

# POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren





**Haben Sie den „Helden“ auf dem Cover dieser Ausgabe erkannt? Nicht?**

**Machen wir es kurz: Pac-Man soll es sein, Held aus dem Hause Namco und damit der Welt der Videospiele in den frühen 1980er-Jahren.**

**Wobei er in unserem Falle eher als tragischer Held taugt, denn seine Silhouette ähnelt der einer Kuchengrafik, die wir auf Seite 24 abgedruckt haben. Sie zeigt, woraus sich in Deutschland die Rente der Ruheständler heute im Wesentlichen speist – aus der gesetzlichen Rentenversicherung. Für eine alternde Gesellschaft wie der unsrigen bedeutet das in Zukunft gewiss nichts Gutes ...**

**Ideal wäre eine Verteilung, die dem Bild auf dieser Seite ähnelt – dem Mercedes-Stern. Für die Rentner in spe, aber auch für Vater Staat, der seit Jahren die gesetzliche Rentenkasse bezuschussen muss, wäre das ein Segen.**



Flossbach von Storch  
**POSITION 2/2026**

als PDF-Download oder im kostenfreien Abo  
[www.flossbachvonstorch.de/position](http://www.flossbachvonstorch.de/position)



#### AUF EIN WORT

Zu Beginn steht immer die Erkenntnis – die Erkenntnis, dass wir uns den lieb gewonnenen Sozialstaat nicht mehr allzu lange werden leisten können. Wir werden ihn stattdessen grundlegend reformieren müssen, um ihn zu erhalten. Es wird schmerzhaft sein, ja, aber anders geht es nicht.

Ich bin kein Politiker. Und ich würde auch mit keinem tauschen wollen; deswegen möchte ich an dieser Stelle weder den Besserwisser noch einen notorischen Nörgler geben, im Gegenteil. Aber als Vater treibt mich das Thema um.

Dass die gesetzliche Rente für künftige Generationen nicht ausreichen wird, sollte mittlerweile jedem klar sein. Die Wucht, mit der das viele Haushalte hier in Deutschland und auch anderswo in Europa treffen wird, dürfte vermutlich immer noch massiv unterschätzt werden.

Angesichts der Kassenlage kann Vater Staat die Rentenkasse nicht immer weiter und mit immer mehr Milliarden Euro alimentieren. Zumal der Investitionsbedarf auch an anderer Stelle riesig ist – nehmen wir das Thema Rüstung als Beispiel.

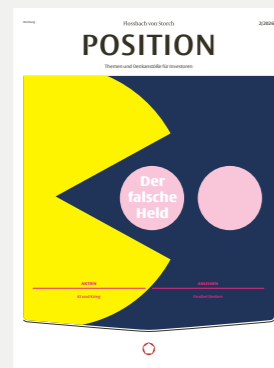
Die Welt ist rauer geworden. Das sehen wir derzeit im Iran und weiterhin in der Ukraine, nicht zuletzt in der Entfremdung Europas von den USA unter Trump. Künftige Regierungen werden der Geopolitik weit mehr Aufmerksamkeit (und damit Geld) widmen müssen, als das ihre Vorgänger taten ...

Wie so oft hängt vieles mit vielem zusammen.

Insofern beschäftigen wir uns in dieser Ausgabe mit dem Thema Altersvorsorge, aber auch mit den Folgen des Iran-Kriegs oder der künftigen Notenbankpolitik in den USA.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre!

Kurt von Storch  
Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch SE



Flossbach von Storch  
**POSITION**  
 2/2026

## WELTBILD

Nachgehakt

6 **Welche Schuldenlast können wir uns leisten?**

14 Der Schuldenatlas

Währungen

18 **Die zwei Gesichter des US-Dollars**

Kolumne

22 **Mail aus Shanghai**

Titel

24 **Der falsche Held**

29 **So sehen die Deutschen ihre Altersvorsorge**

31 **Historische Meilensteine der Rente**

38 **Fehler im System**

41 **Der Preis des Wohlstands**

## ANLAGESTRATEGIE

Kapitalmarkt

46 **Krieg und Börse**

Multi Asset

54 **Nicht alles auf eine Karte**

Aktien

58 **Wenn Unsicherheiten zunehmen**

Anleihen

62 **Bewegung braucht ein Ziel**

Gold

68 **Wenn der Goldpreis plötzlich fällt**

## KONTEXT

US-Notenbank

70 **Der Nachfolger**

Nachhaltigkeit

74 **ESG im Knettopf**

Gastbeitrag

78 **Reformdruck und realistische Erwartungen**

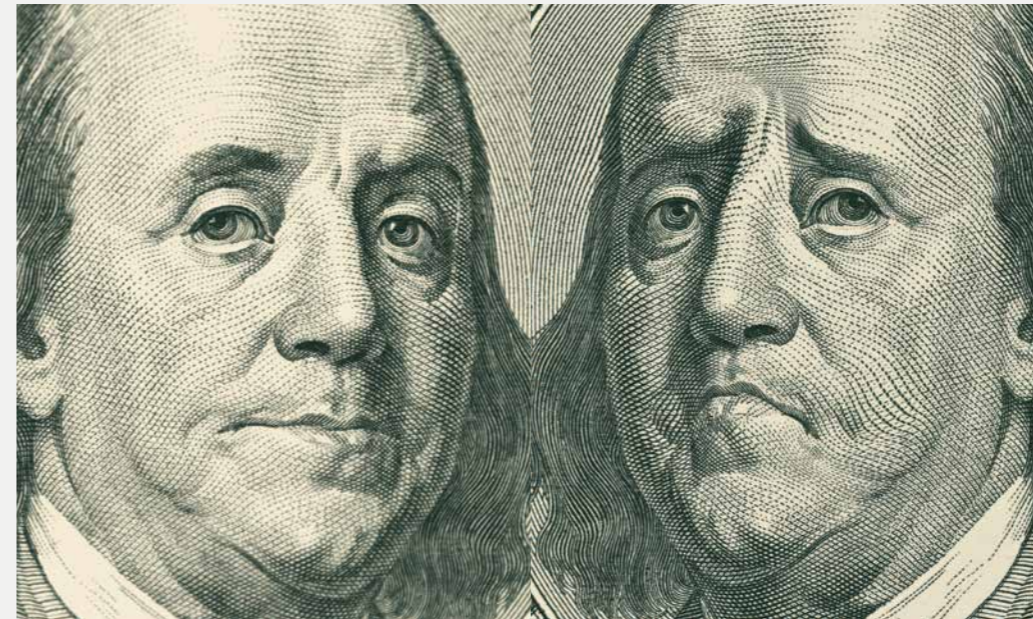
Instagram

84 **Zinsen, Mieten, Dividenden:  
 Renditekiller Gesundheitsabgabe**

Finanzbildung

86 **Zwischen Verantwortung  
 und Überforderung**

90 Glossar



### Währungen

## Die zwei Gesichter des US-Dollars

Welche Rolle der „Greenback“ künftig für internationale Investoren spielen könnte.

**18**



### Künstliche Intelligenz

## Bewegung braucht ein Ziel

Was Bond-Anleger im aktuellen Umfeld tunlichst beachten sollten.

**62**



### Gastbeitrag

## Reformdruck und realistische Erwartungen

Warum Schenkungs- und Erbschaftsteuer einmal mehr im Fokus stehen.

**78**

## NACHGEHAKT

In unserer neuen Rubrik gehen wir Themen nach, die uns im Alltag oder in den Medien immer wieder begegnen. In einer polarisierten Welt möchten wir harte Fakten zu den Themen liefern, die viele Menschen beschäftigen. Diesmal widmen wir uns der Fragestellung:

?

# Welche SCHULDEN- LAST können wir uns leisten

von Julian Marx

Die Welt ächzt unter immer höheren Schulden. Mehr als 250 Billionen US-Dollar beträgt der globale Schuldenberg mittlerweile, das ist ein Rekord. Ist es nun an der Zeit, umzudenken?

Schulden spielen in der Öffentlichkeit heutzutage eine prägende Rolle. Dabei tun sie das eigentlich schon sehr, sehr lange. Denn Schulden sind ein wichtiges Instrument für die Gestaltung von Gegenwart und Zukunft: Sie ermöglichen es, immense Ausgaben zu tätigen, deren Finanzierung andernfalls überhaupt nicht (oder nur unter erheblichen Anstrengungen) dargestellt werden könnte. Beispiele dafür finden sich in der Geschichte zuhauf.

Auf Ebene der Staaten waren es in der Vergangenheit vor allem Krisen und Kriege, die die Staatsschulden immer wieder in die Höhe schnellen ließen. Bereits mit der Schuldenhistorie Großbritanniens ließen sich ganze Bücher füllen. So war das Vereinigte Königreich allein im Laufe des 18. Jahrhunderts in fünf große Kriege verwickelt: den Spanischen Erbfolgekrieg (1701–1714), den Österreichischen Erbfolgekrieg (1740–1748), den Siebenjährigen Krieg (1756–1763), den Amerikanischen Unabhängigkeitskrieg (1775–83) und die Französischen Revolutionskriege sowie Napoleonischen Kriege (1792–1815). In jedem dieser Kriege verbuchte die britische Regierung Defizite, die in der Spitze bis zu elf Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) betrug. Das Ergebnis war ein stetiger Anstieg der Verschuldung – von 22 Prozent des BIP zu Beginn des 18. Jahrhunderts auf 155 Prozent am Vorabend der Napoleonischen Kriege.

Doch nicht nur Staaten bewältigten enorme Anstrengungen unter Zuhilfenahme von Schulden. Auch Unternehmen wussten fremde Gelder für

sich zu nutzen. Ein historisches Beispiel war etwa der Aufstieg der Eisenbahngesellschaften in den Vereinigten Staaten. Nachdem der US-Bürgerkrieg im Jahr 1865 endete, erlebte der Eisenbahnbau in den Jahren 1866 bis 1873 einen regelrechten Boom. Zu dieser Zeit wurden landesweit 35.000 Meilen an neuen Gleisen verlegt. Die Größe des Eisenbahnnetzes hatte sich binnen weniger Jahre verdoppelt und die Eisenbahngesellschaften stiegen zu den größten nichtlandwirtschaftlichen Arbeitgebern des Landes auf.

Banken und andere Industriezweige investierten ihr Geld in neue Bahnlinien; mit der Konzession bekamen sie üblicherweise auch viele Morgen Land zugewiesen. Manche Hoffnung der Investoren dürfte dabei spekulativer Natur gewesen sein: Wenn sich entlang der hochgezogenen Strecken Menschen ansiedelten und Städte entstünden, würde das den Grundstückswert des zuvor brachliegenden Landes mancherorts in die Höhe katapultieren. Im Erfolgsfall schienen so üppige Gewinne möglich.

Innerhalb kürzester Zeit wurden so Unmengen an Geld in einen Wirtschaftszweig gepumpt, der keine sofortigen Gewinne abwarf. Mit verheerenden Folgen. Die Kosten uferten aus. Über zu lange Zeit verbrannte der Bau der Bahn mehr Geld, als die bereits fertiggestellten Gleisabschnitte in die Kassen spülten. Zahlreiche Investoren hatten sich übernommen. So auch das angesehene Bankhaus Jay Cooke and Company, das die zweite transkonti-

nentale Eisenbahnstrecke der USA, die Northern Pacific, mitfinanzierte und am 18. September 1873 überraschend seine Pforten schloss.

Schlagartig schlug die Euphorie in Panik um. Eine tiefe Depression folgte. 89 der 364 Eisenbahngesellschaften des Landes gingen in der Folgezeit bankrott. Insgesamt 18.000 Unternehmen meldeten in nur zwei Jahren Insolvenz an. Die Arbeitslosenquote kletterte bis 1876 auf 14 Prozent. Erst Ende der 1870er-Jahre sollte sich die US-Wirtschaft langsam wieder erholen.

Dem langfristigen Erfolg der Eisenbahn konnte der mehrjährige Wirtschaftskollaps zwar nichts anhaben; bis heute nehmen Züge eine wesentliche Funktion im Waren- und Personenverkehr ein. Den Menschen, deren Leben in den 1870er-Jahren von Massenarbeitslosigkeit und gesellschaftlichen Spannungen geprägt war, hat dies gleichwohl nur wenig genützt.

Das Beispiel zeigt: Schulden sind kein Selbstzweck, sie erfordern einen verantwortungsvollen Umgang. Umso besorgniserregender erscheinen vor diesem Hintergrund die Meldungen von immer neuen Schuldenrekorden.

## STARTPUNKT: STAATSSCHULDEN

Es sind gigantische Summen, die Staaten Jahr für Jahr an den Kapitalmärkten abrufen, um ihre Ausgaben zu finanzieren. Allein die USA hatten Ende vergangenen Jahres einen Schuldenberg in Höhe von 38 Billionen US-Dollar →

aufgetürmt. In Relation zur Wirtschaftsleistung standen die US-Staatsschulden zuletzt bei ebenfalls rekordverdächtigen 124 Prozent des BIP. Lediglich im Zuge des Zweiten Weltkriegs erreichten die Vereinigten Staaten vergleichbare Schuldenstände.

Mit derartigen Schuldenrekorden besitzen die USA jedoch kein Alleinstellungsmerkmal. Vielmehr greift eine Staatsschuldenmanie um sich, die den gesamten Erdball erfasst. Regeln wie die europäischen Maastricht-Kriterien, die hierzulande eigentlich eine Obergrenze der Staatsschulden von 60 Prozent des BIP vorsehen, haben nur noch wenig mit der gelebten Realität zu tun.

Unter den asiatischen Ländern hat China, die weltweit zweitgrößte Volkswirtschaft, einen der dynamischsten Schuldenanstiege der jüngeren Vergangenheit hingelegt. In absoluten Zahlen haben sich Chinas Staatsschulden in den vergangenen 15 Jahren verzehnfacht, von knapp 14 auf 139 Billionen Yuan. Zeitgleich ist auch Chinas Staatsschuldenquote hochgeschneit, von 33 auf 99 Prozent des BIP. Bis das Reich der Mitte zum globalen Schuldenchampion Japan aufschließen kann, ist allerdings noch ein weiter Weg zu gehen. Nippon kommt auf eine unerreichte Staatsschuldenquote von 207 Prozent der Wirtschaftsleistung (siehe: Der Schuldenatlas, S. 14).

Aber nicht nur Asien kann Staatsschulden. Brasilien, die größte Volkswirtschaft Südamerikas, steht bei 93 Prozent des BIP. Kanada bildet in Nord-

amerika eine gute Ergänzung zu den USA und kommt auf eine Staatsschuldenquote von 114 Prozent des BIP. Auch in Europa gehören Staatsschuldenquoten jenseits der 100-Prozent-Marke zum guten Ton. Zuletzt gehörten Belgien, Frankreich, Griechenland, Italien, Spanien und das Vereinigte Königreich diesem erlesenen Kreis an.

Derzeit ist nicht abzusehen, dass sich die Schuldendynamik in naher Zukunft umkehrt. Im Gegenteil wachsen die Schuldenberge munter weiter. In den USA reiht sich in den kommenden Jahren ein Billionendefizit an das nächste. Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) liegt das jährliche US-Haushaltsdefizit in den Jahren 2026 bis 2030 bei durchschnittlich knapp 2,6 Billionen US-Dollar. Damit könnte der bestehende Schuldenberg in nur fünf Jahren um weitere 13,1 Billionen US-Dollar anwachsen. Doch auch die Eurostaaten sind keine Kinder von Traurigkeit. Steigende Sozial- und Verteidigungsausgaben dürften dazu beitragen, dass die Eurostaaten bis 2030 gut 3 Billionen Euro an neuen Schulden machen (vgl. Grafik 1). Läuft das Schuldenfass bald über?

**STABILITÄT AUS DER INSTABILITÄT**

Ein überlaufendes Schuldenfass impliziert, dass die aus den Staatsschulden resultierenden Belastungen das maximale Füllvolumen des Schuldenfasses überschritten haben. Die Schulden Tragfähigkeit wäre also nicht mehr gegeben. Doch genau hier liegt bereits ein wesentliches Problem in der Schuldenanalyse. Denn vermutlich niemand kann

das maximale Füllvolumen des Staatsschuldenfasses exakt benennen. Zu vielschichtig sind die Einflussfaktoren.

Ein relevanter Aspekt ist in diesem Zusammenhang, dass die ganz große Mehrheit der Bevölkerung überhaupt kein Interesse daran haben dürfte, die Zahlungswürdigkeit einer US-Regierung oder einer deutschen Bundesregierung infrage zu stellen. Nicht nur, weil sich ein Zahlungsausfall unmittelbar negativ auf den Geldbeutel der Investoren auswirken würde. Noch weitaus problematischer wären die kaum absehbaren Konsequenzen einer Staatspleite.

In den USA könnte ein Großteil der gut 70 Millionen Menschen, die eine Alters-, Hinterbliebenen- oder Arbeitsunfähigkeitsrente beziehen, plötzlich ohne Einkünfte dastehen. In Deutschland könnten rund 23 Millionen Rentenbeziehende und Pensionäre im öffentlichen Dienst dieses Schicksal teilen. Darüber hinaus könnten systemkritische Ausgaben für Lehrkräfte, Polizisten oder in die öffentliche Infrastruktur zur Disposition stehen, um nur einige Beispiele zu nennen. Eine tiefe Wirtschaftskrise wäre dann wohl unausweichlich. Ein Schreckensszenario, das nur Verlierer kennen dürfte.

Die Krux mit Blick auf die Staatsschulden ist, dass alle, egal ob Staatsgläubiger, Rentner, Büroangestellte oder Schüler auf einen funktionierenden Staatsapparat angewiesen sind, wenn die Zielsetzung lautet, ein geordnetes Zusammenleben von Millionen Menschen in Frieden und Wohlstand →

Grafik 1  
**Kein Ende in Sicht**  
Ab 2026 erwartete kumulierte Haushaltsdefizite in den USA und im Euroraum\*

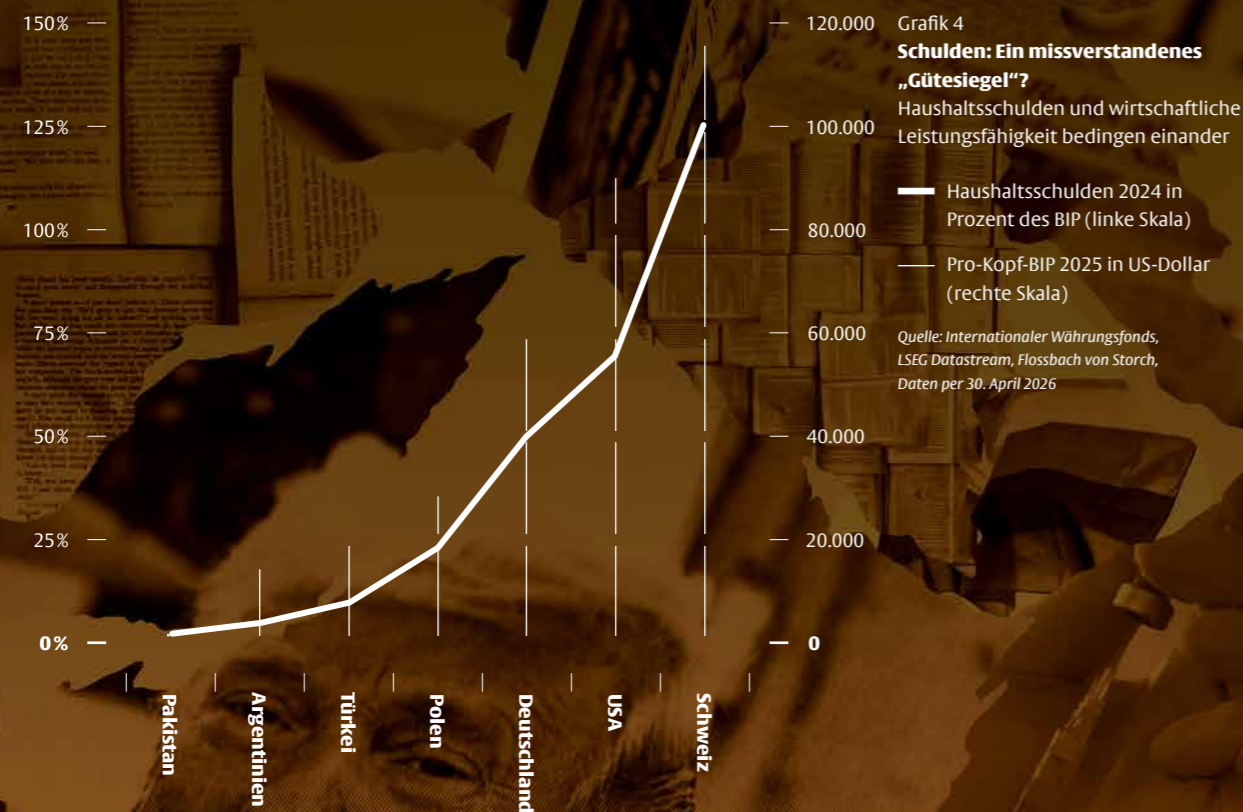
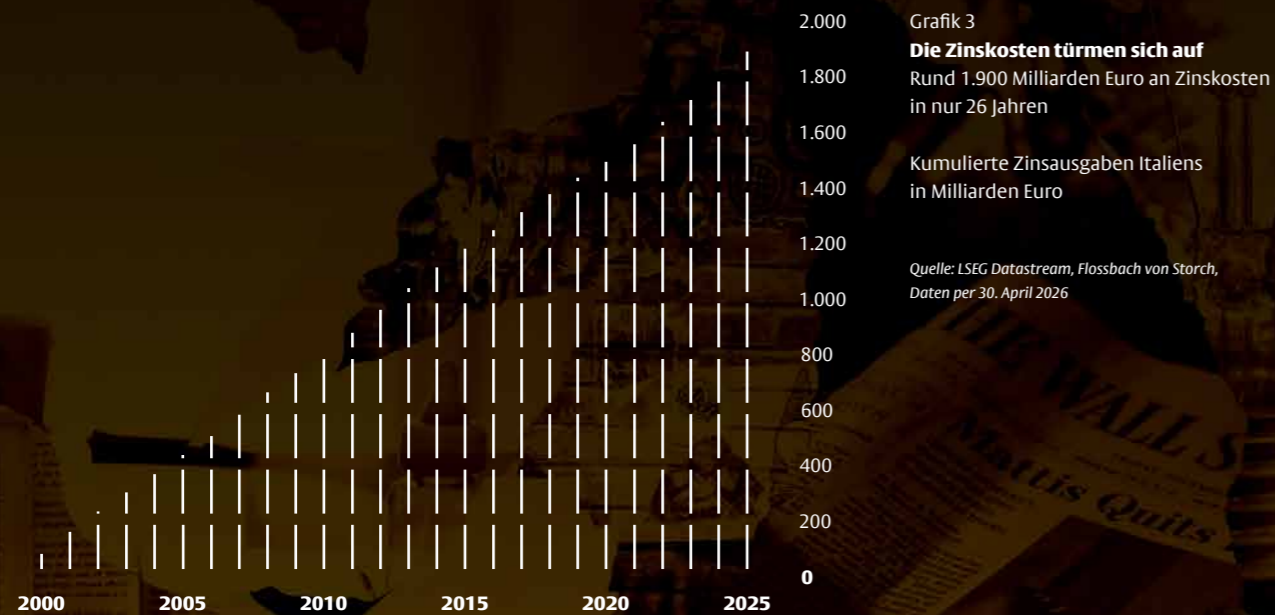


\* Schätzungen des Internationalen Währungsfonds.  
Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2026

Grafik 2  
**Viele Generationen, keine Staatspleite**  
Historische Staatsschuldenquoten in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Internationaler Währungsfonds, LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2026



zu bewahren. Insofern genießt die Handlungs- und Zahlungsfähigkeit von Staaten oberste Priorität für den Zusammenhalt ganzer Gesellschaften.

Dem lässt sich aber auch Positives abgewinnen. Im Umkehrschluss bedeutet das nämlich, dass die inhärente Instabilität einer hohen Staatsverschuldung durch die tiefe Verwurzelung der zahlreichen (Finanzmarkt-)Akteure mit dem Staat eine gewisse Stabilisierung erfährt. Weil sich einfach niemand eine Staatspleite leisten kann und möchte. Denn pumpt das Herz nicht mehr ausreichend Blut, wirkt sich das unweigerlich auf die übrigen Organe aus.

Auch deswegen werden Staatsemitenten am Anleihemarkt gemeinhin als (relativ) risikoarm wahrgenommen und bilden oftmals die erste Anlaufstelle für zahlreiche Finanzinvestoren. Wenig überraschend setzen dann auch italienische Banken und Finanzinstitute zuhauf auf die heimischen Staatspapiere, obwohl Italiens Schuldenquote mit mehr als 130 Prozent des BIP zu den höchsten der Welt gehört. Zuletzt hatten sie mehr als 750 Milliarden Euro in italienische Staatsanleihen investiert.

**DER STAAT ÜBERLEBT SIE ALLE**

Entsprechend mühsam ist es, mögliche Kippunkte einer „zu hohen“ Staatsverschuldung zu definieren. Dass Staatsschuldenquoten unter Umständen deutlich weiter steigen, als man dies gemeinhin erwartet hätte, belegt dabei nicht nur der aktuelle Schuldenchampion Japan. Bemerkenswert ist

auch die Entwicklung in Großbritannien, für das weit zurückreichende Daten vorliegen und dessen Staatsschuldenquote zeitweise mehr als 250 Prozent des BIP betrug. Nach großen Krisen wie den Napoleonischen Kriegen und den beiden Weltkriegen gelang es dem Vereinigten Königreich immer wieder, seine Schuldenlasten über längere Zeit auf erträgliche Niveaus zu senken, ohne in eine Staatspleite zu rutschen. Aufgenommene Staatsanleihen wurden stets zurückgezahlt (vgl. Grafik 2).

In Ländern mit guten institutionellen Rahmenbedingungen, deren Staatsschulden üblicherweise auch nicht auf Fremdwährungen lauten, müssen daher sogar Staatsschuldenquoten von 200 Prozent des BIP und mehr kein „Todesurteil“ für die Staatsfinanzen darstellen. In der aktuellen Phase historisch hoher und steigender Staatsschulden gilt das vielleicht sogar umso mehr, nachdem die vergangenen Krisen gezeigt haben, dass geldpolitische Interventionen am Staatsanleihemarkt unter bestimmten Voraussetzungen eine hohe gesellschaftliche Akzeptanz genießen.

Es ist nur wenige Jahre her, als die Europäische Zentralbank im Rahmen von Eurokrise und Corona-Pandemie mehr als 20 Prozent der Euro-Staatsschulden erworben hatte. Beim aktuellen Staatsschuldenchampion Japan lagen jüngst sogar noch immer fast 40 Prozent der ausstehenden Staatsschulden in den Büchern der Bank of Japan. Das drückt nicht nur das Renditeniveau von Staatspapieren und damit die staatlichen Zinsausgaben. Im Optimalfall bringt

das Wertpapierbuch der Notenbanken sogar noch üppige Gewinnabführungen mit sich – in den 2010er-Jahren schüttete die US-Notenbank Federal Reserve gut 800 Milliarden US-Dollar an die US-Regierung aus.

In Zeiten historisch hoher Staatsschulden spricht entsprechend einiges dafür, dass die Staatsfinanzen nach vorne schauend (weiter) durch einen geldpolitischen Geleitschutz flankiert werden, indem die Zinszahlungen der Staaten im Bedarfsfall begrenzt werden. Instrumente wie das 2022 geschaffene Transmission Protection Instrument ermöglichen es der EZB bereits heute, „ungerechtfertigten, ungeordneten Marktentwicklungen entgegenzuwirken“ und bei Bedarf unbegrenzt Staatsanleihen einzelner Länder zu erwerben. Auch deswegen bestehen glaubwürdige Chancen, dass Deutschland, Japan & Co. ihre heute lebenden Bürgerinnen und Bürger ohne Staatspleite überdauern.

**ES GIBT KEINEN FREIFAHRTSCHEIN**

Eine positive Sicht auf die Langlebigkeit von Staatsfinanzen bedeutet jedoch nicht, dass es empfehlenswert ist, Staatsausgaben beliebig auszuweiten. Selbst wenn ein Staat angesichts einer hohen Schulden- und Zinslast nicht zwangsläufig in die Staatsinsolvenz rutschen muss, können hohe Schulden den finanziellen Handlungsspielraum natürlich spürbar einengen.

Ein prominentes Beispiel ist Italien, das in den 1990er-Jahren sogar um →

den Euro-Beitritt bangen musste, weil es vor ungelösten fiskalischen Herausforderungen stand. Letztlich gelang es im Jahr 1997 zwar, das Haushaltsdefizit unter die geforderte Marke von drei Prozent des BIP zu drücken. Daraufhin wurde Italien wieder in das Europäische Währungssystem aufgenommen und führte 1999 den Euro ein. Doch der Schuldenberg blieb, und so startete Italien mit einer stattlichen Staatsverschuldung von 114 Prozent des BIP in das „Experiment“ Euro. Die fällige Rechnung zahlt das Land bis heute.

Zwar wirtschafteten Italiens Politiker seit Bestehen der Euromitgliedschaft – zumindest mit Blick auf den Haushaltssaldo vor Zinsen (Primärsaldo) – verantwortungsbewusster als alle übrigen Eurozonen-Länder. Zwischen 2000 und 2025 erzielte das Land in 20 Jahren einen Primärüberschuss. Deutschland schaffte das immerhin in 13 Jahren, während die Eurostaaten im Schnitt auf knapp elf Jahre kommen. Schlusslicht Frankreich erzielte hingegen in nur zwei Jahren einen Primärüberschuss.

Dennoch fällt die italienische Bilanz tiefrot aus, sobald die Zinslast eingerechnet wird. Italien konnte nicht ein einziges Jahr in diesem Jahrtausend mit einem insgesamt positiven Haushaltssaldo abschließen. Die Gesamtverschuldung war einfach zu hoch. So waren beispielsweise im Jahr 2000 etwa 76 Milliarden Euro Zinsen zu zahlen. Das entsprach seinerzeit rund sechs Prozent des BIP beziehungsweise 14 Prozent der Staatseinnahmen. Insgesamt musste Italien in diesem Jahrtausend rund 1.890 Mil-

liarden Euro allein für Zinskosten aufwenden (vgl. Grafik 3), während die italienischen Staatsschulden im gleichen Zeitraum um „nur“ knapp 1.740 Milliarden Euro angestiegen sind.

Geld, das man sicherlich gerne an anderer Stelle eingesetzt hätte. Somit spiegeln Italiens Primärüberschüsse auch nicht unbedingt einen Konsolidierungswillen italienischer Politiker wider. Vielmehr entfalten die Zinsen an dieser Stelle eine bindende Wirkung und begrenzen den fiskalischen Handlungsspielraum.

### **EINE FRAGE DER LEISTUNGSFÄHIGKEIT**

Einzelne Privatschuldner sind, anders als Staaten, für gewöhnlich nicht von herausragender systemischer Bedeutung. Allein in Deutschland gab es in den vergangenen Jahren mehr als 100.000 Insolvenzen pro Jahr. Grundlegende marktwirtschaftliche Funktionsweisen sind ihnen im Rahmen der Kreditvergabe dennoch gleich. Von zentraler Bedeutung ist dabei die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Schuldners: Denn nur wer (langfristig) über stabile Einnahmen verfügt, wird seine Schulden in der Zukunft bedienen können.

So gesehen können hohe Schulden auch als eine Art Gütesiegel verstanden werden, weil die Schuldentragfähigkeit eines Schuldners definitionsgemäß mit dessen Leistungsfähigkeit korreliert. Schuldner, die nicht genügend „PS“ auf die Straße bringen, haben es oft entsprechend schwerer, (überhaupt)

einen Kreditgeber zu finden. Besonders deutlich wird das beim Blick auf einige idealtypische Beispiele (vgl. Grafik 4).

Gemäß der IWF-Datenbank zur globalen Verschuldung gehören die Privathaushalte Pakistans zu den am niedrigsten verschuldeten der Welt. Dort lagen die Haushaltsschulden im Jahr 2024 bei gerade einmal zwei Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Dass die Schuldenquote derart niedrig ist, hat jedoch ernste Hintergründe. Das südasiatische Land steht vor gewaltigen Herausforderungen.

Rund die Hälfte der Staatseinnahmen muss für Zinskosten aufgewendet werden. Die Alphabetisierungsrate beträgt bei Männern gerade einmal knapp 70 Prozent, bei Frauen sogar weniger als 50 Prozent. Das Pro-Kopf-BIP Pakistans lag im vergangenen Jahr bei mageren 1.700 US-Dollar, was lediglich drei Prozent des deutschen Niveaus entspricht. Schätzungen der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) gehen zudem davon aus, dass mehr als 80 Prozent der Arbeitnehmer in informellen Beschäftigungsverhältnissen arbeiten, also nicht staatlich registriert sind und somit auch keinen gesetzlichen Schutz genießen.

Doch ohne sichere Einkünfte fehlt den allermeisten Menschen in Pakistan bereits die Grundlage, um überhaupt als kreditwürdig eingestuft werden zu können. Für viele pakistanische Haushalte ist der Traum, mehr und höherwertigen Wohnraum für die eigene Familie zu finanzieren, reines Wunschdenken. Die niedrigen Haushalts-

schulden Pakistans sind daher zuallererst der prekären wirtschaftlichen Situation im Land geschuldet.

Im Vergleich dazu steht die Welt in mehr als 5.000 Kilometern Entfernung auf dem Kopf. Denn die Schweiz weist die weltweit höchste Schuldenquote unter den Privathaushalten auf – sie trägt stolze 125 Prozent des BIP. Gleichzeitig verfügt das kleine Alpenland aber auch über eine extrem leistungsfähige Volkswirtschaft. Ein Pro-Kopf-BIP von mehr als 100.000 US-Dollar gehört zu den höchsten der Welt.

Aber nicht nur die Einkommenssituation spricht für eine gesunde Schuldentragfähigkeit der Schweizer Haushalte. Zudem stehen den Schulden werthaltige Vermögen gegenüber. Bei mehr als 90 Prozent der Schweizer Haushaltsschulden handelt es sich schließlich um Immobilienkredite. Und dass die Schweizer Schulden im internationalen Vergleich derart hoch ausfallen, hat sicherlich auch mit der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Baukreditzinsen zu tun: So ist von zehn Hauseigentümern in der Schweiz in der Regel nur einer schuldenfrei. Eine im internationalen Vergleich außergewöhnlich niedrige Quote.

### **WANN IST DAS ENDE DER FAHNENSTANGE ERREICHT?**

Die Extrembeispiele der pakistanischen und Schweizer Haushalte zeigen, wie schwer es ist, allgemeingültige „Schuldenobergrenzen“ zu definieren. Im Fall der Schweiz sind theoretisch sogar noch höhere Schuldenquoten bei

den Privathaushalten denkbar. Denn nach Angaben des Schweizer Bundesamts für Wohnungswesen werden im Alpenland gerade einmal 36 Prozent aller dauernd bewohnten Wohnungen von ihren Eigentümern selbst bewohnt. Die niedrigste Eigentumsquote unter allen europäischen Ländern. Ein höherer Anteil von Haushalten mit selbstgenutztem (kreditfinanziertem) Wohneigentum könnte die Schuldenquote im Mieterland Schweiz folglich sogar noch erhöhen.

Für die pakistanischen Haushalte sind deutlich höhere Schuldenquoten hingegen kaum vorstellbar. Trotz der momentan kaum vorhandenen Verschuldung. Dazu bräuchte es zunächst spürbare Verbesserungen mit Blick auf die prekäre wirtschaftliche Situation im Land. Noch sind die mehrheitlichen Haushalte kaum kreditwürdig.

Im Grunde genommen geht es hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit also darum, ob ein Schuldner seinen Schuldendienst glaubwürdig leisten kann. Eine solche Beurteilung kann allerdings niemals statischer Natur sein, da sie einer Vielzahl dynamischer Einflussfaktoren unterliegt. Institutionelle Rahmenbedingungen eines Landes verändern sich im Zeitablauf ebenso wie dessen reale Wirtschaftskraft.

Positive Inflationsraten sorgen durch eine laufende Altschuldenentwertung für Entlastung hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit, während Zinszahlungen die Verbindlichkeiten erhöhen. Mit Blick auf das Zinsniveau besitzen die

Notenbanken allerdings einen mächtigen Hebel, um die Schuldentragfähigkeit zu erhöhen. Das haben sie in den vergangenen Krisen eindrucksvoll bewiesen. Gut möglich, dass sie diesen Hebel in Zeiten steigender (Staats-) Schulden eines Tages erneut umlegen. Auch deswegen ist aus Staatsschuldensicht mancherorts vielleicht weniger die Frage, welche Schuldenlast wir uns leisten können, sondern vielmehr, welche wir uns leisten möchten. Dabei sind Schulden nicht nur unmittelbar mit Zinskosten verbunden. Nachgelagert stellen sich auch weitere Fragen – zu möglichen Inflationsrisiken oder der Generationengerechtigkeit, wenn zukünftige Generationen etwa regelmäßig für Schulden mit konsumtivem Charakter aufkommen müssen. Umgekehrt sollten wesentliche Investitionen aber auch nicht beliebig in die Zukunft verschoben werden, was kurzfristig höhere Schulden rechtfertigen kann. Ein andauernder Balanceakt.

Dass sich „maximale“ Schuldenstände in diesem Zusammenhang nicht mal eben quantifizieren lassen, ist einerseits unbefriedigend. Es gibt aber auch Hoffnung, dass das Ende der Fahnenstange selbst in Zeiten rekordhoher und steigender (Staats-)Schuldenstände nicht so schnell erreicht ist. Die Schuldenhistorie Großbritanniens ist bereits mehr als 200 Jahre alt. Dementsprechend ist der aktuelle Schuldenzyklus vielleicht auch nur ein kurzer Zwischenhalt auf einer langen, langen Reise. ♦

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

# Der SCHULDENATLAS

## – ARGENTINIEN – EINE STAATSPLEITE KOMMT SELTEN ALLEIN

„Reich wie ein Argentinier“ war einst ein geflügeltes Wort. Um das Jahr 1900 herum galt Argentinien als eine der wohlhabendsten Nationen der Welt. Seine Fleisch- und Weizenexporte bescherten dem Land einen erheblichen Reichtum. Millionen arbeitswillige Europäer, vor allem aus Italien und Spanien, siedelten in diesen Jahrzehnten über. Reichlich Bodenschätze, mehr als genügend Agrarflächen und eine gute geografische Lage am Meer hätten die Basis für eine langfristige Erfolgsgeschichte des heute achtgrößten Landes der Erde bilden können. Eigentlich.

Doch spätestens nach dem Zweiten Weltkrieg wurde der wirtschaftliche Niedergang eingeläutet. Juan Peróns „dritter Weg“, der einen Mittelweg zwischen Kapitalismus und Sozialismus finden sollte, scheiterte. Rasant steigende Sozialausgaben (etwa durch die Einführung eines bezahlten Mutterschutzes, bezahlter Urlaubstage oder auch einer kostenlosen medizinischen Versorgung für alle Arbeitnehmer) wurden größtenteils durch Geldmengenausweitung finanziert und mündeten in anhaltend hohen Staatsdefiziten und Inflationsraten. Parallel dazu erodierte die Wirtschaftskraft im Zuge von Betriebsverstaatlichungen und angesichts eines zunehmenden Protektionismus. Bezeichnenderweise sank die Fleischproduktion von einem Höchststand von 145.000 Tonnen unter Perón auf 87.000 Tonnen bis Ende 1961. Ein verheerendes Handelsungleichgewicht war die Folge.

Das Land fand nie zu alter Stärke zurück. Bis heute ist Argentiniens Wirtschaftsleben von einem geringen Vertrauen in das Geldsystem und die politischen Institutionen geprägt. „La Grieta“, der Riss, bezeichnet im modernen Argentinien die tiefe gesellschaftliche Spaltung zwischen den politischen Lagern. Bereits neunmal war das Land bankrott – allein dreimal in diesem Jahrtausend. Staatsversagen hat in Argentinien Tradition.

## – ITALIEN – EIN LEBEN AN DER ZINSGRENZE

„Italien, der Musterschüler!“ Ganz abwegig ist dieser Gedanke nicht, wenngleich mit Griechenland nur ein Eurostaat eine höhere Staatsschuldenquote als Italien aufweist. Denn Italiens Staatsfinanzen weisen zwischen 2000 und 2025

in 20 Jahren einen Primärüberschuss aus, das heißt vor Abzug der Zinskosten überstiegen die Staatseinnahmen die Staatsausgaben in diesen Jahren. Dieses Kunststück gelang keinem anderen Eurostaat so häufig. Durchschnittlich erzielten die Eurostaaten in diesem Jahrtausend in elf Jahren einen Primärüberschuss.

Unterm Strich ist Italiens Bilanz dennoch tiefrot. Nach Abzug der Zinskosten stehen ausschließlich Haushaltsdefizite für Italien zu Buche, die obendrein nicht gerade klein ausfallen. Im Schnitt der vergangenen 26 Jahre lag das jährliche Haushaltsdefizit Italiens bei 3,8 Prozent. Kostenpunkt für die in diesen Jahren angefallenen Zinsen: fast 1.900 Milliarden Euro – bei einer jährlichen Wirtschaftsleistung Italiens von zuletzt 2.258 Milliarden Euro. Das Beispiel verdeutlicht, wie sehr Altschulden und die damit einhergehenden Zinslasten den fiskalischen Handlungsspielraum begrenzen können.

## – NORWEGEN – SORGENFREIE SCHULDENLAST

Mit einer Staatsschuldenquote von 45 Prozent des BIP weist Norwegen eine im internationalen Vergleich eher niedrige Staatsverschuldung auf. Beispielsweise fällt die Schuldenquote der Eurostaaten gut doppelt so hoch aus. Allerdings stellt sich die Frage, warum der norwegische Staat sich überhaupt verschuldet. Schließlich gibt es da noch den norwegischen Staatsfonds, der die üppigen Einnahmen aus den Öl- und Gasreserven des Landes verwaltet – und dessen verwaltetes Vermögen den Wert der Staatsschulden um ein Vielfaches übersteigt.

Ende März betrug es rund 20.000 Milliarden norwegische Kronen (knapp 1.800 Milliarden Euro beziehungsweise gut 300.000 Euro je Norweger). Das ist mehr als das Achtfache der norwegischen Staatsschulden. Faktisch ist Norwegen also schuldenfrei. Dass man dennoch an den Staatsschulden festhält, dürfte vor allem der „Marktpflege“ geschuldet sein. So trägt die Emission von Staatsanleihen dazu bei, einen liquiden Markt für Norwegische-Kronen-Anleihen aufrechtzuerhalten.

## – SCHWEIZ – HOHE SCHULDEN ALS QUALITÄTSSIEGEL

Wo findet man die weltweit am höchsten verschuldeten Haushalte? Dort, wo die Haushalte

eine besonders hohe Wirtschaftsleistung erbringen und über geregelte Einkünfte verfügen. Mit einer Pro-Kopf-Wirtschaftsleistung von mehr als 100.000 US-Dollar gehören die Schweizer Haushalte im globalen Vergleich zur absoluten Spitzengruppe. Damit erbringt ein durchschnittlicher Schweizer fast die doppelte Wirtschaftsleistung eines Durchschnittsdeutschen und die 16-fache eines Durchschnittsparaguayers.

Noch höher fällt aber die Pro-Kopf-Verschuldung im kleinen Alpenland aus. Diese lag im Jahr 2024 bei gut 130.000 US-Dollar. Zum Vergleich: Deutschland kam auf eine Pro-Kopf-Verschuldung von gerade einmal rund 28.000 US-Dollar, in Paraguay waren es nicht einmal 500 US-Dollar. Damit können hohe Schulden auch als Qualitätsmerkmal verstanden werden – spiegeln sie doch oftmals eine hohe wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und gute institutionelle Rahmenbedingungen wider.

## – USA – DER SCHULDENMAGNET

Seit 1992 stehen für die Vereinigten Staaten ausschließlich Leistungsbilanzdefizite zu Buche. Im Schnitt lagen diese bei drei Prozent des BIP. In absoluten Zahlen ergibt sich für die Jahre 1992 bis 2025 ein gigantisches kumuliertes US-Leistungsbilanzdefizit von 17.000 Milliarden US-Dollar. Damit leben die USA unweigerlich über ihre Verhältnisse, könnte man meinen. Schließlich importieren sie Jahr für Jahr mehr Waren und Dienstleistungen in die USA, als sie umgekehrt ins Ausland exportieren.

Möglich wird diese Konstellation durch das Dollarprivileg, der konstant hohen Auslandsnachfrage nach dem US-Dollar beziehungsweise nach US-Dollarvermögenswerten. Sichtbar wird dies beim Blick auf die US-Schulden. So hielten Nicht-US-Amerikaner Ende vergangenen Jahres US-Schuldverschreibungen im Gegenwert von rund 16.000 Milliarden US-Dollar, darunter 9.300 Milliarden US-Dollar an US-Staatspapieren. Umgekehrt hielten US-Amerikaner gerade einmal 4.000 Milliarden US-Dollar an ausländischen Anleihen. Etwas vereinfacht gesagt finanziert also das Ausland höchstselbst den üppigen US-Auslandskonsum.





### – CHINA – AUF DER ÜBERHOLSPUR

Chinas Wirtschaft erlebte in diesem Jahrtausend einen rasanten Aufstieg. Noch im Jahr 2000 erwirtschaftete das Reich der Mitte ein Bruttoinlandsprodukt, das nur ein Fünftel der Wirtschaftsleistung des Euroraums ausmachte. Keine zwanzig Jahre später hat China der Eurozone den Rang abgelaufen. Seit 2018 liegt das chinesische BIP Jahr für Jahr über dem des Währungsgebiets.

Doch auch in puncto Schulden befindet sich China auf der Überholspur. Nicht nur, dass sich Chinas Staatsschuldenquote zwischen 2010 und 2025 von 33 auf 99 Prozent des BIP fast verdreifacht hat. Die Unternehmen und Privathaushalte hat das Schuldenwachstum ebenso erfasst. Während die Verschuldung der Privathaushalte in den vergangenen 15 Jahren von 22 auf rund 60 Prozent des BIP kletterte, gehören Chinas Unternehmen mit einer Schuldenquote von zuletzt gut 140 Prozent des BIP zu den höchstverschuldeten der Welt. Dabei entfällt allerdings ein großer Teil der Unternehmensschulden auf Staatsfirmen und kann daher gedanklich auch den Staatsschulden zugerechnet werden.

Im Ergebnis hatte die chinesische Gesamtverschuldung (Summe aus Staats-, Unternehmens- und Haushaltsschulden) Ende vergangenen Jahres ein Niveau von rund 300 Prozent des BIP erreicht. Die weltgrößte Volkswirtschaft USA kam hingegen nur auf knapp 270, der Euroraum auf etwas weniger als 250 Prozent des BIP.

### – JAPAN – DAS „PERPETUUM MOBILE“ DER STAATSFINANZEN

Die unangefochtene Nummer eins unter den Staatsschuldnern. Per 2025 lag Japans Staatsverschuldung bei dem 2,1-fachen der heimischen Wirtschaftsleistung. Neu ist dieser Zustand nicht: Bereits seit 13 Jahren übersteigen Japans Staatsschulden die Marke von 200 Prozent des BIP. Dennoch konnten Japans Finanzminister über viele Jahre aus dem Vollen schöpfen. So lag das jährliche Primärdefizit Japans (Staatsdefizit vor Zinskosten) in diesem Jahrtausend bei durchschnittlich mehr als vier Prozent des BIP. Möglich wurde das dank der beherzten Unter-

stützung der Bank of Japan (BoJ). Infolge einer jahrzehntelangen Tiefzinspolitik und breit angelegter Staatsanleihekäufe der japanischen Notenbank kannte die Schuldentragfähigkeit des japanischen Staats kaum noch Grenzen. Zuletzt hielt die BoJ noch immer knapp 40 Prozent der japanischen Staatsschulden auf ihren Büchern. Doch nicht nur Japans Staat „kann Schulden“. Die Gesamtverschuldung Japans liegt bei etwa 400 Prozent des BIP. Im weltweiten Vergleich bedeutet auch das einen denkwürdigen ersten Platz.

### – PAKISTAN – ZWEI SEITEN EINER MEDAILLE

Es gibt nur wenige Länder, in denen die Hälfte des Staatshaushalts für den Schuldendienst reserviert ist. In Pakistan ist das der Fall. Für das Haushaltsjahr 2025/2026 plante die Regierung mit Zinszahlungen in Höhe von 8,2 Billionen Pakistanischen Rupien, was 46,7 Prozent des gesamten Bundeshaushalts entsprach. So gesehen wirkt die Staatsschuldenlast Pakistans erdrückend hoch.

Keine Schulden zu haben, erscheint allerdings ebenso wenig empfehlenswert. Davon können Pakistans Haushalte berichten, deren Verschuldung gerade einmal zwei Prozent des BIP beträgt. Damit liegt die Pro-Kopf-Verschuldung bei nicht einmal 50 US-Dollar. Der Grund für die niedrige Verschuldung ist ganz einfach: Vielen Menschen fehlt angesichts ihrer prekären wirtschaftlichen Situation schlicht der Zugang zu Krediten. Mehr als 80 Prozent der Arbeitnehmer im Land arbeiten in informellen Beschäftigungsverhältnissen. Die Lebenserwartung liegt im Schnitt bei weniger als 70 Jahren.

Im Beispiel Pakistans sind ein überschuldeter Staat und eine Bevölkerung, die zwar niedrig verschuldet ist, gleichzeitig aber auch ein geringes Wohlstandsniveau aufweist, zwei Seiten der gleichen Medaille. ◆



diese Planungssicherheit hat unter US-Präsident Donald Trump Risse bekommen – spätestens seit dem „Liberation Day“ im April 2025, als Trump mit abenteuerlichen Zollandrohungen auf US-Importe das Ende der Freihandelsära einläutete – auch wenn diverse Deals die Auswirkungen später abgefedert haben.

Ein Beispiel, das insbesondere das Vertrauen europäischer Investoren ein weiteres Mal in Mitleidenschaft gezogen hat, war die Drohung Trumps im Januar 2026, Grönland zu annektieren. Dabei ließ der US-Präsident zunächst sogar die Möglichkeit von Waffengewalt gegenüber Verbündeten im Raum stehen. Parallel dazu verhängte er Zölle gegen Dänemark und europäische Länder, die die langjährige grönländische Schutzmacht unterstützen, nur um dieser Forderung Nachdruck zu verleihen. Diese neuerlichen Zollandrohungen erfolgten dabei nur wenige Monate, nachdem Trump einen Handelsdeal mit der Europäischen Union ausgehandelt hatte. Auch wenn die angekündigten „Grönland-Zölle“ rasch wieder zurückgenommen wurden: Vertrauensbildung sieht anders aus.

### SCHLEICHENDE ABKEHR

Während ein gewisser Vertrauensverlust in den US-Dollar aus Sicht westlicher Verbündeter ein neueres Phänomen ist, haben politische Kontrahenten der USA bereits seit vielen Jahren Vorbehalte gegen die Weltleitwährung. Schließlich sind mögliche Sanktionsrisiken gegen US-Dollar-Vermögenswerte seit dem Beginn des Ukrainekriegs keine theoretische Überlegung mehr, wie das Beispiel Russland zeigt.

Vor diesem Hintergrund sind Bestrebungen, sich behutsam vom US-Dollar zu emanzipieren, ein durchaus nachvollziehbares Unterfangen. Allerdings gestaltet sich die praktische Umsetzung einer „Dedollarisierung“ für politische Kontrahenten der USA weiterhin anspruchsvoll, wie ein Blick auf die globalen Währungsreserven der Notenbanken nahelegt: Denn mehr als 90 Prozent aller Währungsreserven – Gold zunächst ausgeklammert – sind noch immer in US-Dollar oder Währungen anderer westlicher Industrienationen denominiert. Dazu zählen insbesondere der Euro (mit einem Anteil von rund 20 Prozent an den globalen Währungsreserven), der japanische Yen (rund sechs Prozent) und das britische Pfund (knapp fünf Prozent). Der chinesische Ren-

minbi kommt hingegen nur auf einen Anteil von zwei Prozent. Berücksichtigt man zudem, dass die USA und ihnen nahestehende Volkswirtschaften für mehr als die Hälfte der Weltwirtschaftsleistung stehen und den Welthandel prägen, liegen die Hürden für eine Abkehr vom US-Dollar sehr hoch.

Dennoch schreitet die „Dedollarisierung“ in einigen Volkswirtschaften häppchenweise voran. Darauf deuten die anhaltenden Goldkäufe zahlreicher Notenbanken hin, etwa in Brasilien, China oder der Türkei. Nach Schätzungen des World Gold Council erwarben Zentralbanken im Jahr 2025 insgesamt gut 860 Tonnen Gold. Das ist volumenmäßig zwar etwas weniger als in den drei Vorjahren, in denen jeweils mehr als 1.000 Tonnen gekauft wurden. Adjustiert man die noch immer enormen Goldvolumen aber um den gestiegenen Goldpreis, hat sich der Goldtausch zahlreicher Notenbanken sogar beschleunigt.

Im Ergebnis ist der Goldanteil an den gesamten Währungsreserven weiter gestiegen. Von knapp zehn Prozent im Jahr 2015 auf rund 28 Prozent zum Jahresende 2025. Spiegelbildlich dazu ist der US-Dollar-Anteil an den weltweiten Währungsreserven von 58 auf etwas mehr als 40 Prozent gesunken.

### SCHWIERIGE SUCHE NACH ALTERNATIVEN

Schwarzmaler könnten auf Basis dieser Daten ein Narrativ des Dollar-Abgesangs kreieren. Doch ganz so einfach ist es nicht. Zum einen stagnieren die weltweiten US-Dollar-Währungsreserven seit vielen Jahren bei gut sieben Billionen US-Dollar – in absoluten Zahlen tut sich also nicht viel. Zudem erklärt sich der relative Bedeutungsverlust der US-Dollar-Reserven in großen Teilen durch den Goldpreisanstieg der vergangenen Jahre.

Zum anderen eignet sich Gold – abseits der Währungsreserven – nur bedingt als Dollar- oder Geldersatz. Wenngleich Gold als Wertaufbewahrungsmittel einen strategischen Nutzen hat und damit auch eine wesentliche Funktion des Geldes erfüllt, kann es beispielsweise nicht ohne Weiteres als flächendeckendes Zahlungsmittel genutzt werden.

Entsprechend scheint die Dominanz des US-Dollars hier in vielen Bereichen ungebrochen. Eine aktuelle Studie der Bank

für Internationalen Zahlungsausgleich fand heraus, dass der US-Dollar und der Euro ihre Vormachtstellung im Bereich der internationalen Kreditvergabe in diesem Jahrtausend weiter ausgebaut haben. Unter 29 betrachteten Ländern waren im Jahr 2000 durchschnittlich 60 Prozent aller internationalen Schuldverschreibungen in US-Dollar denominiert. Im Jahr 2024 lag dieser Anteil bei gut 63 Prozent; einige Schwellenländer wie Brasilien oder die Türkei wiesen zuletzt sogar einen Dollaranteil von mehr als 90 Prozent aus. Zeitgleich konnte der Euro seinen durchschnittlichen Anteil von zwölf auf 21 Prozent ausbauen.

Auch die Tatsache, dass der recht junge Markt der Stablecoins bislang fast ausschließlich an den US-Dollar gekoppelt ist, kann als positiver Indikator für eine bislang wenig angestrebte Dollardominanz gewertet werden. Im Wettbewerb der Fiat-Währungen hat der US-Dollar so gesehen (noch) eine absolute Ausnahmestellung inne.

### DIE ZWEI SEITEN DES GREENBACKS

Unterm Strich zeigt der US-Dollar im aktuellen Umfeld also zwei Gesichter. Auf der einen Seite steht eine Währung, deren Gebrauch an den internationalen Finanzmärkten bislang als weitgehend alternativlos gilt. Vor diesem Hintergrund ist aus unserer Sicht Vorsicht geboten, kurzfristige Wechselkursbewegungen überzubetonen. Schwache Jahre für den US-Dollar hat es auch früher immer mal wieder gegeben.

Zumal der US-Dollar im Vergleich zum Euro heute ziemlich genau dort notiert, wo er bereits zu Zeiten der Euro-Einführung im Jahr 1999 stand: Damals erhielt man für einen Euro rund 1,18 US-Dollar – ein Wert, um den das Währungspaar auch in den vergangenen Quartalen pendelte. Im Unterschied zu damals notiert der handelsgewichtete Euro-Wechselkurs, der den Euro gegen einen breiten Währungskorb misst, heutzutage aber fast 30 Prozent fester. So gesehen lässt sich die Euro-Stärke auch unmittelbar auf den US-Dollar übertragen.

Auf der anderen Seite zeigt sich jedoch das Bild einer ehemals äußerst dominanten Reservewährung, deren relative Bedeutung unter Druck steht. Zahlreiche Notenbanken sind bemüht, ihre Goldbestände auszubauen. Nach vorne schauend existieren darüber hinaus weitere Emanzipations-

bestrebungen. Gleich mehrere gewichtige Währungsräume haben Ambitionen, dem US-Dollar Marktanteile abzuknüpfen.

### BEISST DIE KATZE SICH SELBST IN DEN SCHWANZ?

China ist seit mehreren Jahren bestrebt, seine politische und ökonomische Macht im Rahmen der „Belt and Road Initiative“ auszubauen, indem es Infrastrukturinvestitionen in anderen Teilen der Welt tätigt. Dabei dürften auch Versuche, die eigene Währung zu „exportieren“, in einer politisch gespaltenen Welt eher zunehmen.

Die Europäische Zentralbank nutzt ihrerseits die jüngere Vertrauenserosion in die US-Politik, um die institutionelle Stabilität im Euroraum zu preisen und den Euro als Anlagealternative zum US-Dollar ins Spiel zu bringen. Zudem zielt die Entwicklung des digitalen Euros auf eine verringerte Abhängigkeit von US-Zahlungsdienstleistern und somit eine höhere Finanzautonomie ab. Die Bestrebungen der Eurozone können dabei auch als Warnsignal aus Sicht der USA verstanden werden. Denn treiben die USA beziehungsweise der US-Präsident ihre wiederkehrenden Drohungen zu weit, könnten selbst Staaten, die den USA eigentlich wohlgesonnen sind, eines Tages nicht mehr auf die US-Drohkulisse reagieren.

Dann könnte sich die Katze selbst in den Schwanz beißen: Je öfter die USA beziehungsweise US-Präsident Trump die US-Vormachtstellung als Druckmittel einsetzen, desto stumpfer könnte diese Drohgebärde werden. Jede Drohung könnte eine weitere Distanzierung von den USA und dem US-Dollar als Leitwährung zur Folge haben.

Noch sind wir nicht an einem Punkt, an dem der Leitwährungsstatus des US-Dollars unmittelbar gefährdet erscheint. Doch eine anhaltend konfrontative Trump-Regierung könnte Emanzipationsprozesse zumindest beschleunigen und damit auch die Wahrscheinlichkeit eines Szenarios erhöhen, in dem der Status des US-Dollars leidet. ♦

von Shenwei Li



# MAIL AUS S H A N G H A I

Wirtschaftsmotor, Supermacht, Parteidiktatur. Wer sich für globale Trends interessiert, der blickt nach China. Die Analystin Shenwei Li berichtet von ihren Erfahrungen – subjektiv, aus dem Blickwinkel einer Chinesin. Diesmal geht es um den Zuwachs von nicht regulären Arbeitsverhältnissen in ihrem Land.

Auf den ersten Blick klingt es nach Freiheit und modern: Sogenannte Gig-Arbeiter wickeln kurzfristig Aufträge ab, die meist über digitale Plattformen vergeben werden. Sie sind an keine festen Arbeitszeiten und -verträge gebunden. Sie arbeiten, wann und wie sie möchten. Bezahlt wird per Auftrag. Den Unternehmen kommt diese Flexibilität in Zeiten der Künstlichen Intelligenz, in der Arbeitsprozesse immer mehr Aufgaben aufgeteilt und relativ leicht koordiniert werden können, jedenfalls sehr entgegen.

Und so arbeiten in China bereits 27 Prozent aller Erwerbstätigen als Gig-Arbeiter. Im öffentlichen Dienst sollen es sogar 43 Prozent sein. Dabei verstehen wir unter Gig-Arbeit offiziell eine Tätigkeit ohne Arbeitsvertrag, wobei mehr als eine Arbeitsstunde pro Woche und gegen Entgelt gearbeitet werden muss.

Diesen erstaunlich hohen Anteil hat das chinesische Caixin-Magazin ermittelt. So gibt es nach offiziellen Daten in China circa 740 Millionen Erwerbstätige, davon 470 Millionen städtische Erwerbstätige. Dem stehen 200 Millionen

Gig-Arbeiter gegenüber. Dabei war es bei uns vor zehn Jahren ein Minderheitsphänomen.

## WIE WURDE GIG-ARBEIT SO RASCH ZUM MAINSTREAM?

Einerseits dürfte die anhaltende Makroschwäche unserer Wirtschaft geholfen haben, die Zahl der Gig-Arbeiter nach oben zu treiben. So ist die durchschnittliche Lebensdauer von privaten Unternehmen zuletzt deutlich gefallen, so dass sich langjährige Arbeitsverträge in der Privatwirtschaft oft nicht lohnen.

Zudem berichteten von Caixin befragte Unternehmen, dass sie 10 Prozent aller Arbeitsstellen als Gig-Stellen auslagern und allein damit zwischen 20 und 30 Prozent Personalkosten sparen können. Denn für Festangestellte müssen Arbeitgeber Abgaben für die Sozialversicherung abführen, und das sind immerhin 35 Prozent vom Bruttolohn, während keine solchen Kosten für Gig-Arbeiter zu übernehmen sind. Auch müssen Unternehmen mit strengeren arbeitsrechtlichen Vorschriften rechnen, wenn sie einem festangestellten Mitarbeiter kündigen wollen. Gig-Arbeiter haben keinen Schutz.

Und so würden mehr als 52 Prozent der befragten Unternehmen den Anteil der Gig-Arbeiter gerne noch weiter aufstocken. Davon profitieren Personalvermittlungsunternehmen, die bei uns in der Lage sind, innerhalb von drei Stunden zehn Gig-Arbeiter für ein Unternehmen zu finden und den Kontakt herstellen. Die Anzahl solcher Vermittlungsunternehmen hat sich in den vergangenen zehn Jahren verdreifacht.

## FREIHEIT ODER PREKÄRE ARBEITSVERHÄLTNISS

In vielen Medienberichten sind Gig-Arbeiter jung. Sie scheinen sich meist aktiv für einen Gig statt für einen angestellten Job zu entscheiden, weil eine solche Arbeit mehr Flexibilität bietet und bei einem Misserfolg in der Regel Eltern oder Familien für eine Unterstützung bereitstehen.

Gig-Arbeiter, die hingegen älter sind als 30 Jahre, haben oft keine andere Wahl. 77 Prozent der vom Magazin Caixin befragten Fahrdienstleister gaben beispielsweise an, dass sie nach dem Jobverlust Fahrer für Plattformen geworden

sind, wobei mehr als die Hälfte damit für die einzige oder hauptsächliche Einkommensquelle der Familie sorgen. Das Problem: Die Anzahl von Taxifahrern und Fahrdienstleistern im Personenverkehr ist zwischen 2020 und 2024 um 159 Prozent gestiegen, während die Aufträge nur um 38 Prozent gewachsen sind. Entsprechend länger müssen einzelne Fahrer für ein auskömmliches Salär heute arbeiten.

In der Nebensaison arbeiten bei uns zudem ein Drittel aller Bauarbeiter als Freiberufler, in der Hochsaison sind es zwei Drittel. Auch in manchen Internetfirmen gibt es zurzeit mehr Freiberufliche als Festangestellte, in anderen Geschäftsbereichen wie im Online-Kundendienst liegt der „Outsourcing“-Anteil sogar bei 70 Prozent.

Nach einer Studie von Zhipin verdienen 45 Prozent bei Dienstleistungen wie Personenfahrten oder Paketzustellung zwischen 10.000 und 15.000 Renminbi pro Monat und bewegen sich damit im oberen Bereich des Segments. Das ist jedoch nicht überall so.

Doch vor allem sind Gig-Arbeiter von schwankenden Einkommen betroffen und müssen sich selbst versichern. Es besteht jedoch kein Versicherungszwang. Wenn sie sich für die gesetzliche Sozialversicherung entscheiden, unterliegen sie den gleichen Sätzen wie festangestellte Arbeitnehmer mit einem entsprechenden Bruttoverdienst. Allerdings müssen Gig-Arbeiter auch den Arbeitgeberanteil von 35 Prozent selbst zahlen. Das können sich viele nicht leisten. Die obige Studie zeigt, dass beispielsweise nur 10 Prozent der befragten Essenzusteller den aktuellen Sozialversicherungssatz für angemessen halten.

Auf dem vergangenen Volkskongress wurde dafür plädiert, dass Plattformen hier stärker in die Verantwortung gehen sollen. Wenn man bedenkt, dass die gesamte Gig-Belegschaft in China inzwischen fast 30 Prozent aller Erwerbstätigen ausmacht, sind jedenfalls dringend Lösungen gefragt. Unsere Gesellschaft kann es sich nicht leisten, wenn ein derart großer Teil wegen hoher Sozialversicherungskosten unser System verlassen würde. ♦

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.

TITEL

# Der falsche Held

von Sven Ebert

Was hat die Altersvorsorge der Deutschen mit der japanischen Videospelfigur Pac-Man gemein? Leider mehr als viele vermutlich denken ...

Grafik 1

**Die Realität: Altersvorsorge wie bei „Pacman“**

Einkünfte eines „typischen“ Rentners, das heißt ohne Erwerbseinkommen, Pension oder berufsständische Versorgung.

Betriebliche Altersvorsorge **11%**

Private Altersvorsorge **9%**

Gesetzliche Rentenversicherung **80%**

Ein durchschnittlicher deutscher Rentner, der sein Erwerbsleben als Angestellter verbracht hat, bezieht heute 80 Prozent seiner Einkünfte aus der gesetzlichen Rente. Betriebliche und private Vorsorge spielen mit jeweils rund 10 Prozent kaum eine Rolle. Versieht man das daraus resultierende Kuchendiagramm mit einem Auge, erinnert es an Pac-Man, den niedlichen Star des gleichnamigen Videospieles aus den 1980er-Jahren (vgl. Grafik 1). Doch abseits nostalgischer Kindheitserinnerungen sollte uns dieses Klumpenrisiko in der Altersvorsorge beunruhigen. Bezogen auf die Altersvorsorge ist Pac-Man der falsche Held.

Denn der demografische Wandel, die zunehmende Alterung der Bevölkerung, wird die Finanzierung der gesetzlichen Rente in den nächsten Jahrzehnten weiter erschweren. Die Zahl der Rentner steigt, die der Beitragszahler sinkt (siehe auch: „Fehler im System“, Seite 38).

Ohne grundlegende Reformen würde die Belastung der Bruttolöhne durch Steuern und Abgaben von 43 Prozent auf 60 Prozent steigen. Ausgleichen ließe sich dies nur durch Produktivitätsgewinne von einem Prozent pro Jahr. Solche Zuwächse sind aber seit den 1990er-Jahren nicht annähernd zu beobachten.

## DER BESSERE WEG ...

Wir stehen damit am Scheideweg. Die öffentlichen Ausgaben für die Altersvorsorge in Deutschland betragen aktuell 10,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts und liegen damit bereits deutlich über dem OECD-Schnitt von 8,1 Prozent. Ohne einen Umbau der Altersvorsorge folgen wir Ländern wie Frankreich oder Italien. Dort werden

Ohne grundlegende Reformen würde die Belastung der Bruttolöhne durch Steuern und Abgaben von 43 Prozent auf 60 Prozent steigen.

mehr als 15 Prozent des Bruttoinlandsprodukts für die Versorgung der Rentner aufgewendet. Auch deshalb haben diese Länder hohe Staatsschulden.

Die Stärkung der kapitalgedeckten Vorsorge wäre der bessere Weg. Länder wie die Niederlande und Schweden zeigen, dass eine verlässliche Altersvorsorge auch mit niedrigen staatlichen Ausgaben möglich ist, wenn eine gesetzliche Basisabsicherung mit betrieblicher oder privater Vorsorge kombiniert wird. Unser Ziel sollte daher ein System sein, in dem die drei Säulen – gesetzliche, betriebliche und private Vorsorge – zu gleichen Teilen den Lebensstandard im Alter sichern.

Dafür müssen zunächst die Ausgaben der gesetzlichen Rente beschränkt werden. Unter geltendem Recht wachsen diese bis zum Jahr 2035 auf rund 600 Milliarden Euro. Das wäre insgesamt ein Zuwachs von rund 50 Prozent in zehn Jahren oder etwas mehr als vier Prozent pro Jahr. Auch wegen hoher Steuer- und Abgabenlasten beträgt das jährliche Wirtschaftswachstum aktuell hingegen weniger als ein Prozent.

Langfristig profitieren die einzelnen Rentner von diesen Ausgabensteigerungen jedoch nicht, weil die höheren Lasten für die Erwerbstätigen auf immer mehr Rentner verteilt werden müssen. Daher wird das Rentenniveau im jetzigen System trotz anderslautender politischer Absichtserklärungen bald wieder sinken (müssen) und damit wird sich ein seit Mitte der 1980er-Jahre herrschender Trend bei der gesetzlichen Rente fortsetzen.

**VORBILD NIEDERLANDE**

Besser wäre mehr Ehrlichkeit: Der deutsche Staat ist wirtschaftlich stark genug, jedem Rentner eine Basisabsicherung im Alter zu garantieren. Der individuelle Lebensstandard jedes einzelnen Bürgers ist hingegen immer schwieriger abzusichern. Vor einem Systemwechsel hin zu einer gesetzlichen Grundversorgung muss man jedoch keine Angst haben, weil diese im Ausland bereits erfolgreich eingesetzt werden. So haben zum Beispiel die Niederlande nur eine einkommensunabhängige staatliche Basisrente. Die Altersarmut ist trotzdem deutlich geringer als in Deutschland, auch weil die privatwirtschaftlich organisierte betriebliche Säule dort besser ausgebaut ist.

Daher sollte die betriebliche Altersversorgung auch in Deutschland mehr Menschen erreichen. In den Niederlanden sichern die Tarifverträge eine breite Beteiligung der Erwerbstätigen ab. Branchensparpläne investieren das Kapital professionell und setzen dabei auf substanzvolle Aktienquoten.

In der stark fragmentierten betrieblichen Vorsorgelandschaft in Deutschland besitzt nur jeder zweite Arbeitnehmer eine derartige Zusatzversorgung. Insgesamt existieren über zehn verschiedene Möglichkeiten, wie ein Unternehmen die Altersvorsorge für seine Mitarbeiter organisieren kann. Einige Konzepte erfordern Beitragsgarantien, was die Rendite mindert. Andere sehen als einzige Auszahlungsoption im Ruhestand eine lebenslange monatliche Rente vor, was die Flexibilität einschränkt.

Der Fragmentierung sollten wir dadurch entgegenreten, dass man leichter von einem Modell in das andere wechseln kann. Dazu gilt es, bestehende Modelle zu stärken, die höhere Aktienquoten



Grafik 2  
**Finanzvermögen im Vergleich**  
Quelle: Household Financial Assets Indicator der OECD

mit einer flexibleren Nutzung der Ersparnisse im Alter verbinden.

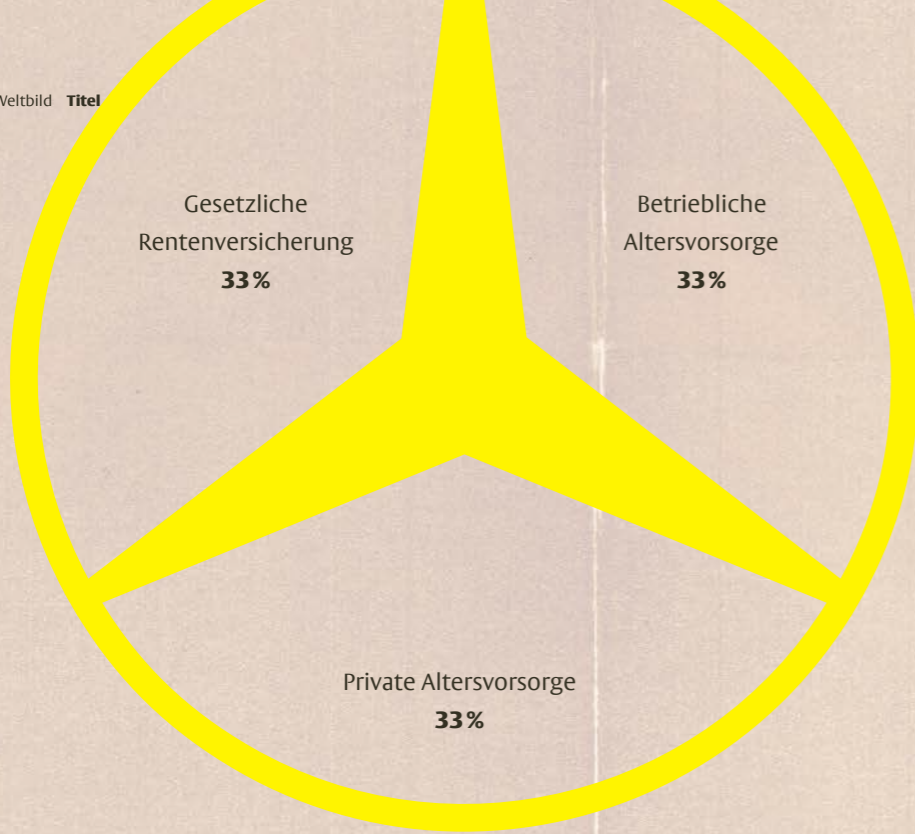
**AUF AKTIEN SETZEN**

Gleichzeitig sollten wir die kapitalgedeckte private Vorsorge ausbauen. Das von der Bundesregierung geplante Altersvorsorgedepot ist ein wichtiger Schritt in diese Richtung. Sein Vorgänger, die Riesterrente, schien bereits vor 20 Jahren einen Paradigmenwechsel hin zu mehr privater Vorsorge einzuleiten. Doch die verpflichtende Beitragsgarantie führte während der Niedrigzins-

phase der 2010er-Jahre zu negativen realen Renditen, sodass das Vertrauen in sie verloren ging.

Beim neuen Altersvorsorgedepot ist nun keine Beitragsgarantie mehr erforderlich. Damit wird dauerhaftes Aktiensparen mit robusten Renditen möglich. Zulagen und Steuerersparnisse geben einen Anreiz zum privaten Vermögensaufbau. Eine freiere Kapitalverwendung im Ruhestand macht das Produkt zusätzlich attraktiv: Eine Umwandlung der Ersparnisse in eine lebenslange Rente ist möglich, aber nicht mehr zwingend. 30 Prozent der Ersparnisse stehen auf Wunsch direkt zu Rentenbeginn zur





Grafik 3  
**Das Ideal:  
 Altersvorsorge wie ein  
 „Mercedes Stern“**

Quelle:  
 Alterssicherungsbericht 2024  
 vom Bundesministerium  
 für Arbeit und Soziales.

# So sehen die Deutschen ihre Altersvorsorge

von Marius Kleinheyer

Eine Erhebung der Meinungsforscher NIQ GfK im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute zeigt, dass große Sorgen beim Blick auf die Rente bestehen.

Verfügung. Der Rest kann in monatlichen Tranchen bis zum Alter von 85 Jahren ausgezahlt werden.

Die Sparer sollten ihre neu gewonnene Freiheit in der Kapitalanlage nutzen und verstärkt auf Aktien setzen. Damit der Einzelne sicher entscheiden kann, gilt es, die Finanzbildung in der Gesellschaft zu stärken. Das Ergebnis wird auf den persönlichen Altersvorsorgedepots direkt sichtbar sein. Damit stehen die Chancen gut, dass das Altersvorsorgedepot zu einer neuen Anlagekultur beiträgt, in der nicht inflationsanfällige Spargbücher, sondern Aktien die Hauptrolle spielen. Ein Vergleich mit Kanada verdeutlicht das Nachholpotenzial (vgl. Grafik 2).

## MERCEDES-STERN ALS „VORBILD“

Weil die Umsetzung lange dauern wird, sollten wir den konzeptionellen Umbau – weg von Pac-Man hin zum Mercedes-Stern (vgl. Grafik 3) mit drei gleichwertigen Säulen der Alterssicherung – besser heute als morgen beginnen. Dabei gilt es, drei Grundprinzipien zu beachten.

Erstens kann die gesetzliche Rente künftig nur noch als Basisabsicherung im Alter dienen. Nicht mehr, aber auch nicht weniger. Dazu kann auch gehören, dass Menschen mit höheren Einkommen für ihre Beiträge nur moderat höhere gesetzliche Renten erhalten.

Zweitens muss die betriebliche Altersvorsorge stärker verbreitet werden. Mehr als bisher sollte sie breite Bevölkerungsschichten über den Arbeitsplatz an eine aktienbasierte Alterssicherung heranführen. Die Grundsicherung durch die gesetzliche Rente macht verpflichtende Beitragsgarantien dabei nicht zwingend notwendig.

Drittens gilt es, die private Altersvorsorge zu stärken, was durch das staatliche geförderte Altersvorsorgedepot begünstigt wird. Damit für das private Sparen am Monatsende mehr Geld übrig ist, braucht es gleichzeitig wachstumsfreundliche Reformen, die durch Produktivitätsgewinne höhere Löhne bringen.

Die gesetzliche Rente ist in Deutschland schon lange in der Krise. Das ist für viele Menschen eine Herausforderung – auch emotional.

So zählen Befürchtungen um die eigene Altersvorsorge neben der Angst vor Inflation und Krieg zu den größten Sorgen der Deutschen, zeigt die repräsentative Umfrage „Anlageverhalten der Deutschen 2025“, die die Meinungsforscher von NIQ GfK im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute erstellten. Dazu wurden im vergangenen Herbst bundesweit etwa 1.000 repräsentative Teilnehmer mehrerer Berufs-, Einkommens- und Altersgruppen befragt.

Die gute Nachricht: Dass die gesetzliche Rente allein im Alter nicht zum Leben reichen wird, ist bei den Menschen angekommen. Nur um die 13

Prozent der Befragten gaben an, sich nicht um ihre Altersvorsorge zu kümmern. Fast 40 Prozent der Männer sagten, sie hätten einen Plan für eine zusätzliche Rente. Doch ebenso viele Frauen und etwa ein Drittel der Männer fürchten sich vor Altersarmut.

Sorgen um die eigene Altersvorsorge gehören neben Befürchtungen vor Inflation und Krieg zu den größten Ängsten der Befragten. Sparen fürs Alter ist aber auch das wichtigste Sparmotiv der Deutschen.

Unter den Befragten verfügt eine deutliche Mehrheit der Frauen und Männer über Ansprüche an die gesetzliche Rentenversicherung. Zudem nutzt etwa ein Drittel Möglichkeiten der betrieblichen Vorsorge. Die Hälfte der Männer und ein Drittel der Frauen verfügt über private Ersparnisse,

um die Rente aufzubessern; etwa ein Viertel gab an, eine eigene Immobilie zu besitzen.

### SPAREN AUF DEM GIROKONTO

Für das theoretische Fallbeispiel eines Ausbildungs-Sparplans, der 18 Jahre laufen soll, würden jedoch etwa 40 Prozent der Befragten das Girokonto oder Sparbuch nutzen – und somit die Möglichkeiten einer einträglicheren Geldanlage an den Kapitalmärkten liegen lassen; etwa 36 Prozent wählten Aktieninvestments oder Mischfonds.

Der hohe Anteil dieser oft niedrig verzinsten Bankprodukte ist bedenklich, zumal die Inflation die größte Angst der Deutschen ist – 71 Prozent nannten sie. Nicht einmal 10 Prozent der Befragten erwarten, dass die Teuerung unter dem Ziel der Europäischen Notenbank von derzeit 2 Prozent per annum bleibt. Dann müsste aber ein höherer Kaufkraftverlust durch eine langfristig höher rentierliche Geldanlage (oder durch höhere Sparbeträge) ausgeglichen werden. Und tatsächlich liegt die Renditeerwartung der Mehrheit auch über der Marke von ein, maximal 2 Prozent per annum, die mit einer Sparbuchstrategie wohl bestenfalls erreicht werden dürften.

### NULL VERLUSTRISIKO

Doch leider liegt die Bereitschaft, auf kurze Sicht Verluste in Kauf zu nehmen, bei etwa der Hälfte der Befragten bei 0 Prozent. Damit ist kein Kapitalmarktengagement zu empfehlen, obwohl langfristig gesehen die Chancen, mit Aktien attraktive Renditen zu erzielen, am höchsten sind. Die Beimischung von Anlagen wie Anleihen kann das Risiko zwischenzeitlich hoher Kursschwankungen

zwar abfedern – aber 0 Prozent Verlustrisiko ist bei Investments am Kapitalmarkt nicht darstellbar.

Um die Menschen bei den Sorgen um die Altersvorsorge zu unterstützen, ist es aus unserer Sicht wichtig, Lösungsmöglichkeiten stärker aufzuzeigen und die finanzielle Weiterbildung voranzutreiben. Auch die von der Bundesregierung angedachten Förderungen der privaten Altersvorsorge sind zu begrüßen, wenn man bedenkt, dass mehr als ein Drittel der Umfrageteilnehmer angaben, kein Geld für zusätzliche Aktienanlagen übrig zu haben.

Marius Kleinheyer ist Senior Research Analyst beim Flossbach von Storch Research Institute.

# Historische Meilensteine der Rente

von Sven Ebert

Vom weltweiten Vorbild wurde die Altersvorsorge in Deutschland zum Sanierungsfall. Wie es dazu kam und was andere Länder besser gemacht haben.

– 1.1 –

## DIE BISMARCK-RENTE VON 1891 BIS 1957

Im Jahr 1889 führte Otto von Bismarck in Deutschland die gesetzliche Rentenversicherung ein. Mit einem Kapitalstock, so der Plan, wollte er die Deutschen vor Altersarmut schützen. Fehlendes Startkapital und ein Beitrag von 1,7 Prozent der Löhne – hälftig von Arbeitnehmern und Arbeitgebern getragen – ermöglichten nur eine geringe Absicherung. Die Rente wurde ab 70 Jahren bezahlt; ein Alter, das nur Wenige damals erreichten.

In der Folge behinderten Kriege, Inflation und Währungsreformen den Aufbau des Kapitalstocks. Bis Mitte der 1950er-Jahre blieb die gesetzliche Rente in der Bundesrepublik Deutschland eine

Grundsicherung, die zu einem Drittel aus dem Staatshaushalt und zu zwei Dritteln aus Beiträgen finanziert wurde. Das Renteneintrittsalter hatte man zwischenzeitlich auf 65 Jahre reduziert.

### Bismarck-Rente im Überblick

Versicherungspflicht, einkommensabhängig, kapitalgedecktes System

**Beitrag Arbeiter:** 0,85 Prozent

**Beitrag Arbeitgeber:** 0,85 Prozent

**Unterstützung des Staates:** 50 Mark pro Jahr und Beitragszahler

**Nettoersatzrate:** 20 bis 25 Prozent

**Renteneintrittsalter:** 70 Jahre

(ab 1916: 65 Jahre)

**Lebenserwartung bei Einführung:**

Männer 41 Jahre, Frauen 44 Jahre



– 1.2 –

### VORBILDFUNKTION DER BISMARCK-RENTE

Bismarcks Sozialversicherungsmodell bot zwar nur eine rudimentäre Absicherung, war aber Vorbild für andere Länder. In der Donaumonarchie Österreich-Ungarn gab es früh eine Alterssicherung für Beamte. Auch das Arbeiter-Unfallversicherungsgesetz und das Arbeiter-Krankenversicherungsgesetz wurden früh von Bismarck übernommen. 1906 folgte zunächst ein Pensionsversicherungsgesetz für Angestellte, die gegenüber Arbeitern als privilegiert galten. 1927 wurde ein entsprechendes Gesetz für Arbeiter beschlossen, das aber nie in Kraft trat.

Auch in den Niederlanden mussten sich die meisten Älteren auf eine private oder kirchliche Unterstützung verlassen. Während ein Schutz bei Invalidität 1913 geregelt wurde, gab es eine gesetzliche Rentenversicherung erst nach dem Zweiten Weltkrieg.

In den USA wurde 1935 der „Social Security Act“ erlassen, der neben einer Invaliden- und Krankenversicherung auch eine (rudimentäre) Rentenversicherung umfasste. Großbritannien hatte 1908 mit dem „Old Age Pensions Act“ eine steuerfinanzierte Rente eingeführt, die im Alter ein Existenzminimum sichern sollte. Frankreich schuf 1910 eine Rentenversicherung für Arbeiter und Bauern, die jedoch ab 1912 nicht mehr verpflichtend und daher nicht erfolgreich war. Italien übernahm 1919 das bismarcksche Modell.

Fazit: Schutz vor Altersarmut gibt es in Deutschland seit der Bismarck-Rente aus dem Jahr 1891. Sie versicherte den Einzelnen auf basalem Niveau „gegen“ ein langes Leben. Andere Länder folgten dem Beispiel.

– 2.1 –

### DER START DER MODERNEN GESETZLICHEN RENTE 1957

Im Jahr 1957 gab Deutschland das Ziel auf, einen Kapitalstock für die Rente aufzubauen. Bundeskanzler Konrad Adenauer brachte das gesetzliche Umlageverfahren – den noch heute bestehenden Generationenvertrag – durch den Bundestag. Anfänglich betrug das Rentenniveau rund 60 Prozent des durchschnittlichen Bruttoeinkommens. Der Beitrag lag bei 14 Prozent des Bruttoeinkommens. Die individuelle Rente hängt seither von der Anzahl der Beitragsjahre, der Höhe des Gehalts und von der allgemeinen Lohnentwicklung ab.

#### Gesetzliche Rente 1957 im Überblick

**Beitrag Arbeitnehmer:** 7 Prozent des Bruttolohns

**Arbeitgeber:** 7 Prozent des Bruttolohns

**Bemessungsgrenze:** 9.000 DM bei einem Durchschnittseinkommen von 5.043 DM

**Beitrag Staat:** 27 Prozent der Gesamtausgaben der Rentenversicherung oder 1,3 Milliarden DM

**Ersatzrate:** 60 Prozent des durchschnittlichen Bruttolohns

**Renteneintrittsalter:** 65 Jahre

**Lebenserwartung:** Männer: 67 Jahre, Frauen: 72 Jahre

– 2.2 –

### EINE ERSTE ALTERNATIVE: GRUNDVERSORGUNG NACH DEM BEVERIDGE-MODELL

Auch in Großbritannien waren die Sozialsysteme durch zwei Weltkriege unter Druck geraten. 1940 wurde der britische Ökonom und Politiker William Beveridge damit beauftragt, Reformvorschläge zu erarbeiten. Mit einer steuerfinanzierten Grundrente sollte ein Existenzminimum für jedermann im Alter gesichert werden.

Die Niederlande folgten diesem Modell: Nach dem Zweiten Weltkrieg erließ der sozialdemokratische Sozialminister ein Altersrentennotstandsgesetz. Damit wurde ein beitragsfinanziertes System mit niedriger Beitragsbemessungsgrenze eingeführt, das Pauschalleistungen für jeden Bürger bot. Im Jahr 1956 wurde das Notstandsgesetz in das Allgemeine Altersversicherungsgesetz überführt, das bis heute die Grundlage für das niederländische Pensionssystem bildet.

Für jene, die 50 Jahre in den Niederlanden gelebt haben, betrug die monatliche Bruttorente im Jahr 2025 rund 1.600 Euro. Damit liegt sie etwas unter der deutschen Bruttoeckrente von rund 1.800 Euro – also unter der Rente, die ein Durchschnittsverdiener nach 45 Jahren Beitragszeit bei uns erhält. Für Paare, die zusammen in einem Haushalt leben, gibt es in Holland knapp 1.100 Euro pro Person. Der Beitragssatz beträgt 18 Prozent des zu versteuernden Einkommens und liegt damit nahe bei den 18,6 Prozent in Deutschland. Die Beitragsbemessungsgrenze, bis zu der Beiträge vom Einkommen abgeführt werden müssen, fiel allerdings im Jahr 2025 mit

rund 38.000 Euro um mehr als die Hälfte geringer aus als in Deutschland mit 96.600 Euro.

Fazit: Deutschland entschied sich nach dem Zweiten Weltkrieg für ein einkommensabhängiges Rentensystem, was den Lebensstandard erhalten sollte. Andere Länder setzten bereits früh auf eine Basisabsicherung im Alter.

– 3.1 –

### DIE RENTENREFORM IM JAHR 1972 IN DEUTSCHLAND

So wie in den meisten Industrieländern ging auch in Deutschland die Geburtenrate zwischen 1965 und 1970 um rund vierzig Prozent zurück. Das wird oft auf die Einführung der Antibabypille zurückgeführt („Pillenknick“), auch wenn es wahrscheinlich noch weitere Gründe gibt. So oder so stoßen umlagefinanzierte Rentensysteme rasch an ihre Grenzen, wenn immer mehr Rentner auf immer weniger Beitragszahler treffen, zumal auch die Lebenserwartung stieg.

Doch Anfang der 1970er-Jahre war der Ausgabendruck aufgrund der hohen Geburtenraten der Vergangenheit noch gering: Der Bundeszuschuss zur Rente war von 27 Prozent der Ausgaben der Rentenversicherung anno 1957 auf 15 Prozent im Jahr 1970 gefallen. So führte Deutschland im Zuge der Rentenreform von 1972 die Möglichkeit zur Frühverrentung ein und steigerte damit die Ausgaben der Rentenkasse, statt schon damals auf absehbare, künftige Probleme zu reagieren.

### Nach der Rentenreform 1972

**Gesetzliche Rente:** Versicherungspflicht, einkommensabhängig, Umlageverfahren, angepasst an das Lohnniveau

**Beitrag Arbeitnehmer:** 8,5 Prozent des Bruttolohns

**Arbeitgeber:** 8,5 Prozent des Bruttolohns

**Bemessungsgrenze:** 25.200 DM jährlich, Durchschnittseinkommen 16.335 DM

**Beitrag Staat:** 15 Prozent der Rentenausgaben oder 6,5 bis 6,8 Milliarden DM

**Nettoersatzrate:** 64 Prozent

**Renteneintrittsalter:** 65 Jahre, Frühverrentung ab 63 Jahren bei 35 Einzahlungsjahren, bei Frauen und Arbeitslosen ab 60 Jahren

**Lebenserwartung:** Männer: 67 Jahre, Frauen: 73 Jahre

– 3.2 –

### ALTERNATIVE STÄRKUNG DER BETRIEBLICHEN ALTERSVORSORGE IN DEN USA

Im Zuge der Großen Depression hatten die USA zwar 1935 mit dem „Social Security Act“ eine staatliche Rentenversicherung eingeführt. 1956 war eine Erwerbsunfähigkeitsrente hinzugekommen. Doch die Nettoersatzrate der gesetzlichen Rente lag bis 1970 bei mageren 29 Prozent. Die Altersarmut war vor allem in den durch hohe Inflation geprägten 1970er-Jahren signifikant. 1974 wurde der „Employee Retirement Income Security Act“ (ERISA) verabschiedet, um private Alterssicherungssysteme besser zu regulieren. Doch das heute wichtigste Produkt für die Altersvorsorge der US-Amerikaner ist quasi durch einen Zufall entstanden.

1978 hatte der US-Kongress beschlossen, Steuer-codes zu verändern. Der Steuerberater Ted Benna ging die neuen Gesetze Stück für Stück durch und entdeckte im Paragrafen 401(k), dass für Unternehmen offenbar eine Möglichkeit bestand, Rücklagen für die Altersvorsorge ihrer Mitarbeiter von der Einkommenssteuer zu befreien. Bis zu einer Obergrenze konnte die Besteuerung vom Arbeits- ins Rentnerleben verlagert werden, so dass bis dahin mehr Kapital für die Alterssicherung arbeiten konnte. 1990 waren bereits 384 Milliarden US-Dollar an Ersparnissen vorhanden. 1996 wurde die erste Billion überschritten. Heute sind es rund 10 Billionen.

Amerikanische Sparer haben heute im Schnitt 7 von 10 Dollar ihrer 401(k)-Pläne in Aktien investiert. Bei den unter 40-Jährigen sind es sogar mehr als 90 Prozent. Die Gebühren der betrieblichen Alterssicherung liegen im Mittel bei weniger als 1 Prozent im Jahr. Bei einem Wechsel des Arbeitgebers sind die Rücklagen problemlos übertragbar. Simple Regulatorik sorgt für Wettbewerb, der eine breite Produktpalette und geringe Kosten mit sich bringt. Die steuerlich geförderten Einzahlungen in der betrieblichen Altersvorsorge belaufen sich auf ein Vielfaches der betrieblichen Alterssicherung in Deutschland.

### USA Altersvorsorge

**Beitrag gesetzliche Rente Arbeitgeber:**

6,2 Prozent

**Beitrag gesetzliche Rente Arbeitnehmer:**

6,2 Prozent

**Bemessungsgrenze:**

137.700 US-Dollar

**Durchschnittsrente 2022:** 1.400 US-Dollar

**Durchschnittliche Ersparnis eines**

**75-Jährigen dank 401(k)-Plänen nach**

**Erhebungen der Fed im Jahr 2021:**

462.610 US-Dollar, 80 Prozent der Rentner verfügen zudem über Immobilieneigentum

Fazit: Deutschland wiegte sich mit seinem Umlagesystem in falscher Sicherheit. In den USA wurde mit kapitalgedeckter betrieblicher Altersvorsorge eine starke zweite Säule etabliert.

– 4.1 –

### AB 1990: ERHÖHTER REFORMDRUCK, ABER KEIN DAUERHAFTER SYSTEMUMBAU IN DEUTSCHLAND

In Deutschland verschärfte 1990 die Wiedervereinigung, bei der 3,6 Millionen Menschen ins Rentensystem aufgenommen wurden, die Schief-lage beim Generationenvertrag, zumal auch die großzügigen Vorruhestandsregelungen weiterwirkten. Betrug das durchschnittliche Rentenal-ter für Altersrenten von Männern im Jahr 1970 noch über 65 Jahre, war es bis 1990 auf unter 63 Jahre abgesunken. Die Geburtenraten verharrten seit dem Pillenknicke bei rund 1,5 Kindern pro Frau und die Lebenserwartung war gestiegen. Immer weniger junge Menschen mussten und müssen für immer mehr alte Menschen sorgen.

Im Rahmen der Rentenreform 1992 und der Agenda 2010 gab es kurze Phasen der Disziplin, in denen vor allem Rentenabschläge bei vorzeitigem Rentenbezug eingeführt und die Möglichkeiten der Frühverrentung eingeschränkt wurden. Das Rentenniveau sank von 55 Prozent im Jahr 1990 bis 2014 auf rund 48 Prozent. 2007 wurde die schrittweise Anhebung des Rentenalters auf 67 Jahre bis 2031 beschlossen.

2014 kehrte die Politik mit der Einführung der „Rente mit 63“ und der „Mütterrente“ zum Prinzip der Leistungsausweitung zurück. Im Schnitt stiegen die Ausgaben der Rentenkasse zwischen 2015 und 2025 um durchschnittlich dreieinhalb Prozent pro Jahr. Der Steuerzuschuss legte sogar um rund 3,7 Prozent pro Jahr zu. Das Rentenniveau darf seit 2019 nicht unter 48 Prozent sinken.

### Gesetzliche Rente ab 1992

Versicherungspflicht, einkommensabhängig, Umlageverfahren, angepasst an das Lohnniveau

**Beitrag Arbeitnehmer:** 8,85 Prozent des Bruttolohnes

**Beitrag Arbeitgeber:** 8,85 Prozent des Bruttolohnes

**Bemessungsgrenze:** 81.600 DM bei einem Durchschnittslohn von 46.820 DM

**Bundeszuschuss:** 24 Prozent der Ausgaben der Rentenversicherung oder 58 Milliarden DM

**Nettoersatzrate:** 54-55 Prozent

**Renteneintrittsalter:** für Frauen und Männer 65 Jahre

**Lebenserwartung:** Männer: 72 Jahre, Frauen: 79 Jahre

→

– 4.2 –

### KRISE UND NACHHALTIGE NEUORGANISATION IN SCHWEDEN IN DEN 1990ER-JAHREN

Die gesetzliche Rente in Schweden erreichte in den 1950er-Jahren nur etwa 30 Prozent des Durchschnittslohnes. Angestellte und Beschäftigte des öffentlichen Dienstes waren jedoch über eine berufliche Altersvorsorge zusätzlich abgesichert. Daher forderte die Arbeitergewerkschaft ein gesetzliches Zusatzrentensystem für alle Arbeitnehmer. Als sich Schweden Anfang der 1990er-Jahre in einer schweren Wirtschaftskrise befand, wurde die Zeit für konsequente Reformen genutzt.

Die gesetzliche Rente in Schweden bietet heute eine einkommensunabhängige Basisabsicherung gegen Altersarmut. Dazu kommt eine einkommensabhängige Komponente, die teilweise kapitalgedeckt ist. Ein festes Renteneintrittsalter gibt es nicht. Dafür wird für die persönliche Rentenhöhe das Renteneintrittsalter zugrunde gelegt. Ein längeres Arbeitsleben führt zu einer höheren Rente. So ist das Renteneintrittsalter von 62 Jahren im Jahr 1994 auf etwa 64,5 Jahre im Jahr 2024 gestiegen. Die 65-jährigen in Schweden erhalten im Median eine gesetzliche Bruttorente von 51 Prozent des gemittelten und um die Inflation angepassten Einkommens der letzten fünf Jahre vor Rentenbeginn.

Die betriebliche Altersvorsorge ist über Tarifverträge in Schweden quasi-obligatorisch für jeden Angestellten. Daraus ergibt sich eine Durchdringungsquote von 90 Prozent aller Angestellten. Aktien sind dabei fester Bestandteil der Portfolios. Durch diese betriebliche Vorsorge steigt das Rentenniveau um 28 Prozentpunkte auf 79 Prozent.

Fazit: Deutschland und Schweden waren Anfang der 1990er-Jahre zu Rentenreformen gezwungen. Deutschland drehte diese jedoch zurück, als sich die Lage scheinbar entspannt hatte. In Schweden hielt man an den Reformen fest.

– 5 –

### DER STATUS QUO IN DEUTSCHLAND

In Deutschland gab es immer wieder Ansätze für ein echtes Drei-Säulen-Modell, bei dem die gesetzliche Rente nur eine von drei Säulen darstellt. Gelungen ist dies bisher nicht. Ein durchschnittlicher Rentner bezieht heute 80 Prozent seiner Einkünfte aus der gesetzlichen Rente. Kapitalgedeckte betriebliche und private Vorsorge machen nur jeweils rund 10 Prozent der Alters-einkünfte aus.

Der Handlungsdruck scheint in der Politik erkannt. Eine Rentenkommission ist eingesetzt, um die gesetzliche Rente und das Gesamtversorgungsniveau von heutigen und künftigen Rentnern zu untersuchen. Die Durchdringung der Arbeitnehmerschaft mit betrieblicher Altersversorgung soll forciert werden. Und das neue Altersvorsorgedepot ist der Versuch die private Vorsorge durch steuerliche Förderung für jedermann attraktiv zu machen.

Deutschland ist bei der Altersvorsorge kein „Technologieführer“ mehr. Das hat zumindest den Vorteil, dass wir das Rad nicht neu erfinden müssen. Vorbilder für Reformen finden wir mittlerweile einige im Ausland.

### Gesetzliche Rente 2026

**Beitrag Arbeitgeber:** 9,3 Prozent  
des Bruttolohns

**Beitrag Arbeitnehmer:** 9,3 Prozent  
des Bruttolohns

**Bemessungsgrenze:** 101.400 Euro bei einem  
Durchschnittsentgelt von 51.944 Euro

**Beitrag Staat:** 27 Prozent der Ausgaben der  
Rentenversicherung oder 127 Milliarden Euro

**Nettoersatzrate:** 48 Prozent

**Renteneintrittsalter:** (bis 2031) 67 Jahre für  
Männer und Frauen

**Lebenserwartung:** Männer: 79 Jahre,  
Frauen: 84 Jahre

Fazit: Die Altersvorsorge in Deutschland ruht heute zu großen Teilen auf der gesetzlichen Rentenversicherung. Diese ist mit der Absicherung des Lebensstandards ihrer Versicherten zunehmend überfordert. Andere Länder haben ihre Systeme besser auf den demografischen Wandel vorbereitet und flächendeckend kapitalgedeckte Elemente eingeführt.

Sven Ebert ist Senior Research Analyst  
beim Flossbach von Storch Research Institute.

In Deutschland gab es  
immer wieder Ansätze  
für ein echtes  
Drei-Säulen-Modell,  
bei dem die gesetzliche  
Rente nur eine  
von drei Säulen darstellt.  
Gelungen ist dies  
bisher nicht.

# Fehler im System

von Philipp Vorndran

Die Deutschen werden immer älter.  
Zu wenige Junge kommen nach.  
Für ein umlagefinanziertes Rentensystem ist das ein Problem.

Sorgenfrei den Ruhestand genießen – den meisten Rentnern heute ist das in Deutschland vergönnt. Genauso hat es der sogenannte Generationenvertrag vorgesehen – ein Vertrag, der zwar niemals ratifiziert wurde, aber doch zum unverrückbaren Wertekonstrukt der Nachkriegspolitik hierzulande gehört.

1957 wurde das bis dahin kapitalgedeckte Rentensystem durch ein umlagefinanziertes System ersetzt. Die Erwerbstätigen, die Jungen, zahlen seither für die Renten der Alten in die gesetzliche Rentenkasse ein – und hoffen, dass ihre Kinder es ihnen später gleichtun werden. Eine Abmachung zwischen den Generationen. So sollte es auf ewig sein. Ähnlich funktioniert das Rentensystem in anderen Eurostaaten, in Spanien beispielsweise.

Das Problem ist, dass Gesellschaften sich verändern. Dass heute weniger Kinder geboren werden als in den 1950er-Jahren und die Menschen

deutlich älter werden. Dass es im Ergebnis in den Industriestaaten heute in Relation viel mehr Alte gibt als früher und weniger Junge, also mehr Rentenempfänger und weniger -zahler.

Der sogenannte Altenquotient misst das Kräfteverhältnis zwischen beiden Gruppen und damit nicht zuletzt die Robustheit des umlagefinanzierten Rentensystems. 1950 betrug der Quotient nach Angaben der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit (OECD) 16; das heißt, auf 100 Personen im Erwerbsalter kamen 16 Personen im Rentenalter. Heute liegt der Altenquotient schon bei 37, also mehr als doppelt so hoch. Noch dramatischer sehen die Zahlen bei einer Projektion für das Jahr 2060 aus: Deutschland kommt auf einen Altenquotient von etwa 60, Spanien sogar auf knapp 80.

Von Robustheit kann also keine Rede mehr sein, wenn es um das System der Umlage geht. Selbst

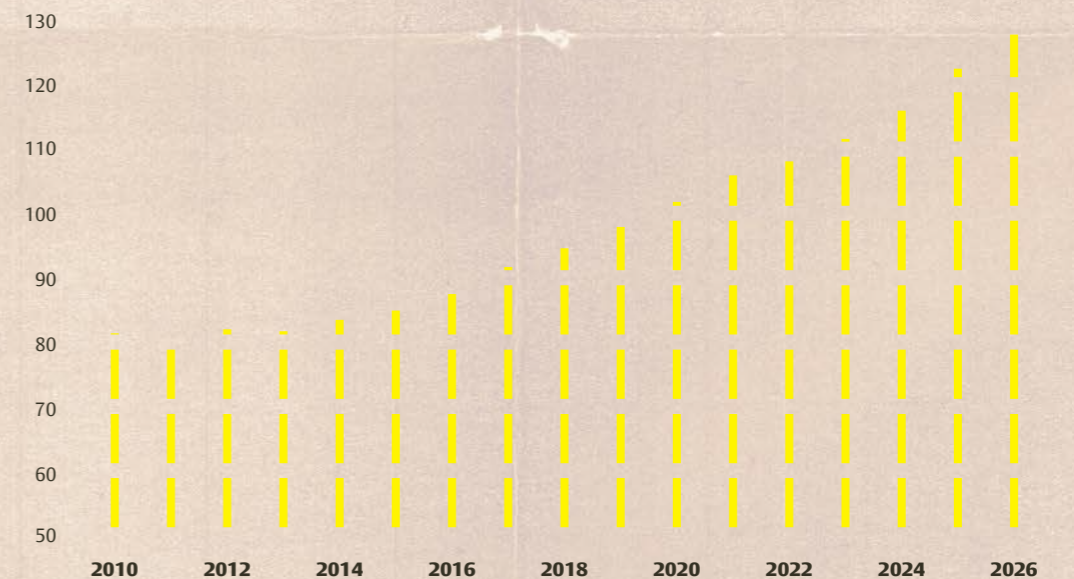
die sonst eher zurückhaltenden Vertreter der Deutschen Bundesbank mahnen seit Jahren vor den sich zuspitzenden Problemen bei der gesetzlichen Rente. Ohne substanzielle Anpassung, etwa beim Renteneintrittsalter, werde das umlagefinanzierte System eher früher als später an seine Grenzen stoßen.

Zum Härtetest dürfte es in den nächsten Jahren kommen, wenn die geburtenstarken Jahrgänge in Rente gehen, die sogenannten „Babyboomer“ (in Deutschland sind das die Jahrgänge von 1955 bis 1969). Ohne grundlegende Reform des Rentensystems droht dessen Kollaps.

Das Thema ist nicht neu, das Misstrauen der Versicherten auch nicht. Schon 1986 sah sich Norbert Blüm, damals Bundesminister für Arbeit und Sozialordnung, im Wahlkampf genötigt, öffentlichkeitswirksam darauf hinzuweisen, dass die Renten sicher seien. Seither haben die jeweiligen Regierungen verschiedene Reformen, besser: „Reförmchen“, auf den Weg gebracht. So wurden 1992 und 2006 beispielweise die Altersgrenzen heraufgesetzt und das Rentenniveau

## DIE RENTE IST SICHER ...

Wie groß der Druck schon heute ist, zeigen die Zuschüsse aus Bundesmitteln, die Jahr für Jahr in die Rentenkasse fließen – und Jahr für Jahr steigen. Für 2026 sind 127,8 Milliarden Euro veranschlagt, die aus Steuermitteln überwiesen werden (vgl. Grafik) sollen! Das entspricht einem Viertel des Bundeshaushaltes.



Grafik  
**Die Belastungen steigen ...**  
... und steigen für den deutschen Bundeshaushalt (Bundesmittel an die Rentenversicherung in in Milliarden Euro\*)

\* Schätzungen für die Jahre 2025 und 2026.

Quelle: Bundesministerium der Finanzen, Deutsche Rentenversicherung, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2026

gesenkt. Es wurde herumgedoktert. Ein bisschen hier, ein bisschen dort. Das grundlegende Problem, die dem Umlagesystem innewohnende Schwäche, ist damit allerdings kaum zu beheben. Der demografische Wandel arbeitet langsam, dafür unerbittlich.

Hinzu kommt, dass die Rentenkasse zu einem Selbstbedienungsladen verkommen ist. Je nach Zusammensetzung der Regierung wurden in den vergangenen Jahrzehnten großzügige Geschenke verteilt – an unterschiedliche Wählerklientel, ohne dass den Auszahlungen adäquate Beitragszahlungen gegenüberstünden. Die Mütterrente ist so ein Beispiel, bei Weitem aber nicht das einzige. Als wäre der demografische Wandel nicht schon genug Last für das System, wurde der Rententopf immer wieder angezapft. Für die wohlmeinenden Geschenke an die eigenen Wählergruppen müssen am Ende auch die Jungen geradestehen.

### ... ODER ETWA NICHT?

Die Bundesbank schätzt, dass der Beitragssatz bis zum Jahr 2070 ohne grundlegende Reform von derzeit 18,6 auf stolze 31 Prozent steigen dürfte. Das sind keine erbaulichen Aussichten für die Beitragszahler von heute (und morgen). Denn anders als ihre Eltern das tun, werden sich nur wenige von ihnen vor dem 69. Lebensjahr in den Ruhestand verabschieden können. Die Flusskreuzfahrt muss also warten. Vermutlich wird sie ganz ausfallen – weil keine Zeit und nicht genug Geld da sind.

Dass die Rente sicher ist, so wie von Wahlkämpfer Blüm, der leider verstorben ist, einst versprochen, glaubt heute niemand mehr. So, wie wir ihn kennengelernt haben, würde er derlei Wahl-

slogans heute gewiss nicht mehr plakatieren, sondern sich energisch für die Belange künftiger Generationen einsetzen.

Mehr denn je braucht es deshalb eine ehrliche, gleichermaßen schonungslose Debatte über die Leistungsfähigkeit der gesetzlichen Rentenversicherung – und was zu tun ist. Dabei lohnt nicht zuletzt der Blick zu unseren europäischen Nachbarn. Den Schweizern oder den Niederländern zum Beispiel. Die machen es deutlich besser.

Eines jedenfalls ist gewiss: Millionen Menschen in Altersarmut hält keine Gesellschaft auf Dauer aus.

Philipp Vorndran ist Partner bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

# Der Preis des Wohlstands

von Philipp Immenkötter

Die Preise für Vermögenswerte sind in den vergangenen Jahren rasant gestiegen, viel schneller als die Verbraucherpreise. Das ist ein Problem für viele private Haushalte.

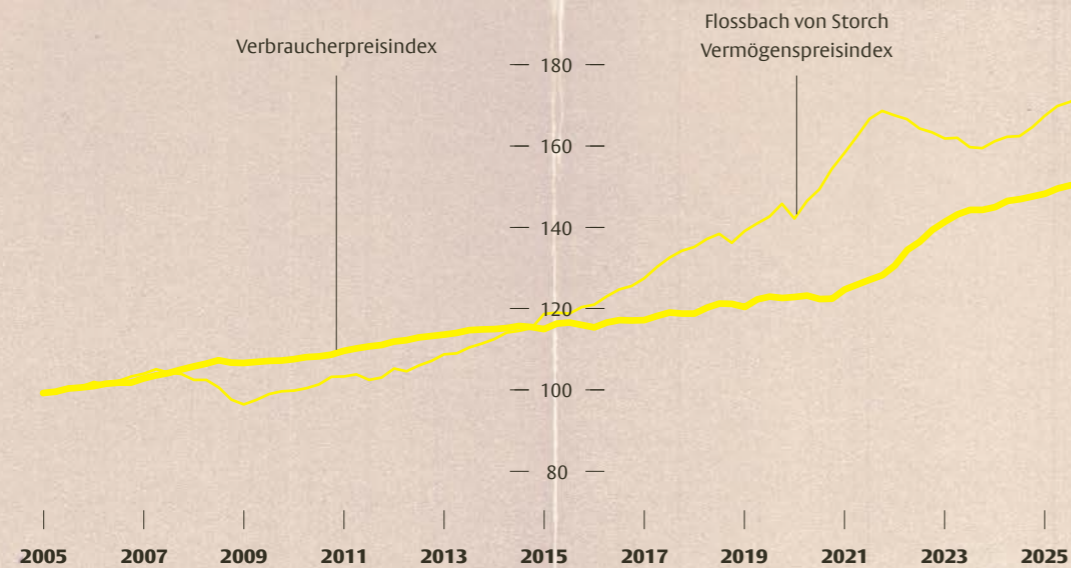
Egal ob im Supermarkt oder an der Tankstelle, zuletzt gab es für viele Menschen vor allem ein Thema: Die Preise steigen. Nach Corona zogen etwa die Preise für viele Lebensmittel, Baustoffe und Dienstleistungen deutlich an. Dann kamen die Kriege in der Ukraine und dem Iran, mit entsprechenden Auswirkungen für die Autofahrer. Wenn die Verbraucherpreise steigen, wird Inflation im Alltag bei jedem Einkauf direkt erlebbar. Was viele Menschen weniger beachten, ist, dass im Verborgenen eine weniger populäre Inflation grassiert, deren Folgen für das Leben vieler Menschen weitaus gravierender sein können.

Die Vermögenspreis-inflation entfaltet ihre volle Wirkung allzu oft erst bei sehr relevanten Entscheidungen im Leben. Wenn eine Immobilie

erworben, ein Erbe investiert oder die finanzielle Versorgung im Ruhestand geplant werden soll, zeigt sich, dass auch hier die Preise steigen, und zwar deutlich schneller als bei den Verbrauchsgütern. Das zeigt etwa der Flossbach von Storch Vermögenspreisindex für Deutschland, der anhand der gewichteten Preisentwicklung des Sach- und Finanzvermögens berechnet wird, das sich im Eigentum privater deutscher Haushalte befindet.

Der Preisanstieg ist beachtlich. Ende des Jahres 2025 lag die Vermögenspreis-inflation in Deutschland bei 4,5 Prozent im Vergleich zum Vorjahresende und damit doppelt so hoch wie die Verbraucherpreis-inflation, die in diesem Zeitraum bei 2,2 Prozent lag. Der Aufbau eines Vermögens und die Altersvorsorge haben sich also deutlich

→



Grafik 1  
Vermögens- und Verbraucherpreise

Quelle: Berechnungen Flossbach von Storch mittels Daten von Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, Deutsche Bundesbank, destatis, GDV, HAGI, IWF, Liv-ex, LSEG, vdpResearch GmbH und Destatis, Daten per März 2026

verteuert. Auf lange Sicht wird der Unterschied noch deutlicher. In den vergangenen 20 Jahren stiegen die Vermögenspreise um 70 Prozent, die Verbraucherpreise um 50 Prozent (vgl. Grafik 1). Zum Vergleich: Die realen Löhne stiegen im gleichen Zeitraum lediglich um 15 Prozent.

Eine Entwicklung, die zu gesellschaftlichen Spannungen führen kann, wenn die Kluft zwischen wohlhabenden Haushalten und solchen mit geringerem Vermögen in Deutschland größer wird. Für Haushalte mit geringeren Vermögen wird es zunehmend schwieriger, aufzuschließen. Besonders deutlich zeigt sich dies am Immobilienmarkt. Der erneute Preisanstieg lässt den Traum vom Wohneigentum für viele Haushalte aus der Mittelschicht in weite Ferne rücken.

Was prägt die Entwicklung der Vermögenspreise in Deutschland?

Die drei Faktoren Wirtschaftswachstum, Staatsausgaben und Geldpolitik bestimmen maßgeblich die Entwicklung von Vermögenspreisen. In erster Linie, aber nicht ausschließlich, erfolgt die Transmission durch den Zinskanal. Sinkende Zinsen erhöhen den Preis von Vermögensgütern, indem sie den Barwert zukünftiger Einkommensströme erhöhen, während steigende Zinsen die Preise von Vermögensgütern fallen lassen.

- Der erste Faktor, der die Entwicklung der Vermögenspreise prägt, ist das Wirtschaftswachstum. Eine wachsende Wirtschaft ermöglicht es privaten Haushalten dank steigender Real-

einkommen, ihre Nachfrage nach Sach- und Finanzgütern zu erhöhen. Rezessionen und schrumpfende Einkommen schränken hingegen die Fähigkeit der Haushalte ein, in Vermögensgüter zu investieren, oder zwingen die Haushalte sogar dazu, Teile des Vermögens zu liquidieren. Während bis zum Jahr 2018 das Wirtschaftswachstum in Deutschland den Vermögenspreisen Aufwind gab, ist seither das Wachstum gering, sodass die Vermögenspreise durch diesen Kanal derzeit kaum Rückenwind bekommen.

- Ein zweiter Faktor für die Vermögenspreis-inflation sind Staatsausgaben, welche sich über zwei Kanäle auf die Vermögenspreise übertragen können. Erstens können Staatsausgaben durch den Zinskanal zu fallenden Vermögenspreisen führen, da schuldenfinanzierte Staatsausgaben die Zinsen erhöhen können. Zweitens können sich steigende Staatsausgaben positiv auf die Gewinne von Unternehmen auswirken. Wenn die Unternehmen von Konjunkturprogrammen profitieren, steigen somit die Preise für Betriebsvermögen und Unternehmensanteile, je nachdem, wie die Gelder verausgabt werden. Die Pläne zur Ausweitung der Staatsverschuldung im Frühjahr 2025 bewirkten beispielsweise steigende Preise für Aktien von Rüstungsunternehmen. Dieser Effekt wurde jedoch in der Breite des Marktes davon überlagert, dass die Pläne zur Neuverschuldung einen Zinsanstieg bewirkten, der die Preise für Aktien und Betriebsvermögen drückte.
- Die dritte und womöglich wichtigste Erklärung für die Entwicklung der Vermögenspreise in Deutschland liegt in der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Die Ausweitung der Geldmenge und Zinssenkungen durch die

Zentralbank schaffen den Nährboden für Inflation. Durch Kreditvergabe oder Anleihenkäufe neu geschaffenes Geld fließt zunächst auf Immobilien- und Anleihemärkte und sorgt dort für einen Preisanstieg. Erst später erreicht das neu geschaffene Geld die Breite der Gesellschaft und lässt die Verbraucherpreise steigen (Cantillon-Effekt). Ebenso kann bei steigenden Staatsschulden der Druck auf die EZB steigen, Staatsanleihen zu kaufen und so die Zinsen wieder abzusenken, sodass die Wirkung der Geldpolitik auf die Vermögenspreise die Wirkung der Staatsausgaben überlagert. Zwischen Juni 2024 und Juni 2025 senkte die Europäische Zentralbank angesichts der rückläufigen Verbraucherpreis-inflation die Leitzinsen wieder schrittweise ab. Die sinkenden Zinsen führten zu steigenden Preisen für Sach- und Finanzwerte, insbesondere am Immobilienmarkt.

Bleibt die Frage, wie die Deutschen investiert sind. 76,6 Prozent des Vermögens entfallen auf Sachwerte. Der größte Teil liegt in Immobilien (64,4 Prozent des Gesamtvermögens), die sich zum Ende des vierten Quartals 2025, gemessen an den Preisindizes von vdpResearch um 3,6 Prozent zum Vorjahreszeitraum verteuerten. Die Nachfrage nach Immobilien hängt in bedeutendem Maß von der Höhe der Hypothekenzinsen ab, da der Großteil aller Immobilientransaktionen mithilfe von Krediten getätigt wird. Nachdem die Hypothekenzinsen noch im Jahr 2022 stark angestiegen waren, haben sie sich seit dem Jahr 2023 im Wesentlichen seitwärts bewegt. Die Stabilisierung des Niveaus des Hypothekenzinses hat die Nachfrage nach Immobilien gestärkt.

Auf der Angebotsseite am Immobilienmarkt dominiert ein weiterhin geringes Immobilienangebot in den deutschen Metropolregionen gepaart

→

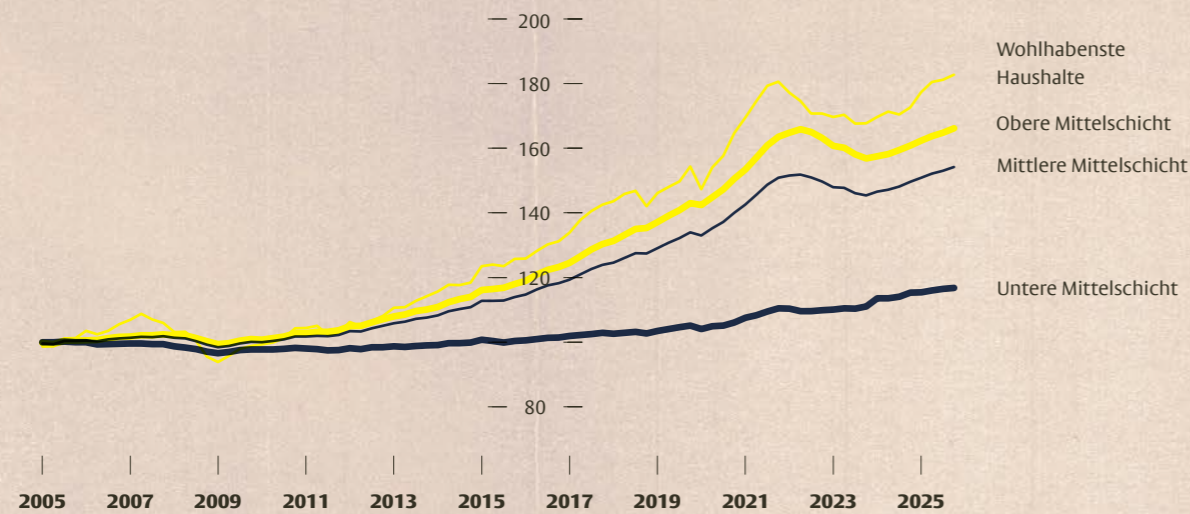
mit hohen Baukosten und einer geringen Neubauproduktion. Diese Rahmenbedingungen haben dazu geführt, dass die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland weiter gestiegen sind. Besonders Mehrfamilienhäuser stehen im Fokus von Investoren und verteuerten sich im Vergleich zum Vorjahresende um mehr als 5,3 Prozent.

**AKTIEN ERFÜLLEN IHREN ZWECK**

Das Finanzvermögen der Deutschen macht im Schnitt 23,8 Prozent des Gesamtvermögens aus. Ein durchschnittlicher privater Haushalt ist vor allem in Spar- und Sichteinlagen (10,6 Prozent), Aktien (6,4 Prozent) und Rentenwerten (5,8 Prozent) investiert. Spar- und Sichteinlagen unterliegen keiner Preisveränderung. Die niedrige

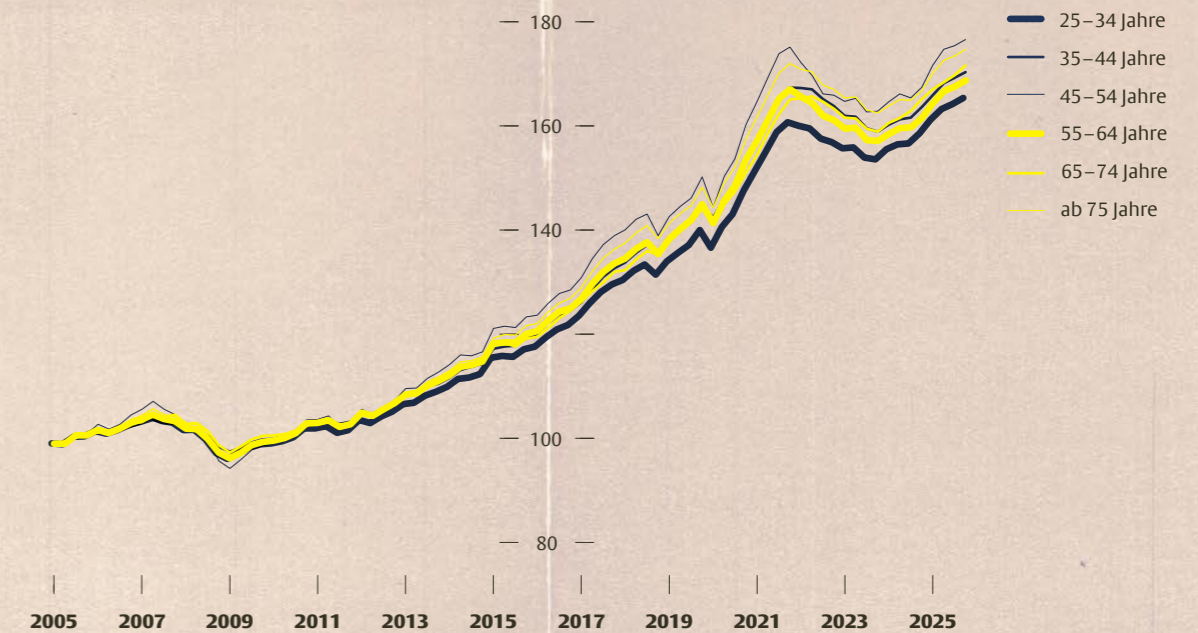
Aktienquote war im vergangenen Jahr weniger vorteilhaft: Während die Preise für die Aktien privater Haushalte zum Jahresende 2025 um 10,6 Prozent höher lagen, entwickelte sich der Wert von Spareinlagen (ein großer Teil liegt auf Girokonten) weitgehend neutral, während das Rentenvermögen (festverzinsliche Wertpapiere) im Vergleich zum Vorjahresende um 1,2 Prozent an Wert verlor.

Bei der Bildung der Vermögen zeigen sich gesellschaftliche Unterschiede. Haushalte der unteren Mittelschicht verzeichneten einen Wertzuwachs von 1,3 Prozent, da ihr Vermögen überwiegend in Spar- und Sichteinlagen oder langlebigen Konsumgütern investiert war. Wohlhabende Haushalte profitierten dagegen von ihrem umfangreichen Immobilien- und Betriebsvermögen, wodurch der



**Grafik 2 Vermögenspreisinflation im Vermögensquerschnitt**  
Haushaltskategorien nach Quantilen des Nettovermögens. Das Vermögensquantil der ärmsten Haushalte wurde in der Analyse nicht berücksichtigt, da sie Vermögensgüter nur in einem sehr geringen Umfang besitzen.

Quelle: Berechnungen Flossbach von Storch mittels Daten von Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, Deutsche Bundesbank, Destatis, GDV, HAGI, IWF, Liv-ex, LSEG und vdpResearch GmbH, Daten per März 2026



**Grafik 3 Vermögenspreisinflation nach Altersgruppen**  
Haushaltskategorien nach Alter der Referenzperson

Quelle: Berechnungen Flossbach von Storch mittels Daten von Art Market Research, BIZ, Bloomberg, BVI, Chrono24 ChronoPulse, Deutsche Bundesbank, Destatis, GDV, HAGI, IWF, Liv-ex, LSEG, und vdpResearch GmbH, Daten per März 2026

Preis ihres Vermögens im Betrachtungszeitraum um 5,9 Prozent anstieg. Selbst Haushalte der mittleren und oberen Mittelschicht, die zwar über Immobilien, jedoch nur in begrenztem Umfang über Betriebsvermögen verfügen, verzeichneten lediglich eine Preissteigerung von 3,0 beziehungsweise 3,3 Prozent (vgl. Grafik 2).

Die Entwicklung zeigt auch: Auf junge Menschen warten einige Herausforderungen. Langfristig zeigen die Vermögensgüter der 25- bis 34-Jährigen die geringsten Preissteigerungen (vgl. Grafik 3). Die Rally der vergangenen Jahre haben sie, im Gegensatz zu ihren Eltern und Großeltern, in der Regel verpasst. Nun müssen sie für den Kauf einer Immobilie oder den Aufbau eines Aktien-

depots höhere Preise zahlen. Dabei dürfte der private Vermögensaufbau im Alltag der Jungen in Zukunft wohl weiter an Relevanz gewinnen. Eine Alternative bleibt ihnen nicht, nicht nur mit Blick auf die kriselnden Renten- und Gesundheitssysteme im Land. ♦

Philipp Immenkötter ist Senior Research Analyst beim Flossbach von Storch Research Institute.

# Krieg und Börse

von Bert Flossbach

---

Szenarien für den Verlauf von Kriegen haben nur eine kurze Halbwertszeit. Das gilt umso mehr für die daraus resultierenden Auswirkungen auf die Finanzmärkte.

→

Der Krieg in der Ukraine hat dies eindrucksvoll bestätigt. Wer hätte vor vier Jahren erwartet, dass die Aktienmärkte seit dem damaligen Rekordhoch bis heute noch einmal um 50 Prozent steigen würden – obwohl der Krieg in der Ukraine weiter andauert und die Versorgung mit russischem Gas stark eingeschränkt ist?

Was damals kaum vorstellbar war, wurde Realität. Der Grund war eine vor vier Jahren bekannte (Künstliche Intelligenz) Unbekannte (KI für jedermann), die den größten Investitionsboom aller Zeiten in Gang setzte. Ob es diesmal auch so kommt, wird sich zeigen.

Zuletzt war es die iranische Blockade der Straße von Hormus, die die Gewinne zahlreicher Unternehmen belastete, was auch deren Aktienkurse unter Druck gesetzt hat. Erstaunlicherweise scheinen die Aktienanalysten (Bloomberg-Konsensschätzungen) diesen Pessimismus (noch) nicht zu teilen. Trotz der angespannten Lage haben sie ihre Gewinnprognosen für 2026 seit Jahresbeginn weiter erhöht.

Für die Unternehmen des S&P 500 Index erwarten sie inzwischen ein Gewinnwachstum von etwas mehr als 20 Prozent nach rund 15 Prozent zu Jahresbeginn. In absoluten Zahlen ausgedrückt würde dies einen Anstieg der Unternehmensgewinne von circa 2,4 Billionen US-Dollar im Jahr 2025 auf knapp 3 Billionen US-Dollar in diesem Jahr bedeuten. Das wäre ein Plus von fast 600 Milliarden Dollar und damit rund 200 Milliarden mehr als noch zu Jahresbeginn erwartet wurde – trotz des Irankriegs.

### GEWINNSPRUNG IM TECHSEKTOR

Woher stammt dieser Optimismus? Als Erstes kommt einem der Energiesektor mit den großen Ölkonzernen in den Sinn, in dem der gestiegene Ölpreis die Gewinne unmittelbar in die Höhe treibt. Für das Jahr 2026 prognostizierten die Analysten jüngst einen Gewinnanstieg von etwa 50 Milliarden Dollar. Das sind gut 40 Milliarden mehr als noch zu Jahresbeginn erwartet wurden – vorausgesetzt der Ölpreis bleibt hoch.

Allerdings wirkt sich dies nur begrenzt auf die Gewinnaussichten des gesamten Aktienmarktes aus, da die Bedeutung des Energiesektors mit einem Indexgewicht von nur vier Prozent gering ist.

Letztendlich ist es vor allem ein Marktsegment, das den Optimismus der Analysten prägt: der Technologie-Sektor. Hier haben sich die Prognosen der Analysten in den ersten Monaten des Jahres weiter kontinuierlich erhöht. Aktuell rechnen sie mit einem Gewinnsprung von mehr als 50 Prozent gegenüber dem Vorjahr, was ein Gewinnplus von gut 300 Milliarden Dollar bedeuten würde. Das wären fast 60 Prozent des gesamten Gewinnanstiegs des Aktienmarktes – und die Gewinnanstiege der Tech-Schwergewichte Amazon, Alphabet und Meta sind darin noch nicht einmal berücksichtigt, da sie offiziell anderen Branchen zugeordnet werden.

Doch auch das ist nur die halbe Wahrheit. Die Unternehmen aus der Halbleiterbranche – dem heißesten Segment innerhalb des Technologie-Bereichs – könnten ihre Gewinne sogar verdoppeln und 2026 knapp 230 Milliarden Dollar mehr verdienen als im Vorjahr. Damit würden sie 40 Prozent zum Gewinnwachstum des Gesamtmarktes beitragen – und davon wiederum käme ein Großteil von einem einzigen Unternehmen, dem Chipdesigner Nvidia, dessen Gewinn um rund 90 Milliarden Dollar zulegen könnte. Damit würde fast ein Sechstel des erwarteten Gewinnwachstums des gesamten US-Aktienmarktes auf ein einziges US-Unternehmen entfallen; eine historisch einmalige Konzentration, die nicht für eine breite Gewinndynamik spricht.

### DIE SKEPSIS WÄCHST

Dass sich die Aktien vieler Technologie-Unternehmen trotz des positiven Ausblicks für die Gewinne zuletzt nicht gut entwickelt haben, liegt an den gigantischen Investitionen, die den frei verfügbaren Liquiditätszufluss (freier Cashflow) erheblich drücken.

Die ambitionierten KI-Investitionspläne der sogenannten „Hyperscaler“ binden erhebliche Liquidität. Die Gewinne steigen, aber unterm Strich kommt immer weniger auf den Bankkonten

der Unternehmen an (vgl. Grafik 1). Ein besonders krasses Beispiel ist der Social-Media-Konzern Meta, bei dem die Investitionen dieses Jahr rund die Hälfte des Umsatzes ausmachen. Damit würden vom erwarteten Gewinn von circa 85 Milliarden Dollar nicht einmal zehn Milliarden auf dem Bankkonto landen. Berücksichtigt man noch die Kosten für die aktienbasierte Vergütung, die vom Unternehmen durch aufwendige Aktienrückkaufprogramme kompensiert werden, läge der freie Mittelzufluss sogar mit 30 Milliarden US-Dollar im Minus.

Mit anderen Worten: Meta investiert so viel Geld in Datacenter und zahlt zudem einen erheblichen Teil der Mitarbeitergehälter in Form neu ausgegebener Aktien, dass das Unternehmen unterm Strich 30 Milliarden Dollar verliert.

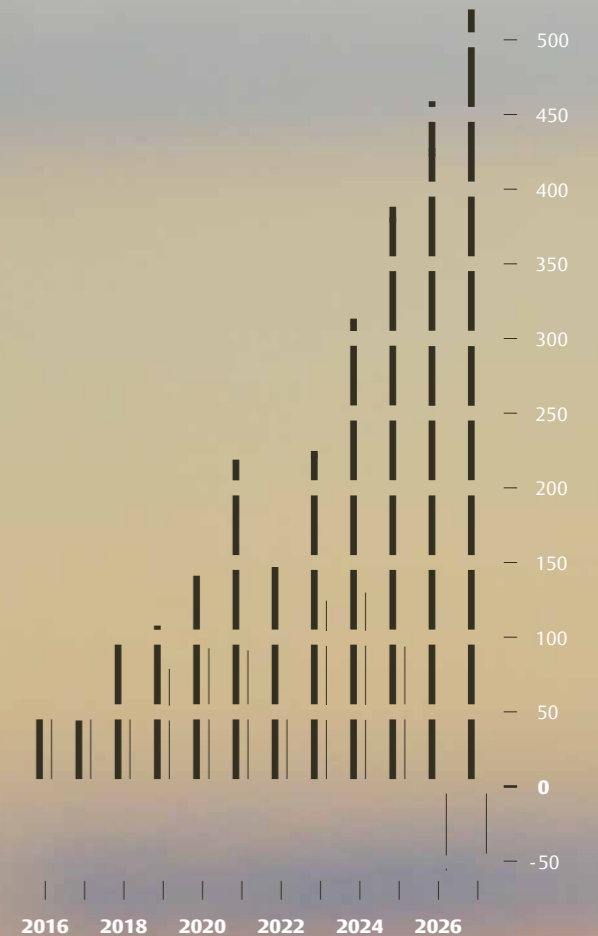
Das dürften Investoren auf Dauer nicht gutheißen. Am Markt wird daher mit Spannung beobachtet, ob es den Unternehmen gelingt, die erhoffte Rentabilität aus den KI-Investitionen tatsächlich auch zu erzielen.

Sollten sich die KI-Investitionen hingegen nicht auszahlen, ist mit Kürzungen der Investitionsbudgets oder der Entwicklung eigener günstigerer Chips zu rechnen – ein Damoklesschwert, das über den Aktien der Halbleiterbranche schwebt.

### SOFTWARE-ANBIETER DIE GROSSEN VERLIERER?

In den vergangenen Quartalen hat der Kapitalmarkt im Technologie-Bereich eine sehr strenge Differenzierung zwischen KI-Gewinnern und KI-Verlierern vorgenommen. Während die Aktien von Unternehmen aus dem Halbleiterbereich seit Anfang 2025 weit mehr als die Hälfte an Wert gewonnen haben, sind die Software-Aktien in diesem Zeitraum sogar leicht um rund 10 Prozent gefallen. Seit Ende Oktober verloren sie in der Spitze sogar einen Drittel ihres Werts, wobei einzelne Titel seit ihren letztjährigen Höchstständen noch deutlich mehr verloren haben.

Das ist bemerkenswert, denn Unternehmenssoftware galt lange als ein stabiles Geschäft. Firmen wechseln ihre Software nur ungern, weil das oft teuer und aufwendig ist. An der Börse zählten Software-Unternehmen aufgrund ihrer



Grafik 1  
**Hoher Gewinn, niedriger freier Cashflow**  
Nettogewinne und freie Cashflows \*, jeweils in Milliarden US-Dollar  
—■ Nettogewinne (GAAP)  
— Freier Cashflow (abzgl. aktienbasierter Vergütung)

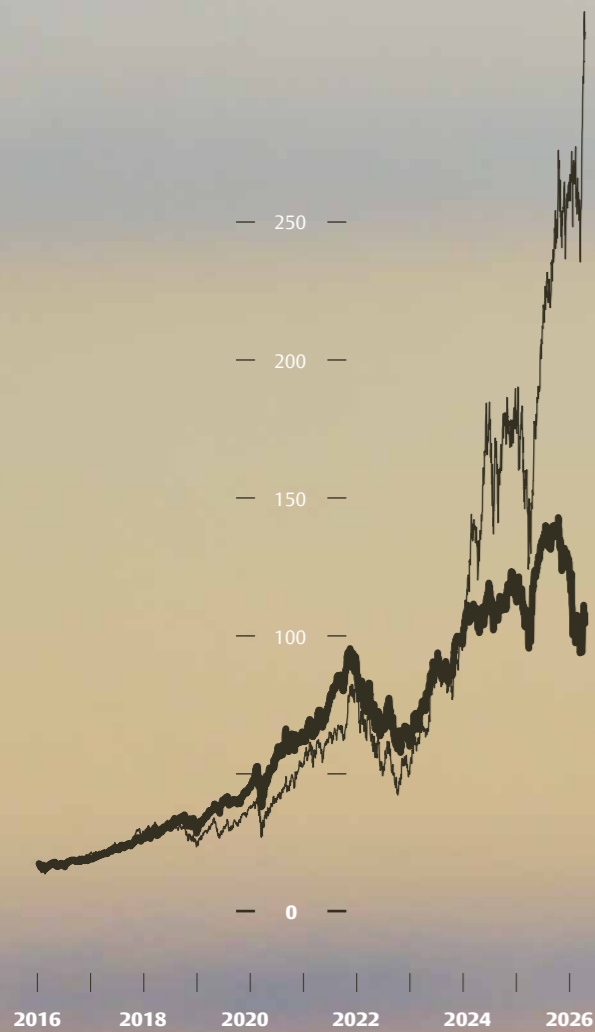
\* Schätzungen ab 2026. Aggregierte Werte der Unternehmen Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 7. April 2026

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die tatsächliche Entwicklung kann von den hier dargestellten Annahmen abweichen.

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





Grafik 2  
**KI-Boom: Des einen Freud, des anderen Leid?**  
Entwicklung von Halbleiteraktien im Vergleich zu Software-Aktien (beide indiziert auf 1. Januar 2024 = 100)

— S&P 500 Semiconductors and Semiconductor Equipment Index  
— S&P 500 Software Index

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2026

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

abonnementsähnlichen Umsätze lange Zeit zu den verlässlichsten Ertragslieferanten.

Jetzt stellt sich aber die Frage, ob Künstliche Intelligenz diesen Markt komplett verändern könnte und wie sich das auf Preise und Nachfrage auswirkt. Die Sorge besteht zum einen darin, dass sich mithilfe von KI zukünftig ganze Softwarelösungen nachbauen lassen.

Für überschaubare Anwendungssoftware auf Basis bekannter Web- und Datenbankmuster ist dies durchaus denkbar. Wenn die Unternehmenssoftware, wie im Falle von Microsoft oder SAP, aber tief in Unternehmensprozesse integriert ist, auf aktuellen Daten basiert und aufgrund rechtlicher Konsequenzen – etwa bei Jahresabschlüssen – eine hohe Verlässlichkeit erfordert, erscheint der Ersatz durch KI-generierte Lösungen ein kühnes Unterfangen. Hinzu kommt, dass KI-Systeme viele Daten brauchen, die von den großen Software-Anbietern kontrolliert werden und KI-Wettbewerbern den Zugang erschweren.

Die Gefahr, dass KI derart stark integrierte Softwarelösungen bald ersetzen könnte, ist begrenzt. Ein weiteres Risiko wird darin gesehen, dass Software durch den Einsatz von KI leistungsfähiger wird und Unternehmen dadurch Personal einsparen können. Dann bräuchten sie auch weniger Softwarelizenzen, was alle Anbieter von Softwarelösungen unter Druck setzen würde.

**NICHT VIELE SIND BEREIT, FÜR KI-ANWENDUNGEN ZU ZAHLEN**

Möglicherweise werden sich die Abrechnungsmodelle durch die Nutzung von KI wandeln, weg von klassischen Lizenzmodellen pro Arbeitsplatz hin zu nutzungsbasierten Angeboten, bei denen die tatsächliche Rechen- und Nutzungsintensität bezahlt wird. Allerdings zeigt sich bisher, dass Kunden nicht unbedingt bereit sind, für KI-Funktionen mehr zu zahlen.

Ein Wechsel von festen Abos zu nutzungsbasierten Preisen würde ohnehin längere Zeit brauchen. Wie schon bei der Einführung der Cloud könnte die Umstellung zwar kurzfristig

zu Umsatzbelastungen führen, längerfristig möglicherweise aber auch die Grundlage für steigende Umsätze schaffen.

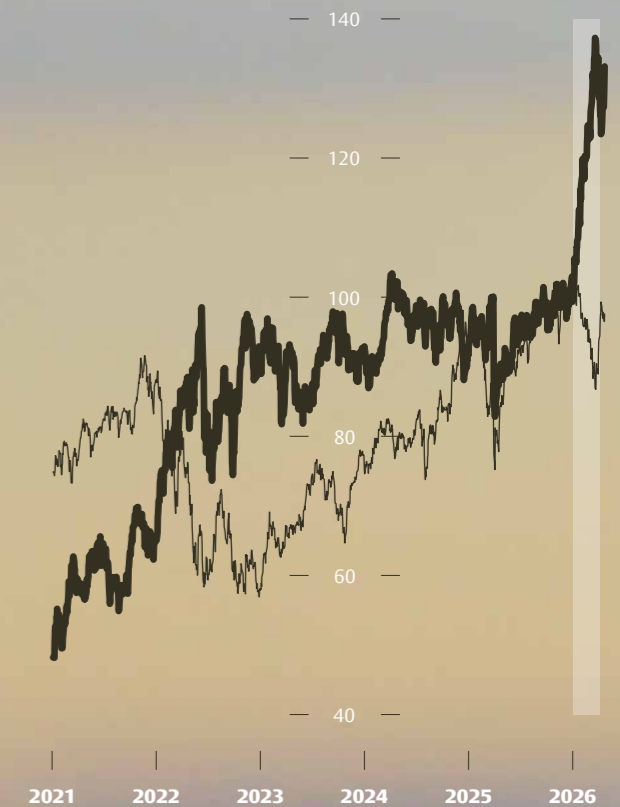
Die Börse ist aber noch skeptisch. Hier sind die traditionell zyklischeren und weniger ertragsstabilen Halbleiteraktien die Favoriten, während die Aktien der etablierten Software-Unternehmen unter dem KI-bedingten Liebesentzug der Anleger leiden (vgl. Grafik 2).

Doch nicht nur Softwareunternehmen werden aktuell als KI-Verlierer gehandelt, sondern auch Anbieter von Finanzinformationen, wie S&P Global oder Moody's, bei denen das Disruptionsrisiko weniger naheliegend und die Gewinndynamik einstweilen ungebrochen ist. Damit sind aktuell gleich mehrere Sektoren mit Unternehmen, die als zuverlässige Ertragsbringer galten, in Ungnade gefallen.

Dies gilt nicht nur für die digitale Welt, sondern auch für Aktien defensiver Konsumunternehmen, die den täglichen Bedarf an Lebensmitteln, Gesundheits- und Haushaltsprodukten befriedigen und deshalb als wenig konjunkturabhängig gelten. Hier spielen mehrere Faktoren eine Rolle: Spritzen und Medikamente, die den Appetit zügeln, demografische Entwicklungen, Verbrauchertrends, niedrigeres Wachstum in den Schwellenländern und zuletzt die Verteuerung von Benzin und Rohstoffen, die vor allem in den USA die sogenannte Erschwinglichkeitskrise verschärft haben. Das dämpft das Wachstum der defensiven Konsumwerte, die aber immer noch über einen stabilen Ertragssockel verfügen. Ähnliches gilt für große Kreditkartenunternehmen wie Visa oder Mastercard.

**LUXUS IN DER WARTESCHLEIFE**

Bei langlebigen Konsumgütern, deren Anschaffung diskretionärer Natur ist und daher aufgeschoben werden kann, wirkt sich Unsicherheit, wie wir sie beispielsweise im Zuge des Iran-Kriegs erlebten, naturgemäß noch stärker aus. Das verdeutlicht ein Vergleich der jüngsten Entwicklung von Aktien dieses Sektors, zu denen die Anbieter von Luxusgütern, Autos, Sportartikeln, aber auch große Einzelhändler wie Walmart oder Amazon zählen, mit der Entwicklung von Titeln des Energiesektors (vgl. Grafik 3).



Grafik 3  
**Gewinner und Verlierer des Ölpreisanstiegs**  
Entwicklung von Öl- und Gasunternehmen im Vergleich zu Konsumaktien (beide indiziert auf 1. Januar 2026 = 100)

— MSCI World Energy Index  
— MSCI World Consumer Discretionary Index

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2026

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



Man sollte aber nicht das Kind mit dem Bade ausschütten und glauben, all diese Dinge seien zukünftig nicht mehr gefragt und die Welt würde zukünftig nur noch aus Halbleitern und Social Media bestehen. Wozu bräuchte es diese dann?

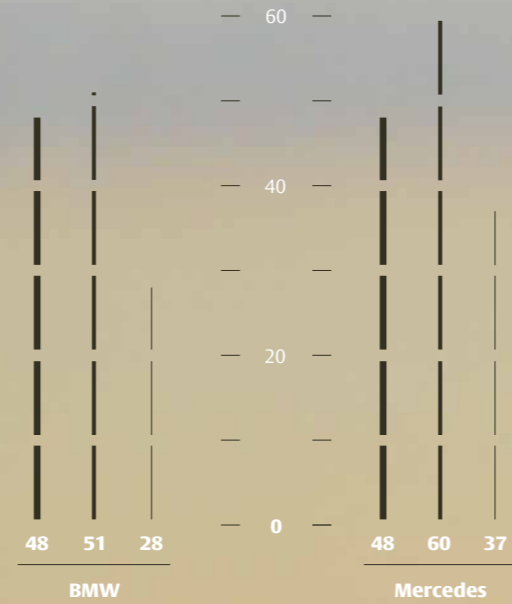
Auch wenn es angesichts der geopolitischen Lage und des hohen Ölpreises nicht gerade opportun erscheint, in konjunkturabhängige Konsumwerte zu investieren, sollte man deren Fähigkeit, rentabel zu wirtschaften und langfristig hohe Cashflows zu generieren, nicht unterschätzen.

Als Beispiel seien die deutschen Premiumautohersteller BMW und Mercedes genannt. Sie haben in den vergangenen zehn Jahren nicht nur hohe Gewinne, sondern auch hohe freie Cashflows erwirtschaftet, die in Summe den aktuellen Börsenwert übersteigen (vgl. Grafik 4).

Gut die Hälfte der Mittelzuflüsse wurde in Form von Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet, was oft vergessen wird, weil der langfristige Aktienkursverlauf diese wichtige Renditequelle verschweigt. Ein weiterer Teil wurde für den Rückkauf von Aktien verwendet, wodurch sich die Anzahl der ausstehenden Papiere entsprechend verringert und der Anteil der Altaktionäre am Unternehmen erhöht hat (anders als im Technologie-Sektor, wo der Rückkauf oft nur die neu ausgegebenen Mitarbeiteraktien kompensiert).

Zweifelsohne sind die Wachstumsperspektiven hier geringer und Konjunkturreinflüsse spürbarer. Dem stehen aber hohe Cashflows und Dividendenrenditen gegenüber, die in der jetzigen Marktphase anscheinend unter den Tisch fallen. Das gilt im Übrigen nicht nur für diese beispielhaft genannten Titel, sondern auch für viele weitere Unternehmensbeispiele aus unterschiedlichen Branchen, deren Marktwert die hohen Cashflows und Dividendenzahlungen nicht angemessen widerspiegelt (vgl. Grafik 5). ♦

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

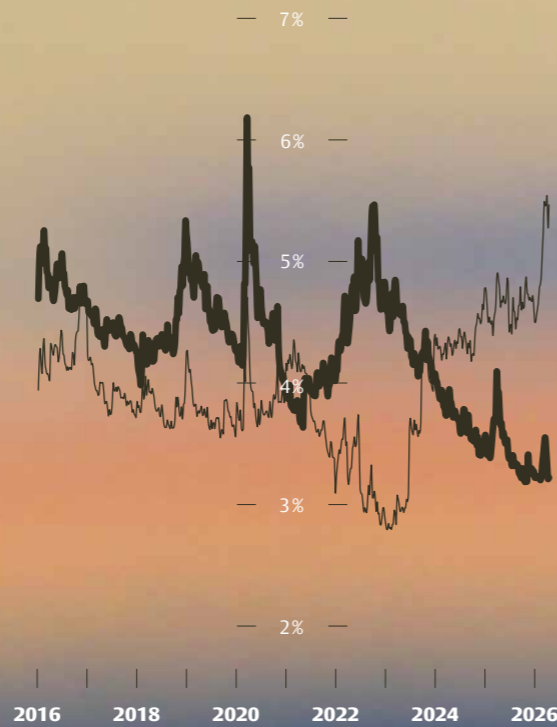


Grafik 4  
**Hohe Cashflows und Dividenden werden nicht honoriert**  
BMW und Mercedes: Aktueller Börsenwert und Summe freier Cashflows und Dividenden der letzten 10 Jahre (Angaben jeweils in Milliarden Euro)

— Aktueller Börsenwert  
— Kumulierter freier Cashflow der vergangenen 10 Jahre  
— Kumulierte Dividenden der vergangenen 10 Jahre

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2026  
Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.

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



Grafik 5  
**Freier-Cashflow-Renditen auf langjährigen Höchstständen**  
Freier-Cashflow-Renditen beispielhaft ausgewählter Titel im Vergleich zum Gesamtmarkt

— MSCI World  
— Aktienkorb\*

\* Korb aus 20 Unternehmen aus den Bereichen nichtzyklischer Konsum, diskretionärer Konsum, IT-Dienstleistungen, Finanzdienstleistungen und Gesundheit.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2026  
Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.

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

Jetzt stellt sich aber die Frage, ob Künstliche Intelligenz diesen Markt komplett verändern könnte und wie sich das auf Preise und Nachfrage auswirkt.

# NICHT ALLES AUF EINE KARTE

von Stephan Fritz

Ein Vermögen breit aufstellen – was nach Finanzphrase klingt, ist in Zeiten wie diesen wichtiger denn je. Und nicht nur in diesen. Ein Erklärungsversuch.



Monatelang hat es an der Börse nur ein Thema gegeben: Künstliche Intelligenz, kurz KI. Die Aktienkurse der vermeintlichen Profiteure, insbesondere die der großen US-Techkonzerne, sind von einem Hoch zum nächsten geklettert – und haben die Indizes mit nach oben gezogen.

Selten zuvor ist das Gewicht einer Branche so groß gewesen, noch dazu das so weniger Unternehmen aus dieser einen Branche. Wohl denen, die frühzeitig auf den KI-Zug aufgesprungen waren und sich seither über üppige Gewinne freuen können. „Konzentration“ hat sich definitiv ausgezahlt!

All jene, die vorsichtiger waren, aus welchen Gründen auch immer, haben dagegen den Kursen hinterherschauen und sich berechtigterweise die Frage gefallen lassen müssen, warum sie nicht auch im fahrenden Zug sitzen?

Ja, warum eigentlich nicht?

Womöglich fühlt sich der ein oder andere an die Jahrtausendwende erinnert, an die Dotcomblase und deren Platzen. An den Kater nach dem vorangegangenen Rausch, daran, dass rund fünf Billionen US-Dollar Börsenwert vernichtet wurden. „Konzentration“ ist endlich. Irgendwann verlieren Erwartungen jeglichen Realitätsbezug. Und dann bewegt sich der Markt zurück in Richtung „Normalität“. Genauso ist es in der Vergangenheit immer gewesen. Und genauso wird es im Falle der KI auch sein.

### NIEMAND WEISS ...

Nur weiß niemand, wann es so weit sein könnte. Sind die jüngsten Rücksetzer ein Vorbote für ein Ende des Hypes gewesen? Vielleicht. Womöglich. Eventuell. Kann sein, muss aber nicht.

Anders als zur Jahrtausendwende sind die Unternehmen, deren Aktienkurse in den vergangenen Jahren und Monaten immer weiter gestiegen sind, hochprofitabel. Anders als da-

mals steckt also mehr hinter dem Hype als vage Hoffnungen und lebhaftes Fantasie.

Gut möglich also, dass die KI-Rally – nach kleinerer Unterbrechung – weitergeht, trotz (oder gerade wegen) des Irankriegs, trotz der damit verbundenen Sorgen um die weltweite Energieversorgung und damit das globale Wirtschaftswachstum.

Für mich, für uns ist das Thema höchstrelevant, weil auch wir in der jüngeren Vergangenheit oft gefragt worden sind, warum wir nicht mehr Tech-Aktien „an Bord haben“. So wie wir derzeit gefragt werden, warum wir keine größeren Beteiligungen an Ölunternehmen besitzen.

Ich vermute fast, die Antwort darauf ist nur bedingt zufriedenstellend. Dennoch möchte ich sie geben, es zumindest versuchen – und ein wenig ausholen.

Flossbach von Storch ist Ende der 1990er-Jahre (und damit inmitten des Dotcomhypes) gestartet – als klassischer Vermögensverwalter. Klassische Vermögensverwaltung, nichts anderes ist für uns auch das Management von Multi-Asset-Fonds. Vermögen möglichst erhalten und über die Zeit auskömmliche Renditen erwirtschaften. An dieser Aufgabenstellung hat sich in all den Jahren nichts verändert.

Aber was bedeutet das konkret, in der Umsetzung?

Vermögen zu erhalten, heißt zuallererst, potenzielle Kapitalmarktrisiken zu reduzieren. Das tun wir, indem wir das uns anvertraute Vermögen – stark vereinfacht ausgedrückt – möglichst breit aufstellen und verteilen. Auf verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel und Währungsräume. Was so einfach klingt, ist doch so schwer.

### WIR SUCHEN „BERECHENBARKEIT“

In der Diversifikation spiegelt sich die Einsicht des Investors wider, nicht alles wissen zu können, sich aber bestmöglich

vorbereiten zu wollen. Auf verschiedene Szenarien, nicht nur das eine – auf mögliche Krisen und deren Folgen. Krisen und Kriege, wie der im Nahen Osten. Wohl wissend, dass es keine Wundermittel oder beste Strategien gibt an der Börse. Wenn es kracht, kommt gewöhnlich niemand schadlos davon; aber wir können die auftretenden Schmerzen lindern, so gut es geht ...

Diversifikation statt „Konzentration“ lautet demnach unser Motto. Auch wenn Diversifikation temporär Rendite kostet, eben weil man sich für verschiedene Szenarien wappnen muss.

Wir wissen nicht, was als nächstes passiert. Das sollten wir uns stets bewusst machen. Noch wichtiger ist die daran anschließende Frage: Was kann, was darf alles passieren, ohne dass ein Vermögen allzu großen Schaden nimmt?

Diversifikation ist Teil der Antwort darauf.

Es gibt Phasen, zugegeben, in denen wirkt dieses Motto wie aus der Zeit gefallen. Wie ein Western von gestern. Weil die Opportunitätskosten der Diversifikation zu hoch erscheinen. Nichtsdestotrotz sind wir davon überzeugt, dass dieser Ansatz langfristig trägt und die Nerven der Anleger schont.

Dazu passt – bezogen auf die Aktienauswahl – auch unsere Vorliebe zu eher langweiligen Geschäftsmodellen, etwa die Hersteller von Gütern des täglichen Bedarfs. Allzu viel Wachstumsfantasie steckt in diesen Titeln gewiss nicht. Dafür lässt sich deren langfristige Ertragsentwicklung einigermaßen gut vorhersagen; was nicht heißt, dass auch deren Aktienkurse zuweilen kräftig schwanken können.

Berechenbarkeit ist das, was wir zuallererst suchen, aus Überzeugung und aus Erfahrung, wohl wissend, dass Fantasie gewöhnlich der viel größere Kurstreiber ist. Deswegen investieren wir auch in den Techbereich – aber wohldosiert.

Es gibt Phasen, in denen wir hinter dem Trend und damit hinter dem Markt herlaufen. In denen die Aktien, auf die

wir schwerpunktmäßig setzen, links liegen gelassen werden von den allermeisten Investoren, weil andere Unternehmen und deren Wachstumspotenziale schlicht interessanter erscheinen. Die Börsenkurse der Versmähten den Unternehmenswert nicht adäquat widerspiegeln – für den Moment.

Das Problem für kaufmännisch denkende Investoren wie uns ist, dass sich Wachstumspotenzial schlecht rechnen lässt, eher fühlen. Und das reicht uns in der Regel nicht aus.

### DER PHILOSOPHIE TREU BLEIBEN

Ein Beispiel sind die Ölkonzerne, deren Aktien seit Ausbruch des Irankriegs wieder in aller Munde sind. Wenn Sie den Vorstand eines dieser Konzerne fragten (was wir in der Vergangenheit des Öfteren getan haben), was er denn meine, wo die Ölpreise in fünf Jahren stünden, zuckte der nur mit den Schultern. Wer weiß das schon?

Was nicht heißt, dass Ölk Aktien über eine gewisse Zeit nicht ein sehr gutes Investment sein können. Nur kalkulieren lässt sich das schwer. Und deshalb sind wir seit jeher zurückhaltend bei Branchen und Unternehmen, die sehr stark von exogenen Faktoren abhängig sind.

Wir sind zuletzt oft gefragt worden, ob es nicht ratsam wäre, unsere Anlagestrategie dahingehend anzupassen, eben stärker jenen Trends zu folgen, die an der Börse gespielt würden. Nein, wäre es nicht. Verlässlichkeit und Berechenbarkeit sind unser höchstes Gut. Dafür stehen wir seit Unternehmensgründung. Wir bleiben unserer Anlagephilosophie treu. Weil wir fest davon überzeugt sind, dass sich das langfristig auszahlen wird. An der Börse braucht es Geduld – auch wenn das zuweilen schwerfällt. ♦

---

*Stephan Fritz ist Portfolio Director Multi Asset bei der Flossbach von Storch SE in Köln.*

Wenn

**U** **n** **s** **i** **c** **h** **e** **r** **h** **e** **i** **t** **e** **n**

zunehmen



von Kubilay Yalcin

Der neue Nahostkonflikt sorgt für Schlagzeilen. Was Aktienanleger jetzt wissen müssen und wie wir Portfolios ausrichten.

Seit Beginn des Konflikts mit dem Iran ist die Nervosität an den Aktienmärkten Anfang März zurückgekehrt. Vor allem die Energiepreise stiegen deutlich an, und auch andere Rohstoffe wurden knapper.

An den Aktienbörsen zeigten sich zunächst starke Bewegungen bei besonders betroffenen Unternehmen. Energiepreise legten zu, wobei viele von ihnen bereits zuvor durch Kursanstiege einiges vorweggenommen hatten, während vor allem Fluggesellschaften deutlich unter Druck gerieten.

Oberflächlich wirkte die Lage zunächst wenig dramatisch, da es neben Verlierern auch Gewinner gab. Verluste konzentrierten sich auf zyklische Branchen, beschränkten sich jedoch nicht allein darauf. So gerieten auch defensive Bereiche wie Basiskonsum sowie Teile des Technologie-Sektors unter Druck. Häufig waren hierfür weniger fundamentale als technische Faktoren verantwortlich, was das Sentiment belastete.

#### WELCHES SZENARIO?

Entscheidend für die weitere Entwicklung wird sein, ob sich der Krieg ausweitet und wie lange dieser letztlich anhält. Die Region rund um die Straße von Hormus beherbergt zentrale Produzenten fossiler Brennstoffe, weshalb der Konflikt preistreibend auf den Ölpreis wirkt – was Erinnerungen an frühere Krisen weckt.

Und die Ölkrise der 1970er-Jahre führten zu globalen Rezessionen. Dennoch gibt es Unterschiede. So ist die Abhängigkeit der westlichen Volkswirtschaften von Öl und Gas im Vergleich zu den 1970er Jahren ein Stück weit gesunken. Was ist jedoch mit dem Jahr 2022, das vielen noch in Erinnerung ist? Damals führte der russische Angriff auf die Ukraine zu einer Energiekrise in Europa. Auch in den USA verstärkte sich mit den steigenden Energiepreisen die Inflation, was deutliche Zinserhöhungen nach sich zog. Doch damals traf der Ölpreisanstieg auf bereits gestörte Lieferketten, die Preise waren bereits zuvor empfindlich gestiegen. Die dann hohen Energiepreise verschärften die Situation.

Historische Szenarien sind nie ohne Weiteres auf die Gegenwart übertragbar. Doch auch heute würde ein angebotsseitig getriebener Inflationsanstieg bei einer gleichzeitig schwä-

cher werdenden Konjunktur wie eine zusätzliche Belastung für Unternehmen und Verbraucher wirken und das Wachstum dämpfen. Keine guten Aussichten also.

#### INVESTIEREN BEI UNSICHERHEIT

Besonders betroffen wären von einem solchen Szenario Anbieter von zyklischen Konsumgütern, also von Gütern, die nicht lebensnotwendig sind und deren Nachfrage typischerweise stark auf Einkommensveränderungen reagiert. Für solche Unternehmen wird es entscheidend sein, wie flexibel ihre Lieferketten aufgestellt sind, wie abhängig sie von Energie sind und ob ihre Margen ausreichen, um Kostenschocks abzufedern. Entsprechend haben Indizes mit einem hohen Anteil an zyklischen Unternehmen, wie der deutsche Aktienindex Dax, zeitweise deutlich nachgegeben.

Doch selbst Technologie-Unternehmen könnten indirekt vom Nahostkonflikt betroffen sein, etwa durch den hohen Energiebedarf von Rechenzentren oder Abhängigkeiten in der Halbleiterproduktion.

Vor diesem Hintergrund haben wir nicht nur jedes der Unternehmen, in die wir investiert sind, noch einmal auf den Prüfstand gestellt. Es bleibt aus unserer Sicht auch eine breite Diversifikation über Branchen und Währungsräume hinweg unerlässlich. Sich auf ein einzelnes Szenario festzulegen, wäre angesichts der Unsicherheit spekulativ. Zudem federt unsere Ausrichtung auf Qualitätsunternehmen mit soliden Bilanzen und attraktiven Geschäftsmodellen manche Entwicklung nach unten ab.

#### NICHT DIE EINZIGE DISRUPTION

Wegen der geopolitischen Risiken geriet zudem eine weitere Entwicklung zuletzt etwas in den Hintergrund, die die Märkte bereits zuvor verunsichert hat: Die Auswirkungen Künstlicher Intelligenz (KI). Bis Ende Februar waren sie der zentrale Kurstreiber an den Aktienmärkten.

Dabei wurden Unternehmen zunehmend in Gewinner und Verlierer dieses Trends unterteilt. Während Halbleiter und Hardware in die Gewinner eingruppiert wurden und teils stark zulegten, geriet insbesondere der Softwaresektor un-

ter Druck. Zeitweise fiel dessen relative Entwicklung sogar schwächer aus als nach dem Platzen der Dotcomblase nach der Jahrtausendwende.

Zwei zentrale Sorgen trieben Investoren hier um: Zum einen könnten klassische Softwaremodelle durch Künstliche Intelligenz an Bedeutung verlieren, etwa durch Effizienzgewinne oder autonome Systeme. Zum anderen könnte der Wettbewerb zunehmen, da Software schneller und günstiger entwickelt werden kann. Wir nehmen beide Sorgen sehr ernst. Doch aus unserer Sicht sind Unternehmen differenzierter zu betrachten.

Während austauschbare Standardsoftware unter Druck geraten dürfte, verfügen Anbieter unternehmenskritischer Software über strukturelle Vorteile, etwa durch tiefe Integration oder regulatorische Anforderungen. Das gilt unseres Erachtens auch für Unternehmen mit eigenen Daten und Netzwerkeffekten. Diese Vorteile mögen nicht dauerhaft oder garantiert sein, verschaffen diesen Unternehmen jedoch Zeit, sich anzupassen. In vielen Unternehmen wird intensiv daran gearbeitet, KI zu integrieren. Doch vielen Softwarefirmen wird eine erfolgreiche Transformation vom Markt bislang nicht zugetraut. Dabei ist der Technologie-Wandel tief in dieser Branche verankert.

#### FAZIT

Wenn geopolitische Konflikte, aber auch der technologische Wandel für Unsicherheit sorgen, können wir als aktive Investoren schnelle Erfolge zwar nicht erzwingen, aber die Grundlage für langfristige legen. Ist doch die Ertragskraft der Qualitätsunternehmen in unseren Portfolios historisch gesehen hoch. Mit diesem klaren Fokus auf Qualität verbunden mit einer breiten Diversifikation fühlen wir uns auch in diesen unsicheren Zeiten gut aufgestellt. ◆

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

Wenn geopolitische Konflikte, aber auch der technologische Wandel für Unsicherheit sorgen, können wir als aktive Investoren schnelle Erfolge zwar nicht erzwingen, aber die Grundlage für langfristige legen.

von Lars Conrad

# Bewegung braucht ein

**ZIEL**

Der Anleihemarkt steht vor großen Herausforderungen. Die Papiere bis zum Ende halten und den Kuponzins aussitzen, reicht da nicht mehr. Jetzt ist eine aktive, globale und flexible Anlagestrategie gefragt.

→

Fixed Income, wie die Anlageklasse der Anleihen international genannt wird, klingt nach Stabilität. Ein berechenbares Einkommen ohne Risiken, wer möchte das nicht? Planbarkeit und Berechenbarkeit sprechen für die Anleihen, aber die Realität der vergangenen Jahre zeigt ein differenziertes Bild: Inflationsschocks, abrupte Zinswenden, geopolitische Spannungen. Hinzu kommen volatile Rohstoffpreise und eine strukturell steigende globale Verschuldung. Entwicklungen wie diese haben die Spielregeln im Anleihemarkt grundlegend verändert.

Zuletzt bewegte der Krieg im Iran die Märkte. Rasant steigende Ölpreise können massive Auswirkungen auf die Wirtschaft haben – nicht zuletzt, weil die Preise – nicht nur fürs Heizen und Tanken – steigen. Damit es zu nachhaltigen Auswirkungen auf die Inflation und den Zinsmarkt kommen kann, müsste die neue Ölkrise allerdings lange andauern. Ob die Krise tatsächlich ein halbes Jahr oder länger dauert, bleibt abzuwarten. Fundierte Prognosen dürften hier wohl schwierig sein.

In einem solchen Umfeld entsteht Mehrwert bei Bonds nicht durch starres Indexdenken. Hier ist eine robuste Anlagestrategie gefragt, die sich über viele Jahre bewährt hat – in guten wie in schlechten Zeiten. Die Basis dafür ist pragmatisches, kaufmännisches Denken und Handeln. Klare Überzeugungen, Unabhängigkeit und aktives Management. Wir verstehen Anleiheinvestments nicht als Fixed Income, sondern als Active Income. Was das aus unserer Sicht in der Praxis konkret bedeutet, haben wir einmal in acht Kapiteln zusammengefasst.

### **FREIHEIT SCHAFFT RENDITECHANCEN**

Die einschlägigen Benchmarks, die viele ETFs spiegeln, helfen dabei wenig. Die Logik klassischer Anleiheindizes ist einfach: Wer die meisten Schulden hat, erhält das höchste Gewicht. Für Investoren bedeutet das eine implizite Konzentration auf die größten Emittenten – unabhängig von deren Attraktivität.

Wir investieren wie gute Kaufleute. Preis und Leistung müssen stimmen. Wer am Anleihemarkt erfolgreich sein möchte,

sollte die relativen Bewertungen der verschiedenen Marktsegmente genau analysieren und zwischen Sektoren und einzelnen Anleihen umschichten, wenn dies gerechtfertigt erscheint. Überbewertete Anleihen und Sektoren können so gemieden werden. Die Duration sollte mit Blick auf das Risiko-Ertrags-Verhältnis zu einem bestimmten Zeitpunkt ausgerichtet werden, um das volle Potenzial auszuschöpfen, anstatt sich durch starre Vorgaben einschränken zu lassen. Wir steuern unsere Anleiheportfolios daher grundsätzlich benchmark-frei. Das bedeutet:

- Keine strukturelle Index-Orientierung.
- Keine künstlichen Gewichtungsvorgaben.
- Keine erzwungenen Allokationen.

Stattdessen steht allein die kaufmännische Chance-Risiko-Analyse im Mittelpunkt. Wo werden Risiken angemessen vergütet? Wo nicht? Wo entstehen Opportunitäten? Diese Freiheit ermöglicht es uns, Duration, Bonitätssegmente, Regionen und Risikoprämien aktiv und unabhängig zu steuern – mit einem klaren Ziel: langfristig möchten wir attraktive risikoadjustierte Erträge erzielen. Die Vorteile nutzen, die die Anlageklasse Anleihen zu bieten hat.

### **„AKTIV“ INVESTIEREN BEDEUTET:**

POSITION BEZIEHEN –  
UND DIESE AUCH WIEDER VERÄNDERN

Der Anleihemarkt ist geprägt von schnellen Stimmungswechseln und abrupten Regimewechseln. Das gilt nicht nur bei Öl- oder Covid-Krisen. Narrative kommen und gehen. Sie ändern sich oftmals schneller als erwartet – sei es durch neue Inflationsdaten, geldpolitische Signale oder geopolitische Ereignisse.

Vor diesem Hintergrund verstehen wir uns daher ausdrücklich nicht als Buy-and-hold-Investor. Wir sind Bond-Picker. Was bedeutet das in der Praxis? Aktives Management bedeutet für uns, Positionen konsequent aufzubauen, wenn das Chan-

ce-Risiko-Verhältnis überzeugt. Risiken gilt es hingegen zügig zu reduzieren, immer dann, wenn Bewertungen ausgereizt erscheinen. Oberste Priorität muss immer die Handlungsfähigkeit bleiben. Dazu halten wir Liquidität dauerhaft strategisch vor, um auch in Stressphasen immer einsatzbereit zu sein. Nur so lassen sich Marktineffizienzen (die immer auch Chancen bieten können) gezielt nutzen. Unser Ziel: Wir reagieren nicht nur auf die Vorgaben der Märkte – wir agieren.

### **GLOBAL INVESTIEREN:**

DORT SEIN, WO DAS  
CHANCE-RISIKO-VERHÄLTNIS ÜBERZEUGT

Die Weltwirtschaft verläuft nicht synchron. Notenbanken befinden sich in unterschiedlichen Zinszyklen, Inflationsdynamiken divergieren, politische Risiken sind regional sehr verschieden. Gerade diese Asynchronität schafft Chancen. Ein globaler Ansatz bedeutet für uns, relative Bewertungsunterschiede zwischen den Regionen zu nutzen. Nur so lassen sich Opportunitäten nutzen, die in rein regionalen Strategien ungenutzt bleiben (müssen).

Dabei sollten die möglichen Risiken natürlich immer im Blick behalten werden. Wichtig ist etwa die aktive Steuerung von Währungs- und Durationsprofilen. Wir setzen niemals alles nur auf eine Karte: Nur eine breite Diversifikation, das sinnvolle Streuen möglicher Risiken, schützt in einer Welt zunehmender Verschuldung. Eine globale Aufstellung ist so nicht nur ein Renditetreiber – sie ist ein zentraler Stabilitätsfaktor, wenn Risiken bewusst diversifiziert werden.

### **FLEXIBILITÄT ALS SCHLÜSSEL ZUR ROBUSTHEIT**

Letztlich sind aktives Portfoliomanagement und Flexibilität zwei Seiten derselben Medaille. Flexibilität zeigt sich nicht nur in der Allokation, sondern auch in der Wahl der Anlageinstrumente. Je nach Marktumfeld können unterschiedliche

**Nicht umsonst verzichten wir seit jeher konsequent auf Kurzfristprognosen, geben keine Kalenderjahresausblicke. Wir glauben, dass diese für den langfristigen Anlageerfolg nicht nur obsolet sind, sondern diesen sogar gefährden können.**



Bausteine einen entscheidenden Mehrwert liefern. Zuletzt zeigte sich das am Anleihemarkt ganz konkret, etwa bei ...

- ... Inflationsgeschützten Anleihen, die Absicherung und Opportunität kombinieren.
- ... Futures, Optionen und Zinsswaps (also Derivate, Finanzinstrumente, deren Wert sich an einem zugrunde liegenden Basiswert orientieren), die dabei helfen, Duration und Zinskurvenexposition präzise zu steuern.
- ... einer gezielten Positionierung entlang der Laufzeitenstruktur, bei der es deutliche Bewegungen gab.
- ... der selektiven Nutzung attraktiver Risikoaufschläge im Investment-Grade-, Hybrid- oder High-Yield-Segment (die zeitweise auf historische Tiefststände fielen).

Wichtig ist immer, den Rahmen nicht zu verlassen. Wir sehen uns als langfristige Investoren, nicht als kurzfristige Spekulanten. Die genannten Instrumente setzen wir daher niemals dogmatisch ein. Wir agieren opportunistisch – aber immer mit Blick auf das Gesamtportfolio und dessen Robustheit.

### GEGEN DEN STROM

Die Basis einer aktiven Anlagestrategie am Anleihemarkt ist das bewusste antizyklische Handeln. Nur so lassen sich Chancen und Risiken ins Gleichgewicht bringen. Wenn sich die Risikoaufschläge in einem bestimmten Marktsegment stark ausweiten und die Unsicherheit plötzlich die Kaufentscheidungen vieler Marktteilnehmer dominiert, entstehen häufig die attraktivsten Einstiegsniveaus. Gleichfalls reduzieren wir Engagements, wenn Bewertungen ambitioniert oder überzogen erscheinen.

Wie sieht das in der Praxis aus? Zwei Beispiele aus der Vergangenheit zeigen, wie unser Ansatz funktioniert.

Im April 2025 kam es zum „Liberation Day“ in den USA. Donald Trump betrat die Bühne und hielt einige Schilder in die Kameras, auf denen stattliche Zölle standen. Es folgten massive

Unsicherheiten an den Märkten. Im eskalierenden Zollkonflikt positionierten wir unser Bondportfolio bewusst liquide, der Fokus lag auf guten Bonitäten. Als sich die Risikoaufschläge kurzfristig deutlich ausweiteten, nutzten wir die Opportunität, um Unternehmensanleihen im unteren Investment-Grade-Segment sowie selektiv im High-Yield- und Hybrid-Bereich taktisch aufzustocken. Dann realisierten wir die Gewinne, als die Ruhe am Markt zurückkehrte und sich die Renditeaufschläge bei schwächeren Bonitäten wieder normalisierten.

Zuvor gab es eine andere prägende Entwicklung. Im Nachklang der Covid- und Ukraine Krise stiegen die Inflation und in der Folge die Leitzinsen der Notenbanken rasant an. Im vierten Quartal 2023 kam es dann in den USA zu einer geldpolitischen Wende: dem „Fed-Pivot“, einer Zinswende, nach der die Renditen am Markt sanken. Bereits vor Jerome Powells „U-Turn“ haben wir die Duration des Portfolios erhöht. Als der Vorsitzende der Federal Reserve den Kurswechsel auf einer Pressekonferenz signalisierte, setzte eine Jahresend rally bei den Anleihekursen ein, von der wir substantiell profitieren konnten.

Die beiden Beispiele spiegeln unser Selbstverständnis bei allen Anlageentscheidungen. Wir möchten bei Marktbewegungen vorbereitet sein, flexibel handeln, Entscheidungen diszipliniert umsetzen.

### RENDITE IST KEIN ZUFALLSPRODUKT – SONDERN DAS ERGEBNIS AKTIVER STEUERUNG

Der Zinsmarkt bietet eine Vielzahl von Renditequellen. Dabei geht es nicht nur um die Kupons, den vom Emittenten garantierten jährlichen Zins auf den Nennwert einer Anleihe. Bonds können an einem globalen Markt gehandelt werden, und das täglich. Die Nachfrage spiegelt sich im Kurs einer Anleihe. Letztlich geht es immer darum, wie viel ein Käufer bereit ist, für ein Papier im Bestand zu zahlen.

Erträge im Anleihemarkt entstehen aus unterschiedlichen Quellen, einige Beispiele wären:

- Zinsniveau und Duration
- Kreditrisikoprämien
- Währungsbeiträge
- Positionierung auf der Zinsstrukturkurve, die verschiedene Laufzeiten abbildet
- Liquiditätsprämien
- Relative-Value-Chancen, die sich ergeben können, wenn es große Preisunterschiede bei ähnlichen Anleihen am Markt gibt

Aktives Management bedeutet, diese Ertragsquellen bewusst zu orchestrieren – und nicht passiv zu akzeptieren. Wie in einem guten Konzert müssen alle Instrumente zusammenspielen, nur dann entsteht Musik und ein Gesamtkunstwerk.

Bei jeder unserer Anlageentscheidungen entscheiden wir daher ganz gezielt, in welchen Währungsräumen wir Duration aufbauen und in welchen Laufzeiten wir investieren. Es geht immer auch darum, in welchen Bonitätssegmenten wir Risikoprämien vereinnahmen und wann wir das Risiko reduzieren und unser Kapital sichern. Nur so kann aus Fixed Income ein dynamisch gesteuertes Ertragsportfolio werden.

### WELT IM WANDEL

Eine Anlagestrategie muss sich in verschiedenen Marktumfeldern bewähren. Renditebetrachtungen von ein paar Monaten helfen aus unserer Sicht da nicht weiter. Nicht umsonst verzichten wir seit jeher konsequent auf Kurzfristprognosen, geben keine Kalenderjahresausblicke. Wir glauben, dass diese für den langfristigen Anlageerfolg nicht nur obsolet sind, sondern diesen sogar gefährden können.

Nichts bleibt, wie es ist. Was Politiker gerne als Zeitenwende, Epochenbruch oder Jahrhundertkrise bezeichnen, gibt es immer wieder. Inflationen kommen und gehen, Hoch- und Niedrigzinsen wechseln sich über lange Zeiträume ab. Trotzdem sahen wir zuletzt einige grundsätzliche Veränderungen.

Die Anleihemärkte sind heute wesentlich komplexer und volatil als noch vor einer Dekade. Inflation ist kein theoretisches Risiko mehr, die Verschuldungsdynamiken der Industrieländer sind strukturell und geopolitische Risiken dauerhaft präsent.

In einem bewegten Umfeld wird Passivität selbst zu einem Risiko. Active Income bedeutet (kurz zusammengefasst) für uns:

- Die Unabhängigkeit von Benchmark-Zwängen.
- Globale Diversifikation und ein Fokus auf Opportunitäten, die sich weltweit bieten können
- Ein antizyklisches Handeln.
- Eine konsequente und flexible Risiko-Ertrags-Orientierung.

Unser aktiver, globaler und flexibler Ansatz schafft aus unserer Sicht die Grundlage für robuste Portfolios und nachhaltige Mehrerträge. Denn Rendite im Anleihemarkt ist heute nicht mehr „fixed“. Sie ist das Ergebnis klarer Überzeugungen und aktiver Entscheidungen.

Letztlich geht es immer darum, im Laufe der Zeit in allen wahrscheinlichen Szenarien eine ansprechende Wertentwicklung zu erreichen. Das bedeutet nicht, zu jedem Zeitpunkt immer das richtige Szenario zu treffen. Der Wunsch, jederzeit positiv abzuschneiden, ist oftmals das größte Hindernis beim Erreichen des Ziels, eine exzellente Wertentwicklung zu bieten. ♦

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

# Wenn der Goldpreis plötzlich

# fä

# |

# |

# t

von Bert Flossbach

Gold ist die ultimative Währung, auch in Krisenzeiten. Warum es dennoch zu markanten Preisbewegungen kommen kann.



Grafik  
**Gold als Liquiditätsgarant**  
Goldpreisentwicklung seit 2021  
in US-Dollar je Unze

Quelle: LSEG Datastream,  
Flossbach von Storch,  
Daten per 30. April 2026

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

In Krisenzeiten steigt der Wunsch nach Stabilität, auch bei der privaten Geldanlage. Dann rückt ein Edelmetall in den Fokus, das seine Funktion als Wertspeicher seit Jahrtausenden erfüllt. Gold steht für Stabilität, auch wenn die Kanonen donnern.

Und tatsächlich: Die geopolitischen Unsicherheiten, die steigende Staatsverschuldung und eine schwächere Wirtschaft bei moderat steigender Inflation machen Gold zu einem langfristigen Stabilitätsanker und sinnvollen Baustein für ein gut diversifiziertes Vermögen.

Während des Nahostkonfliktes zeigte sich aber, dass der Goldpreis kurzfristig stark schwanken kann. In Krisenzeiten, wenn Anleger, aus welchen Gründen auch immer, rasch Liquidität benötigen steht Gold als Liquiditätsgarant rettend zur Seite. Während geschlossene Fonds per Definition illiquide sind, Private-Credit-Fonds den Zugriff ihrer Investoren einschränken und bei Aktien die Kurse schon gefallen sind, ist Gold ein verlässlicher Liquiditätsanbieter (vgl. Grafik).

Erfahrene Anleger verunsichern solche Preisbewegungen kaum. Wenn Liquidationen den Goldpreis in Krisenphasen drücken, ist das eher ein Luxusproblem. Im Vergleich zu anderen Anlageklassen blieb der Preis auch während des Nah-

ostkonfliktes noch relativ hoch. So lag der Goldpreis selbst am Ende der jüngsten Verkaufswelle Ende März im Vergleich zum Jahresanfang immer noch im Plus, obwohl der Rückgang vom Hoch fast zwanzig Prozent betrug.

Dennoch sind es solche starken Preisschwankungen, die Gold in den Augen vieler Anleger riskant erscheinen lassen. Dabei ist das Edelmetall vielen ökonomischen Risiken, die andere Anlagen prägen, gar nicht erst ausgesetzt. Es gibt kein Kredit- oder Liquiditätsrisiko. Der Wert wird nicht durch finanzielle Instabilität, Staatspleiten oder Turbulenzen an den Rohstoffmärkten bedroht. Es gibt keine Nachschusspflicht, kein Refinanzierungsrisiko, keine technologische Disruption, keine modischen Trends oder physischen Verfall.

Gold braucht keine Straße von Hormus, keinen fähigen US-Präsidenten und auch keine erfolgreiche Unternehmensstrategie. Es bleibt einfach nur Gold, beständig und liquide.

Und dennoch: Was Gold langfristig aber nicht bietet, sind das inhärente Wachstum von Aktien erfolgreicher Unternehmen oder die verlässlichen Zinserträge bonitätsstarker Anleihen. Deshalb ist Gold kein Ersatz für andere Anlageformen, sondern eine Ergänzung, die je nach Preisniveau und Anlegertyp nicht viel mehr als 5 bis 15 Prozent des Vermögens ausmachen sollte. ♦

# DER NACHFOLGER

Kevin Warsh soll demnächst der US-Notenbank Fed vorstehen. Wer ist der Mann, auf den Donald Trump offensichtlich große Stücke hält?



Wer über Kevin Warsh redet, kommt nicht umhin, auch über Jerome Powell zu sprechen, den Noch-Chef der US Federal Reserve (Fed). Warsh soll Powell nachfolgen und, geht es nach US-Präsident Donald Trump, alles anders machen – besser. Viel besser. Im Trump'schen Sinne bedeutet besser vermutlich: Zinsen runter, und zwar möglichst schnell! Und möglichst deutlich!

Niedrige Zinsen sind gut für Schuldner. Das weiß der Immobilieninvestor Trump besser als die meisten anderen Politiker. Und das will was heißen ...

Die Schulden der USA sind in den vergangenen Jahren immer weiter und immer schneller gewachsen. Ohne niedrige Zinsen werden sie sich dauerhaft nur schwerlich finanzieren lassen. Mit Sparen allein ist es nicht getan; zumal Sparen nicht zwingend zu den Kernkompetenzen eines US-Präsidenten gehört. In Zeiten von Kriegen schon gar nicht.

Powell dagegen hat sich in seiner Amtszeit zuallererst als Hüter des US-Dollars verstanden, weniger als willfähriger Finanzier des Staatsapparats. Ein Verteidiger des Geldwerts – genau so, wie es sich für einen Notenbanker, den obersten der USA noch dazu, gehört. Genau das ist sein Job, vor allen anderen: die Inflation im Griff zu haben.

## POWELL TUT, WAS SEIN JOB IST ...

Trump hat darauf mit der Zeit immer unwirscher reagiert. Auf spöttische Bemerkungen, Powell sei stets zu spät dran, folgten Beleidigungen, „Schwachkopf“ und „Verlierer“, folgten Ermittlungen wegen angeblich massiv überhöhter Kosten bei der Renovierung des Fed-Gebäudes in Washington. Trump wollte Powell unmöglich machen in der Öffentlichkeit – ihn herausekeln aus der Fed.

Nur hat der sich davon wenig beeindruckt lassen, ganz im Gegenteil. Powell hat die Tiraden des US-Präsidenten über sich ergehen lassen – und einzelne Spitzen zurückverteilt. Er hat die Unabhängigkeit der altherwürdigen Fed verkörpert.

Wenn diese Ausgabe der POSITION erschienen ist, wird Powell allerdings Geschichte sein, zumindest als Vorsitzender der Fed. Die Inthronisierung Warshs dürfte angesichts der Mehrheitsverhältnisse im Senat reine Formsache sein. Die erste Notenbank-Sitzung wird er dann im Juni leiten, so der Fahrplan.

Die Erwartungen Trumps an den Nachfolger dürften klar sein; Warsh soll im Wesentlichen das tun, was dem Willen und den Wünschen seines Fürsprechers entspricht. Aber wird der das auch genauso tun, wenn er denn erst auf Posten ist?

Warsh genießt einen ausgezeichneten Ruf. Geboren 1970 in Albany, New York, gilt er nicht als „klassischer Notenbanker“, wenngleich er bereits zwischen 2006 und 2011 Mitglied des Board of Governors der Fed war, also auch während der US-Subprime-Krise.

Ernannt wurde er vom damaligen US-Präsidenten George W. Bush – mit 35 Jahren ist Warsh



damals eines der jüngsten Mitglieder des Boards gewesen. Bush schätzte vor allem dessen Vielseitigkeit, sein Gespür für Macht, Balance und den unschätzbaren Nutzen eines guten Netzwerkes. Die Ernennung Warshs wurde damals kritisch gesehen: geldpolitisch viel zu unerfahren, hieß es.

Warsh, der zuvor über Stanford University und Harvard Law School in die Finanzwelt zu Morgan Stanley gekommen ist, hat das wenig gestört. Es sei vielmehr Ansporn gewesen, es den Kritikern zu zeigen, sagen enge Wegbegleiter über die damalige Zeit.

### TAUBE ODER FALKE?

Während der US-Subprime-Krise machte sich Warsh einen Namen als Vermittler zwischen Politik und Wall Street; aufgrund seiner guten Beziehungen verstand er die Sorgen und Nöte beider Seiten.

Interessant ist, dass er sich im Laufe seiner früheren Notenbank-Tätigkeit zum Falken entwickelt hat; regelmäßig verwies er auf die Risiken einer dauerhaft sehr expansiven Geldpolitik und einer immer weiter größer aufgeblähten Fed-Bilanz. Eine Haltung, die nicht zwingend zum Stellenprofil passt, das Trump für den künftigen Fed-Chef ausgeschrieben hat.

Aber wie passt das zusammen?

Es finden sich verschiedene Interpretationsmöglichkeiten, wenngleich es stets die eine Klammer gibt: Warshs Anpassungsfähigkeit. Trump schätzt dessen Pragmatismus. Dogmen sind Warsh fremd. Und die Nähe zur Politik macht ihm nichts aus. Trump glaubt, Warsh leicht für sich gewinnen zu können, sei es aus Dankbarkeit dafür, dass der US-Präsident ihn als Fed-Chef nominiert hat.

Zudem gibt es familiäre Bande. Warshs Frau Jane Lauder Warsh ist die Tochter von Ronald Lauder, dem Milliardär und Erben des Estée-Lauder-Konzerns. Er gilt seit Jahren als enger Vertrauter Trumps. Von Lauder kommt auch der Vorschlag, Grönland von den Dänen zu kaufen ...

Ob das Verpflichtung genug ist für Warsh nach Trumps Pfeife zu tanzen, ist dennoch ungewiss. Auch Powell ist von Trump ernannt worden, während dessen erster Amtszeit.

Vor nicht allzu langer Zeit hat der US-Präsident dann gesagt, dass sich die Kerle veränderten, sobald sie Fed-Chef seien.

Warsh ist zumindest flexibel. ◆

Vor nicht allzu langer  
Zeit hat der US-Präsident  
gesagt, dass sich die  
Kerle veränderten, sobald  
sie Fed-Chef seien.

# ESG im Knettopf

Wenn Nachhaltigkeit  
ihre Farben verliert

Unternehmen berichten heute eine Fülle von Nachhaltigkeitsdaten. Je stärker diese in aggregierten Scores vermischt werden, desto mehr verlieren sie ihre Aussagekraft. Was als Komplexitätsreduktion gedacht ist, endet nicht selten in trüber Eindeutigkeit.

von Theresa Eyerund

Erinnern Sie sich, wie Sie als Kind mit Knete gespielt haben? Oder beobachten Sie ab und zu Kinder oder Enkelkinder dabei, wie sie die bunte Masse bearbeiten? Meine Erfahrung ist: Egal, welche leuchtenden Farben und Förmchen bereitstehen, am Ende wird alles zu einem großen bräunlichen Klumpen.

Mittlerweile habe ich den Impuls, den Kindern keine neue Knete mehr kaufen zu wollen. Aber ich verstehe, dass es bei Kindern um den Prozess geht. Das Ausprobieren, das Vermischen und durchaus auch, dass sie mit Glück eine halbe Stunde friedlich beschäftigt sind. Das unangenehme Gefühl, wenn ein frischer Knettopf geöffnet wird und die strahlende Masse in einem trüben Klumpen verschwindet, bleibt bei mir allerdings. Wahrscheinlich fühlen sich manche Bilanzbuchhalter genauso, wenn ihre aufwendig berechneten und seitenweise erklärten Nachhaltigkeitsindikatoren in einem ESG-Score, Rating oder Portfoliodurchschnitt verschwinden.

## **WAS NUTZT DAS HUNDERT-FARBEN-SET, WENN AM ENDE IMMER EIN BRAUNER KLUMPEN ENTSTEHT?**

Unternehmen berichten mittlerweile eine Vielzahl von Nachhaltigkeitskennzahlen. Dazu zählen etwa der Treib-

hausgasausstoß (direkt, indirekt, bereinigt um erneuerbare Energien, entlang der Wertschöpfungskette), Wasserentnahme, -verbrauch und Abwasser, Abfälle sowie soziale Indikatoren wie Fluktuation, Diversität oder Auditergebnisse. Stellen wir uns diese Kennzahlen eines Unternehmens als einzelne bunte Knettopfchen vor. Mit jedem Topf kann man arbeiten, manche sinnvoll miteinander kombinieren und daraus neue Farben und Formen mischen.

Es bietet sich zum Beispiel an, den direkten Fußabdruck einer Fabrik durch Kraftstoffe mit dem durch Strom zu kombinieren und im Laufe der Zeit zu beobachten oder durch die Outputmenge eines in Tonnen produzierten Endprodukts zu teilen. Damit erfahre ich, ob eine Tonne mit mehr oder weniger Energie erzeugt wurde, als im Vorjahr oder im Vergleich zu einem Konkurrenten. Wenn mich aber interessiert, ob dieses Unternehmen Kraftstoffe durch Strom ersetzt, mehr erneuerbare Energie einkauft oder einfach weniger produziert hat, sollte ich nicht zu lange auf den drei Farben herumkneten. Denn dann kann ich die Gründe für die Entwicklung, die ursprünglich die einzelnen Farben durchaus transportiert haben, nicht mehr erkennen. Es entsteht eine vermischte Masse. Je mehr Farben ich zusammenschmeiße – auch die anderer Unternehmen – desto weniger Rückschlüsse kann ich ziehen. →

### DER KLUMPEN SUGGERIERT EINDEUTIGKEIT

Insbesondere bei sogenannten ESG-Ratings oder -Scores ist die Manscherei extrem. Hier werden Kennzahlen der verschiedensten Bereiche zusammengemischt, um sie in eine Zahlen- oder Buchstabenskala zu verwandeln: zum Beispiel Treibhausgasausstoß mit Diversität im Vorstand und Mitarbeiterfluktuation. Die große Beliebtheit dieser Scores beruht auf der Ambiguität von Nachhaltigkeit und ihrer moralischen Aufladung. Wie geht man damit um, wenn zwar das Umweltmanagement hervorragend ist, die sozialen Auswirkungen aber höchst umstritten? Oder wenn die Governance-Struktur eine starke Machtkonzentration zulässt, Ressourcen aber sehr verantwortungsvoll eingesetzt werden? Genau diese Ambiguitäten auszuhalten ist für uns Menschen unangenehm und anstrengend. Wir streben danach, sie aufzulösen. Entweder, indem bestimmte Informationen ignoriert oder untergewichtet werden oder, indem alles zu einer scheinbar eindeutigen Information umgeformt wird.

### BRAUNE KLUMPEN SIND KEIN STEUERUNGSTRUMENT

Kaum jemand würde wohl einen Haufen vermischter Knete vorzeigen, um eine Kaufempfehlung für den Hersteller der Masse auszusprechen. Bei ESG-Themen passiert das aber immer wieder. Die Qualität eines Fonds oder dessen ESG-Fortschritt wird an Kennzahlen gemessen, die Nachhaltigkeitsfortschritte oder -zustände nur begrenzt abbilden können. Besonders schwierig wird es, wenn der vermischte Klumpen als Steuerungsinstrument verwendet werden soll. Ein Beispiel ist die Kennzahl „finanzierte Scope-1, -2- und -3-Emissionen pro investiertem Euro“. Sie soll zeigen, wie viele Treibhausgasemissionen (über die gesamte Wertschöpfungskette) ein Investor mit seinem Portfolio „verantwortet“ oder im besten Fall „reduziert“ hat. Die Emissionen werden aus den Nachhaltigkeitsberichten entnommen, der Wert der Investitionen wird – um unterschiedliche Anlageklassen wie Anleihen und Aktien vereinen zu können – anhand einer Kennzahl, die neben

der Marktkapitalisierung auch liquide Mittel und Schulden einbezieht, bewertet. Sinkt die Kennzahl der finanzierten Emissionen des Portfolios im Jahresvergleich, kann das aber viele Gründe haben: etwa neue Unternehmen im Portfolio (mit geringerer Intensität), eine veränderte Asset-Allokation (zum Beispiel mehr Kasse oder Gold, ohne Emissionen), steigender Unternehmenswert (höherer Nenner und damit geringere Intensität) oder eben tatsächlich Emissionsreduktionen der Portfoliounternehmen. Selbst bei unverändertem Portfolio und konstantem Wert (was selten der Realität entspricht) bedeutet sinkende Emissionsintensität nicht zwingend, dass die investierten Unternehmen weniger Treibhausgase ausgestoßen haben: aktualisierte Schätzmethoden der Unternehmen oder Abspaltungen von Geschäftsbereichen können die Treibhausgasbilanz beeinflussen. Portfolioumfassende Intensitätskennzahlen bewusst zu steuern, ist daher nicht nur schwierig, sondern führt – entgegen der Annahme – auch nicht zwangsläufig zu Verbesserungen und einer Dekarbonisierung der Realwirtschaft. So wie ich die Farbe braun entweder aus rot und grün, blau und orange, gelb und violett oder rot, gelb und blau mischen kann, kann eine Kennzahl auf verschiedene Weise reduziert werden.

### IRGENDWANN IST DER SPASS VORBEI

Die Aggregation von Daten ist nicht das eigentliche Problem. Sie kann in vielen Kontexten Komplexität reduzieren und Vielschichtigkeit berücksichtigen. Das eigentliche Risiko liegt in der Interpretation der Kennzahl, die im ESG-Kontext fast immer moralisch aufgeladen ist. Eine sinkende CO<sub>2</sub>-Intensität gilt als „gut“, solange sie auf tatsächliche Emissionsreduktionen in der Realwirtschaft zurückgeht – nicht auf bilanzielle Effekte wie Wechselkursveränderungen, die den Nenner der Kalkulation verändern. Auch die einzelnen Komponenten eines Ratings tragen je nach Kontext, Unternehmen oder aktuellem gesellschaftlichen Fokus unterschiedliches moralisches Gewicht.

Verändern sich die Kennzahlen aus den „falschen“ Gründen, fühlt sich ein Verbraucher womöglich betrogen oder zwei-

felt die ursprünglichen Einzelindikatoren an. Dabei werden diese – auch durch neue Berichtspflichten – in immer besserer Qualität zur Verfügung gestellt. Besonders transparente Unternehmen im Portfoliokontext abzustrafen, um eine Kennzahl in die richtige Richtung zu bringen, ist der falsche Weg, mit den verfügbaren ESG-Daten umzugehen. Das passiert zum Beispiel, wenn Unternehmen freiwillig mehr Emissionen ihrer Wertschöpfungskette bilanzieren als andere (zum Beispiel Emissionen durch die Produktnutzung) – und damit ein unattraktiver Portfoliokandidat werden.

So mühsam es ist: Die wachsende Fülle an ESG-Daten verdient einen Moment der genauen Betrachtung, bevor sie in aggregierten Scores verschwindet. Nicht als Selbstzweck oder Beschäftigungsmaßnahme, sondern weil sie Einblicke in Strategien, Chancen und Herausforderungen bietet und so Grundlage für Analyse und Engagement eines aktiven Investors sein kann. Ein verantwortungsvoller Umgang der Daten-Leser ist genauso wichtig wie eine sorgfältige Bereitstellung.

Denn eines ist auch klar. Nach dem Kneten aufzuräumen und die Reste von Tisch und Boden zu kratzen, wenn die Kinder das Interesse an den jetzt unansehnlichen Klumpen verloren haben, macht für die Erwachsenen wenig Spaß. Ähnlich frustrierend dürfte es für die Nachhaltigkeitsabteilungen und Accountants sein, wenn ihre Unternehmen pauschalisiert und Indikatoren ohne Kontext interpretiert werden. Dann schwindet womöglich die Bereitschaft, neue Knete bereitzustellen. Auch Kunden dürften schnell das Interesse an den präsentierten Kennzahlen verlieren, wenn sich fernab des Basteltisches – also der Excel-Tabellen und Portfoliosteuerungs-Software – doch nichts verändert. ♦

Theresa Eyerund ist ESG-Analystin bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

So wie ich die Farbe braun entweder aus rot und grün, blau und orange oder rot, gelb und blau mischen kann, kann eine Kennzahl auf verschiedene Weise reduziert werden.

# Reformdruck und realistische Erwartungen

von Katrin Dorn und Ulrich Möhrle



Die Schenkung- und Erbschaftsteuer steht seit einiger Zeit im Zentrum politischer und verfassungsrechtlicher Diskussionen – wieder einmal. Die Ursachen dafür sind vielfältig.

Gestärkt wird diese Diskussion durch die beim Bundesverfassungsgericht anhängigen Verfahren, unter anderem zur Begünstigung von Betriebsvermögen (Az. 1 BvR 804/22). Dabei trägt diese Entscheidung – seit Monaten erwartet – zur politischen Unruhe und einer Vielzahl an Reformvorschlägen bei. Sowohl wissenschaftliche Institutionen, politische Parteien als auch Verbände haben die Debatte genutzt, um eigene Konzepte vorzulegen. Klar ist: Die seit Jahren unveränderten Freibeträge, komplexen Verschonungsregelungen und der stark gestiegene Vermögenszuwachs, aber auch der Finanzbedarf der öffentlichen Haushalte sowie die in der Öffentlichkeit geführte „Gerechtigkeitsdebatte“ haben den Reformdruck deutlich erhöht.

**WARTEN AUF DAS  
BUNDESVERFASSUNGSGERICHT**

Der Umfang einer möglichen Anpassung oder Reform des Erbschaft- und Schenkungsteuergesetzes wird sicherlich auch von der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts und damit davon abhängig sein, ob und inwieweit das Gericht das derzeitige Gesetz tatsächlich als verfassungswidrig ansieht. Wahrscheinlich ist, dass das Gericht jedenfalls die derzeitigen Regelungen für Großvererbe (Erwerbe von mehr als 26 Million Euro) als kritisch ansehen dürfte. Denn auch nach der letzten Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts aus dem Jahr 2014 und der daher notwendigen Gesetzesänderung ist es immer noch möglich,

dass sehr große Vermögen nahezu steuerfrei übertragen werden. Je nachdem, wie die Entscheidung des Gerichts ausgeht, dürfte oder müsste der Gesetzgeber dann erneut reagieren.

**VIELE VORSCHLÄGE**

Die Vorschläge zur Anpassung der Schenkung- und Erbschaftsteuer sind vielfältig. Sie reichen von umfassenden Reformvorschlägen mit einem grundsätzlichen Systemwechsel (insbesondere im Zusammenhang mit Betriebsvermögen, das nicht mehr begünstigt werden soll) bis hin zu punktuellen Anpassungsvorschlägen.

So hat zu Beginn dieses Jahres beispielsweise die SPD ein weitreichendes Reformpaket vorgeschlagen. Kernelemente des Vorschlags sind insbesondere ein Lebensfreibetrag in Höhe von einer Million Euro, davon 900.000 Euro innerhalb der Familie und 100.000 Euro für Dritte. Die heute geltende Zehn-Jahres-Regelung für Freibeträge würde dann entfallen. Im Zusammenhang mit Betriebsvermögen schlägt die SPD einen Unternehmensfreibetrag von fünf Million Euro für kleinere und mittlere Betriebe vor. Größeres Betriebsvermögen würde dann ohne Steuerbegünstigung der Schenkung- und Erbschaftsteuer unterliegen, lediglich eine Stundung der Steuer über bis zu 20 Jahre soll möglich sein. Zudem möchte die SPD einen einheitlichen progressiven Steuertarif einführen, ohne diesen zu benennen. Die Steuerbefreiung für das Familienheim soll beibehalten werden.

Andere Vorschläge, wie zum Beispiel vom DIW, gehen in eine ähnliche Richtung. Auch hier wird eine Abschaffung der Unternehmensprivilegien, die Erhöhung der Freibeträge auf eine Million Euro für enge Verwandte sowie die Einführung eines neuen vierstufigen progressiven Steuertarifs vorgeschlagen, wodurch Mehreinnahmen von bis zu 2,3 Milliarden Euro jährlich vereinnahmt werden sollen.

Zudem wird auch die Einführung einer Flat Tax von 10 bis 15 Prozent oder Mindeststeuer, gegebenenfalls für den Erwerb von Großvermögen, diskutiert. Solche Modelle würden die komplexen Begünstigungsregeln ersetzen und das System deutlich vereinfachen.

**NUR PUNKTUELLE ANPASSUNGEN?**

Daneben gibt es auch Vorschläge für eine punktuelle Anpassung des Gesetzes. Diese umfassen beispielsweise die Erhöhung der seit 2009 unveränderten Freibeträge, die Überarbeitung der Verwaltungsvermögensregelungen sowie die

**Klar ist: Die seit Jahren unveränderten Freibeträge, komplexen Verschonungsregelungen und der stark gestiegene Vermögenszuwachs, aber auch der Finanzbedarf der öffentlichen Haushalte sowie die in der Öffentlichkeit geführte „Gerechtigkeitsdebatte“ haben den Reformdruck deutlich erhöht.**



Ob diese Anpassung im Rahmen einer großen Reform erfolgen wird, darf bezweifelt werden. Denn der Staat benötigt verlässliche Einnahmen, deren Höhe insbesondere bei Einführung einer Flat Tax fraglich wäre.

Verschärfungen für Großvermögen (zum Beispiel strengere Bedürfnisprüfungen oder Abschmelzmodelle). Diese Ideen finden sich unter anderem in wirtschaftsnahen Gutachten. Ob und welche Anpassungen bei der Schenkung- und Erbschaftsteuer kommen, ist derzeit offen. Klar ist nur, dass zahlreiche Anpassungswünsche vorliegen und der Staat weitere Einnahmen benötigt. Eine Abschaffung der Schenkung- und Erbschaftsteuer in Deutschland, wie in Österreich oder Schweden, scheint daher unrealistisch.

Gerade auch aufgrund der geführten „Gerechtigkeitsdebatten“ scheint jedenfalls eine punktuelle Anpassung wahrscheinlich. Dies dürfte insbesondere die Steuerbegünstigung für die sogenannten Großerwerbe betreffen, weil durch diese trotz der letzten Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts 2014 immer noch sehr großes betriebliches Vermögen steuerfrei übertragen werden kann. Hier ist eine Anpassung sehr wahrscheinlich.

#### BETRIEBLICHE VERMÖGEN IM FOKUS

Ob diese Anpassung im Rahmen einer großen Reform erfolgen wird, darf bezweifelt werden. Denn der Staat benötigt verlässliche Einnahmen, deren Höhe insbesondere bei Einführung einer Flat Tax fraglich wäre. Zudem ist offen, ob Deutschland tatsächlich einen Systemwechsel in der Gestalt vornimmt, dass Betriebsvermögen nicht mehr begünstigt übertragen werden kann, sondern stets einer Besteuerung mit einem Steuersatz von 10 bis 15 Prozent unterliegen soll.

Gerade in wirtschaftlich schwierigen Zeiten dürfte dies als unpassendes Zeichen für die Unternehmen und Unternehmer in Deutschland angesehen werden. Im Ergebnis bleibt zu hoffen, dass der Gesetzgeber bei einer lediglich punktuellen Anpassung jedenfalls die strukturellen Schwächen des derzeitigen Gesetzes im Rahmen einer Anpassung mit aufgreift. Wahrscheinlich wird er aber erst tätig, wenn die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vorliegt. Insoweit müssen wir uns noch gedulden. Zugleich bleibt aber noch Zeit, angedachte Übertragungen nach dem derzeitigen – zum Teil sehr umfangreichen – Begünstigungssystem umzusetzen. ♦

i

#### ÜBER DIE AUTOREN



**Dr. Katrin Dorn**  
Partnerin bei Möhrle Happ Luther,  
Steuerberaterin, Diplom-Kauffrau,  
Fachberaterin für  
Unternehmensnachfolge DStV e.V.



**Dr. Ulrich Möhrle**  
Partner (Managing Partner) bei  
Möhrle Happ Luther,  
Rechtsanwalt, Steuerberater,  
Fachanwalt für Steuerrecht,  
Diplom-Kaufmann.

# Zinsen, Mieten, Dividenden: Renditekiller Gesundheitsabgabe



„Die Kunst der Besteuerung besteht darin, die Gans so zu rupfen, dass man die größte Menge Federn mit dem geringsten Geschrei erhält.“

– Jean-Baptiste Colbert,

Generalkontrolleur der Finanzen unter König Ludwig XIV.

Was im 17. Jahrhundert galt, ist heute aktueller denn je.

Mit einer Staatsquote von über 50 Prozent (2025) ist der Staat längst auf Rekordniveau unterwegs – doch einigen reicht das offenbar nicht. Im Gespräch ist nun eine „Gesundheitsabgabe“ auf Mieten, Zinsen, Dividenden und Kursgewinne. Klingt harmlos. Könnte aber teuer werden.

Eine Verbeitragung sämtlicher Einnahmen mit 1,5 Prozent wirkt klein. „Doch um die von der SPD genannten 36,7 Milliarden Euro einzunehmen, müssten Einnahmen von 2,45 Billionen Euro belastet werden“, kommentiert Christof Schürmann, Senior Research Analyst vom Flossbach von Storch Research Institute. Eine Zahl, die Fragen aufwirft.

Auf welcher Basis sind Milliarden-Einnahmen errechnet? Dieser Frage geht Schürmann in seinem ausführlichen Kommentar nach – und rechnet mehrere Szenarien durch.

## WAS HEISST DAS FÜR DIE ALTERSVORSORGE?

Wie auch immer mögliche Zusatzabgaben ausgestaltet wären: Die Renditen von Vermietern sowie Anlegerinnen und Anlegern, die an der Börse Geld für eine zusätzliche private Altersvorsorge sparen, gingen merklich in den Keller.

100.000 Euro Anlagekapital mit 5 Prozent Rendite wachsen über 30 Jahre auf rund 310.000 Euro – nach Steuern. Ohne die aktuell geltende Besteuerung wären es gut 432.000 Euro, also fast 40 Prozent mehr. Mit zusätzlichen Sozialabgaben bliebe deutlich weniger übrig (rote Linie in der Grafik).

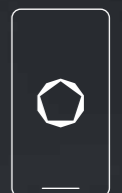
Statt neue Einnahmequellen zu erschließen, wäre womöglich das Gegenteil sinnvoll: höhere Freibeträge und bessere Anreize für langfristigen Vermögensaufbau, der vom Zinseszinsseffekt lebt. Denn, so Schürmann: „Die gesetzliche Rente wird dauerhaft nicht einmal mehr das halten können, was sie bisher versprach.“

Weniger rupfen. Mehr wachsen lassen. ◆

Eine aktuelle Übersicht über unsere Kanäle finden Sie hier:



i



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

Instagram  
flossbachvonstorch



Zwischen  
**VERANTWORTUNG**  
 und  
**ÜBERFORDERUNG**

von Tim Schort

## Die Altersvorsorge droht zur Schicksalsfrage künftiger Generationen zu werden. Aber wie denken junge Menschen überhaupt darüber?

Die Sorge um die eigene Altersvorsorge beschäftigt die junge Generation aus gutem Grund. Der demografische Wandel bringt das Kräfteverhältnis zwischen „Jungen“ und „Alten“ ins Ungleichgewicht und trübt damit die Zukunftsaussichten der gesetzlichen Rentenversicherung.

Diese Entwicklung bleibt nicht ohne Wirkung auf die Wahrnehmung junger Menschen. Im Rahmen der „MetallRente Jugendstudie 2025“ wurden junge Menschen zwischen 17 und 27 Jahren zu ihren Einstellungen hierzu befragt. Die Ergebnisse zeigen, dass sich die allermeisten Befragten keine Illusionen machen: Drei von vier befürchten, im Alter lediglich eine geringe Rente zu beziehen, verbunden mit der realen Angst vor Altersarmut.

Gleichzeitig dokumentiert die Studie ein bemerkenswertes Gegenbild: Eine große Mehrheit der jungen Menschen ist bereit, Verantwortung zu übernehmen und aktiv Entscheidungen für die eigene finanzielle Zukunft zu treffen. Es fehlt also nicht an Bereitschaft, sondern an Orientierung. Denn gleichzeitig geben rund 70 Prozent der jungen Menschen an, sich mit dem Thema Altersvorsorge kaum oder gar nicht auszukennen und sich entsprechend überfordert zu fühlen.

Diese Unsicherheit ist jedoch nicht gleich verteilt. Besonders ausgeprägt ist sie bei Frauen, Personen mit niedrigem Bildungsabschluss sowie bei Menschen mit geringem Einkommen. Die Kombination aus

Drei von vier befürchten, im Alter lediglich eine geringe Rente zu beziehen, verbunden mit der realen Angst vor Altersarmut.

→

Es geht weniger darum,  
junge Menschen von  
der Notwendigkeit der  
Vorsorge zu überzeugen.  
Dieses Bewusstsein  
ist bereits vorhanden.

hoher Betroffenheit und geringer Handlungssicherheit verschärft das Risiko langfristig.

### WAS JETZT GETAN WERDEN KANN

Ein konsistentes Bild liefern internationale und nationale Studien: Finanzielle Bildung erweist sich als entscheidender Hebel. So zeigen unter anderem der OECD Pensions Outlook sowie die Finanzbildungsstudie 2022, dass ein besseres Verständnis finanzieller Zusammenhänge nicht nur Wissen vermittelt, sondern auch Einstellungen verändert.

Wer Risiken einschätzen kann und zentrale Konzepte der Altersvorsorge versteht, entwickelt eher die Motivation, frühzeitig und strukturiert vorzusorgen. Mit wachsender finanzieller Kompetenz sinken die Kosten der Informationsbeschaffung und -verarbeitung. Entscheidungen werden einfacher, Planungsprozesse klarer und die Hemmschwelle, sich mit der eigenen Zukunft auseinanderzusetzen, nimmt ab. Studien zeigen sehr klar, dass finanziell gebildete Menschen zuversichtlicher hinsichtlich ihrer Altersvorsorge sind, deutlich eher private Altersvorsorgeprodukte nutzen, ihre Finanzen langfristig planen und sich auch an diese Planung halten.

Die Herausforderung ist somit klar umrissen: Es geht weniger darum, junge Menschen von der Notwendigkeit der Vorsorge zu überzeugen. Dieses Bewusstsein ist bereits vorhanden. Vielmehr bedarf es zielgerichteter Bildungs- und Unterstützungsangebote, die aus Bereitschaft tatsächliche Handlungsfähigkeit entstehen lassen.

Die Altersvorsorge der Zukunft wird damit nicht nur eine Frage der Systeme sein, sondern auch eine der individuellen Befähigung durch eine Verankerung von Wirtschafts- und Finanzbildung für alle. ♦

---

*Tim Schort arbeitet für die  
Flossbach von Storch Stiftung.*



Die Flossbach von Storch Stiftung macht sich dafür stark, die Wirtschafts- und Finanzbildung von Schülerinnen und Schülern, Studierenden und der breiten Bevölkerung zu fördern und zu verbessern. Denn wer Zusammenhänge versteht, kann kritische Fragen stellen, Plausibilitäten überprüfen und sich bewusst um seine wirtschaftliche Situation kümmern – heute und für die eigene Zukunft. Dazu braucht es kein Expertenwissen.

Unser Antrieb ist die Vision einer starken und demokratischen Gesellschaft, in der jeder Mensch ein selbstbestimmtes und unabhängiges Leben führen und vorausschauend handeln kann. Dazu gehört Wirtschafts- und Finanzbildung als ein unentbehrlicher Bestandteil der Allgemeinbildung.

---

*Für gezielte Finanzbildung fehlen bislang repräsentative Daten. Deshalb ist es sinnvoll, dass sich Deutschland am freiwilligen Finanzmodul der PISA-Studie beteiligt. So lässt sich Finanzbildung gezielt und unabhängig verbessern. Die Bildungsministerkonferenz, also die Bildungsministerinnen und -minister der Länder, müssten Deutschland zu diesem Vergleich anmelden. Bislang zögern sie noch.*

*Es gibt eine Petition der Finanztip Stiftung zur Teilnahme am Finanz-PISA-Test, die bereits über 113.000 Unterschriften verzeichnet. Unterschreiben Sie → die Petition und setzen Sie ein Signal für Wirtschafts- und Finanzbildung für alle – für mehr Unabhängigkeit, Eigenverantwortung und gesellschaftliche Teilhabe.*

Zur Petition:



## 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.

**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.

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

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

**MSCI World Index** – Der Aktienindex bildet die Entwicklung an den Börsen der Industrieländer ab. Basis sind mehr als 1.300 Aktien aus 23 Ländern.

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

**Private-Credit-Fonds** – Spezialisierte Investmentvehikel, die Kapital von institutionellen oder vermögenden Anlegern bündeln, um Kreditfinanzierungen direkt an Unternehmen zu vergeben, ohne Einbindung traditioneller Banken.

**Portfolio** – Bestand an Wertpapieren im Depot.

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

### RECHTLICHER HINWEIS

#### Diese Publikation dient unter anderem als 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 [www.flossbachvonstorch.com/glossar](http://www.flossbachvonstorch.com/glossar).

© 2026 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

### IMPRESSUM

#### Herausgeber:

Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln  
Telefon +49.221.33 88-290, Fax +49.221.33 88-101  
[info@fvsag.com](mailto:info@fvsag.com), [www.flossbachvonstorch.de](http://www.flossbachvonstorch.de)

#### Geschäftsführende Direktoren:

Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Hirsch, Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk  
Vorsitzender des Verwaltungsrats:  
Kurt von Storch

Umsatzsteuer-ID: DE 200 075 205

Handelsregister: HRB 120796 (Amtsgericht Köln)

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht  
Marie-Curie-Straße 24–28  
60439 Frankfurt am Main, Deutschland  
Graurheindorfer Straße 108  
53117 Bonn, Deutschland  
[www.bafin.de](http://www.bafin.de)

Redaktionsschluss: 6. Mai 2026

#### DE 112 0526 XXXX DE

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

#### Redaktion:

Lars Conrad, Dr. Katrin Dorn, Sven Ebert, Theresa Eyerund, Dr. Bert Flossbach, Stephan Fritz, Jens Hagen, Philipp Immenkötter, Dörte Jochims, Marius Kleinheyer, Carina Kontio, Shenwei Li, Julian Marx, Dr. Ulrich Möhrle, Christian Panster, Tim Schort, Kurt von Storch, Philipp Vorndran, Kubilay Yalcin

Design: Carolin Euskirchen und Heller & C

Druck: TheissenKopp GmbH

### FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Sergieiev, Iurii Kuzo, Getty Images (S. 5 oben); © franckreporter, Getty Images (S. 5 mittig); © Robert Brook, Getty Images (S. 5 unten); © Carolin Euskirchen, Collage (S. 6–17); © Sergieiev, Getty Images (S. 18) © Jinhe Li (S. 22); © Simon Herrmann Getty Images (S. 24–45); © ehmitrich, Getty Images (S. 46–53); © pavlen, Getty Images (S. 54–55); © Cavan Images, Getty Images (S. 58–61); © franckreporter, Getty Images (S. 62–65); © Marc Comes, CHB-P (S. 68–69); © Andrew Harnik, Getty Images (S. 70, 73); © Daniel Ross, Getty Images (S. 74, 76); © Robert Brook, Getty Images (S. 78, 79, 83); © VPanteon, Getty Images (S. 86); © Kayra Sercan, unsplash (S. 92); © Marc Comes, CHB-P (Rückseite)

Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln  
[www.flossbachvonstorch.de](http://www.flossbachvonstorch.de)

Konsequent unabhängig



Flossbach von Storch