Und diese setzen wir gerade aufs Spiel. Wir sind ein Land geworden, in dem die jetzige Generation die Chancen der zukünftigen zerstört.

Problem Nr. 3 Die Demografie läuft dramatisch gegen uns. Spürbar ist das bereits jetzt, in einem jeden Tag drückender werdenden Mangel an Fachkräften. Doch was wir heute erleben, ist nur ein Vorgeschmack darauf, was uns in den kommenden Jahren bevorsteht: Dann gehen die Boomer in Rente. Und sie entziehen damit nicht nur der Wirtschaft ihre Arbeitskraft; sie belasten auch den Staatshaushalt. Deutschland gehört immer noch zu den Ländern weltweit, die sich ein umlagefinanziertes System der Altersrente leisten. Mit der demografischen Entwicklung kann dieses System nicht mithalten. Immer mehr Menschen führt dieses System in die Altersarmut. Wie stabil es auf lange Sicht ist, steht in den Sternen. →

Immerhin: Hier tun sich gerade neue Horizonte auf. Die Pläne für eine Aktienrente gehören zweifellos zu den guten Nachrichten im politischen Tagesgeschehen der jüngsten Zeit. Sie passt zur jüngsten Renaissance der Aktienkultur in Deutschland. Im vergangenen Jahr waren hierzulande fast 13 Millionen Menschen in Aktien, Aktienfonds oder ETFs investiert, fast ein Fünftel der Bevölkerung ab 14 Jahren. Das sind mehr als beim bisherigen Höchststand des Jahres 2001. Es ist zu hoffen, dass von der Aktienrente eine Initialzündung ausgeht, die die Wirtschaft endlich wieder in Gang bringt. Vielleicht kann das Wasser der Märkte auf Dauer den harten Stein der Bürokratie brechen. Noch sind Initiativen wie die Aktienrente aber nicht mehr als ein Anfang.

EUROPA WEIT ENTFERNT VON DEN USA

Werfen wir einen Blick auf den Anteil der Marktkapitalisierung am Bruttoinlandsprodukt im internationalen Vergleich: Auf der ganzen Welt ist der Wert der gelisteten Firmen seit dem Jahr 2000 von 101 Prozent des Welt-BIPs auf 133 Prozent gestiegen. In den USA hat er sich von 147 auf 193 Prozent erhöht. Doch in Deutschland ist er von 65 auf 59 Prozent gesunken. Im Rest der EU sieht es nicht viel besser aus.

Wir sind in Europa weit entfernt von der Tiefe des US-Kapitalmarkts. Das liegt auch an der Zersplitterung des europäischen Kapitalmarkts. In der EU gibt es über alle Anlageklassen 500 Handelsplattformen – in den USA 100. Wer es mit Wachstum und Innovation ernst meint, geht in die USA, um sich dort Kapital an der Börse oder von privaten Kapitalgebern zu besorgen.

Uns muss klar sein: Die technologische Transformation, die wir in Deutschland und Euro-

pa bewältigen müssen, schaffen wir nicht mit einer neuen Industriepolitik. Bürokratien sind notorisch schlecht darin, gute Investitionsentscheidungen zu treffen. Was wir brauchen, sind aufnahmefähige Kapitalmärkte. Sie fördern Investitionen nicht nur, indem sie Finanzen mobilisieren, sondern auch, indem sie die besten Ideen in einem dezentralen Entdeckungsprozess identifizieren und fördern. Sie sind die Fitness-trainer der Wirtschaft.

NICHT GEGENEINANDER AUSSPIELEN

Deshalb gilt: Wir können die notwendige technologische Transformation nur dann leisten, wenn wir den Kapitalmarkt stärken. Und das heißt auch: Wir dürfen Industrie und Kapitalmarkt nicht gegeneinander ausspielen. Wir müssen ihnen vielmehr die gleiche Bedeutung einräumen. Außer dem Staat kommt nur der Kapitalmarkt infrage, um die Summen zu mobilisieren und die Risiken zu streuen, die bei der Transformation der Industrie anfallen. Und das heißt für Europa: nur ein gemeinsamer, ein geeinter, ein vereinheitlichter Kapitalmarkt. Kurz: eine Kapitalmarktunion.

Seit 2015 gibt es einen europäischen Aktionsplan, um dem Kapitalmarkt die Rolle zu geben, die er verdient. Doch wir haben da ein Umsetzungsproblem. Wir müssen die Zersplitterung in Europa nun endlich beseitigen. Um eine Kapitalmarktunion der EU-Mitgliedsstaaten zu schaffen, müssen wir aber nicht nur gesetzliche, sondern auch mentale Barrieren abbauen.

Wir müssen mehr über den Kapitalmarkt sprechen: über seine Bedeutung für unsere Zukunft und darüber, wie er am besten funktioniert. Denn nur ein allgemein akzeptierter und verstandener Kapitalmarkt ist ein starker Kapitalmarkt. ♦



ÜBER DEN AUTOR

Dr. Theodor Weimer

ist seit Anfang 2018 Vorstandsvorsitzender der Deutschen Börse AG. Zuvor war er viele Jahre Vorstandsvorsitzender der HypoVereinsbank. Er studierte an den Universitäten Tübingen und St. Gallen Volkswirtschaft, Betriebswirtschaft und Geografie. Promoviert hat er an der Universität Bonn.

KURSVERLUSTE KOMPENSIEREN



Geben Sie Aktien, die in die Verlustzone gerutscht sind, immer wieder eine Chance? Fällt es Ihnen schwer, sich von ihnen zu trennen, und wollen Sie die Titel möglichst lange im Depot halten, bis der Verlust durch Kursgewinne wieder ausgeglichen ist?

So vernünftig und verbreitet das auf den ersten Blick sein mag – rational ist es nicht. Dahinter steckt der Dispositionseffekt, ein Phänomen aus der Verhaltenspsychologie. Die Erklärung: Niemand will Verluste machen. Als „Entschuldigung“ hört man von Anlegerinnen und Anlegern oft, dass reale Verluste ja erst dann entstehen, wenn die Aktie verkauft und der Verlust realisiert wird.

Dass es am Aktienmarkt nicht nur bergauf geht und es zwischenzeitliche Rückschläge gibt, ist unvermeidlich. Umso wichtiger: Haben Sie einen möglichst langen Anlagehorizont. Mindestens fünf Jahre, besser noch deutlich länger. Genauso wichtig ist es, in die guten, besser noch die sehr guten Unternehmen zu investieren. Denn auch sie können deutlich nachgeben, je nachdem, was gerade los ist in der Welt.

Verluste aber immer nur auszusitzen, kann sehr mühsam sein und der Prozess wird umso schmerzhafter, wenn Sie die Aktien zuvor zu einem sehr hohen Kurs gekauft haben.

Sie kennen vermutlich alle die unbarmherzige Wahrheit der Prozentrechnung, den sogenannten Basiseffekt. Je größer der vorhergehende Verlust Ihres Investments ist, desto größer ist der prozentual erforderliche Kursanstieg, nur um den Einstiegskurs wieder zu erreichen.

Konkret: Verliert Ihr Investment 60 Prozent, so wird der Verlust erst mit einem anschließenden Kursgewinn von 150 Prozent (und nicht 60!) kompensiert. Dabei haben Sie noch keinen Gewinn gemacht, sondern erst mal nur das Einstiegsniveau erreicht*. Das braucht Zeit. Und ob es dann im Einzelfall genauso passiert – wer weiß ...

Anders ausgedrückt: Wichtig für Aktionärinnen und Aktionäre ist nicht, möglichst schnell möglichst viel zu verdienen, sondern zunächst einmal nicht allzu viel zu verlieren. Denn wer in Krisen weniger abgibt, muss im Boom weniger aufholen.

* Zum Nachrechnen: Angenommen Sie kaufen eine Aktie für 100 Euro und kassieren einen Kursverlust von 60 Prozent. Dann ist der Wert Ihrer Aktie auf 40 Euro gefallen, sie steht also nur noch bei 40 Prozent ihres ursprünglichen Wertes.

Steigt der Kurs nun wieder, bezogen auf dieses neue Niveau von 40 Euro, um 60 Prozent auf 64 Euro, entspricht das jedoch nur 64 Prozent in Bezug auf den ursprünglichen Kaufpreis von 100 Euro! Um Ihren Verlust also vollständig auszugleichen, muss der Aktienkurs von 40 Euro ausgehend um 150 Prozent steigen ($40 + (40 \cdot 150/100)$).

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



Instagram
flossbachvonstorch

„Es gibt wieder mehr Möglichkeiten“

Die Zinsen sind in den vergangenen Monaten kräftig gestiegen. Thomas Lehr und Philipp Vorndran erklären, was das für Anlegerinnen und Anleger bedeutet.

Habt ihr in den vergangenen Monaten Geld auf eure Sparbücher gepackt, angesichts der gestiegenen Zinsen?

VORNDRAN: Auf das Monatsgeld-Konto, wobei das lediglich eine Parkposition ist – und eben kein Langfristinvestment, es also nicht allein um das gestiegene Zinsniveau geht, sondern vor allem um das Thema Flexibilität.

Ihr habt an dieser Stelle in der Vergangenheit immer wieder für Aktieninvestments geworben – gehen euch nicht langsam die Argumente aus?

LEHR: Warum?

Weil Anleihen wieder eine echte Alternative für Anleger sind, vielleicht sogar die bessere ...

LEHR: Wir sollten die Kirche im Dorf lassen – und vor allem nicht vergessen: Entscheidend ist das, was vom Nominalzins nach Abzug der Inflation übrig bleibt, also die Realrendite. Und die

reicht etwa im Falle einer 10-jährigen Bundesanleihe vermutlich noch immer nicht aus, um die Inflation nach Kosten und Steuern langfristig zu schlagen.

Also sind diejenigen, die derzeit die Werbetrommel für Anleihen rühren, auf dem Holzweg?

VORNDRAN: Das haben wir nicht gesagt. Es gibt wieder Zinsen – das ist zunächst einmal eine gute Nachricht, auch für uns als Multi-Asset-Investoren. Heute lässt sich ein gemischtes Portfolio sehr viel besser strukturieren als noch vor 18 Monaten, weil wir wieder mehr Möglichkeiten haben. Die Kasse wird verzinst, um ein konkretes Beispiel zu nennen – wir müssen also keine Strafzinsen mehr zahlen. Erstklassige, kurzlaufende Staatsanleihen bieten sich hierfür an. Ob die nominalen Renditen von Bonds mit langer Laufzeit schon hoch genug sind, um als langfristige Anlagen zu taugen, hängt immer von der Inflationserwartung für diesen Zeitraum ab.

LEHR: Letztlich gilt: Wer mit Anleihen stattliche Renditen erzielen will, muss nach wie vor sehr opportunistisch vorgehen und mitunter sehr aktiv sein. Insofern bietet es sich an, die Auswahl der Titel einem Profi zu überlassen; der hat sämtliche Ertragsbausteine im Blick, schaut also nicht allein auf den Zinskupon. Das braucht aber sehr viel Expertise und Erfahrung. Die wenigsten sind in der Lage, ein breit diversifiziertes Anleiheportfolio in Eigenregie zusammenzustellen.

Inwieweit hat der Zinsanstieg die relative Attraktivität von Aktien verändert?

VORNDRAN: Sie sind und bleiben für den langfristigen Vermögenserhalt unverzichtbar, versehen mit folgender Fußnote: Für alle, die auch in Aktien investieren dürfen.

Thomas?

LEHR: Ich würde noch eine weitere Fußnote anfügen, sicherheitshalber.

„Es geht nicht allein um das gestiegene Zinsniveau, sondern vor allem um das Thema Flexibilität.“

Nämlich Aktien von Unternehmen, die über – ihr habt es unzählige Male gehört – ein besonders robustes Geschäftsmodell und, damit einhergehend, ausreichend Preissetzungsmacht verfügen.

Unzählige Male haben wir auch den Begriff Qualitätsaktie gehört ...

VORNDRAN: Aber immer versehen mit dem Zusatz, dass Qualität kein Selbstzweck sei, sondern auch zu einem angemessenen Preis erworben werden muss, um in Form von Kursgewinnen und Dividendenausschüttungen zur Vermögensmehrung beizutragen.

LEHR: So ist es. Aktien eines guten Unternehmens müssen noch lange kein gutes Investment sein, wenn ihr zu viel dafür bezahlt habt.

Strategie & Strategie

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



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.

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.

Dividende – Ausgeschüttete Gewinne eines Unternehmens an seine Aktionäre.

Exchange Traded Fund (ETF) – Börsen-gehandelter Indexfonds. ETFs bilden in der Regel die Wertentwicklung eines bestehenden Index wie zum Beispiel des Dax nach.

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

Kerninflation – Anders als die klassische Verbraucherpreisinflation umfasst die Kerninflation keine Güter und Dienstleistungen, die hohe Schwankungen bei Preisänderungen aufweisen, etwa aus dem Nahrungsmittel- oder Energiesektor.

Leitzins – Wird von den Zentralbanken festgelegt; Zinssatz, zu dem sich Geschäftsbanken bei den Zentralbanken refinanzieren können.

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.

Portfolio – Bestand an Wertpapieren im Depot.

Risikoprämie – Die Risikoprämie stellt eine Bewertung für das mit einem Finanzinstrument übernommene Risiko dar. Sie wird in die vereinbarten Zahlungen eingepreist, so dass dem Risiko des Verlusts die Chance eines höheren Gewinns gegenübersteht, wenn das Risiko nicht eintritt. Der Vergleich des erwarteten Gewinns aus einem risikobehafteten Finanzinstrument mit einem risikofreien Engagement (dem Halten einer Staatsanleihe mit höchster Bonitätsnote) kann eine gute Abschätzung der Risikoprämie erlauben.

Schuldenquote – Verschuldung im Verhältnis zur wirtschaftlichen Leistungskraft eines Staates, ausgedrückt durch dessen Bruttoinlandsprodukt (BIP).

US-Treasury – Staatsanleihen der Vereinigten Staaten von Amerika.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Publikation dient unter anderem als Werbemittel.

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 <http://www.flossbachvonstorch.com/glossar/>.

© 2023 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Vorstand:

Dr. Bert Flossbach, Dr. Till Schmidt,
Kurt von Storch, Dirk von Velsen

Umsatzsteuer-ID: DE 200 075 205

Handelsregister: HRB 30 768 (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: 20. Oktober 2023

DE 112 1023 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 AG.

Redaktion:

Michael Altintzoglou, Dr. Bert Flossbach, Stephan Fritz,
Jens Hagen, Simon Jäger, Dörte Jochims, Carina Kontio,
Sven Langenhan, Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx,
Laura Oberbörsch, Christian Panster, Kurt von Storch,
Philipp Vorndran, Kubilay Yalcin

Design: Markus Taubeneck, Carolin Euskirchen
und Heller & C

Druck: TheissenKopp GmbH

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Ilbusca, iStockphoto / Markus Taubeneck, Illustration (Cover, S. 2); © Marc Comes, CHB-P (S. 3); © Photoshop, Picture Alliance (S. 5 oben); © Aaron Munoz, unsplash (S. 5 mittig); © Marc Comes, CHB-P (S. 5 unten); © Photoshop, Picture Alliance (S. 6); © MSC / Kuhlmann (S. 10); © Ilbusca, iStockphoto / Markus Taubeneck, Illustration (S. 11, 12, 15, 16, 19); © Forest Strider, iStockphoto, Illustration (S. 13, 14, 17, 18, 20); Beatrice Thoma (S. 22); © Thomas Schorn (S. 25); © Dmitriy83, iStockphoto / Markus Taubeneck, Illustration (S. 26–27); © timsa / Nik Merkulov / Michael Burrell, iStockphoto (S. 27–34); © Jinhe Li (S. 36); © Aaron Munoz, unsplash (S. 38–45); © suteishi, iStockphoto / Carolin Euskirchen, Illustration (S. 46–47); © George Peters, iStockphoto (S. 52–55); © Jirsak, iStockphoto (S. 56–57); © Pobytov, iStockphoto / Markus Taubeneck (S. 58–59); © morningarage, iStockphoto / Markus Taubeneck (S. 60–61); © bayern-lens, unsplash (S. 62–67); © Eduardo Gutierrez, unsplash (S. 68–69); © Bjoern Wylezich, iStockphoto (S. 70); © Sven Simon / Malte Ossowski, Picture Alliance (S. 73); © Kayra Sercan, unsplash (S. 74–75); © Marc Comes, CHB-P (S. 76–77, Rückseite)

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

Konsequent unabhängig



Flossbach von Storch