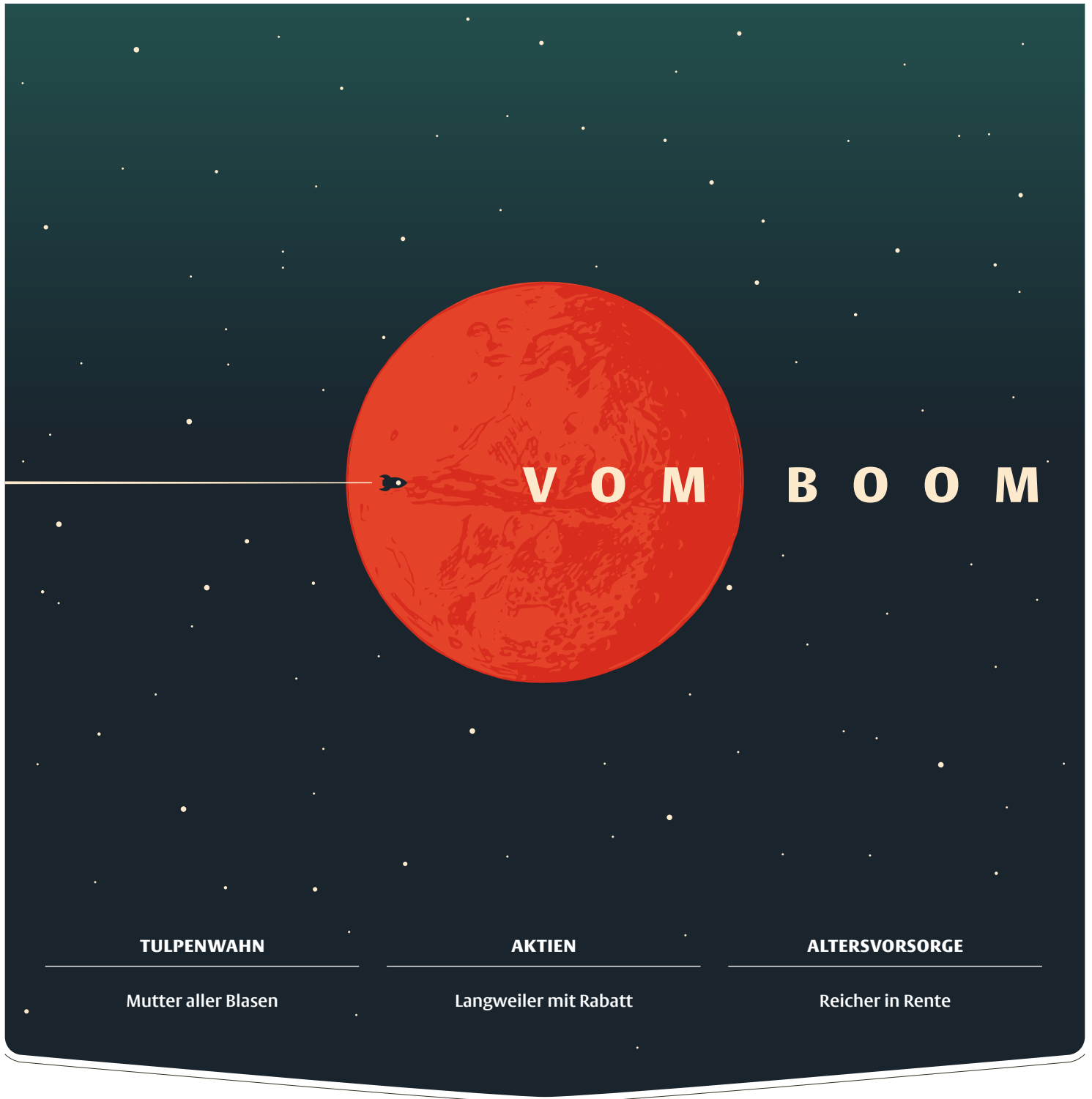


POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren



ZUR BLASE

Mit SpaceX werden Träume wahr, oder wie Elon Musk es ausgedrückt hat: „We take the fiction out of science fiction.“ Wir nehmen der Science-Fiction das Fiktionale ...

Ob es erstrebenswert ist, auf dem Mars zu leben, sei dahingestellt. Nichtsdestotrotz hat der größte Börsengang der Geschichte Anleger auf der ganzen Welt elektrisiert. Der Raketenstart katapultierte die SpaceX-Aktie in die Stratosphäre der wertvollsten Unternehmen der Welt. Der Börsenwert erreichte nach einem dreitägigen Höhenflug mit Kursgewinnen von 50 Prozent 2,7 Billionen US-Dollar – zu diesem Zeitpunkt so viel wie Microsoft. Während der Softwarekonzern im Jahr fast 130 Milliarden Dollar Gewinn erzielt, dürften bei SpaceX 2026 etwa vier Milliarden Dollar Verlust anfallen.

Aber wen interessiert das schon? Ein Portfoliomanager brachte es auf den Punkt: „You never lose money with Elon.“ Du verlierst niemals Geld mit Elon.

Nach dem gelungenen Start wurde die Kursrakete aber zügig von der Gravitationskraft der Erde eingeholt. Zunächst ging es, gemessen am Höchststand, stark bergab, danach drehte der Kurs wieder ins Plus.

Rückblickend dürfte der Börsengang von SpaceX als Indiz für überschäumende Börsenfantasien und irrationalen Überschwang gelten. Er ist symptomatisch für den Übergang vom Optimismus zur Euphorie – vom Boom zur Blase.



Flossbach von Storch
POSITION 3/2026

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





AUF EIN WORT

Künstliche Intelligenz (KI) wird die kommenden Jahrzehnte prägen, Wirtschaft und Gesellschaft verändern. Sowohl Unternehmen als auch Staaten werden enorme Ressourcen aufbringen, um die damit verbundenen Chancen zu nutzen – und Risiken einzuhegen.

Ich würde davon ausgehen, dass wir alle zusammen nur einen Hauch einer Ahnung davon haben, was KI, sinnvoll eingesetzt, in zehn oder zwanzig Jahren für die Menschheit leisten kann – einerseits. Andererseits wissen wir genauso wenig über die Risiken und Nebenwirkungen.

Ganz ähnlich war es vor mehr als 20 Jahren, als der Siegeszug des Internets begann. Nur wenige haben damals geahnt, welche Umwälzungen damit einhergehen würden – für Wirtschaft und Gesellschaft, für jeden Einzelnen von uns in seinem Alltag.

Umso schwieriger ist es aus Investorensicht, schon heute vorhersagen zu wollen, wer langfristig die großen Gewinner

der KI-Revolution sein werden. Und doch wird es versucht – der rasante Kursanstieg der Chip-Hersteller zuletzt sei als Beispiel genannt. Aber ist er auch nachhaltig?

Mehr denn je kommt es in diesem aufgeheizten Umfeld darauf an, einen kühlen Kopf zu bewahren. Mein Geschäftspartner Bert Flossbach beschrieb die Stimmung an den Börsen jüngst als „fiebrigen Rausch“.

Das ist umso wichtiger, da der Kapitalmarkt endlich (!) bei der Altersvorsorge an Bedeutung gewinnt. Wir müssen nachfolgenden Generationen klarmachen, dass niemand an der Börse über Nacht reich wird. Dass sich Trends nicht unendlich fortschreiben lassen. Dass es Geduld und realistische Renditeerwartungen braucht – und keine Luftschlösser.

Wenn die Börse einmal mehr als Casino gesehen wird, so wie zur Jahrtausendwende, dann ist am Ende die nächste Anleger-Generation „verbrannt“. Mit Blick auf die Rente wäre das ein Desaster!

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre!

Kurt von Storch

Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch SE



Flossbach von Storch POSITION 3/2026

WELTBILD

- Devisen
- 6 **Wer gewinnt den Wettbewerb der Währungen?**
- Die Welt in Charts
- 10 **Die zwei Gesichter des Euros**
- Kolumne
- 13 **Mail aus Shanghai**
- Politik
- 16 **Trump bleibt sich treu**
- Nachgehakt
- 20 **Braucht die Wirtschaft Zuwanderung?**

ANLAGESTRATEGIE

- Titel
- 28 **Vom Boom zur Blase**
- Geldanlage
- 38 **Spekulieren oder Investieren**
- History – Die größten Crashes der Weltgeschichte
- 42 **Seltsame Blüten**
- Interview
- 46 **„Damit kein falscher Eindruck entsteht ...“**
- Geldanlage
- 50 **Keinen Schiffbruch erleiden**
- Aktien
- 54 **Abseits des Rampenlichts**
- Anleihen
- 58 **Das Comeback der Anleihen**
- Gold
- 64 **Die „gelbe Zeitlosigkeit“**
- Rechtsrat
- 68 **Werte weitergeben**

SCHWERPUNKT

- Altersvorsorgedepot
- 72 **Reicher in Rente**

KONTEXT

- Interview
- 85 **„Ist Geldpolitik heutzutage schwieriger, Herr Issing?“**
- Instagram
- 88 **Gönn dir später, indem du heute klug investierst!**
- Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen
- 90 **Von Zöllen bis zur Altersvorsorge**
- Nachhaltigkeit
- 94 **Von Schrittzählern und Nachhaltigkeitsuhren**
- Glossar
- 98



Devisen

Wer gewinnt den Wettbewerb der Währungen?

Der US-Dollar ist die wichtigste Währung der Welt. Gibt es Alternativen?

6



History – Die größten Crashes der Weltgeschichte

Seltame Blüten

Auf die Tulpenmanie folgte im Februar 1637 der erste Crash der Geschichte. Was Anleger lernen können.

42



Altersvorsorgedepot

Reicher in Rente

Wie das geplante Altersvorsorgedepot funktioniert, und was es bringen kann.

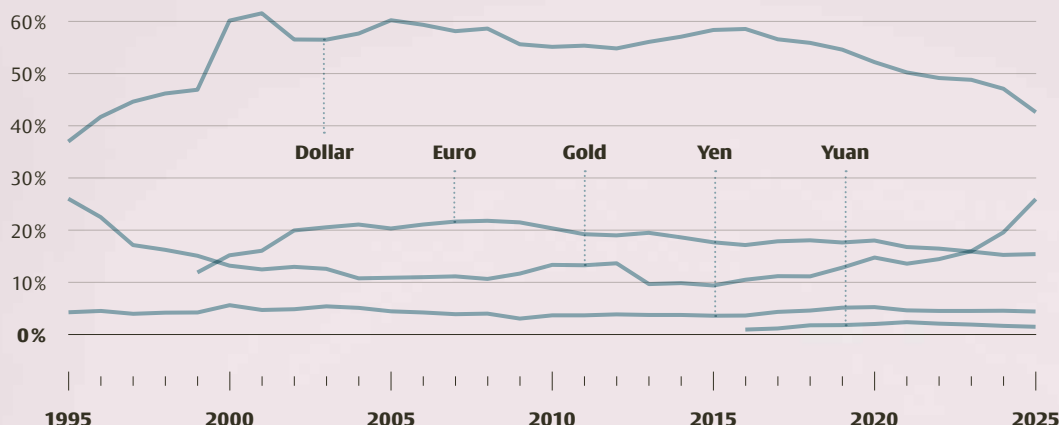
72



WER GEWINNT DEN WETTBEWERB DER WÄHRUNGEN ?

Regierungen und Notenbanken treffen oftmals Entscheidungen,
die für die Bürger nur auf den ersten Blick positiv erscheinen.
Noch dominiert der US-Dollar den globalen Devisenmarkt.
Gibt es Alternativen?

von Gunther Schnabl



Grafik 1
Anteil einzelner Währungen an den Weltwährungsreserven

Quelle: IWF, Flossbach von Storch, Daten per 12. Juni 2026

Wie aktuell die Klassiker der Ökonomie sind, zeigt sich beim Blick auf die derzeitige Geld- und Fiskalpolitik. Vor 50 Jahren veröffentlichte Friedrich August Hayek sein Buch „*Choice in Currency: A Way to Stop Inflation*“ (auf Deutsch: „*Entnationalisierung des Geldes*“). Zu Beginn verweist Hayek auf einen Satz aus dem Buch „*The Wealth of Nations*“ von Adam Smith, dessen Erstveröffentlichung sich dieses Jahr zum 250. Mal jährt: Die Herrscher hätten immer wieder das Vertrauen ihrer Untertanen missbraucht, indem sie aus Habgier den Metallgehalt ihrer Münzen reduzierten.

200 Jahre später beklagte Hayek in seinem Buch „*Entnationalisierung des Geldes*“, dass die Menschen den inflationären Geldpolitiken der Zentralbanken aus Unkenntnis sogar Beifall spenden, obwohl der Schaden immens sei. Nach Hayek können daher auch demokratisch gewählte Regierungen nicht im Allgemeininteresse handeln. Die Versuchung, allen möglichen Unzufriedenheiten mit der Manipulation der Geldmenge zu begegnen, sei einfach zu groß. Billiges Geld schaffe nicht nur durch Inflation große Ungerechtigkeiten. Es verzerre auch die relativen Preise, was Produktionsfaktoren in Investitionsprojekte lenke, die auf Dauer nicht überlebensfähig seien. Das ziehe unweigerlich Krisen nach sich.

Hayek entwickelt in dem Buch eine Lösung für das Problem: Statt eines staatlichen Geldmonopols sollen private Banken eigene Währungen emittieren dürfen – gelockt von beträchtlichen Geldschöpfungsgewinnen. Da die Nutzer dann ihr Geld frei wählen könnten, entstehe ein Wettbewerb zwischen den privaten Banken, bei dem sich die stabilsten Währungen durchsetzen würden. Während bis heute Hayeks Idee vom Währungswettbewerb wenig Resonanz gefun-

den hat, ist von vielen unbemerkt ein Währungswettbewerb entstanden, der in Washington möglicherweise schon eine Neuausrichtung der Geldpolitik bewirkt hat.

Der aufkeimende Währungswettbewerb ist eng mit einem schleichenden Vertrauensverlust in den Dollar als Weltleitwährung verbunden. Denn seit den späten 1980er-Jahren hat sich die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) zunehmend zu einem Verbündeten der Regierungen gemacht. In Krisen hat die Fed immer wieder die Zinsen gesenkt und in großem Umfang Staatsanleihen und andere Wertpapiere gekauft, um die Konjunktur zu stabilisieren. In den Erholungsphasen nach den Krisen hat sie die Geldpolitik zwar wieder gestrafft, aber nicht im gleichen Maße, wie sie in den Krisen die Zügel locker gelassen hat.

So hat die Fed in ihrer Bilanz große Mengen Staatsanleihen und hypotheckenbesicherte Wertpapiere angehäuft. Die Ausgabenverpflichtungen des US-amerikanischen Staats und die US-Staatsverschuldung konnten dank Fed auf historische Höchststände wachsen. Das zunehmend expansive geld- und finanzpolitische Umfeld war mit negativen Wachstums- und Verteilungseffekten verbunden, die die USA politisch instabiler gemacht haben.

Das Ergebnis ist auch ein Vertrauensverlust in den Dollar. Eine Flucht in Sachwerte hat eingesetzt, die die Aktien- und Immobilienpreise in den USA stark nach oben getrieben hat – zuletzt vor allem die KI-Werte. Viele Länder, die lange Zeit in den Bilanzen ihrer Zentralbanken große Mengen Dollar gehalten haben, wenden sich vom Dollar als führender Reservewährung ab (vgl. Grafik 1). Denn die Staatsverschuldung →

Grafik 2
Goldpreis
für eine Feinunze
in Dollar

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: World Gold Council, Flossbach von Storch, Daten per 12. Juni 2026



der USA ist immens, und historisch waren hohe Staatsverschuldung und die Stabilität der Währung immer eng miteinander verbunden.

Der stärkste Konkurrent für den Dollar als Weltleitwährung ist der Euro, der die führende internationale Währung in Europa und einigen Nachbarregionen ist. In der Inflationsphase der 1970er-Jahre hat die Deutsche Mark dem Dollar den Weltleitwährungsstatus in Europa abgerungen, weil die unabhängige Deutsche Bundesbank die Deutsche Mark sehr viel stabiler als den Dollar gehalten hat. Doch mit dem Euro hat sich die Europäische Zentralbank (EZB) schrittweise der Finanzierung von Staatsausgaben zugewandt, weshalb der Euro seit dem Jahr 2008 gegenüber dem Dollar im Trend abgewertet hat.

Als Japan in den 1980er-Jahren sehr schnell wuchs und die Finanzmärkte liberalisierte, löste dies Visionen vom Aufstieg des Yens zur Leitwährung in Ostasien aus. Noch Anfang der 1990er-Jahre diskutierte der Internationale Währungsfonds (IWF) eine Yen-Zone in Ostasien, in der die ost- und südostasiatischen Staaten ihre Wechselkurse an den Yen binden und der lebhafte intraregionale Handel in Yen abgewickelt wird. Doch zu diesem Zeitpunkt war die von zu niedrigen Zinsen befeuerte japanische Aktien- und Immobilienpreisblase schon geplatzt, was den Startpunkt für den bis heute andauernden wirtschaftlichen Abstieg Japans bedeutete. Damit wurde der Yen als potenzielle Leitwährung uninteressant.

Die Augen richteten sich fortan auf China als neuen ostasiatischen Champion. Das Reich der Mitte hatte mit einer Dollarbindung des Yuans die Grundlage für einen beein-

druckenden wirtschaftlichen Aufholprozess gelegt. Doch der Aufstieg des Yuans zur neuen Weltleitwährung kommt nicht, weil hinter einer Leitwährung immer ein freier, hoch entwickelter Finanzmarkt stehen muss. Ein staatlich kontrollierter Bankensektor und restriktive Kapitalverkehrskontrollen machen den Aufstieg des Yuans zu einer regionalen Leitwährung unmöglich. Die People's Bank of China schichtet deshalb Teile ihrer riesigen Dollarreserven schrittweise in Gold um, was den Blick auf das Gold richtet.

Die wachsende Wertschätzung für Gold lässt sich leicht am stark gestiegenen Goldpreis ablesen (vgl. Grafik 2). Doch auch wenn die Wertaufbewahrungsfunktion des Goldes in inflationären Phasen gut ist, fehlen dem Gold heute wichtige Geldfunktionen. Weil Gold so wertvoll geworden ist, kann man kleine Transaktionen mit dem Edelmetall nur schwerlich umsetzen. Auch das Rechnen in Bruchteilen von Unzen ist nicht einfach. Dieser Mangel könnte jedoch in Zukunft durch „tokenisiertes Gold“ – also einen digitalen Vermögenswert, der auf einer bestehenden Blockchain erstellt wird und mit physischem Gold hinterlegt ist – ausgeglichen werden.

Dem Bitcoin wurden bei seiner Geburt im Jahr 2009 alle drei Geldfunktionen in die Wiege gelegt. Die Wertaufbewahrungsfunktion ist gut, weil die Menge glaubwürdig auf 21 Millionen begrenzt ist. Der Kurs schwankt zwar stark, ist aber im Trend trotz des jüngsten Einbruchs stark gestiegen (vgl. Grafik 3). Weil Bitcoin auf der Blockchain ohne Banken von Nutzer zu Nutzer wandern kann, hat es auch eine Transaktionsfunktion. Zudem können die Preise aller Güter in Bitcoin beziehungsweise der Untereinheit Satoshi ausgedrückt und addiert werden (Rechenfunktion). Da Bitcoin dezentral geschaffen



Grafik 3
Bitcoin-Kurs in Dollar

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

Quelle: Bitcoin Ltd.,
Flossbach von Storch,
Daten per 12. Juni 2026

und nicht manipulierbar ist, kann es auch als Sanktionsmechanismus gegen zu expansive Geldpolitiken und die damit verbundene Instabilität des Bankensystems gesehen werden.

Der beeindruckende Erfolg von Bitcoin hat die Geburt vieler anderer Kryptowährungen wie Ethereum, Tether, Solana oder Dogecoin nach sich gezogen. Im Gegensatz zu Bitcoin können die dahinterstehenden Menschen und Institutionen die Menge und Regeln der Altcoins verändern. Stablecoins sind in einem festen Verhältnis an eine Fiat-Währung gebunden. Der US-amerikanische Genius Act erfordert eine Reservepflicht im Verhältnis von 1:1 an den Dollar, wobei Stablecoins nicht verzinst werden dürfen und mit sicheren und liquiden Vermögenswerten wie Treasury Bills hinterlegt sein müssen. Das macht US-Dollar-basierte Stablecoins sowohl für Emittenten als auch für Nutzer interessant, beispielsweise für schnellere internationale Zahlungen.

Eine Weltleitwährung ist nicht leicht vom Thron zu stoßen, weil es Netzwerkeffekte gibt: Da sehr viele Akteure diese nutzen, sind die Transaktionen leicht und günstig abzuwickeln. Doch die Staatsverschuldung in den USA ist hoch, und den Regierungen fehlt die Kraft für Ausgabenkürzungen. Das niedrige Wachstum und Kriege erhöhen die Lasten weiter. Wenn die USA das Schuldenproblem mit höherer Inflation lösen wollen, dann wird sich der Vertrauensverlust in den Dollar fortsetzen – der Vision des Aufstiegs von Gold oder Bitcoin zur neuen Weltleitwährung sind dann keine Grenzen mehr gesetzt.

Noch halten viele Zentralbanken auf der Welt große Mengen an Dollar in ihren Bilanzen. Das damit verbundene exorbitante Privileg, hohe Militär- und Sozialausgaben mithilfe anderer

Länder finanzieren zu können, würde verloren gehen, wenn die Bilanz der Fed weiter wächst. Deshalb deutet sich möglicherweise in Washington eine geldpolitische Wende an. Der neue US-Zentralbankpräsident Kevin Warsh hat nicht nur zusammen mit US-Finanzminister Scott Bessent die negativen Wachstums- und Verteilungseffekte der lockeren Geldpolitik der Fed anerkannt. Er will auch durch eine Verkürzung der Fed-Bilanz die Stabilität des Dollars sichern. Dann könnten auch die dollarbasierten Stablecoins das im Ausland kursierende Dollarbargeld ersetzen und so die internationale Rolle des Dollars stärken.

Die EZB will zwar mit einem digitalen Euro als internationalem Zahlungssystem und mit mehr Eurobonds als internationalem sicheren Anlagewert dem Dollar die führende Rolle als internationaler Währung streitig machen. Doch sie verkennt, dass der digitale Euro das Bankensystem destabilisiert und mehr Staatsschulden in der EU ein Signal für währungspolitische Schwäche sind. Die finale Auseinandersetzung um die Position der Weltleitwährung dürfte deshalb zwischen dem Dollar auf der einen Seite und Bitcoin und Gold auf der anderen Seite stattfinden. Im Wahlprogramm von Donald Trump wurde die Sicherung des Weltleitwährungsstatus des Dollars explizit genannt. Es bleibt abzuwarten, ob er die Kraft dazu findet, dafür die Staatsausgaben der USA unter Kontrolle zu bringen. ♦

Prof. Dr. Gunther Schnabl ist Direktor
des Flossbach von Storch Research Institute.

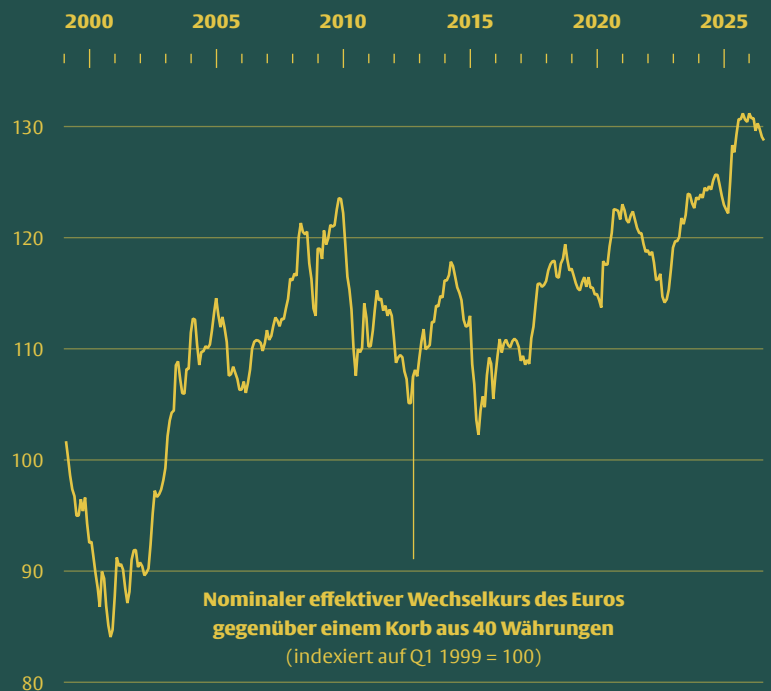


DIE ZWEI GESICHTER DES EUROS

„Teuro“, „Liro“ oder „Weichwährung“ – immer wieder hört und liest man teils polemische Kommentare zu der „Gemeinschaftswährung“, die vor mehr als 25 Jahren eingeführt wurde. Und tatsächlich: Null- und Minuszinsen, Anleihekaufprogramme und „Whatever it takes“-Statements wären zu D-Mark-Zeiten wohl undenkbar gewesen.

Letztlich gilt aber auch beim Euro: Er ist eine (Gemeinschafts-)Währung, nicht mehr und nicht weniger. Im Vergleich zu anderen Devisen sieht die Bilanz der vergangenen Jahrzehnte gar nicht so schlecht aus. Das zeigt der Blick auf den Vergleich mit einem Korb, in dem gut 40 Währungen enthalten sind. Seit Auflage notierte der Euro in diesem Vergleich beinahe 30 Prozent im Plus (vgl. Grafik 1).

Grafik 1
Wertsteigerung im Wettbewerb der Fiat-Währungen
Heute kann man im Schnitt mehr Fremdwährung je Euro erhalten als zur Euro-Einführung

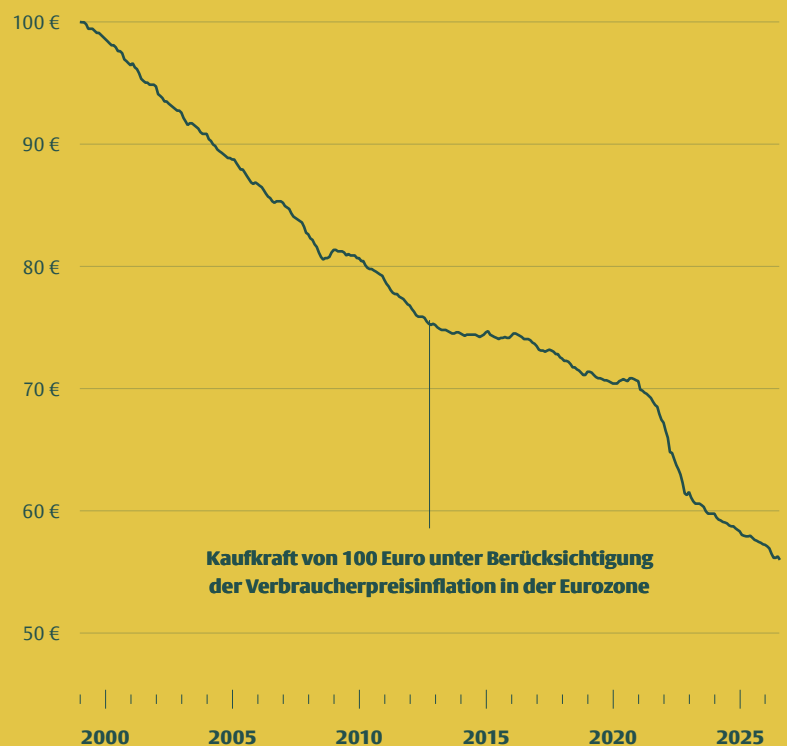


Aus Sicht eines Anlegers taugt die Währung allein aber wenig, zumindest wenn es darum geht, den Wert des Vermögens langfristig zu erhalten. Das liegt nicht an den Wechselkursen, sondern an der Inflation. In den vergangenen Jahren wurde das Ziel der Europäischen Zentralbank von zwei Prozent deutlich übertroffen. Seit Auflage des Euros im Jahr 1999 sank die Kaufkraft um stattliche 44 Prozent (vgl. Grafik 2).



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

Quellen: LSEG Datastream, Flossbach von Storch,
Daten per 10. August 2026



Grafik 2
Schleichender Kaufkraftverlust
Kaufkraft von 100 Euro seit Einführung des Euro

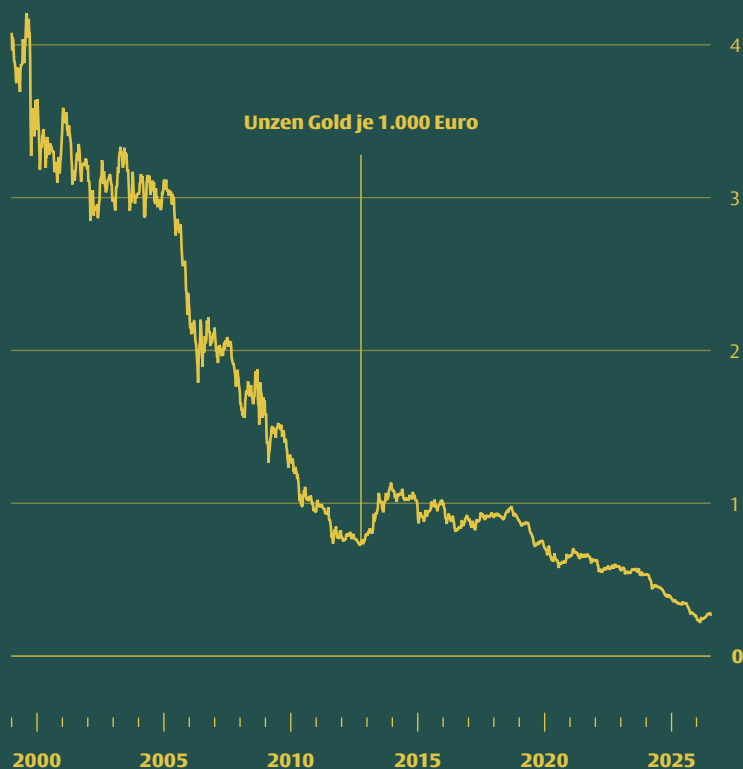
Grafik 3

Langfristiger Wertspeicher

Reale Goldpreisentwicklung seit Einführung des Euros



Der Blick auf Gold zeigt das andere Gesicht des Euro besonders deutlich. Gold ist letztlich auch Geld, lässt sich weltweit tauschen. Im Vergleich zu Papierwährungen ist das Edelmetall allerdings nicht vermehrbar. Der Goldpreis ist in den vergangenen Jahren – selbst nach Abzug der Inflation – deutlich gestiegen, was auch an der Nachfrage der Notenbanken lag (vgl. Grafik 3).



Mit Fokus auf die Inflation scheint Gold die härtere Währung zu sein. Der Wert wird in Unzen gemessen. **Grafik 4** zeigt: Es wird immer mehr (Papier-)Geld benötigt, um die gleiche Menge Gold zu erwerben.

Grafik 4

Das Geld verliert an Wert

Für 1.000 Euro gab es seit Euroeinführung immer weniger Gold zu kaufen

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

Quellen: LSEG Datastream, Flossbach von Storch,
Daten per 10. August 2026

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 „skills“, „Token“-Preise und das „Destillieren“ von Mitarbeitern.

Künstliche Intelligenz (KI) ist weltweit ein großes Thema und beeinflusst in China mehr und mehr die Arbeitswelt. Unlängst sorgte ein Fall in den sozialen Medien bei uns für große Aufmerksamkeit: Ein Online-Gaming-Unternehmen aus der Provinz Shandong hat die Arbeitsabläufe eines Ex-Mitarbeiters – nennen wir ihn A – in eine „A.Skill“ umgemünzt. Der Chatbot von dem Ex-Mitarbeiter agierte in einer bestehenden Arbeitsgruppe auf WeChat mit dieser „A.Skill“ als Plug-in wie früher weiter. Dabei wurden auch persönliche Eigenheiten des Ex-Mitarbeiters weiterhin festgestellt; wie seine ganz besondere Art, Aufgaben zu delegieren.

Sie verstehen hier vor allem Bahnhof? – Dann lassen Sie mich etwas ausholen: In der Zeit des mobilen Internets waren wir alle an Apps auf unseren Smartphones gewöhnt, mit denen wir beispielsweise Fahrdienste rufen oder Reisen buchen konnten. Apps sind mit Skills vergleichbar, die eigenständige, modulare Funktionen für KI-Agenten erfüllen. Doch während Apps von professionellen Entwicklern geschrieben wurden, können Skills dank der Programmierfähigkeiten von KI theoretisch von jedem und in kurzer Zeit erstellt werden. Skills sind zudem bei uns meist kostenlos auf offenen Plattformen

verfügbar. In der Regel sind sie aber deutlich fragmentierter als Apps, beziehungsweise stärker auf individuelle Bedürfnisse zugeschnitten.

KI-AGENTEN ERLEDIGEN AUFGABEN MIT HILFE VON SKILLS

Skills sind also wichtig, damit KI-Agenten ihre Aufgaben erledigen können. Um sie zu erstellen, wird der Zugang zu Daten und Werkzeugen benötigt. KI-Agenten brauchen zudem klare Anweisungen, die komplexere Aufgaben in Arbeitsabläufe (Workflows) unterteilen.

Manche Unternehmen verfolgen nun Mitarbeiter-Aktivitäten, um eigene KI-Modelle zu trainieren. Mitarbeiter können so „destilliert“ werden. Das bedeutet, ihre Arbeitsabläufe werden in „Skills“ verpackt, die wiederum KI-Agenten befähigen so zu agieren wie der Mitarbeiter – oft inklusive seiner oder ihrer persönlichen Eigenheiten.

Und so wird das Wörtchen „Skills“ in China zunehmend mit Beschäftigungsthemen in Verbindung gebracht. Schließlich ist es heikel, wenn Beschäftigte daran mitarbeiten müssen, sich und ihren Arbeitsplatz obsolet zu machen.

Für die Unternehmen ist der Wandel technisch nicht schwierig. Erst im vergangenen April wurde „Kollege.Skill“ von einem 24-jährigen chinesischen Entwickler innerhalb weniger Stunden geschrieben und kann bei uns auf der Plattform GitHub heruntergeladen werden. Danach werden nicht nur Arbeitsunterlagen, E-Mails und Chats von Mitarbeitern genutzt, sondern auch der subjektive Eindruck des Entwicklers vom Ex-Kollegen eingegeben. Und schon beantwortet der Chatbot Fragen möglichst in dessen Stil.

RECHTLICHE HÜRDEN

Dennoch bestehen bei uns Hürden, die dieser Entwicklung entgegenstehen: So gab es Ende April in Hangzhou eine Klage eines gekündigten Arbeitnehmers gegen seinen Ex-

Arbeitgeber, der nach einem solchen KI-Einsatz das Gehalt des klagenden Arbeitnehmers kürzen und ihn auf eine weniger wichtige Stelle versetzen wollte. Das Mittelgericht von Hangzhou fällte das Urteil zugunsten des klagenden Arbeitnehmers.

Die Begründung in verkürzter Form: Der Mitarbeiter habe nichts an seinen Fähigkeiten oder dem Willen, diese einzusetzen, eingebüßt. Zudem ist soziale Stabilität bei uns ein wichtiges Ziel. Entsprechend sollten sich Unternehmen sensibel verhalten und KI nutzen, um ihr Geschäft auszuweiten, nicht um Mitarbeiter abzubauen.

KI KANN AUCH MITARBEITERN HELFEN

Das macht Mut – selbst wenn natürlich auch bei uns nicht jeder KI sinnvoll und kreativ einsetzt. Aber es gibt einige interessante Entwicklungen für Arbeitnehmer, die sich dem „Destillieren“ entgegenstellen. Die „Anti-Destillation.Skill“ manipuliert für einen vorgegebenen Skill den Input, sodass am Ende eine anscheinend professionelle, aber inhaltlich leere Antwort nach außen geht. Ehrgeizigen hilft zudem in manchen Fällen Boss.skill. Hier können Mitarbeiter in 30 Minuten die Entscheidung von Chefs antizipieren, nachdem der Skill mit Input rund um den Chef (Rede, E-Mails et cetera) gefüttert wurde.

Immerhin hat jeder in China Zugang zur KI, nicht nur die „Bosse“. Und die finanzielle Eintrittsbarriere ist nicht hoch, gemessen an den Token-Preisen. Chinesische Anbieter wie Deepseek sind dabei besonders günstig, US-Anbieter wie OpenAI und Anthropic sind mehr als zehnmal so teuer.

PRIVATE GEBEN FÜR KI FAST SO VIEL AUS WIE GESCHÄFTSKUNDEN

Doch wenn es um Leistungsfähigkeit geht, verliert die preisliche Attraktivität an Bedeutung. Dabei ist normalerweise die Zahlungsbereitschaft von Geschäftskunden höher als die von privaten Kunden. Doch gibt es bei uns inzwischen

Anzeichen, dass die Privatleute fast ebenso zahlungsbereit sind. Dahinter steckt vor allem die Gruppe der Programmierer. Und die Gründe dafür sind sehr chinesisch:

So sind chinesische Arbeitgeber meist sehr techno-affin und ermutigen in den meisten Fällen eine aktive Nutzung von KI-Tools. Teurere und leistungsfähigere westliche Sprachmodelle wären daher eigentlich die erste Wahl. Für die meisten kleineren bis mittleren Unternehmen sind die KI-Budgets jedoch beschränkt. Und so bekommen Mitarbeiter dort pro Monat meist eine bestimmte Summe als „Token-Subvention“ zugeteilt, die für beliebige große Sprachmodelle verwendbar ist, sei es DeepSeek, ChatGPT oder Claude. Besteht Bedarf darüber hinaus, ist der Rest aus eigener Tasche zu entrichten.

Nun ist die Arbeitswelt in China von harter Konkurrenz geprägt. Es reicht also nicht, wenn man seine Aufgaben gut erledigt. Die meisten haben das Gefühl, besser sein zu müssen als die Kollegen. Und so liegt es auf der Hand, teurere Token von den vermeintlich etwas leistungsstärkeren Modellen auf eigene Kosten zu kaufen, um besser oder schneller zu werden. Und so ist die Zahlungsbereitschaft für KI im Privatkundenbereich bei uns bereits auf ähnlichem Niveau wie bei Geschäftskunden.

GEFÄHRLICHER GRAUMARKT

Da war doch was – mag an dieser Stelle mancher von Ihnen denken. Zu Recht! – China darf derzeit von Anthropic und OpenAI zumindest nicht mit besonders leistungsstarken Modellen beliefert werden. Ein erfolgreicher Zugang zu den beiden Anbietern ist dennoch möglich, aber es ist sehr zeit- und kostenaufwendig. Fündig wird man bestenfalls auf digitalen Flohmärkten, auf denen „token-reiche“ Programmierer Token verschenken, die sie nicht benötigen. Die zweite Alternative ist, ein Testkonto von einem Zwischenhändler zu kaufen, der nichts anderes macht, als täglich Tausende neue Konten zu eröffnen und an token-hungrige Programmierer weiterzuverkaufen. Noch professionellere Mittelsmänner

verfügen über Hunderttausende Testkonten und richten einen Kontopool ein. Hier ist ein Steuerungssystem verfügbar, das die verbleibenden Token automatisch verwaltet. Zahlt ein Kunde beispielsweise 10 US-Dollar ein, dann bekommt er fünf Konten aus dem Pool. Das Risiko ist bei jedem Kauf eine instabile Qualität, weil gekaufte Token von weniger schlauen Modellen kommen könnten. Datensicherheit ist nicht erhältlich. Jedes Konto kann jederzeit gesperrt oder der Dienst eingestellt werden.

Diese hohe Unsicherheit kostet einen Programmierer bei uns etwa zwei bis drei Stunden täglich, die er braucht, um Token zu beschaffen und zu verwalten. Dabei besteht ein permanenter Druck, beschaffte Token möglichst schnell einzusetzen. Vor diesem Hintergrund besorgen sich manche zusätzlich auch noch Token-Steuerungssysteme.

NEUE GESCHÄFTE

Kreditkartenunternehmen haben den Trend der Zeit bei uns erkannt, und Tokenvolumina bereits zu Vorteilen gemacht, auch wenn sie nicht von Claude oder ChatGPT kommen. China Merchants Bank und American Express arbeiten dabei mit dem chinesischen Start-up Minimax zusammen. Neue Kunden, die bestimmte Kriterien erfüllen, bekommen bis zu 1,8 Milliarden Token pro Monat. Ein weiteres Start-up kündigte ein ähnliches Modell an. So oder so gilt es für die Menschen bei uns, KI-Ausgaben bei den Lebenshaltungskosten mehr und mehr zu berücksichtigen. ♦

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.



TRUMP BLEIBT SICH TREU

Der US-Präsident setzt auf Deals statt auf Regeln.
Sein Regierungsstil schwächt demokratische Institutionen
und fördert persönliche Abhängigkeiten.

Ein politisches Essay von Norbert F. Tofall.

I

Donald Trump hatte bereits in seiner ersten Amtszeit bewiesen, dass er sich an seine im Wahlkampf verkündeten Politikprogramme nicht gebunden fühlt. Stattdessen ist er in tagesformabhängige Befehle und Anordnungen verliebt. Donald Trump will „Deals“ und keine allgemeinen und abstrakten Regeln (im Sinne von Klassikern der Ökonomie wie etwa Friedrich August Hayek) und leitet die Anbahnung von Deals mit Beleidigungen und Erpressungen der Gegenseite ein. Die Vorliebe für Deals und die erpresserische Androhung von Schadenserzeugung folgen aus seiner frivolen Lust auf Furor und Krawall sowie aus seiner Manie, durch Befehle und Anordnungen komplexe Systeme steuern zu wollen – und das weltweit.

Durch das trumpsche Deal-Making wird die „Schacherdemokratie“ (Friedrich August Hayek) auf die Spitze getrieben, also jene Art von Sonderinteressenverfolgung, welche die Demokratie zum Geschacher der politischen Eliten und Interessenverbände deformiert. Die realen Probleme können unter den Strukturbedingungen der modernen Gesellschaft jedoch nur durch allgemeine und abstrakte Regeln gelöst werden. Donald Trump ist hingegen durch und durch mit dem politischen Formatfehler infiziert, eine Handlungsmethode der Kleingruppe und der persönlichen Face-to-Face-Beziehungen – *Deals machen* – auf die großen, anonymen, komplexen und global interdependenten Verhältnisse der modernen Gesellschaft und der internationalen Beziehungen zu übertragen.

II

Im US-Präsidentenwahlkampf 2024 warnten der damalige amtierende Präsident Joe Biden und seine Demokratische Partei vor einer gezielten Beschädigung der Demokratie bei einer Wiederwahl von Donald Trump und vor einem aufziehenden Faschismus in den USA. Bei einem Wahlsieg von Donald Trump drohe ein systematisches Aushebeln der „Checks and Balances“, also ein Umbau der US-amerikanischen Verfassungsordnung.

Indes ist Donald Trump sicherlich kein Faschist wie Mussolini oder Hitler oder auch nur ein Anhänger der Geisteswelt der sogenannten „Konservativen Revolution“ in Deutschland von 1918 bis 1932, die nicht konservativ, sondern faschistisch war. Und auch die Ästhetik eines Gabriele D’Annunzio, der 1919 Fiume besetzte und in dieser Kommune viele Herrschaftsformen des Faschismus pflegte und Lebensformen der späteren linken 1968er-Bewegung vorwegnahm, passt nicht zu Trump. Donald Trump ist zwar ähnlich wie D’Annunzio ein Meister von „Fiktion, Politik und Populismus“, ihm fehlt jedoch vollständig die literarische Bildung und *Grandezza* von D’Annunzio. Um zu erkennen, dass Donald Trumps abgrundtiefe Selbstverliebtheit und seine Vorliebe für Befehle und Anordnungen, die mit einer enormen Skrupellosigkeit und demagogischer Grobheit einhergeht, demokratische Institutionen beschädigen können, muss anders angesetzt werden.

Bereits Monate bevor Donald Trump erstmals zum Präsidentschaftskandidaten der Republikanischen Partei in den USA gekürt wurde, hatte das Flossbach von Storch Research Institute im März 2016 Donald Trump als den Clodius Pulcher der USA charakterisiert und angemahnt, dass „wir sein großes Spiel, das er seit dem 16. Juni 2015 inszeniert, sehr ernst nehmen“ sollten:

Publius Claudius Pulcher (92 v. Chr. – 52 v. Chr.) war ein Politiker in der Zerfallsphase der römischen Republik. Er stammte aus der Patrizierfamilie der Claudier. Den plebejisch klingenden



Namen Clodius nahm er an, nachdem er sich von einem Plebejer hatte adoptieren lassen, um 59 v. Chr. Volkstribun werden zu können. Eine seiner ersten Amtshandlungen als Volkstribun bestand in der Vorlage eines Gesetzes, welches die kostenlose Abgabe von Getreide an das Volk vorsah. Drei Jahre zuvor entging Clodius einer Verurteilung wegen incestum, weil er die Geschworenen erfolgreich bestochen hatte. Bei der Durchsetzung seiner Politik stützte sich Clodius auf die römische Plebs und setzte gezielt Gewalt und Straßenkämpfe zur Zerstörung der öffentlichen Ordnung und politischen Institutionen ein.

Doch die römische Plebs liebte und verehrte Clodius. Denn Clodius Pulcher kämpfte gegen die etablierten Eliten, die sich nach ihrer Ansicht hemmungslos bereicherten, das römische Gemeinwesen ausbeuteten und sich nicht an die tradierten Sitten und Regeln hielten, die öffentlich so hochgehalten wurden. Clodius stammte zwar auch aus diesem Establishment und bereicherte sich noch hemmungsloser als seine Standesgenossen, gab dieses aber ohne Scham offen zu. Sein Erfolg bestand gerade darin, diese Schamlosigkeit und die Verachtung der tradierten Sitten und Regeln zum Prinzip erhoben zu haben.

Trump handelte schon als Medienunternehmer nach dem Erfolgskonzept von Clodius Pulcher und hatte deshalb auch keine Skrupel, Wochen vor der Präsidentenwahl im November 2020 zu behaupten, dass ihm, falls er die Wahl verlieren sollte, der Deep State die Wahl gestohlen habe. Durch die seitherige ständige Wiederholung dieser Lüge, der Deep State habe ihm den Wahlsieg 2020 gestohlen, hält Trump zum einen den gesellschaftlichen und politischen Furor im Land am Kochen und begründet damit derzeit Änderungen des Wahlrechts, die erstmals bei den Zwischenwahlen im November 2026 greifen sollen. Die gesellschaftliche Befriedungsfunktion von demokratischen Wahlen wird dadurch jedoch zielgerichtet zerstört. Zum anderen dient diese Lüge als Distinktions- und Disziplinierungsmittel innerhalb der Republikanischen Partei. Wer diese Lüge nicht vertritt oder ihr sogar offen entgegentritt, ist ein Verräter und wird von Trump und seinen Anhängern verfolgt und geächtet.

Trump wendet damit immer und immer wieder und bis heute das gleiche Mittel an, das im Zuge der Dreyfus-Affäre die „*Action française*“ angewendet hatte. Auch hier wurde eine Lüge – der französische Offizier und Jude Alfred Dreyfus sei ein deutscher Spion und Verräter von Staatsgeheimnissen – als Distinktions- und Disziplinierungsmechanismus in dem Sinne verwendet, dass diejenigen, die sich gegen diese Lüge stellen, Feinde Frankreichs seien. Für Trump und seine Anhänger sind bis heute alle, die sich gegen die Lüge stellen, Trump sei der Wahlsieg 2020 gestohlen worden, Feinde von „MAGA“ – Feinde von „Make America Great Again“.

In dieser Sichtweise werden die „Checks and Balances“ der US-amerikanischen Verfassung, welche auch die politischen Handlungsmöglichkeiten eines gewählten Präsidenten begrenzen sollen, als Teil des Deep State denunziert und frontal angegriffen, eines Deep State, der sich gegen MAGA stellt.

— III —

Darüber hinaus ist auf eine weitere Ähnlichkeit mit dem antiken Rom hinzuweisen. Der Ordoliberaler Walter Eucken führte in seinen Grundsätzen der Wirtschaftspolitik aus, dass die Freiheit auch dadurch bedroht sei, dass sich der Staat mit privaten Machtkörpern verbindet, was an den Untergang des Römischen Reiches erinnere. „Unterschiede zwischen einst und heute bestehen; aber diese Unterschiede lassen die Gefahr nur noch größer erscheinen. Die

Bevölkerung ist heute viel zahlreicher und lebt in größeren Massen zusammengeballt. Vor allem aber besteht heute ein industriell-technischer Apparat, der ein Beherrschungs- und Machtinstrument darstellt, das ältere Zeiten nicht kannten.“

Die von Donald Trump inszenierte Verbindung von Big Tech und Big Government stellt ein Beherrschungs- und Machtinstrument dar, das selbst Walter Eucken wohl nicht für möglich gehalten hätte. Dass sich bereits im US-Wahlkampf nicht nur die Ölindustrie, sondern auch Tech-Milliardäre wie Elon Musk und Peter Thiel auf die Seite von Donald Trump geschlagen haben und seitdem die Beziehungen zu Donald Trump in auffallender Devotheit pflegen – trotz zeitweiser persönlicher Dissonanzen zwischen Trump und Musk –, ist mehr als ein Indiz dafür, dass sich in den USA in der zweiten Präsidentschaft von Donald Trump eine ausgeprägte Günstlingswirtschaft zur Durchsetzung von Sonderinteressen entwickelt.

Das heißt, dass nicht nur die politische Gewaltenteilung und die Checks and Balances angegriffen werden, sondern auch die gesellschaftliche Arbeits- und Machtteilung zwischen Wirtschaft und Politik. Unabhängig von der beispiellosen Selbstbereicherung der Trump-Familie in den ersten 18 Monaten von Trumps zweiter Amtszeit handelt Trump nicht, wie es als Präsident seine Aufgabe wäre, nach politischen Prinzipien, sondern nach persönlichen ökonomischen Vorteilsrechnungen. Die von Ökonomen vielzitierte „Interdependenz der Wirtschaftsordnung mit allen übrigen Lebensordnungen“ (Walter Eucken) bedeutet hingegen gerade nicht, dass alle übrigen Lebensordnungen die Handlungslogik der Wirtschaft annehmen sollen. Die übrigen Lebensordnungen oder funktionalen Teilsysteme (Politik, Recht, Wissenschaft, Medien, Religion et cetera) können ihre Leistung für die Gesamtordnung (und damit auch für das Wirtschaftssystem) nur erbringen, wenn sie ihre eigene Handlungslogik bewahren. Gerade in der Bewahrung der eigenen Handlungslogik der gesellschaftlichen Teilsysteme besteht die gesellschaftliche Arbeits- und Machtteilung in offenen Gesellschaften, die in beispielloser Weise Wohlstand für alle ermöglicht hat. Donald Trump probiert jedoch auf allen Ebenen, die eigenständigen Handlungslogiken von Politik, Recht, Wissenschaft, Medien und Religion auszuhebeln und seinen Befehlen und Anordnungen zu unterstellen.

Trump hat dabei schon erhebliche Schäden erzeugt. Aber letztlich wird es auch dem „größartigsten und erfolgreichsten“ Präsidenten, den die USA je hatten, in seiner verbleibenden Amtszeit nicht gelingen, die Strukturbedingungen der modernen Gesellschaft unter sein persönliches und „omnipotentes“ Regiment zu stellen. Inwieweit jedoch die amerikanischen Wähler bereits in den Zwischenwahlen im November 2026 Trump die Quittung für den angerichteten Schaden ausstellen werden, ist offen. Falls ja, dann hat der Deep State aber bestimmt wieder Trump den Sieg gestohlen.



Norbert F. Tofall ist Senior Research Analyst
beim Flossbach von Storch Research Institute.

NACHGEHAKT

In dieser 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:

?

Braucht die Wirtschaft Zuwanderung?

von Julian Marx

Die Migrationsdebatte war in den vergangenen Jahren immer wieder Auslöser für gesellschaftliche und politische Spannungen. Dies gilt für zahlreiche europäische Staaten, aber auch für die Vereinigten Staaten von Amerika. Die USA vollzogen unter Präsident Donald Trump gar eine historische Kehrtwende ihrer tief verwurzelten Einwanderungspolitik. Doch wo stünden unsere Volkswirtschaften eigentlich ohne Zuwanderung?

Sonntag, der 14. Juni 2026 – Zürich. Ein Tag wie aus dem Bilderbuch: überwiegend sonnig, mit Temperaturen um die 26 Grad Celsius. Ideales Wetter also, um die Sonnenbrille auszupacken und das Panorama am Zürichsee zu genießen. Eigentlich. Wären nicht am gleichen Tag die 452.000 Einwohner der Stadt aufgefordert gewesen, an der Volksabstimmung über die „Keine 10-Millionen-Schweiz!“-Initiative teilzunehmen.

Im Kern der Abstimmung ging es um die anhaltend hohe Zuwanderung ins kleine Alpenland und daran anknüpfend um die Frage, ob dem jetzt ein Riegel vorgeschoben werden sollte. Ein brisantes Thema, auch für die Zürcher Stadtbevölkerung. Nicht zuletzt, weil der Anteil der ausländischen Wohnbevölkerung im vergangenen Jahr mit 33,9 Prozent einen neuen Höchststand in der einwohnerreichsten Stadt der Schweiz markierte – lediglich 1912 wurde mit 34,2 Prozent ein noch höherer Ausländeranteil verzeichnet.

Das Problem: Ende 2025 lebten bereits rund 9,1 Millionen Personen in der Schweiz, und in einigen Jahren könnten es zu viele sein, so die Sicht der Befürworter der Volksabstimmung. Denn das Schweizer Bevölkerungswachstum hat sich in der jüngeren Vergangenheit spürbar beschleunigt. Ein Trend, dem voraussichtlich kein unmittelbarer Abbruch bevorsteht.

Seit dem Jahr 2002, in dem die Personenfreizügigkeit zwischen der Schweiz

und den EU-Staaten geregelt wurde, ist die Bevölkerung um 1,7 Millionen Menschen angewachsen. Das ist hauptsächlich auf die Zuwanderung zurückzuführen. So lag der Wanderungssaldo in diesem Zeitraum bei durchschnittlich rund 66.700 Personen pro Jahr. Immer mehr Menschen strömen also in die Schweiz. Allen voran Deutsche, Franzosen, Italiener, Portugiesen, aber auch Spanier und Menschen aus dem Vereinigten Königreich suchten in diesem Jahrtausend ihr Glück in der Alpenrepublik. Allein diese sechs Nationen stellten die Hälfte der Einwanderer.

Auf der einen Seite ist diese Migration auch explizit erwünscht. In den Erläuterungen des Schweizer Bundesrates zur Volksabstimmung heisst es etwa: „Wie viele Menschen zuwandern, hängt vor allem vom Arbeitsmarkt ab. Floriert die Wirtschaft, so finden Unternehmen nicht genügend Arbeitskräfte in der Schweiz. Unternehmen, aber auch öffentliche Einrichtungen wie Spitäler und Pflegeheime rekrutieren dann fehlende Fachkräfte häufig im EU-Raum.“

Kurzum: Das Schweizer Wirtschaftsmodell und der Wohlstand des Landes sind zwingend auf die ausländischen Fachkräfte angewiesen. Auch deswegen empfohlen Bundesrat und Parlament, gegen die Volksinitiative zu stimmen. Knapp 55 Prozent der abgegebenen Stimmen folgten dieser Empfehlung, womit die Initiative „Keine 10-Millionen-Schweiz!“ verworfen wurde. Doch Herausforderungen,

die der Abstimmung zugrunde lagen, bleiben vorerst ungelöst.

VON WOHNUNGSNOT ...

Die Arbeitsmigration begleitet die prosperierende Schweiz bereits seit vielen Jahrzehnten. Wirtschaftlich dringend geboten, geben sich die Schweizer auch abseits der Arbeitszuwanderung weit mehrheitlich als weltoffenes Volk. In einer Erhebung des Bundesamts für Statistik zum Zusammenleben in der Schweiz gaben zwei Drittel der Schweizer an, Freundschaften zu Nichtschweizern zu pflegen.

Hinzu kommt, dass ein Großteil der Neuschweizer ohnehin längst einen Schweizer Pass besitzt. So verzeichnete das kleine Alpenland in diesem Jahrtausend bereits mehr als 1.000.000 Einbürgerungen. Zum Vergleich: Deutschland, das gut neunmal so viele Einwohner hat, kommt zwischen 2000 und 2024 auf knapp 3,6 Millionen Einbürgerungen. Bezogen auf die Bevölkerungsgröße ist die Zahl der Einbürgerungen in Deutschland also nicht einmal halb so hoch (vgl. Grafik 1 auf der folgenden Seite).

Nichtsdestotrotz können positive Botschaften wie diese, die von einer gelungenen Integration zeugen, nicht darüber hinwegtäuschen, dass massive Bevölkerungswanderungen, wie sie die Schweiz in den vergangenen Jahrzehnten erlebte, auch mit einer Reihe von ernstzunehmenden Herausforderungen verbunden sind.



Nach Angaben der Vereinten Nationen
ist Deutschland das weltweit
zweitwichtigste Zielland
für internationale Migranten.



Grafik 1

Neue Heimat für Millionen

Zahl der Einbürgerungen seit 2000

— Deutschland (linke Skala) — Schweiz (rechte Skala)

Quelle: Destatis, Staatssekretariat für Migration, Flossbach von Storch, Daten per 10. August 2026

Ein Hauptaugenmerk der Volksinitiative lag etwa auf der Wohnungsnot und den höheren Mieten. So leidet die Schweiz gefühlt schon immer unter Wohnungsmangel. Seit 1980 betrug die Leerstandsquote bei Wohnungen und Einfamilienhäusern stets weniger als zwei Prozent. Zwischen 2020 und 2025 sank sie gar von 1,72 auf 1,00 Prozent. Eine alte Faustregel besagt, dass ein Mietmarkt erst ab einer Leerstandsquote von etwa drei Prozent reibungslos funktioniert. Die Wohnungsknappheit spitzte sich in den vergangenen Jahren also wieder zu.

Besonders ausgeprägt ist die Wohnungsnot naturgemäß in Ballungsgebieten. Die 452.000 Einwohner Zürichs durften zum 1. Juni 2025 um sage und schreibe 235 leerstehende Wohnungen konkurrieren – das entspricht einem mickrigen Leerstand von 0,1 Prozent der Wohnungen. Wie stark der Wettbewerb um neue Wohnungen ist, unterstreicht etwa ein Vergleich mit der Stadt Köln, die einen der angespanntesten Wohnungsmärkte Deutschlands hat. Dort betrug die markttaktive Leerstandsquote im Jahr 2022 magere 1,2 Prozent, womit sie sich allerdings gerade einmal im Schweizer Durchschnitt einordnen würde.

Das Beispiel zeigt: Zuwanderung ist keine Einbahnstraße. Im Fall der Schweiz gilt die Wohnungsnot als zentraler Kritikpunkt; aber auch eine „Zubetonierung“ der Landschaft, überfüllte Züge oder eine sinkende Bildungsqualität an den Schulen werden von den Be-

fürwortern einer geringeren Zuwanderung angeprangert.

... UND ANDEREN GESELLSCHAFTLICHEN SPANNUNGEN

Dass die Schweiz nicht das einzige Land ist, das mit Herausforderungen im Rahmen der Einwanderung konfrontiert ist, weiß man in Deutschland aus eigener Erfahrung. Davon zeugt nicht zuletzt der Umstand, dass Bundesinnenminister Alexander Dobrindt im vergangenen Jahr die Notwendigkeit sah, vom „Einleiten einer Migrationswende“ zu sprechen.

Hierzulande sind die Probleme mit der Zuwanderung in den vergangenen Jahren allerdings anders geartet als in der Schweiz. Bekanntermaßen handelte es sich bei der Zuwanderung nach Deutschland in der jüngeren Vergangenheit in großen Teilen nämlich nicht um eine geregelte Arbeitsmigration, sondern um massive Flüchtlingsströme. Im Jahr 2015 und den Folgejahren allen voran aus Syrien, Afghanistan und dem Irak, 2022 überwiegend aus der Ukraine. Per Saldo wanderten zwischen 2015 und 2025 6,1 Millionen Menschen nach Deutschland ein.

Quasi über Nacht galt es, mehrere Millionen Kinder, Frauen und Männer in den Alltag der Deutschen zu integrieren. Doch Sprachbarrieren oder Schwierigkeiten bei der Anerkennung ausländischer Berufsabschlüsse verzögern bei zugewanderten Personen die Integration in den Arbeitsmarkt.

Weitere Probleme existierten, die sich auch unmittelbar negativ auf die heimische Bevölkerung auswirkten. Beispielsweise bedeuteten personelle Restriktionen an Schulen, dass die Lehrerschaft vielerorts plötzlich mit einer Doppelbelastung aus Integrationsarbeit und Beschulung der Bestandsschülerschaft konfrontiert war. Da ist es nur verständlich, wenn das Unterrichtsniveau in einigen Klassenzimmern leidet – ohne dass man den Beteiligten hier wohl einen Vorwurf machen kann.

Auch sind unmittelbare finanzielle Belastungen für die heimische Bevölkerung sichtbar. So flossen auf Ebene der Staatsfinanzen in den vergangenen Jahren jährlich zweistellige Milliardenbeträge in Form von Asylbewerberleistungen und Bürgergeld an Geflüchtete. Summen, die für Unruhe sorgen können, wenn nach Angaben des Statistischen Bundesamts gleichzeitig 21 Prozent der Bevölkerung von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedroht sind.

OHNE ZUWANDERUNG FEHLEN ARBEITSKRÄFTE

Bei allen verständlichen Sorgen in Teilen der Bevölkerung gehört aber auch zur Wahrheit, dass die erhebliche Zuwanderung der vergangenen Jahre und Jahrzehnte immense Lücken am Arbeitsmarkt stopft und die Wirtschaft damit entscheidend am Laufen hält. Mehr als jeder sechste sozialversicherungspflichtige Beschäftigte in Deutschland ist Ausländer, insgesamt →

rund sechs Millionen Menschen. In zahlreichen Engpassberufen sähe es ohne die Beschäftigten mit Einwanderungsgeschichte – sie selbst oder beide Elternteile waren nach Deutschland eingewandert, wobei ein großer Teil von ihnen bereits die deutsche Staatsbürgerschaft besitzt – mau aus. Oftmals wäre wohl ein völliges Fehlen von verfügbaren Arbeitskräften zu beklagen.

Beispielsweise weisen hierzulande rund 54 Prozent aller Beschäftigten in der Gastronomie einen Migrationshintergrund auf. Bei Bus- und Straßenbahnfahrern, die das Rückgrat des öffentlichen Nahverkehrs bilden, haben 47 Prozent eine Einwanderungsgeschichte. In der Altenpflege sind es immer noch 33 Prozent, während der Anteil von Beschäftigten mit Migrationshintergrund auf Ebene der Gesamtwirtschaft gerade einmal 26 Prozent beträgt (vgl. Grafik 2).

In vielen Fällen sind es heute also auch Berufsfelder mit niedragschwelligen Eintrittsbarrieren, in denen Zuwanderer überrepräsentiert sind und dem Fachkräftemangel massiv entgegenwirken. Dabei dürfte sich der ökonomische Nutzen der Zuwanderung in den kommenden Jahren sogar weiter verstärken.

WENN GRAUE SCHLÄFEN ZUR NORMALITÄT WERDEN

Wie das Institut der deutschen Wirtschaft schätzt, sinkt das Arbeitskräftepotenzial Deutschlands bis 2036 um mehr als vier Millionen Erwerbsperso-

nen. In naher Zukunft scheiden also deutlich mehr ältere Menschen aus dem Arbeitsmarkt aus als junge nachkommen. Von den 20 Millionen Babyboommern, die hierzulande zwischen 1954 und 1969 geboren wurden, sind heute sechs Millionen älter als 67 Jahre – der Rest erreicht in den kommenden zehn Jahren das Renteneintrittsalter.

Womit ein weiterer großer Vorteil der Zuwanderung ersichtlich wird. Denn die Menschen, die nach Deutschland kamen, sind im Schnitt deutlich jünger als die Bestandsbevölkerung. Mit gerade einmal 38 Jahren liegt der Altersschnitt der hier ansässigen ausländischen Bevölkerung immerhin gut acht Jahre unterhalb derjenigen der deutschen Staatsbürger. Da braucht es dann auch keinen Mathematiker, um festzustellen, dass Personen mit Migrationshintergrund hierzulande einen weiter wachsenden Anteil an der Erwerbsbevölkerung einnehmen werden, wenn in den kommenden Jahren immer mehr „alte“ Deutsche aus dem Arbeitsleben ausscheiden.

Selbst in Japan, dessen Gesellschaft als sehr homogen gilt, scheint die Erkenntnis zu reifen, dass Arbeitsmigration in alternden Gesellschaften ein Gebot der ökonomischen Vernunft ist. Denn bezogen auf das Bevölkerungswachstum bewegt man sich im Land der aufgehenden Sonne zunehmend in Richtung Sonnenuntergang: Seit ihren Höchstständen im Jahr 2010 ist die Bevölkerung Japans bereits um rund fünf Millionen auf etwa 123 Millionen Menschen geschrumpft. Zudem

sind fast 30 Prozent der Bevölkerung 65 Jahre und älter. Ende der 2030er-Jahre soll schließlich mehr als jeder dritte Japaner älter als 65 sein. Zum Vergleich: Selbst in Deutschland lag dieser Anteil zuletzt bei „nur“ 23 Prozent und er soll erst in zehn bis fünfzehn Jahren auf heutige japanische Verhältnisse angewachsen (vgl. Grafik 3).

Für Japans Arbeitsmarkt beziehungsweise dessen Wirtschaft, die seit 30 Jahren kaum wächst, braucht es also dringend kreative Lösungen. Ein Ansatz war lange Zeit, mehr Frauen in den Arbeitsmarkt zu integrieren. Allerdings wirkt dieser Hebel zunehmend ausgeschöpft, nachdem die Arbeitsmarktpartizipationsrate der 25- bis 54-jährigen japanischen Frauen in diesem Jahrtausend von 67 auf zuletzt 84 Prozent angestiegen ist – ein überdurchschnittliches Niveau im internationalen Vergleich und auf Augenhöhe mit Deutschland.

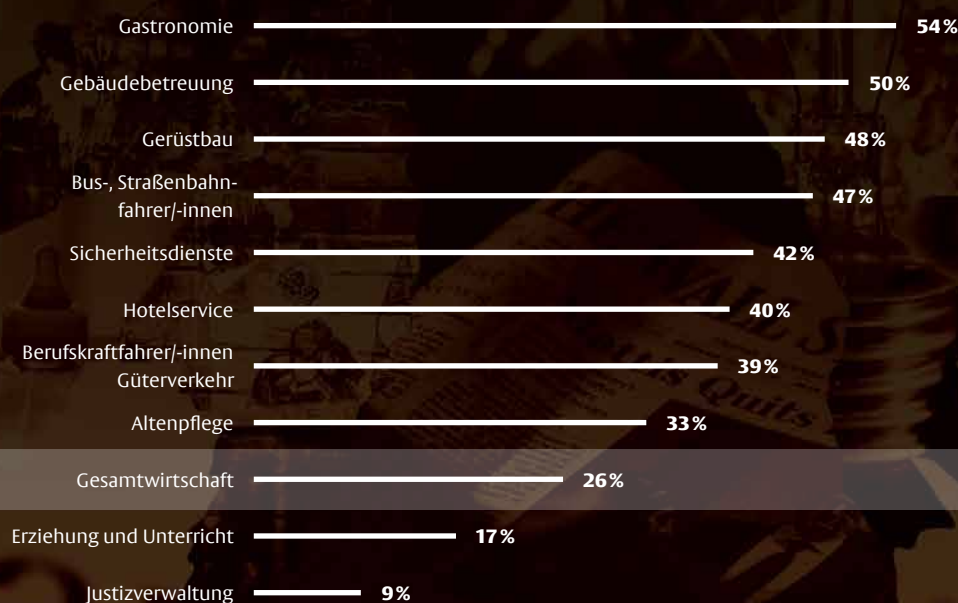
Als letzter Strohhalme bleibt die Zuwanderung. Ein großer Schritt für ein Land wie Japan, das kulturell als eher verschlossen gilt. Schließlich betrug der Ausländeranteil im Inselstaat noch vor zehn Jahren 1,3 Prozent. Seither ist die Zahl der japanischen Staatsbürger um sechs Millionen zurückgegangen, während die Zahl der in Japan lebenden Ausländer im gleichen Zeitraum um gut zwei Millionen angewachsen ist und in diesem Jahr erstmals die Marke von vier Millionen überschritten hat. Damit hat sich der Ausländeranteil Japans in nur zehn Jahren auf gut drei Prozent mehr als verdoppelt. →

Grafik 2

Viele Engpassberufe hängen an der Zuwanderung

Anteil der Beschäftigten mit Einwanderungsgeschichte an allen abhängig Beschäftigten

Quelle: Destatis, Flossbach von Storch,
Daten per 10. August 2026



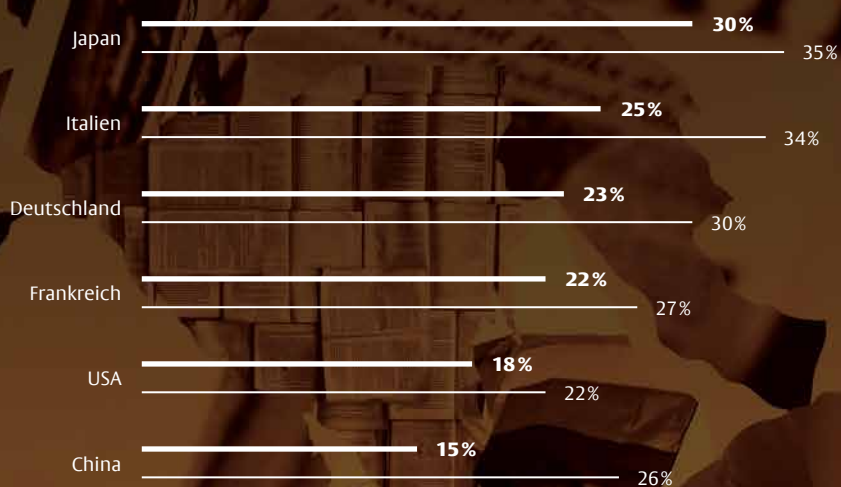
Grafik 3

Alternde Nationen

Anteil der Über-65-Jährigen (65 Jahre und älter) an der Gesamtbevölkerung

— 2025
— 2040

Quelle: LSEG Datastream,
Flossbach von Storch,
Daten per 10. August 2026



Chinesen, Vietnamesen und Südkoreaner, die regelmäßig nur eine mehrjährige Aufenthaltserlaubnis erhalten, stellen die meisten Einwanderer. Ihrem Beispiel dürften in den kommenden Jahren weitere Wanderarbeiter folgen, wenn Japan seine demografischen Herausforderungen in den Griff bekommen möchte. Wohin die Reise – zumindest theoretisch – gehen könnte, zeigt die Schweiz: Dort waren im vergangenen Jahr rund 27 Prozent der Bevölkerung Ausländer.

EIN HISTORISCHES SPANNUNGSFELD

Ehrlicherweise dürfte sich die Schweiz aber nur bedingt als Maßstab für die Projektion kommender Arbeiterwanderungen nach Japan eignen, wie bereits die japanische Geschichte nahelegt. Die kulturelle Verslossenheit prägte das Land über lange Zeiträume. Bis zum Jahr 1853 erlebten die damaligen Einwohner Nippons gar eine strikt isolationistische Außenpolitik, die über mehr als zwei Jahrhunderte andauerte.

Bekannt unter dem Schlagwort „Sakoku“, was so viel wie „abgeschlossenes Land“ bedeutet, hatte Japan den Kontakt zum Ausland stark eingeschränkt. Das sollte die innere Stabilität gewährleisten und das Shogunat beziehungsweise dessen Machtanspruch vor äußeren Einflüssen wie dem Christentum schützen. Einheimischen wurde die Ein- und Ausreise in dieser Zeit streng verboten, während der Handel extrem zentralisiert und auf wenige Akteure beschränkt war. Beispielsweise war der europäische Handel

exklusiv den Niederländern vorbehalten, die im Gegenzug jegliche religiöse Einflussnahme unterlassen mussten.

Bis heute prägen derartige historische Einflüsse den Charakter Japans. Trotz eines Ausländeranteils von gerade einmal drei Prozent breitet sich angesichts der gestiegenen Zuwanderungsraten eine gewisse Verunsicherung in Japans Bevölkerung aus, dass eine massenweise Einwanderung die japanische Kultur zerstören könne. In der Tagespolitik zeigt sich diese Entwicklung nicht zuletzt daran, dass die am rechten Rand angesiedelte Sanseito-Partei bei den vergangenen Wahlen zum japanischen Oberhaus 14 Sitze hinzugewinnen konnte, auf nunmehr 15. Mit ihrem Leitspruch „Nihonjin First“ (zu Deutsch: Japaner zuerst) hat die Partei in Teilen der Bevölkerung einen Nerv getroffen. Damit steht Japan in den kommenden Jahren mehr und mehr vor der Frage, wie viel kulturelle Identität sich das Land angesichts der dramatischen Überalterung leisten kann und möchte.

„SOCIAL ENGINEERING“

Von kultureller Identität im Sinne einer eher homogenen Bevölkerungsstruktur kann man im Fall der Vereinigten Staaten von Amerika wahrlich nicht sprechen. Kein anderes Land verfügt über eine vergleichbare Einwanderungsgeschichte – mit all ihren Höhen und Tiefen: Von der Sehnsucht nach dem amerikanischen Traum, der über Generationen hinweg Antrieb für Mil-

lionen Einwanderer aus unterschiedlichsten Ländern war, bis hin zum transatlantischen Sklavenhandel, der größten Zwangsmigration in der Geschichte der Menschheit.

Noch immer spielen Einwanderer eine enorm wichtige Rolle in den USA. Mitte vergangenen Jahres beheimatete das Land mehr als 50 Millionen von ihnen, was gut 15 Prozent der US-Bevölkerung entsprach. Unter den Arbeitskräften lag ihr Anteil sogar bei 19 Prozent. Doch jetzt könnte Schluss mit der Zuwanderung sein, nachdem sich die Migrationspolitik unter US-Präsident Donald Trump spürbar verschärft hat. Stolz verkündete das Weiße Haus zu Beginn dieses Jahres, dass die USA im Jahr 2025 erstmals seit mehr als 50 Jahren eine negative Nettozuwanderung verzeichneten und damit „jahrzehntelange Misserfolge der offenen Grenzpolitik umkehrten“. So gesehen schlagen die USA also neue Wege in der Migrationspolitik ein.

Dabei handelt es sich bei der Einwanderungspolitik im Grunde genommen schon seit jeher auch um eine Form des „Social Engineering“: Dabei ergreifen Regierungen Maßnahmen, um die Einwanderung von Personen zu fördern, die den demografischen, sozialen und wirtschaftlichen Vorstellungen des Landes entsprechen, während versucht wird, die Zuwanderung derjenigen Personen zu beschränken, die ihres Erachtens nicht ins Schema passen. Unter ökonomischen Gesichtspunkten erscheint eine gewisse Form der Selektion (beziehungsweise der

Einwanderungsbeschränkung) nur logisch. Denn am Ende des Tages agiert jede Gesellschaft mit begrenzten Ressourcen, weshalb sich Wanderungsströme ab einem gewissen Punkt selbst tragen müssen und nicht beliebig subventioniert werden können.

Dieser ökonomischen Logik folgend, verabschiedeten die USA bereits im Jahr 1882 ein allgemeines Einwanderungsgesetz, das „jede Person, die nicht in der Lage ist, für sich selbst zu sorgen, ohne zur Belastung zu werden“, von der Einwanderung ausschließen sollte. Neben wirtschaftlichen spielten vor mehr als 140 Jahren aber auch gesellschaftliche Motive eine Rolle bei der Einwanderungspolitik. So sollten im damaligen Gesetzestext auch Sträflinge von der Einwanderung ausgeschlossen werden. Darin spiegelt sich ein legitimes Bedürfnis nach innerer Sicherheit wider. Wenn in Deutschland heutzutage also in einigen Fällen über die Abschiebung von zugewanderten Straftätern diskutiert wird, ist diese Debatte weit älter als diejenigen, die sie heute führen.

ZUWANDERUNG ALS CHANCE

Bedenken um die innere Sicherheit, um die kulturelle Identität oder um die Verfügbarkeit von Wohnraum spielen allesamt eine wichtige Rolle im Rahmen der Migrationsdebatte – heute genauso wie im 19. Jahrhundert in den USA oder im 17. Jahrhundert in Japan. All diese Fragestellungen bedürfen einer Auseinandersetzung in einer breiten gesellschaftlichen Debatte.

Unter rein ökonomischen Gesichtspunkten wirkt das Thema der (geregelten) Zuwanderung hingegen wenig kontrovers. In einigen Industrienationen scheint eine anhaltende Arbeitsmigration angesichts der fortschreitenden Alterung sogar alternativlos, wenn ein fehlendes Arbeitskräfteangebot am heimischen Markt vermieden und heutige Wohlstandsniveaus erhalten oder ausgebaut werden sollen.

Selbst massive, unregelmäßige Flüchtlingswanderungen, wie sie Deutschland seit 2015 in völligen Ausnahmesituationen erlebte, können sich mittel- bis langfristig als wirtschaftlicher Gewinn erweisen: So kam eine Studie des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung zu dem Ergebnis, dass die Erwerbstätigenquote von 18- bis 64-jährigen Schutzsuchenden (vorwiegend aus Syrien, dem Irak und Afghanistan), die zwischen 2013 und 2019 nach Deutschland kamen, acht Jahre nach ihrer Ankunft bei 68 Prozent lag, womit sie sich bereits deutlich dem Bevölkerungsdurchschnitt von 77 Prozent angenähert hat. Unter den geflüchteten Männern überstieg die Erwerbstätigenquote von 86 Prozent den männlichen Bevölkerungsdurchschnitt sogar leicht, wohingegen sie bei den geflüchteten Frauen aus verschiedenen Gründen, wie etwa der Übernahme von Sorgearbeit (insbesondere bei Kleinkindern), deutlich abfiel.

Letztlich wohnen der Migration enorme Chancen inne. Der amerikanische Traum, dass jeder Mensch, unabhängig von seiner Herkunft, durch Fleiß und harte Arbeit einen gesellschaftlichen Aufstieg

und Wohlstand erreichen kann, dürfte Menschen weltweit anspornen. Menschen mit unterschiedlichsten Hintergründen. Deutschland kann als weltoffenes Land von denjenigen profitieren, die auf der Suche nach einem besseren Leben sind. Nach Angaben der Vereinten Nationen ist Deutschland das weltweit zweitwichtigste Zielland für internationale Migranten und beherbergt zuletzt rund 17 Millionen von ihnen.

Mehr sind es nur in den USA, die seit vielen Jahrzehnten zu den mit Abstand leistungsfähigsten Volkswirtschaften zählen. Immer wieder schreiben dort Einwanderer, die Risiken eingehen und den amerikanischen Fortschritt vorantreiben, außergewöhnliche Geschichten. Der in Moskau geborene Google-Mitgründer Sergey Brin und der in Südafrika aufgewachsene Elon Musk gehören sicherlich zu ihren prominentesten Vertretern.

In der Schweiz, einer der ganz wenigen Volkswirtschaften, deren Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt die Marke von 100.000 US-Dollar übersteigt, haben unterdessen mehr als 40 Prozent der Schweizer Bevölkerung einen Migrationshintergrund – „Multi-Kulti“ gibt es auch in den Alpen.

Wenngleich die Zuwanderungsdebatte vielschichtig ist: Eine rein wirtschaftliche Betrachtung lässt eigentlich keine zwei Schlüsse zu. Das gilt zumindest so lange, wie die Altenpflege oder der Gerüstbau noch nicht von Humanoiden ausgeführt werden. ♦

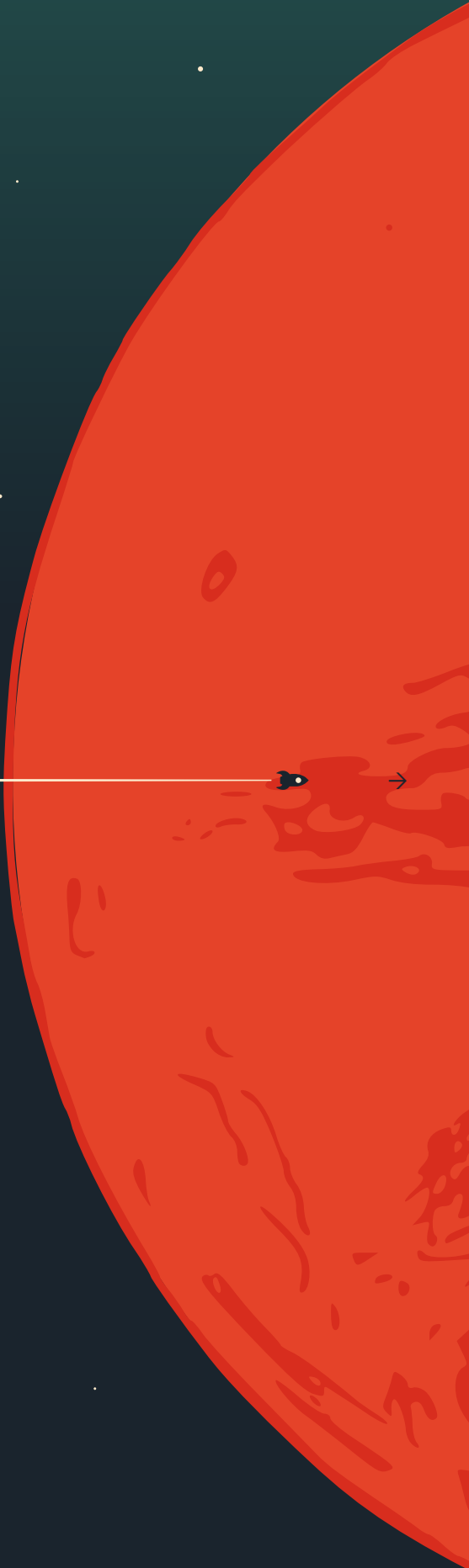
*Julian Marx ist Analyst
bei der Flossbach von Storch SE in Köln.*



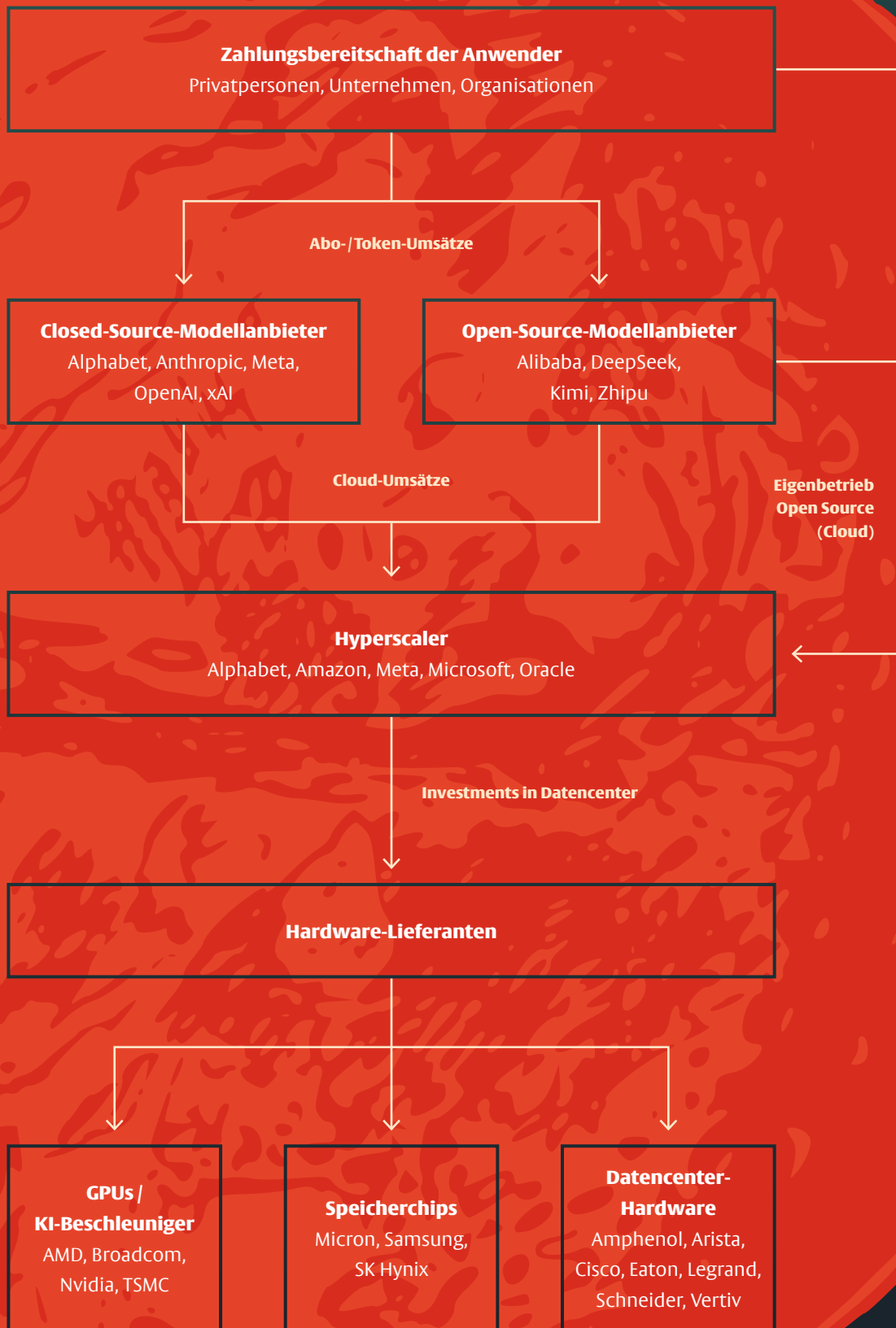
V O M B O O M

von Bert Flossbach

Z U R B L A S E



Ein fiebriger Rausch
hat die Finanzwelt erfasst.
Getrieben von einer
bahnbrechenden Techno-
logie, deren Möglichkeiten
ebenso atemberaubend
wie unheimlich sind, be-
flügelt er die Fantasie der
Anleger. Wo soll das enden?



Das langfristige Potenzial der Künstlichen Intelligenz (KI) ist enorm – möglicherweise sogar größer, als heute allgemein erwartet. Ähnlich war es um die Jahrtausendwende beim Internet: Zwar war schon damals offensichtlich, dass diese neue Technologie ein riesiges Potenzial hat. Es dauerte aber Jahre, bis sichtbar wurde, welche Geschäftsmodelle die größte Wertschöpfung kreieren und welche Unternehmen davon am meisten profitieren würden.

Yahoo galt einst als einer der großen Gewinner des Internetzeitalters, wurde dann aber von Google überholt. Facebook wiederum entstand erst zehn Jahre nach dem kommerziellen Durchbruch des Internets. Bei der KI dürfte es ähnlich sein.

Disruption ist kein sanfter, linearer Wandel. Sie kommt oft unerwartet – aus einer Richtung, die zuvor kaum jemand auf dem Radar hatte. Offen ist, wer sich im Wettbewerb um die besten Angebote durchsetzen wird, wie sich Kosten und Preise entwickeln, welche neuen Technologien bestehende Lösungen verdrängen könnten, wie groß die Gefahr verselbstständigter digitaler Agenten ist und welche Regulierungen daraus entstehen könnten.

Die Gewinner von heute können die Verlierer von morgen sein – und umgekehrt. Die Finanzmärkte versuchen das zu antizipieren, schießen dabei aber oft übers Ziel hinaus. Gestern noch ungeliebte ertragsschwache Hersteller von Speicherchips sind binnen weniger Monate zu Börsenstars avanciert und treiben die Aktienindizes nach oben. Gestern noch hoch im Kurs stehende ertragszuverlässige Softwareanbieter werden an der Börse plötzlich als Halbtote gehandelt.

HEUTE EIN MARKTFÜHRER, ...

Alte Gewissheiten verschwinden, neue kommen und gehen. Heute noch Marktführer bei KI-Sprachmodellen, morgen vielleicht schon abgehängt vom Wettbewerb.

Es bestehen kaum Zweifel, dass die Weiterentwicklung der KI auch künftig mit großem Aufwand vorangetrieben wird. Ob und wie stark sich das für die Unternehmen der KI-Investitionskette (vgl. Schaubild links) auszahlt, steht auf einem anderen Blatt.

Viel hängt davon ab, wie viel Unternehmen und Privatkunden nachhaltig bereit sind, für KI-Anwendungen zu zahlen. Für die Anbieter von KI-Modellen ist das die alles entscheidende Frage. Am Ende entscheiden die KI-Anwender darüber, wie groß das wirtschaftliche Potenzial der gesamten KI-Wertschöpfungskette ist.

Ihre Zahlungsbereitschaft wird sich langfristig am konkreten Nutzen bemessen, den ihnen die KI-Modelle bieten. Für die Anwendungszwecke von Privatpersonen reichen kostenlose oder kostengünstige Modellvarianten zumeist völlig aus.



*Disruption
ist kein sanfter,
linearer Wandel.
Sie kommt oft
unerwartet – aus einer
Richtung, die zuvor
kaum jemand auf
dem Radar hatte.*

*Das Wettbewerbs-
umfeld und
Geschäftspotenzial der
KI-Modellanbieter
ist nicht so sonnig,
wie es die ambitionierten
Bewertungsvorstellungen
der Börsenaspiranten
OpenAI und Anthropic
suggerieren.*

Das eigentliche Potenzial liegt bei Unternehmensanwendungen. Nur wenn Unternehmen durch den Einsatz von KI erhebliche nachhaltige Kosteneinsparungen und Produktivitätsverbesserungen erzielen können, werden sie bereit sein, in einigen Jahren Hunderte von Milliarden an die KI-Modellanbieter zu zahlen.

... MORGEN SCHON ABGEHÄNGT!

Der Markt ist aber hart umkämpft. Eine Handvoll ambitionierter Wettbewerber streitet um die Vormachtstellung. Führungspositionen können aufgrund der hohen Innovationsgeschwindigkeit rasch wechseln. Kostengünstige Open-Source-Modelle, etwa aus China, begrenzen die Preissetzungsmacht der führenden Anbieter zumindest dort, wo nicht die absolute Topversion benötigt wird. Ihre Leistungsfähigkeit liegt nicht mehr weit hinter den führenden US-Modellen zurück, sie kosten aber nur einen Bruchteil.

China verfügt über große Kapazitäten bei Rechenzentren und billigen Strom. Das Land ist stark bei der KI-Grundlagenforschung und hat dank der offenen Architektur seiner Modelle eine riesige KI-Entwicklergemeinde. Ziel ist es, so rasch wie möglich mit eigenen Chips (Huawei statt Nvidia) die Leistungsfähigkeit der US-Modelle zu erreichen und diese wesentlich günstiger anbieten zu können.

Sollten die US-KI-Anbieter versuchen, ihre bislang subventionierten Unternehmens-Abomodelle auf teure Token-Abrechnungen umzustellen, könnte der Preisschock viele „Heavy User“ dazu bewegen, trotz etwaiger Sicherheitsbedenken chinesische Modelle zu nutzen. So könnte KI zu einem neuen Exportschlager für China werden.

Die Höhe der möglichen Einnahmenströme für die gesamte KI-Wertschöpfungskette bleibt ungewiss. Optimisten nennen oft nur einen Prozentsatz der globalen Lohnsumme als Marktpotenzial, was zumeist mehrere Billionen Dollar bedeutet. Griffiger als solche Schätzungen sind die annualisierten Umsätze der führenden westlichen Modellanbieter. Zusammengenommen steigen sie derzeit steil an und könnten zum Jahresende die Marke von 100 Milliarden Dollar erreichen.

Beim Fortschreiben dieser Entwicklung ist aber Vorsicht geboten. Viele Unternehmen befinden sich in einer Experimentierphase. Mitarbeiter werden zu intensiver KI-Nutzung ermuntert und an ihrem Tokenverbrauch gemessen: Je mehr, desto besser.

OHNE RÜCKSICHT AUF MEHRWERT

Die Konsequenz ist eine Token-Maximierungsstrategie ohne Rücksicht auf den damit verbundenen Mehrwert. Dieser ist, abgesehen von reinen Programmier-

tätigkeiten, aber oft nur schwer messbar. Alex Karp, der CEO von Palantir, kritisiert, dass die Nutzungsanreize zu Scheinarbeit und Wegwerfskripten statt zu echter Wertschöpfung führen.

Unternehmen wie Amazon, Uber oder Tesla führen deshalb zunehmend Obergrenzen für den Tokenverbrauch ihrer Mitarbeiter ein. Analog zu Software wird KI von Unternehmen eher als wichtiges Hilfsmittel für Mitarbeiter gesehen, nicht als deren Ersatz. Dies gilt auch für uns.

Das Wettbewerbsumfeld und Geschäftspotenzial der KI-Modellanbieter ist also nicht so sonnig, wie es die ambitionierten Bewertungsvorstellungen der Börsen-aspiranten OpenAI und Anthropic suggerieren.

Bei den Hyperscalern ist die Ausgangslage besser. Anbieter wie Amazon, Microsoft und Alphabet profitieren vom wachsenden Bedarf an Rechenleistung unabhängig davon, welches einzelne KI-Modell sich durchsetzt. Sie erwirtschaften hohe operative Gewinne, haben Skalenvorteile gegenüber möglichen neuen Wettbewerbern und verfügen über etablierte Kundenbeziehungen.

Allerdings ist ihr Geschäftsmodell wesentlich kapitalintensiver geworden. Bis 2030 könnten insgesamt rund sieben Billionen US-Dollar in den Bau und Ausbau von Datacentern fließen – also etwa 1,4 Billionen Dollar pro Jahr. Das entspräche gut vier Prozent der US-Wirtschaftsleistung und würde alle früheren Investitionsbooms in den Schatten stellen.

Rund fünf Billionen oder gut eine Billion pro Jahr sollen von nur einer Handvoll Unternehmen kommen: den vier etablierten Hyperscalern Alphabet, Amazon, Microsoft und Meta sowie Oracle als fünftes Rad am Wagen. Mit xAI steht zudem ein sechster großer Anbieter von Cloud-Rechenleistung ante portas.

Goldman Sachs hatte im Rahmen des Börsengangs von SpaceX, dem Mutterschiff von xAI, ein galaktisches Szenario skizziert. Bis 2030 soll sich der Cloud-Umsatz von xAI auf 322 Milliarden Dollar ver Hundertfachen. Solch luftige Szenarien sind symptomatisch für ein spekulativ aufgeladenes Umfeld. Schließlich haben auch die Investmentbanken ein Interesse daran, die Musik so lange wie möglich spielen zu lassen.

Bemerkenswert ist, wie sehr das Ausmaß des Investitionsbooms zuletzt unterschätzt wurde. Noch im Herbst letzten Jahres wurde für dieses Jahr eine Investitionssumme von rund 450 Milliarden Dollar geschätzt. Tatsächlich dürften es rund 800 Milliarden werden (vgl. Grafik 1). Für 2027 lagen die Schätzungen bei rund 500 Milliarden. Heute werden über 1.000 Milliarden erwartet. Ab 2028 wird ein weiterer Anstieg auf knapp 1,2 Billionen Dollar pro Jahr unterstellt.



Grafik 1

Hyperscaler-Investitions- welle: Goldrausch oder Größenwahn?
Capex in Milliarden US-Dollar*

- Bisherige Investitionen
- Schätzungen August 2026
- Schätzungen Ende Q3 2025

* Bloomberg-Konsensschätzungen ab 2026. Aggregierte Werte der Unternehmen Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und Oracle.

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.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 10. August 2026





Grafik 2

Freier Cashflow fällt, Schulden steigen

Freier Cashflow und Nettoverschuldung der Hyperscaler in Milliarden US-Dollar*

— Freier Cashflow
— Nettoverschuldung inkl. Leasingverpflichtungen

* Bloomberg-Konsensschätzungen ab 2026. Aggregierte Werte der Unternehmen Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und Oracle.

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.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 10. August 2026

AUCH EIN SUPERZYKLUS BLEIBT EIN ZYKLUS

Aufgrund der erheblichen Unsicherheiten basiert diese Annahme jedoch nicht auf einer belastbaren fundamentalen Grundlage, sondern stellt vielmehr eine moderate Fortschreibung des bisherigen Trends dar. Die heimliche Hoffnung der Zulieferer, dass das Investitionsvolumen der Hyperscaler nochmals nach oben überraschen könnte, dürfte sich nicht erfüllen; denn schon jetzt investieren sie teilweise mehr, als sie im operativen Geschäft einnehmen.

Ein Blick auf die Entwicklung des Cashflows (operativer Mittelzufluss abzüglich Investitionsausgaben) und der Netto-Barmittel verdeutlicht dies. Der freie Mittelzufluss ist von über 200 Milliarden Dollar ins Negative abgerutscht und die Barmittel sind inzwischen weitgehend aufgebraucht. Zur Finanzierung der ambitionierten Investitionserwartungen müssten sie also neue Aktien ausgeben und/oder Schulden aufnehmen (vgl. Grafik 2).

Das wahnsinnige Investitionstempo der Hyperscaler definiert das Schicksal der gesamten KI-Wertschöpfungskette. Am meisten profitieren derzeit die Hersteller von Chips, insbesondere von Speicherchips. Doch auch ein Superzyklus bleibt ein Zyklus. Und zwar mit allem, was dazugehört: Explodierende Preise, Umsätze und Gewinne – Dominanz der Lieferanten, Ohnmacht der Kunden. Datacenter werden immer teurer, der Aufwand für jedes Gigawatt Rechenleistung wächst, bis es sich irgendwann nicht mehr lohnt.

Selbst Unternehmen wie Apple, die nicht unter den explodierenden Kosten für Datacenter leiden, sind betroffen und müssen die Preise ihrer Produkte teilweise spürbar erhöhen, weil Chips immer teurer werden.

DAS BEISPIEL DER FRACHTRATEN

Ein anschauliches Beispiel für die Auswirkungen von Knappheiten auf Produktpreise und Unternehmensgewinne lieferte die Preisexplosion bei Containerfrachtraten in der Pandemie (vgl. Grafik 3). Lieferkettenengpässe und mangelnde Verfügbarkeit von Frachtkapazitäten hatten die Preise für Container-Fracht innerhalb kurzer Zeit verfünffacht. Der Gewinn von Hapag-Lloyd, einem der größten Profiteure, verzwanzigfachte sich innerhalb von zwei Jahren.

Nachdem sich die Lieferketten wieder normalisiert hatten und zusätzliche Kapazitäten auf den Markt kamen, fielen die Frachtraten jedoch bald wieder auf ihr altes Niveau. Ein ähnliches Muster lässt sich derzeit auf dem Markt für Speicherchips beobachten. Die hohe Nachfrage vor allem nach High-Bandwidth-Memory-Chips (einer speziellen DRAM-Kategorie) trifft auf ein begrenztes Angebot, das sich nicht über Nacht ausweiten lässt. Auch hier haben sich die Preise in etwa verfünffacht, der Gewinn verzwanzigfacht.

Die Chip-Knappheit dürfte zwar länger anhalten als der Containerengpass in der Pandemie, aber die Vorstellung, es handele sich um eine nachhaltige Entwicklung, ist naiv. Die Chiphersteller beginnen auf Druck ihrer Kunden und getrieben von staatlichen Investitionsprogrammen (vor allem in Südkorea), ihre Kapazitäten massiv auszubauen. So plant SK Hynix, einer der weltgrößten Speicherchiphersteller, seine Fertigungskapazität binnen fünf Jahren zu verdoppeln. Andere Unternehmen ziehen nach.

Der „Schweinezyklus“ ist Wesensmerkmal der (Speicher-)Chip-Branche und hat in den vergangenen Jahrzehnten zu einem wilden Auf und Ab der Gewinne und Aktienkurse geführt. Der Aktienkurs des heutigen Speicherchipgiganten Micron Technology hat vom Hoch im Jahr 2000 bis zum Tief acht Jahre später rund 99 Prozent verloren. 2024 wurde der alte Höchstkurs erstmals wieder überschritten und heute gehört der Speicherchiphersteller mit rund einer Billion US-Dollar Marktwert zu den weltweit wertvollsten Unternehmen.

Der hohe Marktwert basiert auf der Annahme, dass der Schweinezyklus diesmal wesentlich moderater ausfällt. Micron und andere Chiphersteller versuchen das Risiko von Überkapazitäten und fallenden Preisen durch längerfristige Lieferverträge zu begrenzen. Damit lässt sich der nächste Abschwung zwar abfedern, das ändert jedoch nichts an der inhärent zyklischen Natur der Branche. So trägt der aktuelle Boom bereits den Keim des nächsten Busts in sich.

Es wäre vermessen, das Ende des KI-Investitionsbooms punktgenau timen zu wollen. Doch zahlreiche Faktoren sprechen zumindest für eine deutliche Abkühlung:

— 1 —

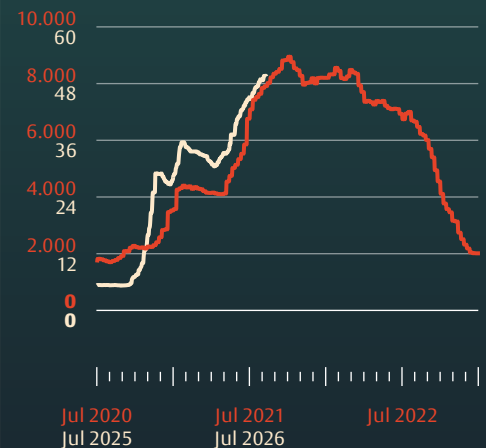
Eine neue bahnbrechende Technologie erobert die Welt

Niemand kann das ökonomische Potenzial treffend voraussagen, aber es scheint riesig. Je schwerer das Ganze greifbar ist, desto weniger ist es auch widerlegbar. Der Fantasie sind keine Grenzen gesetzt, weil es scheinbar keine gibt.

— 2 —

Der Spekulationsrausch

Immer mehr Anleger spekulieren ohne Kenntnis der fundamentalen Unternehmensdaten. Der Kursverlauf wird zum alles entscheidenden Faktor. Was steigt, ist gut, was nicht vom Fleck kommt oder fällt, ist schlecht. Der Kursverlauf der letzten Monate definiert die Qualität der Aktie und des dahinterstehenden Unternehmens. In Südkorea haben Privatanleger in großem Stil sichere Spar- und Versicherungsprodukte liquidiert oder beliehen, um das Geld in den Aktienmarkt zu stecken, der im Wesentlichen aus den beiden Chipherstellern Samsung Electronics und SK Hynix besteht. Auch mehrfach gehebelte ETFs auf den US-Halbleiterindex zählen zu den heißesten Wetten der Koreaner. In den USA stehen diese



Grafik 3

Preiszyklen bestimmen die Gewinnentwicklung

Frachtraten gestern, Speicherchips heute?

- Speicherchip-Preis in USD; DDR5 16Gb
- Container-Frachtraten in Euro; World Container Index

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

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch,
Daten per 10. August 2026



*Die Folgen
eines abklingenden
Investitionsbooms
wären gravierend.*

Instrumente ebenfalls hoch in der Gunst der Privatanleger. Citadel Securities, eine der größten Handelsplattformen des Landes, berichtet, dass US-Privatanleger so stark wie nie zuvor mit gehebelten ETFs – Schwerpunkt Halbleiterbranche – und extrem kurzlaufenden Optionen spekulieren.

— 3 —

Erfahrung wird zum Nachteil

Warnende Stimmen von erfahrenen Investoren kommen oft verfrüht. Anleger, die dagegen unbelastet von widrigen Erfahrungen der Vergangenheit agieren, reiten die Blase unbeirrt weiter. Der Erfolg gibt ihnen recht. Ihr Selbstvertrauen wächst bis zum Gefühl der Unfehlbarkeit.

— 4 —

Die Bewertungsgrundlage

Übliche Bewertungsmethoden werden zunehmend verdrängt. In der Dotcom-blase waren es Klicks statt Umsatz. In der Finanzkrise toxische Produkte und flüchtige Eigenkapitalrenditen. Jetzt sind es schwer greifbare Umsatzpotenziale einer neuen Technologie, die zu einem historisch einmaligen Investitionsboom führen sollen. Das speist die optimistischen Erwartungen der Analysten für das Umsatz- und Gewinnpotenzial der KI-Profiteure. Das Enttäuschungspotenzial ist hoch.

— 5 —

Die Volatilität steigt

Zum Beispiel im Juni lagen die Tagesschwankungen des Halbleiterindex (Philadelphia Semiconductor Index) mit durchschnittlich 4,3 Prozent fast doppelt so hoch wie in den ersten vier Monaten des Jahres.

— 6 —

**Investitionen und Spekulation saugen Geld
aus anderen Sektoren ab**

Alles, was nicht vom KI-Boom profitiert, wird links liegen gelassen. In der Realwirtschaft wie an den Finanzmärkten verschärft sich der Wettbewerb um knappes Kapital. Unternehmen außerhalb der favorisierten Sektoren müssen höhere Zinsen akzeptieren und tun sich schwerer, Eigenkapital einzuwerben.

— 7 —

Passivierung durch Index-Investieren

Der Trend zum Index-Investieren verschärft die Entwicklung von Blasen. Fonds, die sich nicht am Index (der Benchmark) ausrichten, haben in dem von den großen Indextiteln getriebenen Bullenmarkt der letzten 15 Jahre zunehmend das Nachsehen. Semiaktive Portfoliomanager richten ihre Anlagestrategie stärker am Index aus. Sie kaufen Aktien nicht aus Überzeugung, sondern weil diese ein hohes Gewicht im Index haben.

— 8 —

Ein Thema treibt den Index

Der Börsenwert des S&P 500 Index ist im ersten Halbjahr um rund sechs Billionen Dollar gestiegen. Der Börsenwert der im S&P 500 Index enthaltenen Chiphersteller und Datencenterausrüster um 5,8 Billionen Dollar (Halbleitersektor um 4,1 Billionen Dollar, andere Ausrüster und Hardwarelieferanten um 1,7 Billionen Dollar). Aktuell liegt der Gewinnanteil der Halbleiterhersteller am S&P 500 bereits bei rekordhohen zehn Prozent. Glaubt man den Schätzungen der Analysten, dürfte sich dieser Anteil bis 2029 sogar auf 19 Prozent nahezu verdoppeln.

Die Folgen eines abklingenden Investitionsbooms wären gravierend. Die Unternehmen der Halbleiterbranche wären am stärksten betroffen, doch auch andere Ausrüster von Datencentern würde es treffen. Wegen ihres hohen Börsenwerts und ihrer hohen Indexgewichtung würde sich dies auch stark auf die allgemeine Börsenentwicklung niederschlagen. Hinzu kommt, dass ein Abschwung des Investitionsbooms auch andere Branchen oder Unternehmen, die auf den ersten Blick nur wenig mit der Technologiebranche zu tun haben, empfindlich treffen würde. Ein Beispiel ist Caterpillar, das Diesel-Notstromaggregate und Erdgas-Generatoren für Datencenter liefert und dessen hohe Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnis von 40) primär aus dem erhofften Potenzial des Datencentergeschäfts resultiert. Schließlich würde auch die gesamte Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen – nicht nur wegen ausbleibender Investitionen, sondern auch wegen erheblicher Kursverluste an den Aktienmärkten.

Es gäbe also viele Verlierer und deshalb werden die Stakeholder des Investitionsbooms alles daransetzen, dass dieser so lange wie möglich weiterläuft und das Narrativ vom KI-Goldrausch am Leben halten. Die Hyperscaler, deren Wachstumsstory auf KI basiert, die KI-Modellanbieter, die ihren Börsengang planen, die Investmentbanken, die daran verdienen wollen, Gläubiger, die den Bau der Datencenter finanzieren, der US-Präsident, der eine starke US-Wirtschaft als Gradmesser seines Erfolgs braucht und zig Millionen US-Amerikaner, die direkt oder indirekt über ihre Pensionspläne in KI-Aktien investiert sind. Sie alle wünschen sich, dass der Investitionsboom kein Ende nimmt.

Es steht also viel auf dem Spiel. Deshalb sind die Erwartungen der Finanzmärkte, dass der Boom bis in die 30er-Jahre anhält und sich sogar noch beschleunigen könnte, eher als Zweckoptimismus denn als rationale Erwartungshaltung zu verstehen. Die Entwicklung der KI wird weiter fortschreiten, so wie es beim Internet nach dem Platzen der Dotcomblase der Fall war. Dies bedeutet aber nicht, dass der Superzyklus bei den Investitionen unvermindert anhält. ♦

*Die Entwicklung
der KI wird
weiter fortschreiten,
so wie es beim
Internet nach
dem Platzen
der Dotcomblase
der Fall war.*

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



SPEKULIEREN O DER INVESTIEREN

von Thomas Lehr

Kurzfristig Gewinne optimieren
oder langfristig am Erfolg
von Unternehmen teilhaben –
was Anleger zu den beiden
Anlagestrategien wissen sollten.

Der Unterschied zwischen einem Spekulanten und einem Investor liegt im Anlagehorizont. Langfristiger Anlageerfolg ist das, wonach die meisten von uns an den Finanzmärkten streben – rational gesehen. Doch kurzfristige Spekulationen sind besonders faszinierend, stellte bereits Benjamin Graham, geistiger Vater des US-Investors Warren Buffett, in den 1930er-Jahren fest. Er zeigte, wie wichtig es für den Anlageerfolg ist, zwischen Investieren und Spekulieren zu unterscheiden.

Ein erfolgreicher langfristig orientierter Investor sollte zutiefst von den Unternehmen, in die er investiert, überzeugt sein. Er setzt in der Regel auf Unternehmen mit attraktiver Gewinnentwicklung. Zeigt doch die Historie, dass sich die Börse auf lange Sicht deutlich stärker an der Gewinnentwicklung von Unternehmen ausrichtet als an kurzfristigen Stimmungen – auch wenn Bewertungen über längere Phasen schwanken können. Es kann aber eine ganze Weile dauern, bis sein Kalkül aufgeht. In dieser Zeit droht Gegenwind, dem er standhalten muss.

Wer hingegen versucht, die Performance seines Portfolios kurzfristig zu optimieren, hat kaum eine andere Wahl, als zu spekulieren. Denn auf kurze Sicht werden Börsenkurse häufig stärker von den Erwartungen der Marktteilnehmer über die zukünftige Entwicklung als von bereits messbaren ökonomischen Realitäten bestimmt. Diese Erwartungen müssen keineswegs falsch sein – oft beruhen sie auf realen Entwicklungen. Märkte neigen jedoch dazu, deren Auswirkungen zeitweise zu über- oder zu unterschätzen. Daher kann ein Spekulant kurzfristig sogar gezwungen sein, gegen das zu handeln, was er langfristig erwartet.

WAS WÄRE, WENN ...

Stellen wir uns vor, wir stünden zu Beginn des Konflikts mit dem Iran und es gäbe einen echten Zeitreisenden, der zwei Portfolioverantwortlichen erzählt, dass der Verkehr durch die Straße von Hormus etwa drei Monate später wieder reibungslos laufen wird. Zudem würden die ökonomischen Folgen des zwischenzeitlich deutlich steigenden Ölpreises für das Gesamtjahr 2026 kaum messbare Auswirkungen haben.

Portfoliomanager A hätte den Auftrag, sein Portfolio kurzfristig zu optimieren, also rasch Gewinn zu erzielen. Er wird sich auf die Information zur Straße von Hormus konzentrieren, weil er

ahnt, dass Marktteilnehmer die aktuelle Störung überinterpretieren und in die Zukunft fortschreiben werden. Entsprechend richtet er sein Portfolio auf die dadurch steigenden Ölpreise aus. Auch steigende Zinsen passen aufgrund des aufkommenden Inflationsdrucks in sein Weltbild. In der Folge geht er von dann tendenziell fallenden Aktienkursen aus.

Das zweite Portfolio, B, ist auf langfristige Gewinnmaximierung aus. Dafür interessiert die Portfoliomanagerin in erster Linie die Gewinnentwicklung von Unternehmen. Denn auch wenn Börsenkurse kurzfristig stark schwanken können, rückt auf lange Sicht die Gewinnentwicklung der Unternehmen zunehmend in den Mittelpunkt der Kursentwicklung. Durch den Ausbruch des Irankriegs und die Energieverteuerung gab es Rückschläge in vermeintlich davon betroffenen Sektoren. Hier erscheinen Aktien von Unternehmen mit attraktiven Geschäftsmodellen, die attraktive Erträge erwarten lassen, günstiger. Das Portfoliomanagement konzentriert sich also auf die zweite Information des Zeitreisenden, dass die Auswirkungen des Konflikts auf das Gesamtjahr zu vernachlässigen sind. Denn: Wenn Ölpreis (und Zinsen) eher früher als später wieder fallen, könnten sich diese Aktien entsprechend rasch erholen.

VORSICHT FALLE!

Bei welchem der beiden Portfoliomanager würden Sie an dieser Stelle lieber investieren? Nicht wenige dürften sich spontan für A entscheiden. Das Vorgehen wirkt taktisch klug, nahe an der Marktlogik und im Umgang mit kurzfristigen Risiken professionell. Zudem geben die Märkte dieser Strategie mit hoher Wahrscheinlichkeit erst einmal recht.

Doch A ist noch nicht fertig. Er hat zwar die ersten Marktreaktionen wahrscheinlich ganz gut antizipiert, muss aber den Zeitpunkt der Gegenbewegung korrekt treffen, um rechtzeitig auszusteigen. Das Timing mag mit der Angabe des Zeitreisenden, dass die Straße von Hormus nach drei Monaten wieder offen sein soll, auf den ersten Blick einfach erscheinen, hat in der Praxis jedoch Tücken. Bereits einige Zeit vor dem Ende des Konflikts könnte es die entscheidende Trendwende geben; womöglich reichen erste Signale von Verhandlungen dafür. Für das Portfolio A gibt es dann keine zweite Chance, sollte er dann (noch) auf der falschen Seite →

stehen. Und genau darin liegt eine Pointe des Gedankenexperiments: Selbst unglaublich gute Informationen aus der Zukunft würden kurzfristiges Investieren nicht vereinfachen. Nicht nur das spätere Ergebnis zählt, sondern auch der Weg dorthin – vor allem der Zeitpunkt, zu dem andere Marktteilnehmer beginnen, dieses Ergebnis einzupreisen, spielt für den Anlageerfolg eine wichtige Rolle.

Selbst wenn A also den Gang des Geschehens kennt, kann A zu spät kommen. Und wenn, wie in der Realität, der Gang der Ereignisse eben nicht feststeht, steigt die Gefahr, dass Hinweise auf eine Entspannung unterschätzt und Signale einer weiteren Eskalation überbewertet werden. Dieses Muster ist in der Verhaltensökonomie gut dokumentiert: Einmal eingegangene Positionen beeinflussen die Wahrnehmung neuer Informationen, die dann unbewusst so interpretiert werden, dass sie die bestehende Einschätzung bestätigen – zumal die Märkte die Position von A erst einmal belohnen dürften. Letztlich tut A also gut daran, seine Einschätzung abzustreifen und gegen seine Erwartung früh auszusteigen.

Ganz anders bei der langfristig ausgerichteten Portfoliomanagerin B. Sie muss den Gegenwind einige Zeit aushalten und darf sich nicht durch die Kurse, die gegen ihre Investments laufen, in ihrer Überzeugung irritieren lassen. Es ist daher für den langfristigen Anlageerfolg wichtig, die Unternehmen, in die sie investiert, sehr genau zu kennen.

VON DER GUTEN STORY UND ERSTKLASSIGEN GEWINNEN

Kurzfristig orientieren sich Finanzmärkte also oft an Narrativen, mittel- und langfristig aber an fundamentalen Entwicklungen. Je kürzer der Anlagehorizont, desto stärker hängt der Anlageerfolg davon ab, nicht nur wirtschaftliche Entwicklungen, sondern auch die Erwartungen anderer Marktteilnehmer richtig einzuschätzen. Langfristig rückt dagegen zunehmend die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmen selbst in den Mittelpunkt. Wer nun versucht, die kurzfristigen Bewegungen auszunutzen, begibt sich in ein anspruchsvolles Spiel, in dem er mehr als einmal recht haben muss. Zumal an der Börse „recht haben“ und „Geld verdienen“ oft auseinandergehen. So kann A sich zunächst gut positionieren und am Ende dennoch verlieren.

Bei Portfoliomanagerin B kann es dagegen lange so aussehen, als würde sie auf der falschen Seite stehen – dennoch kann sie am Ende das bessere Ergebnis erzielen. Dafür muss sie kurzfristige Wendepunkte nicht unbedingt richtig treffen. Entscheidend ist vor allem, ob sie die Ertragskraft der Unternehmen über Jahre zutreffend einschätzt – und bereit ist, zwischenzeitliche Kursschwankungen auszuhalten.

GEDULD BEI GEGENWIND

Der Knackpunkt für den langfristigen Ansatz ist also Geduld. Wer langfristig investiert, muss zwischenzeitliche Verluste aushalten können. Daher ist eine hohe Fundiertheit von Anlageentscheidungen wichtig. Das zeigt ein zweites Beispiel:

Dazu nehmen wir an, wir schreiben Januar 2026. Unsere beiden Portfoliomanager, A, der kurzfristig Performance optimieren will, und B, die langfristig investiert, stehen wieder dem Zeitreisenden gegenüber. Dieser verrät ihnen, dass sich am Markt zunehmend das Narrativ durchsetzen wird, Softwareunternehmen könnten durch Künstliche Intelligenz (KI) strukturell unter Druck geraten. Dennoch soll sich der Kurs der Aktie eines Softwareherstellers bis Anfang 2030 verdoppeln. Mehr sagt er nicht.

Dem kurzfristig agierenden Portfoliomanager A sind vier Jahre zu lang. Er sucht kurzfristigen Gewinn und spekuliert umgehend auf das Narrativ, dass Softwareunternehmen unter Druck geraten werden. Unternehmen aus diesem Bereich werden in Bausch und Bogen aus dem Portfolio genommen. Portfoliomanagerin B analysiert hingegen die Aktie des genannten Softwareherstellers nochmals genau, findet einige positive Ansätze und investiert. Auch andere Softwarehersteller, die an der Börse unter Druck geraten, prüft sie von nun an besonders genau. Und das sind einige.

Tatsächlich dominiert seit einigen Monaten an den Aktienmärkten das Narrativ, dass KI Geschäftsmodelle von Softwareunternehmen strukturell unter Druck setzen könnte. Dieses Narrativ ist nicht aus der Luft gegriffen – aber es wird häufig sehr pauschal angewendet. Große Softwareunternehmen aus unterschiedlichen Bereichen mussten zweistellige Verluste hinnehmen. Mit anderen Worten: In unserem Beispiel belohnte der Markt Portfoliomanager A auf kurze Sicht deutlich, während Portfoliomanagerin B Gegenwind aushalten muss.

FUNDIERTE ANALYSE FÜR LANGFRISTIGE INVESTITIONEN

Wer aber nun wie Portfoliomanagerin B versucht, die tatsächlichen Auswirkungen der KI einzuordnen, stellt rasch fest: Ob ein Unternehmen durch KI unter Druck gerät oder womöglich sogar seine Position eher stärken kann, hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab – und etliche davon sind auf den ersten Blick nicht sichtbar. Dass also Softwareunternehmen durch KI strukturell unter Druck geraten, ist auch aus unserer Sicht eine sehr pauschale Äußerung; sie ist verkürzt und undifferenziert.

Natürlich wird KI auf lange Sicht die Welt und die Softwareindustrie verändern. Doch manche Player verfügen über Wettbewerbsvorteile, die wie ein Burggraben die Konkurrenz auf Abstand halten dürften – auch in Zeiten von KI. Diese Unternehmen haben mit hoher Wahrscheinlichkeit mehr Zeit, um auf Veränderungen durch KI zu reagieren. Und in einer Branche, die von einem ständigen technologischen Wandel geprägt ist, ist unseres Erachtens mittelfristig mit entsprechenden Innovationen zu rechnen.

So sammelt manche Software über Jahre hinweg wertvolle Informationen – oder wird mit jeder Nutzung besser. Und daraus entstehen Vorteile, die für die Konkurrenz schwer kopierbar sind. Auch wenn der Wechsel von Software in sehr wichtigen Unternehmensbereichen wie im Kundenverkehr bei entscheidenden Abläufen Turbulenzen auslösen kann, werden sich viele Unternehmen gut überlegen, Anbieter zu wechseln.

Zumal weitere Überlegungen für weniger Druck, als der Markt derzeit suggeriert, sprechen: So macht Software in Unternehmen nur einen kleinen Teil der Gesamtkosten aus – der Druck, bestehende Systeme grundlegend zu ersetzen, ist damit begrenzt. Sicherheits- und Datenschutzanforderungen sprechen ebenfalls dagegen, neue Anbieter vorschnell zu bevorzugen. Oft wird zudem übersehen, dass viele Softwareunternehmen KI selbst nutzen können, um ihre Produkte zu verbessern und schneller weiterzuentwickeln.

Nicht nur für Portfoliomanagerin B, sondern auch für uns, sind das Gründe, den Softwarebereich nicht pauschal abzu-

schreiben, sondern teils gezielt aufzustocken – auch ohne die „Verdopplungsprognose“ eines Zeitreisenden.

WISSEN, WAS IM PORTFOLIO LIEGT

Diese Gegenüberstellung macht vor allem eines deutlich: Wie unterschiedlich die Anforderungen an die jeweilige Herangehensweise sind. Das Narrativ, KI werde Softwareunternehmen strukturell unter Druck setzen, ist schnell formuliert – und erst einmal rasch umgesetzt. Es braucht keine detaillierte Analyse, keine Gespräche mit Unternehmen, keine Einordnung einzelner Geschäftsmodelle. Ein Satz genügt also – für die Aussicht auf kurzfristige Spekulationsgewinne.

Die fundierte Beurteilung für langfristige Investoren ist ungleich aufwendiger: Wer verstehen will, wie robust ein Softwareunternehmen tatsächlich aufgestellt ist, muss in die Tiefe gehen, Geschäftsmodelle analysieren, mit Unternehmen sprechen, Wettbewerber einordnen, Kundenperspektiven verstehen und die zahlreichen Faktoren gegeneinander abwägen, die über Chancen und Risiken entscheiden.

Viele Marktteilnehmer wählen den vermeintlich einfacheren Weg und orientieren sich an Narrativen, die leicht nachvollziehbar sind und oft kurzfristig wirken. Denn die differenzierte, mittel- bis langfristige Analyse verlangt Zeit, Erfahrung und vor allem die Bereitschaft, Unsicherheiten auszuhalten, bis das gängige Marktnarrativ an Kraft verliert, sodass die fundamentalen Daten bei der Kursentwicklung wieder die Oberhand gewinnen.

Wann das sein wird, weiß heute allerdings nur der Zeitreisende. Für langfristige Investoren ist deshalb weniger entscheidend, den exakten Wendepunkt des Narrativs zu treffen, sondern die Unternehmen zu kennen, deren Ertragskraft auch dann trägt, wenn der Markt vorübergehend anders abstimmt. ♦

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



DIE GRÖSSTEN CRASHS
DER WELTGESCHICHTE

TEIL
I

Seltsame Blüten

Die Tulpenmanie gilt als erste große Spekulationsblase.
Sie verleitete wohlhabende Bürger und einfache Leute dazu,
enorme Summen auszugeben. Warum?



Eines Tages im Frühjahr 1637 bezahlte ein niederländischer Kaufmann namens Francois Koster die horrenden Summe von 6.650 Gulden für ein paar Dutzend Tulpenzwiebeln – ein bemerkenswerter Preis in einer Zeit, als eine ganze Familie ein Jahr lang von 300 Gulden leben konnte. (...) Koster hatte sie erworben, um sie weiterzuverkaufen und er rechnete fest damit, dass dieser Handel Profit für ihn abwarf. (...) Seit mehr als zwei Jahren waren die Preise rasch und beständig gestiegen. Es war nicht einzusehen, warum sich daran etwas ändern sollte.

(Der Tulpenwahn, Mike Dash, Seite 11ff.)

Doch in den zwei Wochen danach fielen die Preise der meisten Zwiebeln auf zehn Prozent ihres Wertes. Nach der Tulpenmanie verlief der Absturz damit schneller als im Börsencrash von 1929, bei dem die Kurse erst nach zwei Jahren rund 90 Prozent niedriger standen. Wie konnte aus der Begeisterung für eine Blume ein psychologischer Ausnahmezustand werden – ausgerechnet in der calvinistischen Republik der Vereinigten Niederlande?

DIE ENTDECKUNG: EXOTISCHE SCHÖNHEIT TRIFFT AUF FRUCHTBAREN BODEN

1562 legte in Antwerpen ein Schiff mit Stoffen aus Istanbul an. Zwischen den Ballen lagen vermutlich die ersten Tulpenzwiebeln, die Nordeuropa erreichten. Der Legende nach briet der Stoffhändler einen Teil zum Abendessen und pflanzte den Rest in seinen Gemüsegarten. Als sich im folgenden Frühjahr die Blüten öffneten, machte er den Kaufmann und Gartenfreund Joris Rye darauf aufmerksam, der den Botaniker Carolus Clusius kannte. Letzterer soll diese Anekdote gern zum Besten gegeben haben.

In der Türkei war die so unwürdig empfangene Tulpe zu dieser Zeit hochgeschätzt. Sie stammt aus einem Gebiet nördlich des Himalayas und gelangte durch wandernde Türkervölker nach Westen. In Persien inspirierte sie Dichter; die Osmanen kultivierten sie nach der Eroberung Konstantinopels anno 1453 in prächtigen Gärten. Seltene Sorten galten als kostbar und Sultane stellten sich gern damit zur Schau.

Bei der Ankunft der Tulpe war Antwerpen der wichtigste Hafen der von den spanischen Habsburgern regierten Niederlande. Hohe Steuern und die Verfolgung von Protestanten führten 1568 zum Aufstand der sieben nördlichen Provinzen, was den Achtzigjährigen Krieg auslöste. Die Schelde wurde blockiert und das Handelszentrum verlagerte sich nach Amsterdam. Ab der Jahrhundertwende begannen die Niederländer den lukrativen Gewürzhandel zu dominieren. Der Grundstein für ihr „Goldenes Zeitalter“ war gelegt.

Der zunehmende Wohlstand war für die Tulpe wichtig. Vermögende entdeckten seltene Pflanzen und florierende Gärten als Möglichkeit, ihren Reichtum zu zeigen, ohne gegen calvinistische Sitten zu verstoßen. In Nordholland entstanden Landhäuser mit aufwendig gestalteten Gärten. Anfangs wurden Tulpen vor allem von Kennern gezüchtet und getauscht. So verschickte Clusius Zwiebeln und Samen an Kontakte in ganz Europa. Er klassifizierte die Sorten und legte den botanischen Garten in Leiden an. Dort erforschte er mehr als zwanzig Jahre lang Anbau und Vermehrung.

Besonders begehrt waren von Anfang an gezüchtete Hybride, insbesondere geflammte Sorten wie die weiß-rote „Semper Augustus“. Ihre auffälligen Zeichnungen entstanden durch das später entdeckte Tulpenmosaikvirus. Weil infizierte Pflanzen schwächer waren und sich schlecht vermehrten, blieben diese Sorten äußerst knapp. Von manchen existierten nur ein Dutzend Exemplare, von denen sich manche Besitzer zudem sehr ungern trennten. Bei einem Verkauf konnten sie fast jeden Preis verlangen.



BEGEISTERUNG UND ERSTE SPITZENPREISE

Von den Niederlanden aus verbreitete sich die Tulpe nach Frankreich. Um 1610 wetteiferten Adelige darum, Damen am Hof mit seltenen Blüten zu beeindrucken. Bei der Hochzeit Ludwigs XIII. im Jahr 1615 wurden Tulpen von den Damen am Dekolleté getragen; manche waren so wertvoll wie Diamanten. Von 1.000 Gulden für eine Blüte war zu berichten.

In den Niederlanden waren Tulpenliebhaber keine Aristokraten, sondern Regenten. Das waren wohlhabende Bürger, wie Ärzte, Rechtsanwälte und Kaufleute. Mit dem wachsenden Reichtum und der stärker um sich greifenden Gartenmode stieg die Nachfrage. Vielen Neukunden fehlten jedoch Beziehungen für Zwiebelkäufe. Gärtner und Züchter füllten diese Lücke und erschlossen immer neue Kundengruppen, auch im Ausland. Doch wie sollte man sich dort ein Bild von der Blüte machen, wenn sie doch nur die Zwiebel sehen konnten? Ein 1612 veröffentlichtes, bebildertes Pflanzenkompendium wurde zum Vorbild späterer Kataloge. Mit ihnen begann der Export zu florieren.

Anfangs wurden Zwiebeln einzeln gehandelt. Später kaufte man auch beet- oder körbeweise. Da jedoch zunächst nur erlesene Tulpen gute Preise einbrachten, verschenkten manche Züchter Zwiebeln einfacher Sorten an fliegende Händler, die wiederum im ganzen Land nach besonderen Exemplaren

suchten. So kamen Tulpen preiswert auf die Bauernmärkte und erreichte auch weniger Begüterte. Um 1633 gab es mehr als 500 Sorten. Zu dieser Zeit trat eine neue Gruppe auf: die sogenannten Floristen, die die Zwiebeln handelten und denen es vor allem um den (schnellen) Gewinn ging.



ZUM BUCH

Lange fehlte eine gründliche historische Aufarbeitung dieser verrückten Spekulation. Lediglich 1934 erschien eine kurze Studie, allerdings nur auf Holländisch. 1999 veröffentlichte dann der britische Historiker und Journalist Mike Dash erstmals „Tulpenwahn“, eine unterhaltsam geschriebene und umfassend recherchierte Darstellung der Ereignisse, deren deutsche Übersetzung im Ullstein-Verlag erschienen ist. Dieser Artikel basiert auf diesem Werk.

DER BOOM SCHAFFT NEUE MÖGLICHKEITEN

Waren zunächst nur die Preise ausgewählter Sorten gestiegen, folgten später auch jene für die gewöhnlicheren Qualitäten. Mehrere Entwicklungen beschleunigten einen Boom. So wurden Tulpen zum Zahlungsmittel: 1633 wechselte beispielsweise in Hoorn ein Haus für drei Zwiebeln den Besitzer. Außerdem setzte sich der Handel nach Gewicht durch. Da Zwiebeln in einer Saison Brutzwiebeln bildet, kann sie ihr Gewicht leicht vervielfachen. Das versprach zusätzlichen Gewinn.

Ab 1635 wurden zunehmend Zwiebeln verkauft, die noch in der Erde lagen. Schuldscheine wurden dafür weitergereicht und ermöglichten den Handel während des ganzen Jahres. Es waren Termingeschäfte: Käufer verpflichteten sich, bestimmte

Zwiebeln später zu einem festen Preis abzunehmen, und mussten oft nur zehn Prozent anzahlen. Wer also 50 Gulden besaß, konnte Zwiebeln im Wert von 500 Gulden erwerben und darauf spekulieren, dass er den Vertrag vor seiner Fälligkeit teurer weitergeben konnte. Ein Geschäft, das jedoch nur aufging, wenn die Preise weiter stiegen.

Nicht von ungefähr zog das Tulpengeschäft immer mehr Menschen an. War doch für viele der Alltag hart: Kriegsbedingte Flüchtlingsströme drückten die Löhne, Wohnraum war knapp und im Handwerk waren Arbeitstage von vierzehn Stunden üblich – auch zu Beginn des Goldenen Zeitalters.

VON DER EUPHORIE ZUM WAHN

Mit der Zahl der Käufer stiegen die Preise immer schneller. Ende 1634 hatte eine Beschleunigung eingesetzt, die 1635 anhielt und im Winter 1636/37 in extreme Sprünge mündete. Manche Zwiebeln verdoppelten ihren Preis innerhalb einer Woche. Eine „Generael de Generaelen van Gouda“ verteuerte sich beispielsweise ab Ende 1634 innerhalb eines Jahres um zwei Drittel, dann in sechs Monaten um weitere 50 Prozent und verdreifachte ihren Wert bis Januar 1637.

Der Handel fand meist in Wirtshäusern statt. So trafen sich Floristen in Haarlem beispielsweise ein- bis zweimal pro Woche in der „Goldenen Traube“. Da Neueinsteiger meist mit einfacher Pfundware in den Markt einstiegen, verteuerte diese sich nun dramatisch: Ein Paket „Gheele Croons“ kostete im Oktober 1636 rund 20 Gulden, Ende Januar 1637 jedoch etwa 1.200 Gulden.

Rief der Auktionator ein Angebot aus, schrieben Käufer und Verkäufer ihre Preisvorstellungen auf Schiefertafeln. Ein Vermittler schlug einen Mittelwert vor. Blieb der Betrag stehen, wurde das Geschäft vom Schankkollegium registriert; wurde er weggewischt, kam kein Abschluss zustande. In jedem Fall wurde Weingeld fällig – Geschäfte wurden jeweils mit einer Runde besiegelt.

DER CRASH: IN ZWEI WOCHEN 90 PROZENT ABWÄRTS

Am ersten Dienstag im Februar 1637 begann in Haarlem der Crash. Bei einer Versteigerung bot ein angesehener Florist ein Pfund „Witte Croons“ für 1.250 Gulden an. Niemand meldete sich. Auch bei 1.100 und schließlich 1.000 Gulden blieben Gebote aus. Innerhalb weniger Tage erfasste der Käuferstreik das ganze Land.

Was war geschehen? – Zuvor hatte die Nachfrage das Angebot weit überstiegen. Billige Sorten, über die neue Käufer in den Markt gelangen konnten, fehlten. Als aber der Zustrom neuer Teilnehmer versiegte, fehlte der nächste Käufer, der noch höhere Preise zahlen konnte.

Nach dem Crash standen viele vor dem Nichts. Die meisten Floristen hatten ihre Werkzeuge und Habseligkeiten beliehen und sich in Termingeschäften zu hohen Zahlungen verpflichtet. Ihnen drohte der Ruin. Und doch löste dieser Crash keine landesweite Rezession aus. Behörden und Marktteilnehmer reagierten pragmatisch. Züchter in Nordholland schlugen recht bald vor, nach November 1636 geschlossene Verträge gegen Zahlung von zehn Prozent zu annullieren. Der Vorschlag wurde zwar nicht umgesetzt, doch Gerichte verfolgten Tulpenfälle vielerorts kaum. In Alkmaar erklärte man schließlich späte Termingeschäfte für nichtig; in Haarlem durften Käufer ihre Verträge gegen drei bis fünf Prozent des Verkaufspreises auflösen, notfalls in Raten.

Auch der Tulpenhandel stabilisierte sich rasch wieder. Seltenere Sorten waren teuer geblieben und durch die Spekulation war die Tulpe in ganz Europa berühmt geworden. Der Export half vielen Züchtern, Verluste im Inland auszugleichen. Und als es um 1703 auch in Istanbul zu einer neuen Tulpenbegeisterung kam, importierte die ursprüngliche Heimat der holländischen Tulpe jährlich Tausende Zwiebeln aus den Niederlanden. Nur der Spott über die Tulpenmanie blieb noch lange lebendig. ♦

Die Seiten 42 & 44
zeigen einen Ausschnitt aus Jan Brueghels Werk
„**Satire of Tulipmania**“.

Jan Brueghel (der Jüngere) malte das Bild im Jahr 1640 – drei Jahre nach dem verlustreichen Ende der „Tulpenrally“. Brueghel wurde in Antwerpen geboren und war wie sein Vater ein Maler des Barock, der damals als „moderne Kunst“ galt. Brueghel ist für seine sozialkritischen Themen bekannt und hebt sich von vielen Meistern aus dem Mittelalter ab, die oft religiös oder von Abhängigkeiten von ihren mächtigen Auftraggebern geprägt waren.

*„Damit kein
falscher Eindruck
entsteht ...“*



Die KI-Rally läuft und läuft, (kleinere) Rücksetzer inbegriffen. Im Interview spricht Kurt von Storch über die Stimmung an den Börsen, Erfahrungswerte und langfristige Perspektiven.

Anleger klappern nach und nach die Aktien derjenigen Unternehmen ab, die im Besonderen von Künstlicher Intelligenz, kurz KI, profitieren oder davon profitieren könnten – zuletzt waren es die Chiphersteller. Deren Aktien haben sich innerhalb kürzester Zeit vervielfacht. Wie fühlt sich das an für einen Investor, der nicht „abklappert“?

Es ist herausfordernd – für uns und unseren Investmentansatz, unsere Investmentphilosophie. Weil sich Diversifikation und Wertorientierung in diesen Tagen schlicht nicht wie gewohnt auszahlen. Und man dann auch ins Grübeln gerät – und zweifelt.

Und was ist das Ergebnis der Grübeleien?

Dass es das „Falscheste“ wäre, die eigenen Überzeugungen und die eigene Philosophie leichtfertig über Bord zu werfen. Dafür sind wir zu lange im Geschäft und wissen nur zu gut, was passieren kann, wenn man dem Markt blindlings hinterherläuft, aus Angst, etwas zu verpassen. Nicht selten geht das dann krachend schief.

Heißt, Sie meiden die KI-Gewinner weiterhin?

Damit kein falscher Eindruck entsteht: Natürlich investieren wir in Unternehmen, die – Stand heute – zu den KI-Profitteuren gehören. Aber mitunter aus anderen Gründen. Und, nicht weniger wichtig: Deren Gewicht in den Portfolios ist nicht so überdimensioniert wie in den großen Aktienindizes. Wir sind also zurückhaltender.

Heißt im Umkehrschluss: Sie verzichten im Moment auf Rendite ...

Das nehmen wir in Kauf, ja, auch wenn es für den Moment wehtun mag. Viel wichtiger als der Moment, als einzelne Momente, ist aber die langfristige Perspektive, also die Summe ganz, ganz vieler Momente.

Wie reagieren Ihre Kunden darauf?

Sehr unterschiedlich. Der überwiegende Teil kennt uns schon sehr lange und weiß genau, was wir tun, vor allem aber, was wir lassen – und warum. Und natürlich gibt es auch diejenigen, die fragen, warum ihr Vermögen sich inmitten einer solchen Rally nicht oder nur langsam vermehrt, wo doch die Kurse der KI-Profitteure von einem Rekord zum Nächsten eilen und die breiten Indizes immer weiter mit nach oben ziehen. Die enttäuscht sind.



Die Frage ist im Übrigen sehr berechtigt. Wer hinter dem Markt zurückbleibt, muss umso genauer erklären, warum das so ist.

Und was ist Ihre Antwort darauf?

Nehmen wir die Aktien der Chiphersteller als Beispiel, die Stars der Stunde. Die Chipindustrie folgt seit jeher einem „Schweinezyklus“ und damit einem wilden Auf und Ab der Unternehmensgewinne und Aktienkurse. Der Aktienkurs von Micron Technology beispielsweise hat vom Hoch im Jahr 2000 bis zum Tief acht Jahre später rund 99 Prozent verloren. Erst 2024 wurde der alte Höchstkurs wieder erreicht.

Heute ist das Unternehmen der weltweit wertvollste Hersteller von Speicherchips ...

Der hohe Börsenwert folgt der Annahme, dass der Schweinezyklus diesmal wesentlich moderater ausfällt. Weil die Branche versucht, das Risiko von Überkapazitäten und fallenden Preisen durch längerfristige Lieferverträge zu begrenzen.

Und Sie haben Zweifel, dass das funktioniert?

Der nächste Abschwung lässt sich damit zwar etwas abfedern, es ändert aber nichts an der Schwankungsanfälligkeit der Branche. Auf den aktuellen Boom wird der nächste Absturz folgen – die Frage ist nur: Wann?

Was glauben Sie?

Glauben reicht nicht. Und raten ist keine gute Strategie. Es lässt sich schlicht nicht seriös vorhersagen. Gut möglich, dass die Rally noch eine Weile weiterläuft, ausgemacht ist das aber nicht. Die Börsenbewertungen in dem Bereich sind mittlerweile sehr sportlich. „Luftig“ nennt es mein Kollege Bert Flossbach. Grund genug für uns vorsichtiger zu sein.

Den Mutigen gehört die Welt ...

Das mag in verschiedenen Lebensbereichen so sein. An der Börse wäre ich mit dieser Aussage ein wenig vorsichtiger. Zumal es nicht unser Auftrag ist, mutig zu sein.

Was ist denn Ihr Auftrag?

Vermögen erhalten und über die Zeit mehren. Als langfristige Investoren denken wir immer in Chancen und Risiken – wobei Letztere bei der Betrachtung mindestens gleichwertig, wenn nicht gar höherwertig sind.

Können Sie das konkretisieren?

Was wir schätzen und brauchen, ist Verlässlichkeit. Heißt bezogen auf den Aktienmarkt: Wir suchen nach Unternehmen, deren langfristige Ertragsperspektiven sich möglichst gut vorhersagen lassen. Das sind dann oft Unternehmen aus eher defensiveren Branchen, nehmen wir den Basiskonsum und Gesundheit als Beispiele. Also genau jene Bereiche, die derzeit von vielen Investoren links liegen gelassen werden. Fantasie schlägt Verlässlichkeit, zumindest in diesen Tagen. Langfristig vorhersagen lässt sich die Ertragsentwicklung vieler KI-Überflieger nur schwerlich.

Aber die KI wird die Welt nachhaltig verändern ...

Das sehen wir ganz genauso, also bitte nicht falsch verstehen. Und vermutlich unterschätzen wir alle zusammen die Potenziale bei Weitem. Nichtsdestotrotz ist es unmöglich vorherzusagen, wer langfristig die großen Gewinner dieser technologischen Revolution sein werden.

Würden Sie die KI-Rally heute mit der Dotcomblase zur Jahrtausendwende vergleichen?

Ich tue mich mit Vergleichen generell schwer, auch wenn er in diesem Fall auf der Hand liegt und seit einiger Zeit viel diskutiert wird. Es finden sich Parallelen, aber eben auch deutliche Unterschiede. Was sich sicherlich konstatieren lässt: Es hat bislang noch keinen Technologie-Boom gegeben, der nicht irgendwann in Übertreibung und schlussendlich im Tal der Tränen geendet hätte. Zumal wir uns noch sehr gut an die Jahrtausendwende erinnern können.

Warum ist die Phase noch so präsent bei Ihnen, obwohl sie mittlerweile ein Vierteljahrhundert zurückliegt?

Weil sie uns als Unternehmen sehr stark geprägt hat. Wir waren damals noch sehr jung, also nicht nur wir als Unternehmer. Auch das Unternehmen, damals hieß es noch Flossbach & von Storch. Die Gründung lag noch nicht lange zurück. Und dann dieser gewaltige Boom. Die gewaltigen Erwartungen an Unternehmen, selbst an die, die nur im Entferntesten etwas mit Internet zu tun hatten. Reich werden über Nacht. Das war der Wunsch vieler Anleger damals, etwas überspitzt formuliert.

Wie sind Sie damals mit den Erwartungen umgegangen?

Wir haben uns davon leiten lassen, auch wenn wir den Boom unheimlich fanden, wir davon überzeugt waren, dass die Aktienkurse vieler Unternehmen damals aberwitzig hoch waren – zu hoch. Dass da sehr viel Fantasie gehandelt wurde. Als junges Unternehmen wollten wir aber die Kunden, die wir damals hatten, nicht vergraulen. Was hätte es uns gebracht, irgendwann recht zu behalten, aber keine Kunden mehr zu haben?

Also haben Sie damals mitgemacht ...

„Mitgemacht“ würde ich es nicht nennen, wir sind vorsichtig geblieben, haben aber einige wenige Titel ins Portfolio genommen. Irgendwann ist die Blase geplatzt. Nicht mit einem großen Knall, also kurz und schmerzvoll, sondern ganz langsam ist die Luft entwichen, über Jahre hinweg. Ein Tiefstand folgte dem nächsten – und dann ging es weiter bergab. Und weiter. Und weiter. Das war noch deutlich schmerzhafter. Für all jene, die über Nacht reich werden wollten, war es die reinste Qual. Aber auch diejenigen, die zuvor von sich behauptet hatten, ihnen würden Kursschwankungen nichts ausmachen, warfen irgendwann völlig entnervt und desillusioniert das Handtuch. So etwas prägt.

Warum?

Es macht vor allem demütig.

Und?

In dieser Phase ist das Flossbach von Storch - Pentagramm entstanden – fünf Leitlinien, Leitbegriffe, unsere Anlagephilosophie. Diversifikation ist einer dieser Begriffe. In der Diversifikation spiegelt sich die Einsicht des Investors wider, nicht alles wissen zu können, sich aber bestmöglich vorbereiten zu wollen, auf all das, was an den Börsen passieren kann.

Keine Sorge, dass die Rally noch weiterläuft – ohne Sie?

Nein. Die Portfolios sind ordentlich aufgestellt. Breit aufgestellt. Mit Aufholpotenzial. Ich bin zuversichtlich, dass sich das langfristig auszahlen wird. Vermögen zu verwalten ist kein Sprint – es ist ein Marathon. ♦

Kurt von Storch ist Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch SE.

*„Vermögen zu verwalten
ist kein Sprint –
es ist ein Marathon.“*

Kurt von Storch

Keinen *Schiffbruch* erleiden

KI-Rally, Geopolitik,
Gold-Rücksetzer –
es ist einiges los an
den Kapitalmärkten.

→ Und das wirft Fragen auf.

Wir haben die uns am
häufigsten gestellten
zusammengetragen –
und versucht,
sie zu beantworten.

→ **Warum bietet
Flossbach von Storch
keine börsen-
gehandelten
Indexfonds (ETFs)
an?**

Unsere Wurzeln liegen in der klassischen Vermögensverwaltung – Vermögen erhalten und langfristig mehren, indem wir es auf verschiedene Anlageklassen aufteilen. Die Aufgaben, die unsere Kunden an uns stellen, sind vielfältig. Und sie lassen sich in den seltensten Fällen erfüllen, indem wir einen oder mehrere Indizes eins zu eins abbilden. Für uns geht es nicht zuletzt um Risikotoleranz. Wie muss ein Vermögen aufgestellt sein, auf dass der Vermögensinhaber ruhig schlafen kann, dauerhaft? Um diese Aufgabe erfüllen zu können, braucht es Unabhängigkeit. Und diese Unabhängigkeit bedeutet eben auch, sich bei der Auswahl der Investments nicht an Referenzindizes zu orientieren beziehungsweise orientieren zu müssen. An dieser Haltung hat sich nichts verändert.

→ **Braucht es
überhaupt
noch aktive
Fondsmanager?**

Mehr denn je, würden wir behaupten. Aber die Antwort aus unserem Munde dürfte niemanden ernsthaft verwundern. ETFs und aktiv gemanagte Fonds adressieren unterschiedliche Anlegerinteressen beziehungsweise -wünsche. Erstere eignen sich besonders für Anleger, die über Vorkenntnisse verfügen, insbesondere wenn es um die Einmalanlage einer größeren Summe geht. Die vor allem Kursschwankungen aushalten können. Die möglicherweise ganz bewusst in ganz bestimmte Märkte oder Branchen investieren wollen. Der aktiv gemanagte Fonds eignet sich vielmehr für Anleger, die Entscheidungen delegieren möchten. Denen wichtig ist zu wissen, dass der Fondsmanager die Unternehmen, in deren Aktien und/oder Anleihen er investiert, nach bestimmten, nachvollziehbaren Kriterien auswählt – und auf diese Weise die potenziellen Risiken im Vergleich zum Gesamtmarkt zu reduzieren versucht und so die Anleger ruhig schlafen lässt.

Insofern gibt es Bedarf an beidem: dem ETF und dem aktiv gemanagten Fonds. Weiterhin.

→ **Warum liegt
Flossbach von Storch
bei der Wert-
entwicklung seiner
Strategien (Aktien und
Multi Asset) seit einiger
Zeit hinter dem breiten
Markt, aber auch
im Vergleich zu Wett-
bewerbern zurück?**

Weil wir bestimmte Themen (Branchen), die in der jüngeren Vergangenheit die Indizes allen voran angetrieben haben, nicht oder nicht in dem Maße abgebildet haben, aus unterschiedlichen Gründen. Nehmen wir das Thema Rüstung, in das wir bis vor kurzem aus ESG-Gründen nicht investieren konnten. Oder Finanztitel (Universalbanken), die wir seit jeher meiden, weil deren Bilanzen – trotz deutlich besserer Kapitalisierung als zur Finanzkrisenzeit – anfällig sind in Stressphasen. Oder aber die (vermeintlichen) KI-Gewinner, das große Thema an den Kapitalmärkten in diesen Tagen. Das Gewicht der sogenannten Hyperscaler in den einschlägigen Indizes erinnert ein wenig an die Marktkonzentration einer Branche während der Dotcomzeit – die Rally nährt gewissermaßen die Rally. Wir sind zwar auch im Techbereich investiert, aus Gründen der Diversifikation aber weit weniger prominent, als es die Indizes „vorgeben“.

Der KI-Bereich absorbiert derzeit einen großen Teil der Investorengelder. Andere Bereiche dagegen werden links liegen gelassen, nehmen wir Basiskonsum und Gesundheit als Beispiele. Unternehmen aus diesen Sektoren, erprobte Geschäftsmodelle, sind an der Börse mitunter so niedrig bewertet wie seit zehn Jahren nicht mehr. Jene Sektoren, die wir aufgrund ihrer langfristigen Verlässlichkeit mögen – und entsprechend in den Strategien auch gewichten.

Insofern waren nicht nur diejenigen Unternehmen ein Problem, in die wir nicht oder nur in Maßen investiert haben, sondern auch diejenigen, in die wir investiert haben beziehungsweise in denen wir investiert sind.

Da sich deren Umsätze- und Gewinne aber in etwa so positiv entwickelt haben, wie von uns prognostiziert, sind wir optimistisch, dass in der aktuellen Portfoliozusammensetzung der Strategie Aufholpotenzial schlummert und nach vorne schauend attraktive Renditen.

→ **Warum sind die KI-Gewinner nur sehr niedrig gewichtet in den Strategien?**

Diversifikation ist einer unserer Leitbegriffe, die prägend sind für unsere Anlagestrategie. Qualität ist ein weiterer. Mit Qualität meinen wir vor allem die Vorhersagbarkeit künftiger Umsätze und Erträge eines Unternehmens.

Keine Branche ist so disruptiv wie die Technologie-Branche. Die Gewinner von heute können schon morgen zu den Verlierern gehören. Das gilt im Besonderen in Phasen technologischer Umbrüche. In den Aktienkursen vieler Unternehmen stecken sehr viel Fantasie und hohe Erwartungen. Die müssen erst noch erfüllt werden. Wir sind diesbezüglich etwas vorsichtiger, wohl wissend, dass die Rally noch eine Weile weiterlaufen kann.

→ **Stattdessen finden sich deutsche Autobauer und Sportartikelhersteller unter den Beteiligungen – warum?**

Beide sind zweifellos sehr zyklisch, die Vorhersagbarkeit künftiger Erträge deshalb nicht so eindeutig wie beispielsweise bei Unternehmen aus defensiveren Branchen.

Letztlich geht es uns als kaufmännisch denkende Investoren immer um das Chance-Risiko-Profil eines potenziellen Investments, also nicht zuletzt um die Bewertung. Und es gibt immer wieder Marktphasen, in denen ebendiese zyklischen Geschäftsmodelle über Gebühr abgestraft werden und dann für den langfristig denkenden Investor interessant erscheinen. Bei den deutschen Autobauern kommt zudem eine Dividendenhistorie hinzu, die in den vergangenen Jahren für die mitunter kräftigeren Kursschwankungen entschädigt hat und die bei der Renditebetrachtung eines Investments nicht unberücksichtigt bleiben sollte.

→ **Sind
Anlagephilosophie
und -strategie
überhaupt noch
zeitgemäß?**

Wir sind fest davon überzeugt, dass unser aktiver und kaufmännisch-vorsichtiger Ansatz einen Mehrwert für sehr viele Anleger bietet, auch wenn es immer wieder Phasen gibt, in denen er als langweilig und aus der Zeit gefallen gilt, weil er hinter dem breiten Markt zurückbleibt. Auf lange Sicht hat er sich jedoch ausgezeichnet. Und wir sind optimistisch, dass er das auch in Zukunft tun wird.

Wenngleich es nicht bedeutet, dass wir ihn nicht immer wieder infrage stellen und – wenn nötig – auch adaptieren beziehungsweise weiterentwickeln.

→ **Warum ist
der Anleiheanteil
in Ihrem größten
Multi-Asset-Fonds
so gering?**

Letztlich geht es immer um das Chance-Risiko-Profil einer Anlage beziehungsweise einer Anlageklasse. Und derzeit sind die Bewertungen von „anleihe-ähnlichen“ Aktien, also Unternehmen aus defensiven Branchen, mitunter deutlich attraktiver als die ihrer Anleihe-Pendants.

Wobei das eine Momentaufnahme ist – und sich durchaus zügig ändern kann, sollten sich Opportunitäten am Rentenmarkt ergeben. Die Strategie ist flexibel genug, um jederzeit darauf reagieren zu können.

→ **Ist Gold
überhaupt
noch ein
„sicherer Hafen“?**

Gold (physisch wie nicht physisch) sollte unseres Erachtens ein fester Bestandteil eines breit aufgestellten Vermögens sein und bleiben – eine Versicherung gegen die bekannten und unbekannten Risiken des Finanzsystems. Wohl wissend, dass der Goldpreis mitunter sehr stark schwanken kann. Insofern gilt die Anforderung der Langfristigkeit bei Gold vermutlich mehr als bei anderen Anlageklassen. Kurzfristig taugt das Edelmetall weder als Inflations- noch als Krisenschutz. Auf lange Sicht ist das Edelmetall seiner Funktion als Wertaufbewahrungsmittel jedoch stets gerecht geworden.

→ **Was passiert,
wenn die Kriege
im Nahen Osten
und der Ukraine
sowie der Konflikt
um Taiwan
eskalieren?**

Ausschließen lassen sich derlei Szenarien nie. Nur sollte keine seriöse Anlagestrategie allein auf mögliche Katastrophen ausgerichtet sein. Geldanlage muss immer konstruktiv sein – und bleiben. Wer immer nur vom Allerschlimmsten ausgeht, der wird am Ende die Kaufkraft seines Vermögens nicht erhalten können. Insofern ist ein konstruktives Risikoverständnis essenziell. Heißt: Ein Vermögen so (breit) aufzustellen, dass die Vermögensinhaber keinen Schiffbruch erleiden, sollte es an den Kapitalmärkten turbulent zugehen – ohne dabei sämtliche Renditepotenziale aufzugeben. Dafür braucht es eine gewisse Schwankungstoleranz. ♦



Wenn eine Rally läuft, sollten Anleger
die Realitäten nicht aus den Augen verlieren.
Ein Beispiel dafür sind die Aktien
von Konsumgüterherstellern.

Abseits des Rampenlichts

von Simon Jäger

Wenn sich auf der Bühne alle Scheinwerfer auf einen Star richten und die Lautstärke ihren Höhepunkt erreicht, kann ein Blick zur Seite lohnen. Das gilt zumindest für die Börse, an der es immer wieder zu Übertreibungen kommt.

Aktuell schaut alles auf Künstliche Intelligenz (KI). Aus Wachstumsboom wird Euphorie, Risiken werden ausgeblendet, Bewertungen spielen für die Akteure eine untergeordnete Rolle. Anleger lechzen nach Wachstum, egal was es kostet oder wie angreifbar ein Geschäftsmodell werden kann.

Auch wenn es zögerlich erscheint, ist es gerade dann wichtig, den Realitäten ins Auge zu schauen. Wie planbar und nachhaltig sind die Gewinne der Anbieter im KI-Bereich? Was zahlt man für einen Euro an Gewinn dieser Unternehmen? Wie sicher sind ihre Geschäftsmodelle in der Zukunft? Wenn es schwer wird, diese Antworten zu geben, offenbaren sich an anderer Stelle nicht selten Opportunitäten. Aktien, die am Markt vernachlässigt werden, die aber vielleicht berechenbarer als Investments im KI-Bereich sind.

Ein Beispiel dafür sind defensive Konsumgüterfirmen (Consumer Staples). Ihre Produkte kennt jeder aus dem Supermarkt oder dem Laden um die Ecke. Consumer Staples leben von ihren starken Marken – Kaffee, Müsli oder Süßigkeiten gehören zu ihrem Programm.

AUF DIE AUSWAHL KOMMT ES AN

Konsumaktien haben durchaus mit Gegenwinden zu kämpfen, die es zu bedenken gilt. Dazu zählt beispielsweise die Demografie. Die Weltbevölkerung wächst weniger stark als früher, China schrumpft. Eigenmarken von Handelsketten machen den Marken der Konsumgüterfirmen das Leben schwer. Kriegerische Konflikte häufen sich und führen zu Energiepreisanstiegen, wie das Beispiel Iran zeigt. All das kann auf den Gewinnen der Konsumgüterfirmen lasten.

Gleichzeitig verharren die großen Marken nicht im Status quo. Nestlé verdient weniger als die Hälfte der Umsätze mit klassischen Lebensmitteln. Das Unternehmen hat das Angebot erweitert und ist heute auch in den Bereichen Tierpflege, Säuglingsnahrung, Nutrition und Kaffee vertreten.

Die „Premiumisierung“ der Produktwelt sieht man bei Unilever oder Nestlé in den Bereichen Schönheits- und Hautpflegeartikel (Beauty) oder Kaffee, wo die Gewinne deutlich gestiegen sind. Eine zunehmend ältere, gut situierte Bevölkerung könnte ihre Konsumgewohnheiten in Zukunft ändern. Senioren bevorzugen häufig andere Produkte als der Nachwuchs. Neue Trends erfordern Agilität, eine relevante Eigenschaft gerade für große Unternehmen. Größe und Marktanteil könnten mit Blick auf die Zukunft vielleicht weniger bedeutend sein als Anpassungsfähigkeit.

Jeder kennt
die Produkte
defensiver
Konsumgüter-
firmen aus
dem Supermarkt
oder dem Laden
um die Ecke.
Consumer Staples
leben von ihren
starken Marken –
Kaffee, Müsli
oder Süßigkeiten
gehören zu ihrem
Programm.



Mit Blick
auf ihre
Berechenbarkeit
können defensive
Konsumaktien in
einem gemischten
Portfolio die
„besseren Anleihen“
sein.

Neben den Produkten spielt immer auch das Management eine Rolle. Hier kann es große Unterschiede geben. Beispiel Nestlé: Ex-CEO Mark Schneider startete eine Vielzahl von Zukäufen. Aus unserer Sicht ging so nicht nur der Fokus auf das Wesentliche verloren, es kam auch zu deutlichen Kostenbelastungen und einer Verschlechterung der Bilanz. Das neue Management besinnt sich nach dem Wechsel nun wieder auf die großen ertragsstarken Marken und die operative Effizienz.

Oder Unilever: Auch hier gibt es ein neues Management, das den Fokus wieder auf die relevanten Treiber des Geschäfts legt. Die Beispiele zeigen, dass es auch bei den Consumer Staples nicht nur um das Produktangebot geht. Die konkrete, pragmatische Umsetzung einer Idee in den Geschäftsalltag ist mindestens genauso wichtig.

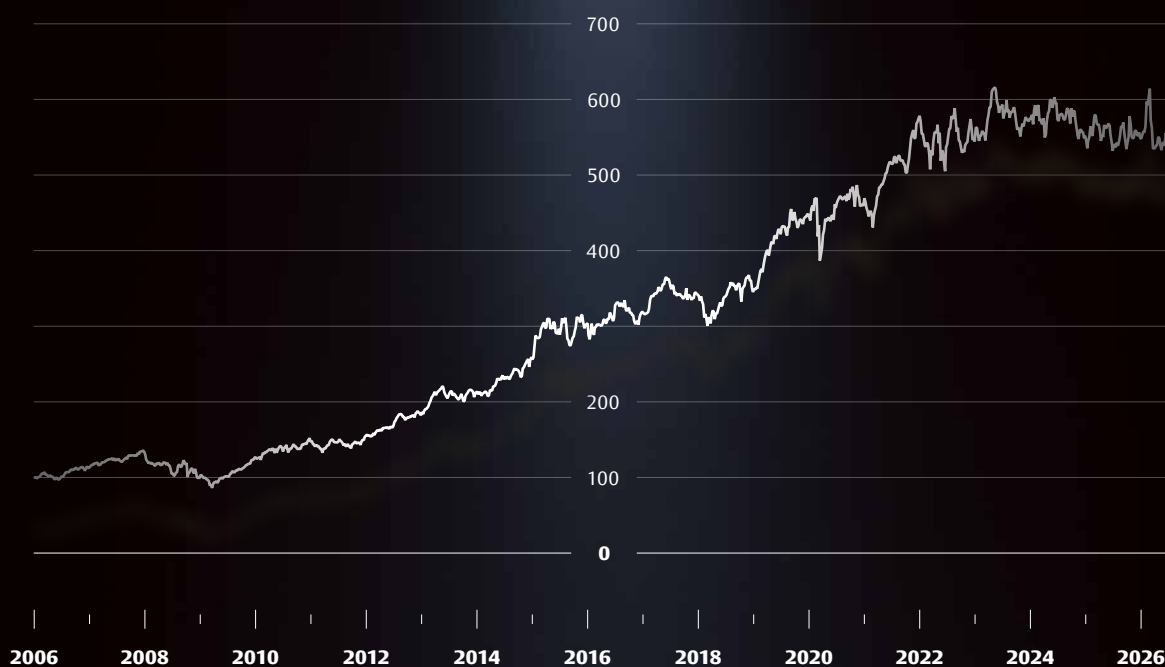
DIE BESSEREN BONDS

Vielleicht erfüllen defensive Konsumaktien nicht das, was wachstumsstarke Qualitätstitel an Rendite zu liefern vermögen. Mit Blick auf ihre Berechenbarkeit können sie in einem gemischten Portfolio aber die „besseren Anleihen“ sein. Ihr freier Cashflow, also das Geld, das nach allen Investitionen und Ausgaben übrig bleibt, ähnelt einem Zinskupon, den Sparer jährlich einnehmen. Seit vielen Jahren hat es in diesem Segment nicht mehr so hohe Gewinnrenditen wie zuletzt gegeben. In einigen Unternehmen liegt das Verhältnis des jährlich zu erwartenden freien Cashflows im Vergleich zur aktuellen Marktkapitalisierung bei knapp sechs Prozent. Nach 17 Jahren hätte der Käufer eines solchen Unternehmens, genauer seiner Aktien, nach dieser Rechnung sein investiertes Kapital wieder drin. Das ist natürlich eine etwas „unterkomplexe“ Kalkulation, sie verdeutlicht aber die grundsätzliche Attraktivität solcher Titel, insbesondere im Vergleich zu Anleihen.

Das Risiko von temporären Kursschwankungen spielt für langfristige Anleger, die mehrere dieser Titel im Portfolio haben, dabei eine geringere Rolle (vgl. Grafik). Die höheren Erträge verdeutlichen die Attraktivität im Vergleich zu Anleihen mit vergleichbarer Qualität.

EIN KURZES FAZIT

Wer wie wir mittelfristig davon ausgeht, dass diese Unternehmen leicht wachsen, findet im Konsumgütersektor zurzeit interessante Opportunitäten, die – anders als Anleihen – über die attraktive Bewertung hinaus auch einen Inflationsschutz bieten. Sonderangebote gibt es eben nicht nur im Supermarkt, sondern auch an der Börse. ♦



Konstanz im Portfolio

Indexierte Wertentwicklung eines Korbs aus sechs Konsumaktien
(Nestlé, Unilever, Reckitt, PepsiCo, Procter & Gamble, L'Oréal)
in den vergangenen 20 Jahren
(Angaben in Euro, indexiert auf 2006 = 100)

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.

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 10. August 2026

von Lars Conrad

ANLEIHEN DAS COMEBACK DER

A small, vibrant green plant with several rounded leaves is growing out of a deep crack in a dark, heavily textured rock surface. The rock has a rugged, layered appearance with various shades of grey and brown. The plant is positioned centrally, directly below the word 'COMEBACK' and above the word 'DER' in the main title.

Bonds sind für Anleger wieder attraktiv.
Zumindest, wenn man richtig investiert.
Drei Charts zeigen, warum.

An den Finanzmärkten gab es in den vergangenen Monaten einige Rekorde. Abseits von KI, Speicherchips und Hightech feierte eine Anlageklasse ein Comeback, in das weltweit das meiste Vermögen angelegt wird: Die Rendite von vielen Anleihen mit sehr hoher Kreditqualität war zuletzt so hoch wie seit mehr als zwanzig Jahren nicht mehr.

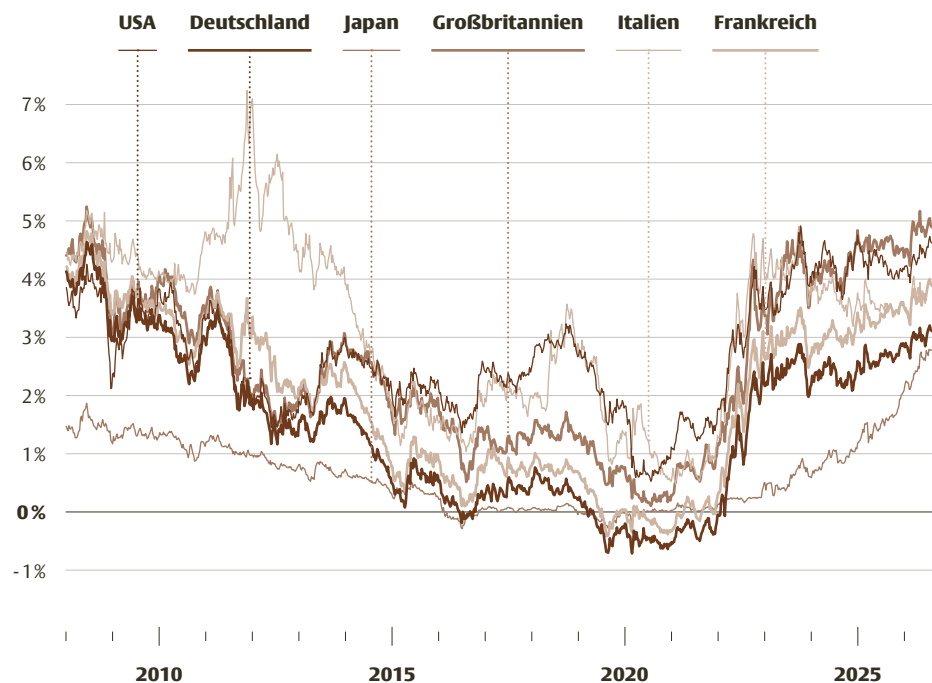
Das gilt zumindest für Staatsanleihen der großen Emittenten. Zehnjährige deutsche Bundesanleihen rentierten zuletzt bei mehr als drei Prozent, Treasuries oder Gilts, wie die Titel aus den USA und Großbritannien unter Anlegern genannt werden, sogar nahe fünf Prozent. Das sind Sätze, wie sie der Markt seit knapp zwanzig Jahren nicht mehr gesehen hat (vgl. Grafik 1).

Zuletzt sorgte eine neuerliche Eskalation im Nahostkonflikt für neuen Schub. Steigende Energiepreise erhöhen die Inflationsängste, was wiederum die Zinserwartungen steigert. Mit Blick auf eine zunehmend ausufernde Staatsverschuldung steigen zudem die Renditeerwartungen. Selbst das langjährige Null- und Minuszinsland Japan, das über viele Jahre von extrem niedrigen Zinsen geprägt war, erlebte zuletzt einen kräftigen Renditeanstieg.

Während die Finanzminister ächzen, freuen sich viele Anleger über bonitätsstarke Anleihen, die wieder attraktive laufende Erträge bieten. Der Vorteil:

Die laufende Rendite, auch Kupon oder Carry genannt, kann ganz unabhängig von kurzfristigen Kursschwankungen vereinnahmt werden. Denn Bonds werden täglich an den Märkten gehan-

Gleichzeitig haben sich die Zinsstrukturkurven, die die Renditen für verschiedene Laufzeiten einer Anleihe abbilden, in vielen Märkten wieder normalisiert. Dadurch entstehen zusätzli-



Grafik 1

Die Renditen sind unserer Meinung nach historisch attraktiv

Nominalrenditen von 10-jährigen Staatsanleihen

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

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

delt. Wenn sich die Erwartungen der Investoren ändern, spiegelt sich das in den Kursen. Der Vorteil: Wenn es am Bondmarkt einmal runtergehen sollte, bietet der Carry mittlerweile einen stattlichen Puffer.

che Ertragspotenziale. Das gilt etwa für den sogenannten „Roll-down-Effekt“, also wenn Anleihen mit zunehmender Restlaufzeit entlang der Zinskurve „nach vorne rollen“. Bei einem vorzeitigen Verkauf gibt es Kursgewinne für →

Titel mit längerer Laufzeit, weil sie höher verzinst sind als Kurzläufer. Allein diese beiden Effekte verbessern die langfristigen Ertragsperspektiven deutlich im Vergleich zu den Dürrejahre des Niedrigzinsumfelds.

ATTRAKTIVES VERHÄLTNISS VON CHANCEN UND RISIKEN

Wenn die Zinsen auf Sicht wieder sinken, eröffnen sich zusätzliche Kursgewinnpotenziale. Denn dass die Zinsen immer weiter steigen, erscheint wohl eher unwahrscheinlich. Mit den inzwischen erreichten Renditen steigen die Kosten für die Finanzierung von Staaten, Unternehmen und Bürgern.

Eine Last, die eine enorme Bremswirkung zur Folge hat. Investitionen für Unternehmen werden teurer, ebenso Kredite für Immobilien oder Konsum. Auch die Staaten sind betroffen: Gerade in hoch verschuldeten Ländern wie Frankreich oder Italien schränken steigende Zinsausgaben den finanzpolitischen Handlungsspielraum zunehmend ein. Oder anders formuliert: Je höher die Renditen bereits sind, desto niedriger ist der Spielraum für einen dauerhaften Zinsanstieg.

Vor einigen Jahren zogen die Zinsen schon einmal kräftig an. Nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine stiegen die Energiepreise rasant. Im

Vergleich zu dem Nahostkonflikt gab es zuletzt aber einen wichtigen Unterschied: Der Energiepreisschock des Jahres 2022 traf (nach Covid) auf eine deutlich höhere Inflation, eine sehr expansive Geldpolitik und wesentlich niedrigere Kapitalmarktrenditen.

Aktuell sind die Inflationszahlen deutlich niedriger. Die Geldpolitik agiert wesentlich restriktiver und die Bond-Renditen befinden sich bereits auf einem hohen Niveau. Aus unserer Sicht spricht also einiges dafür, dass das Risiko einer neuen, sich selbst verstärkenden Inflations- und Zinsspirale deutlich geringer ist.

Selbst mit Blick auf neuerliche geopolitische Belastungen dürfte neben der Inflation auf Sicht also wieder die Wachstumsschwäche in den Fokus rücken. Ein Umfeld, in dem qualitativ hochwertige Anleihen typischerweise gefragt sind.

Ein (kurzes) Fazit

Hohe laufende Erträge, der Roll-Down-Effekt bei steilen Zinskurven und ein im historischen Vergleich attraktives Chance-Risiko-Verhältnis sprechen derzeit für Anleihen. Gleichzeitig wirken die bereits erreichten Renditen zunehmend als natürliche Bremse für einen unbegrenzten weiteren Zinsanstieg.

Ansprechende Renditen bei hohen Bonitäten

Anleihen sind aber nicht gleich Anleihen. So bieten Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen traditionell attraktive Renditeaufschläge. Sie sind daher ein wichtiger Ertragsbaustein in einem gut gestreuten Anleiheportfolio.

Zuletzt konnten aktive Anleger vor allem im Investment-Grade-Bereich wieder attraktive Mehrerträge erzielen. Die Renditeaufschläge zwischen Anleihen mit sehr guter Bonität und Hochzinsanleihen befand sich zuletzt nahe den niedrigsten Niveaus der vergangenen zehn Jahre (vgl. Grafik 2).

Oder anders ausgedrückt: Für das deutlich höhere Ausfall- und Schwankungsrisiko von Hochzinsanleihen erhalten Anleger derzeit nur einen vergleichsweise geringen zusätzlichen Ertrag. Eine Entwicklung, die aus unserer Sicht zuletzt deutlich für qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen sprach.

Hinzu kommt: Im Markt für hochwertige Unternehmensanleihen ist das Angebot zuletzt deutlich gestiegen. Das lag unter anderem an den umfangreichen Anleiheemissionen der großen Technologie-Unternehmen zur Finanzierung ihrer milliardenschweren Investitionen in die KI-Infrastruktur. In der Folge stiegen die Renditen in diesem Segment deutlich an. Das Beispiel zeigt: Anleger können auch bei Unter-

nehmenstiteln mit gutem Kreditrisiko mittlerweile attraktive laufende Erträge bei guter Bonität und überschaubaren Risiken erzielen.

zwischenzeitlichen Schwankungen bewegen sich die Renditen von sogenannten Hochzinsanleihen inzwischen wieder in der Nähe historischer Tiefstände.



Grafik 2

Geringe Risikoaufschläge für schwächere Qualitäten

Renditeunterschied von 7-jährigen in Euro denominierten Unternehmensanleihen mit BB- und AA-Rating (wöchentliche Daten seit März 2016)

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

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

WENIG PUFFER BEI HOCHZINSANLEIHEN

Der Blick auf die andere Seite des Anleihemarkts zeigt ein gänzlich anderes Bild. Trotz geopolitischer Unsicherheiten und

Das spiegelt den Optimismus am Markt: Das Risiko von Titeln von deutlich schwächeren Schuldern wird offenbar als nicht besonders hoch betrachtet. Gleichfalls könnte bereits eine Rückkehr der Risikoaufschläge auf →

historisch durchschnittliche Niveaus in der Zukunft zu einer spürbar schwächeren Wertentwicklung im Hochzinssegment führen.

**QUALITÄT
SCHAFFT STABILITÄT
UND LIQUIDITÄT**

Hochwertige Unternehmensanleihen bieten aus unserer Sicht derzeit also nicht nur ein attraktiveres Chance-Risiko-Verhältnis, sondern erhöhen auch die Stabilität eines Portfolios. Ein weiterer Vorteil: Anleihen guter Bonität verfügen in der Regel über eine höhere Marktliquidität, was gerade in volatilen Marktphasen ein wichtiger Vorteil sein kann. Wenn etwa während einer außergewöhnlichen Nachrichtenlage viele Titel eines Emittenten gleichzeitig auf den Markt geworfen werden, sollten genügend Kaufinteressenten vorhanden sein. In einem engen Markt können Kursabschläge drohen.

Ein (kurzes) Fazit

Unternehmensanleihen bleiben in einem aktiv verwalteten Portfolio ein attraktiver Renditebaustein. Den größten Mehrwert sahen wir zuletzt jedoch im qualitativ hochwertigen Investment-Grade-Segment. Der zusätzliche Ertrag von Hochzinsanleihen konnte aus unserer Sicht das höhere Risiko derzeit nicht ausreichend kompensieren.

**Mehr als
nur der
Kupon:
Der Ertrag
hat viele
Quellen**

Bonds sind keine Sparbücher. Die laufende Verzinsung einer Anleihe ist ein wichtiger Ertragsbaustein – aber längst nicht der einzige. Gerade in einem Umfeld mit geopolitischen Risiken, divergierenden Konjunkturzyklen und auseinanderlaufenden Zentralbankpolitiken können zahlreiche zusätzliche Chancen entstehen. Ein aktiv gemanagtes Anleiheportfolio kann diese gezielt nutzen und sich flexibel an veränderte Marktbedingungen anpassen.

Die attraktivsten Chancen entstehen häufig dort, wo sie klassische Anleiheindizes nicht ausreichend abbilden. Benchmarknahe Fonds oder ETFs gewichten die Emittenten im Portfolio häufig nach ihrem ausstehenden Schuldenvolumen. Das führt dazu, dass besonders hoch verschuldete Staaten oder Unternehmen automatisch ein höheres Gewicht erhalten. Ein aktiver Ansatz kann diese Verzerrungen vermeiden und Kapital gezielt dort einsetzen, wo das Verhältnis von Chance und Risiko am attraktivsten erscheint.

Wie funktioniert aktives Bond-Picking in der Praxis? Es geht vor allem darum, alle Renditehebel zu nutzen, die diese Anlageklasse bietet. Ein wesentlicher Ertragshebel bei Anleihen ist die sogenannte Duration – also die Zins sensitivität eines Portfolios. Sinken die Kapitalmarktrenditen, können Anleihen zusätzlich von Kursgewinnen profitieren.

Wie stark ein Portfolio davon profitiert, lässt sich durch eine aktive Durationssteuerung gezielt beeinflussen. Die Basis dafür bildet eine richtige Positionierung entlang der Zinskurve. Denn nicht nur das Ausmaß der Zinssensitivität bei Bewegungen am Zinsmarkt ist dabei entscheidend, sondern auch, in welche Laufzeiten investiert wird.

Je nach Marktphase bieten unterschiedliche Bereiche der Zinskurve attraktive Chancen. Eine flexible Steuerung ermöglicht es, hier Chancen gezielt zu nutzen und Risiken – etwa am sehr langen Laufzeitende – bewusst zu begrenzen.

AKTIVES MANAGEMENT KANN ALLE RENDITEQUELLEN NUTZEN

Letztlich gilt aber in jeder Marktlage: Nicht alle Äpfel in einen Korb. Auch die Auswahl der Währungsräume und regionalen Märkte trägt wesentlich zum Gesamtertrag bei. Denn unterschiedliche Volkswirtschaften entwickeln sich häufig nicht im Gleichschritt und eröffnen dadurch zusätzliche Möglichkeiten der Diversifikation. Ergänzend können inflationsgeschützte Anleihen das Portfolio robuster machen und insbesondere in Phasen steigender Inflation stabilisierend wirken.

Flexible Strategien können Marktchancen auch über weitere Rendite-Bausteile

erschließen – beispielsweise durch den gezielten Einsatz von Optionen, eine selektive Auswahl von Unternehmensanleihen oder opportunistische Anpassungen der Kreditrisiken. Damit nicht genug: Hinzu kommen Zusatzerträge durch den sogenann-

Ein (kurzes) Fazit

Ein erfolgreiches Anleiheportfolio lebt heute von weit mehr als dem Kupon. Aktives Management eröffnet zahlreiche zusätzliche Ertragsquellen – von der Durationssteuerung über die Positionierung

	Basiseffekt	Zinskurve	
Inflation	Kreditaufschlag	Liquidität	
	Volatilität	Zinssensitivität	
„Roll-down“	Laufender Ertrag	Währung	

Grafik 3

Mehr als nur der Kupon: Ertrag hat viele Quellen

Quelle: Flossbach von Storch

ten Roll-down-Effekt, der bei normal verlaufenden Zinskurven zusätzliche Renditepotenziale eröffnen kann.

Erst die Kombination dieser verschiedenen Ertragsquellen macht ein aktiv gemanagtes Anleiheportfolio widerstandsfähiger und weniger abhängig von einem einzelnen Marktszenario.

entlang der Zinskurve bis hin zur gezielten Auswahl von Ländern, Instrumenten und Kreditrisiken. Gerade in einem unsicheren Marktumfeld wird diese Flexibilität zu einem entscheidenden Wettbewerbsvorteil. ♦

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

Die „gelbe Zeitlosigkeit“

ist aktueller denn je

Der Goldpreis stieg in den vergangenen Jahren auf immer neue Höchststände. Die Notenbanken schreckt das nicht von weiteren Käufen ab.

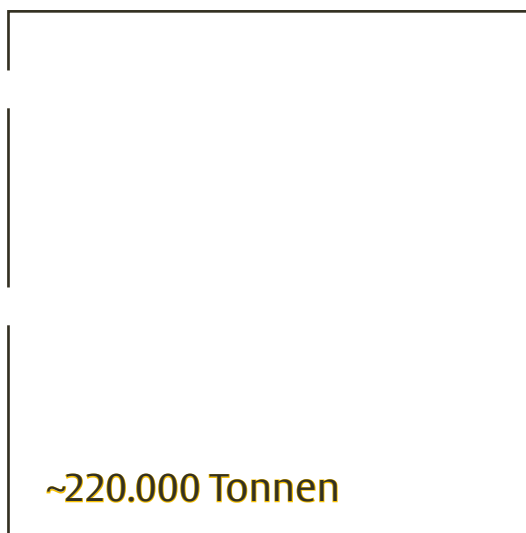
von Julian Marx

Würde man alles jemals geschürfte Gold dieser Erde schmelzen und in eine gigantische Würfelform gießen, käme ein ordentlicher Klumpen zustande: 22 Meter breit, 22 Meter lang, 22 Meter hoch.

Was viel klingt, relativiert sich allerdings in Anbetracht von zig Millionen Privatpersonen und zahllosen Institutionen, unter denen das gelbe Edelmetall aufgeteilt ist. Selbst wenn das gesamte Gold in Privatbesitz wäre, bliebe im Schnitt nicht einmal eine ganze Unze für jeden Erdenbürger. Gut 26 Gramm des Edelmetalls besäße jeder Mensch, würde das Gold in gleichen Stücken aufgeteilt werden. Das macht Gold zu einem knappen und begehrten Gut.

Grafik 1
**Gleichermaßen
Schmuck und Investment**
Zur Zusammensetzung
der weltweiten Goldbestände

Quelle: World Gold Council,
Flossbach von Storch,
Daten per 10. August 2026



15% Sonstiges

Berücksichtigt Gold, das nicht genau zugeordnet werden konnte, sowie Gold, das für andere Zwecke als die Herstellung von Goldschmuck verwendet wird, beispielsweise in technischen Anwendungen.

41% Investmentgold

Umfasst Goldbarren und Münzen (einschließlich goldgedeckter ETFs).

44% Schmuck

ÜBERSCHAUBARE BEWEGUNGEN BEIM GOLDBESTAND

Der World Gold Council (WGC), eine Organisation der großen internationalen Minenbetreiber, schätzte den weltweiten Goldbestand zum Ende des vergangenen Jahres auf rund 220.000 Tonnen. Grob teilt sich dieser zu etwa gleichen Teilen in Goldschmuck und Investmentgold auf. Schätzungsweise 98.000 Tonnen entfallen auf Schmuck, während sich rund 90.000 Tonnen in Form von Goldmünzen und Goldbarren in Umlauf befinden. Dagegen spielt der Anteil des Goldes, der in technische Anwendungen wie die Elektronikindustrie geflossen ist, eine eher untergeordnete Rolle. Zudem kann ein kleiner Teil des Goldes nicht zugeordnet werden (vgl. Grafik 1).

Blickt man auf die jährlichen Bewegungen im Goldbestand, dann ist es zudem sehr wahrscheinlich, dass sich die aktuellen Größenverhältnisse auf Jahre nicht deutlich verschieben dürften. Einerseits, weil das Angebot an neuem Gold begrenzt ist. So schürften die Goldminenbetreiber in den vergangenen fünf Jahren durchschnittlich 3.700 Tonnen Gold. Damit wächst der weltweite Goldbestand um nicht einmal zwei Prozent pro Jahr.

Daneben verhält sich die Nachfrageseite weiter sehr stabil. Zum einen bewegt sich die laufende Goldnachfrage relativ proportional zur Historie. Beispielsweise steht die Schmucknachfrage seit vielen Jahren für rund 40 Prozent der jährlichen (Netto-)Goldnachfrage, während weniger als zehn

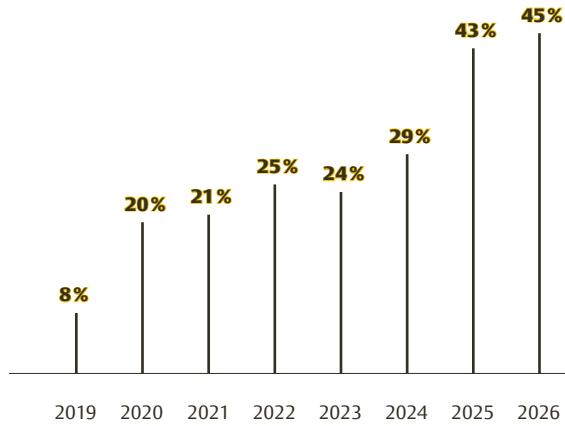
Prozent auf die industrielle Goldnachfrage entfallen. Zum anderen wechselt ein großer Teil des Goldes ohnehin so gut wie nie den Besitzer: Goldschmuck wird häufig über Generationen vererbt, Münzen liegen als „Notgroschen“ in Banktresoren und ein Großteil der Barren dient als Goldreserve für Notenbanken – so auch bei der Deutschen Bundesbank.

MANCHE DINGE ÄNDERN SICH NIE

Die Bundesbank verfügt ihrerseits über den weltweit zweitgrößten Goldbestand nach den Vereinigten Staaten von Amerika. Gut 3.350 Tonnen Gold hielt sie zum 31. Dezember 2025. Damit ist ihr Goldbestand seit vielen Jahren quasi unverändert. Um gerade einmal drei Prozent schrumpften die Goldreserven der Bundesbank in diesem Jahrtausend. Zuletzt nahm der Goldbestand regelmäßig nur noch in geringen Mengen zur Prägung von Goldmünzen ab. Abseits der Münzprägung wurde das Gold hingegen nicht angetastet.

Aus guten Gründen. Denn die – für die Zwecke der Bundesbank – beiden wichtigsten Funktionen der Goldhaltung sind noch die gleichen wie vor Jahrzehnten. Ihr dienen die Goldreserven einerseits zur Vertrauensbildung im Inland. Darüber hinaus bieten sie die (theoretische) Möglichkeit, Gold binnen kürzester Zeit an Goldhandelsplätzen im Ausland in Fremdwährungen umtauschen zu können. Beides Motive, die auch andere Notenbanken veranlasst, Gold zu horten, und viele von ihnen neidisch auf den gigantischen Goldschatz der Bundesbank blicken lässt.





Grafik 2

Die Goldkäufer bleiben am Steuer

„Wie werden sich die Goldreserven Ihrer Institution in den nächsten 12 Monaten voraussichtlich entwickeln?“

Anteil der Zentralbanken, die in den kommenden 12 Monaten einen Anstieg ihrer Goldreserven erwarten

Quelle: World Gold Council, Flossbach von Storch, Daten per 10. August 2026

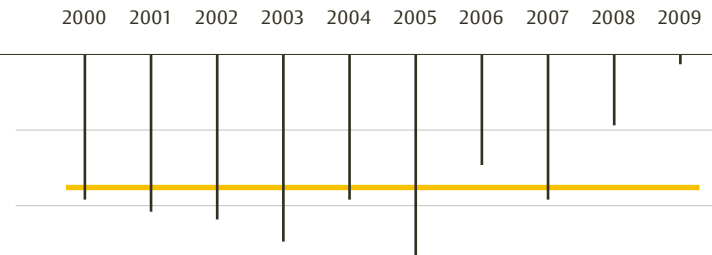
ZENTRALBANKEN IM GOLDDRAUSCH

Doch es gibt noch weitere Gründe, als Zentralbank aufs gelbe Edelmetall zu setzen. Das geht aus den Ergebnissen der aktuellen „Central Bank Gold Reserves Survey“ hervor, einer jährlichen Umfrage des WGC, bei der Notenbankvertreter rund um den Globus befragt werden.

Dabei wurden die Notenbankvertreter auch gefragt, welche Rolle bestimmte Faktoren bei der jeweiligen Notenbankentscheidung spielen, Gold zu halten. Beispielsweise gaben 90 Prozent der Notenbanken an, dass sie der Goldpreisentwicklung in Krisenzeiten mindestens etwas Relevanz hinsichtlich der Goldhaltung beimessen; 49 Prozent stuften diese sogar als hochrelevant ein.

Daneben dominiert vor allem ein weiterer Faktor: Der Wunsch, das Notenbankportfolio beziehungsweise die Währungsreserven zu diversifizieren und sich damit auch gegen geopolitische Risiken abzusichern. Ein nachvollziehbarer Gedanke in Zeiten zunehmender geopolitischer Spannungen. Dementsprechend stuften 45 Prozent der Notenbankvertreter die Rolle von Gold zur Absicherung gegen geopolitische Risiken als hochrelevant ein.

2000er: ~ -440 Tonnen p. a.

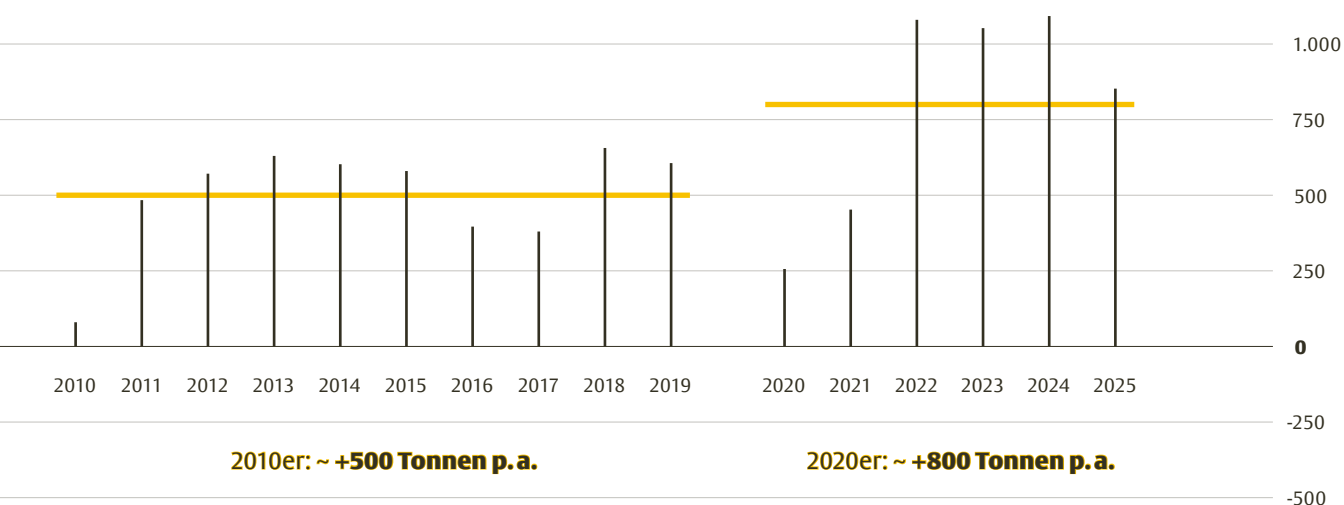


Ob Zufall oder nicht – ebenso gaben 45 Prozent der befragten Notenbankvertreter an, dass sie planen, in den kommenden zwölf Monaten Gold zuzukaufen. Es sind also weiter viele Zentralbanken darauf bedacht, ihre eigenen Goldbestände auszubauen. Damit setzt sich der Trend der vergangenen Jahre fort, wonach ein immer größerer Anteil der Zentralbanken aufs gelbe Edelmetall setzt (vgl. Grafik 2).

DIE GOLDWAHRNEHMUNG IM WANDEL DER ZEIT

Spannend sind die jüngsten Entwicklungen rund um die Goldnachfrage der Notenbanken gleich aus mehreren Gesichtspunkten. Zum einen ist bemerkenswert, dass in den vergangenen Jahren erhebliche Goldkäufe der Notenbanken beobachtet werden konnten, die einen Bruch mit historischen Mustern bedeuten. Noch um die Jahrtausendwende veräußerten zahlreiche Zentralbanken in großem Stil Gold. Einige verkauften sogar so viel, dass sich zunächst 15 europäische Notenbanken gezwungen sahen, ein Goldabkommen auszuhandeln, das die Verkäufe deckelt und damit den Goldmarkt stabilisiert.

Pro Jahr verkauften die Zentralbanken in den **2000er-Jahren** durchschnittlich mehr als 400 Tonnen des Edelmetalls. Wie heute zielten die Notenbanken auch damals auf eine sinnvolle Allokation ihrer Währungsreserven ab. Seinerzeit standen unter anderem die globalen Handels- und Zahlungsströme im Fokus der Überlegungen. Weil der internationale Zahlungsverkehr primär auf den US-Dollar und nachgelagert



auch auf Währungen wie den Euro ausgerichtet war, schien es naheliegend, die Währungsreserven vermehrt danach auszurichten. Nicht zuletzt punkteten zu dieser Zeit als ausfallsicher geltende (US-)Staatsanleihen mit ansprechenden laufenden Zinserträgen, während das Edelmetall keine laufenden Erträge abwirft. Aber auch notenbankspezifische Gründe spielten eine Rolle. So verkaufte die Schweizerische Nationalbank in den Jahren 2000 bis 2005 etwa 1.300 Tonnen Gold, nachdem die Goldbindung des Frankens aufgehoben wurde, und schüttete die Erlöse an die Kantone und den Bund aus.

Doch bereits in den **2010er-Jahren** waren diese Beweggründe in den Hintergrund getreten, nachdem sich Gold in der vorangegangenen Finanzkrise als krisenfest erwies. Westliche Notenbanken, von denen einige ihre Goldbestände zu Jahrtausendbeginn nennenswert reduzierten, hielten nun durch die Bank an ihren Beständen fest. Zugleich begannen mehr und mehr Zentralbanken aus Schwellenländern, ihre Goldreserven auszubauen. Im Ergebnis kauften die Notenbanken in den 2010er-Jahren wieder große Mengen an Gold zu – durchschnittlich fast 500 Tonnen pro Jahr.

Im Zuge der Zeitenwende der vergangenen Jahre, als es zu geopolitischen Verwerfungen wie etwa dem Ukrainekrieg mit den anschließenden Sanktionen gegen Russland kam, beschleunigten sich die Goldkäufe nochmals spürbar. Zwischen 2022 und 2024 erwarben die Notenbanken jährlich mehr als 1.000 Tonnen Gold und auch im vergangenen Jahr stockten die Zentralbanken ihre Goldbestände um rund 850 Tonnen auf (**vgl. Grafik 3**).

Grafik 3

Währungsreserven: Flucht ins Gold

Nettogoldkäufe der Zentralbanken
in Tonnen pro Jahr

Quelle: LSEG Datastream, World Gold Council,
Flossbach von Storch, Datenb per 10. August 2026

DER PREIS SPIELT KEINE ROLLE

Die massiven Goldkäufe der vergangenen Jahre führten dann zu einer weiteren bemerkenswerten Entwicklung. Denn die anhaltend hohen Käufe der Notenbanken – auch im zweiten Quartal 2026 stockten sie ihre Goldbestände um 289 Tonnen auf – erfolgten zuletzt wenig preissensitiv.

So kauften die Zentralbanken im vergangenen Jahr nur rund 230 Tonnen weniger Gold als drei Jahre zuvor. Allerdings lag der durchschnittliche Goldpreis im Jahr 2025 mit rund 3.440 US-Dollar je Unze gut 90 Prozent höher als im Jahr 2022. Wenngleich also die Goldkäufe der Notenbanken in diesem Fall volumenmäßig rückläufig waren, sind sie in diesem Drei-Jahres-Vergleich wertmäßig um schätzungsweise 50 Prozent gestiegen.

Damit hat Gold, das schon im alten Ägypten als Symbol für Reichtum galt, und über Jahrtausende als Wertaufbewahrungsmittel diente, seine Anziehungskraft bis heute bewahrt. Aus dem Blick eines Notenbankers erscheint der Nutzen des zeitlosen Edelmetalls sogar aktueller denn je. Gold ist Geld – auch in der Geldpolitik. ♦

Werte

weiter



von Katrin Dorn
und Ulrich Möhrle

geben

Die Übertragung
des Vermögens an die
nächste Generation
sollte solide geplant
werden. Worauf Familien
achten sollten.

Viele Familien entscheiden sich dafür, einen Teil des Vermögens bereits zu Lebzeiten auf ihre Kinder zu übertragen. Häufig erfolgt dies durch die „schenkweise Übertragung“ von Immobilien oder Beteiligungen an eine Familiengesellschaft. Neben steuerlichen Vorteilen, etwa durch die mehrfache Nutzung von Freibeträgen, kann eine solche Gestaltung zugleich dazu beitragen, die Vermögens- und Nachfolgeplanung frühzeitig auf eine sichere Grundlage zu stellen.

Sind die Kinder noch minderjährig, ergeben sich allerdings wichtige Fragestellungen: Wer darf das Kind bei einer solchen Übertragung rechtlich vertreten? Ist die Bestellung eines Ergänzungspflegers erforderlich? Bedarf es einer familiengerichtlichen Genehmigung? Was auf den ersten Blick wie reine Formalitäten erscheint, entscheidet in der Praxis oft darüber, ob eine Vermögensübertragung reibungslos umgesetzt werden kann oder weitere rechtliche Schritte erforderlich sind.

DIE GRENZEN DER ELTERLICHEN VERTRETUNG

Minderjährige sind in ihrer Geschäftsfähigkeit beschränkt und können Rechtsgeschäfte – also den Abschluss von Verträgen ebenso wie die Übertragung von Eigentum – grundsätzlich nicht selbst wirksam vornehmen. Zum Schutz vor rechtlichen Nachteilen werden sie deshalb durch ihre Eltern als gesetzliche Vertreter vertreten.

Dieser Grundsatz stößt an seine Grenzen, wenn die Eltern und das Kind an demselben Rechtsgeschäft beteiligt sind. Wer beispielsweise eine eigene belastete Immobilie oder einen Kommanditanteil auf sein Kind schenkweise übertragen möchte, steht rechtlich betrachtet auf beiden Seiten des Geschäfts. Das Gesetz sieht hierin einen möglichen Interessenkonflikt.

Um diesen Interessenkonflikt zu vermeiden, bestellt das Familiengericht in solchen Konstellationen einen sogenannten Ergänzungspfleger. Er vertritt, als neutrale Person, das Kind ausschließlich hierfür und soll sicherstellen, dass dessen Interessen gewahrt werden.

NICHT JEDE SCHENKUNG ERFORDERT DIE BESTELLUNG EINES ERGÄNZUNGSPFLEGERS

Die gute Nachricht: Nicht jede Vermögensübertragung auf ein minderjähriges Kind macht die Bestellung eines Ergänzungspflegers erforderlich. →

Die „schenkweise Übertragung“ von Familienvermögen auf minderjährige Kinder ist ein bewährtes Instrument, um Vermögen frühzeitig und steuer-schonend an die nächste Generation weiterzugeben.

Eine solche ist entbehrlich, wenn das Kind durch das Rechtsgeschäft lediglich einen rechtlichen Vorteil erlangt. Das ist regelmäßig der Fall, wenn ihm Vermögen zugewendet wird, ohne dass es dafür Verpflichtungen übernehmen muss oder in seiner vermögensrechtlichen Stellung eingeschränkt wird. Ob die Übertragung auch wirtschaftlich vorteilhaft ist, spielt dabei keine Rolle.

Nach neuerer Rechtsprechung des OLG München gilt die Übertragung eines voll eingezahlten Kommanditanteils – in der Regel eine Beteiligung an einer GmbH & Co. KG – auf einen Minderjährigen grundsätzlich als lediglich rechtlich vorteilhaft, sodass die Bestellung eines Ergänzungspflegers insoweit nicht zwingend erforderlich ist. Maßgeblich sind jedoch die konkreten Umstände des Einzelfalls sowie die Ausgestaltung des Gesellschafts- und Übertragungsvertrags und die Rechtsform der Gesellschaft. Gleiches gilt häufig für die Schenkung einer unbelasteten Immobilie.

Sind mit dem Erwerb hingegen rechtliche Verpflichtungen oder persönliche Haftungsrisiken verbunden, liegt ein rechtlicher Nachteil für den Minderjährigen vor. In diesem Fall ist eine Bestellung erforderlich. Das gilt in der Regel für Beteiligungen an einer GmbH oder GbR.

Maßgeblich sind stets die konkreten Umstände des Einzelfalls, die vor der Übertragung mit einem fachkundigen Berater besprochen werden sollten.

WANN IST EINE FAMILIENGERICHTLICHE GENEHMIGUNG ERFORDERLICH?

Unabhängig davon, ob die Eltern oder ein Ergänzungspfleger das Kind vertreten, bedarf es in bestimmten Fällen zusätzlich einer familiengerichtlichen Genehmigung.

Bei Immobilien ist zwischen dem Schenkungsvertrag und der Eigentumsübertragung zu unterscheiden. Während der Schenkungsvertrag grundsätzlich ohne familiengerichtliche Genehmigung abgeschlossen werden kann, ist für die spätere Eigentumsübertragung regelmäßig eine familiengerichtliche Genehmigung erforderlich.

Auch bei Gesellschaftsbeteiligungen kommt es auf die konkreten Verhältnisse an. Verwaltet die Gesellschaft lediglich Vermögen, besteht

häufig keine Genehmigungspflicht. Übt sie hingegen eine eigene wirtschaftliche Tätigkeit aus, kann eine gerichtliche Genehmigung erforderlich werden, unabhängig von der Rechtsform der Gesellschaft.

Die Abgrenzung zwischen privater Vermögensverwaltung und einer genehmigungspflichtigen wirtschaftlichen Tätigkeit ist in der Praxis nicht immer einfach und sollte daher im Vorfeld sorgfältig geprüft werden.

UND WAS PASSIERT SPÄTER?

Ist die Beteiligung des Kindes erst einmal wirksam begründet, können spätere Änderungen des Gesellschaftsvertrags häufig ohne erneute familiengerichtliche Genehmigung vorgenommen werden. Das gilt prinzipiell auch für Änderungen, die wirtschaftlich durchaus erheblich sein können, etwa die Aufnahme weiterer Gesellschafter.

Anders kann dies bei einzelnen grundlegenden Maßnahmen innerhalb der Gesellschaft sein. Das kann insbesondere die Änderung des Gesellschaftsvertrags betreffen. Ob etwa die Erhöhung der Einlage oder die Auflösung der Gesellschaft einer erneuten familiengerichtlichen Genehmigung bedürfen, ist bislang nicht abschließend geklärt. Hier sollte es eine Abstimmung mit dem Familiengericht geben. Klar ist jedoch, dass eine erneute Genehmigung erforderlich wird, wenn der Geschäftsanteil veräußert werden soll oder der Minderjährige gegen Zahlung einer Abfindung aus der Gesellschaft ausscheidet.

WORAUF ES AM ENDE ANKOMMT

Die „schenkweise Übertragung“ von Familienvermögen auf minderjährige Kinder ist ein bewährtes Instrument, um Vermögen frühzeitig und steuerschonend an die nächste Generation weiterzugeben. Mit der richtigen Vorbereitung und dem Blick für die entscheidenden rechtlichen Einzelheiten lassen sich die Bestellung eines Ergänzungspflegers und die erforderlichen familiengerichtlichen Genehmigungen regelmäßig problemlos in den Übertragungsprozess integrieren. Wer die Weichen frühzeitig stellt, schafft die Grundlage für eine rechtssichere und nachhaltige Vermögensnachfolge. ♦

Wer die Weichen
frühzeitig stellt,
schafft die Grundlage
für eine rechtssichere
und nachhaltige
Vermögensnachfolge.

*Dr. Katrin Dorn, Steuerberaterin und Fachberaterin für Unternehmensnachfolge (DStV e.V.).
Dr. jur. Ulrich Möhrle, Rechtsanwalt, Steuerberater und Fachanwalt für Steuerrecht.*

SCHWERPUNKT
ALTERSVORSORGEDEPOT

Reicher in Rente

Die Planung des eigenen Ruhestands ist eine Lebensaufgabe. Das neue Altersvorsorgedepot ist dabei eine echte Hilfe. Wir haben nachgerechnet, was es bringt.

von Sven Ebert

Die Rente in Deutschland soll sicherer werden. Längere Lebensarbeitszeiten, zusätzliche Beitragszahler und eine neue Kapitalsäule helfen dabei, die gesetzliche Altersvorsorge in der Zukunft zu stützen. Ob die Maßnahmen der Regierung ausreichen, um die Herausforderungen des demografischen Wandels zu bewältigen, wird sich in den nächsten Jahrzehnten zeigen.

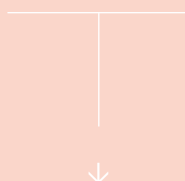
Schon jetzt dürfte aber klar sein: Trotz aller Maßnahmen der Regierung wird die erste Säule in den meisten Fällen wohl kaum für einen finanziell sorgenfreien Lebensabend reichen. Seit Jahrzehnten sinkt das Rentenniveau. In den 80er-Jahren lag das Verhältnis der Rente zum früheren Einkommen bei einem Durchschnittsverdiener in Deutschland noch bei 60 Prozent des durchschnittlichen Einkommens vor Steuern. Aktuell ist es eine Herausforderung, es (trotz hoher Zuschüsse vom Bund im dreistelligen Milliarden-Euro-Bereich) auf einem Stand von 48 Prozent zu halten. Zu wenige Kinder und immer mehr Rentner erschweren die Aussicht auf eine echte Trendwende.

Den Bürgern bleibt eine Alternative. Sie sollten das Thema selbst angehen und die Lücke durch private Vorsorge schließen, um ihren Lebensstandard im Alter halten zu können. Eine Beispielrechnung zeigt: Ein Rentner, der bei einem angenommenen gesetzlichen Rentenniveau in der Zukunft von (angenommenen) 40 Prozent des Einkommens insgesamt 20 Jahre lang auf gut 80 Prozent des Durchschnittseinkommens kommen möchte, sollte in heutigen Preisen rund 250.000 Euro zusätzlich privat angespart haben.

Solche Summen erschrecken viele Menschen. Gleichfalls spiegeln sie die Realität und sollten daher als ein Weckruf verstanden werden. Das Positive dabei: Die Herausforderung ist lösbar. Das geht natürlich nicht mal eben so, der Aufbau von Vermögen ist ein Lebensprojekt und benötigt viele Jahre und Jahrzehnte.

Aber es gibt Hoffnung: Neben der oftmals sehr attraktiven betrieblichen Altersvorsorge kommt mit dem staatlich geförderten Altersvorsorgedepot nun eine dritte Säule hinzu, die die Statik der privaten Altersvorsorge signifikant verbessern kann.

Wir haben einmal durchgerechnet, was staatliche Zulagen, Steuervorteile, Zins und Zinseszins Sparern bringen. Die gute Nachricht vorweg: Bei überschaubaren monatlichen Beiträgen lassen sich über die Jahre stattliche Summen erzielen. Die Rentenlücke lässt sich schließen – heutzutage viel leichter als noch in der alten Altersvorsorgewelt.





DAS ALTERSVORSORGEDEPOT

Politik ist immer auch ein Kompromiss. Wenn es darum geht, Probleme zu lösen, und es gute Ideen gibt, können divergierende Interessen von Parteien und neue Regierungskonstellationen in den Hintergrund treten. Das Altersvorsorgedepot ist ein Beispiel dafür.

Im Herbst 2024 stellte der Bundesfinanzminister Christian Lindner das neue Vorsorgekonzept vor, das später den Namen „Lindner-Depot“ bekam. Wenig später zerbrach die rot-gelb-grüne Koalition, die FDP flog bei den anschließenden Neuwahlen aus dem Bundestag. Lindners Nachfolger Lars Klingbeil brachte das Konzept mit einigen Änderungen dann durch den Bundestag und Bundesrat. Im Januar nächsten Jahres soll das gelb-rot-grün-schwarze Projekt dann umgesetzt werden.

Es ersetzt die vielfach kritisierte Riester-Rente, das Vorgängermodell, das seit der Jahrtausendwende nur zehn Millionen Deutsche nutzen. Heutzutage erscheint die nach dem ehemaligen Arbeitsminister benannte Rente wie ein Relikt aus einer längst vergangenen Zeit. Die vorgeschriebene Beitragsgarantie zwang die Anleger in sichere Anlageformen, was insbesondere in der Niedrigzinsphase der 2010er-Jahre zu spärlichen Renditen führte. Hohe Gebühren für die Zulagenverwaltung und der Zwang, dass mindestens 70 Prozent des angesparten Kapitals in eine lebenslange Rente umgewandelt werden mussten, machten die Produkte oftmals unattraktiv für die Sparer.

Beim neuen Altersvorsorgedepot sind Beitragsgarantien nur noch optional. Sparer können zwischen verschiedenen Fonds wählen, die auch in renditeträchtige Anlagen wie Aktien investieren. Bis zu 30 Prozent des Ersparnis können sie sich zu Rentenbeginn auszahlen lassen. Der Rest kann nicht nur als lebenslange Rente, sondern auch als monatlicher Auszahlplan bis zu einem Alter von 85 Jahren ausgeschüttet werden.

Auch auf der Kostenseite tut sich etwas: Jeder Anbieter muss neben den weniger regulierten eigenen Produkten ein sogenanntes „Standarddepot“ anbieten, das online abschließbar sein muss und dessen Effektivkosten 1,0 Prozent nicht übersteigen dürfen.

Deutschland geht damit einen Weg, der im Ausland schon lange üblich ist. Egal ob in den USA, dem Vereinigten Königreich oder in Frankreich, beinahe überall gibt es schon lange eine staatlich geförderte, private Altersvorsorge mit Aktien. Im Ruhestand können einmalige Entnahmen und fortlaufende Auszahlungen in der Regel kombiniert werden. Das System hat sich in der internationalen Praxis lange bewährt. Angst vor diesen Neuerungen sollte also niemand haben, ganz im Gegenteil: Deutschland verlässt jetzt einen Sonderweg, der für die Bürger in den vergangenen Jahrzehnten ziemlich steinig war.

WIE HILFT DER STAAT?

Neben den potenziell höheren Renditen spricht vor allem die staatliche Förderung

für die neue Rente. Einzahlungen bis zu 1.800 Euro pro Jahr werden vom Staat bezuschusst. Auf sie erhält der Sparer Zulagen. Für die ersten 360 Euro, die der Sparer einahlt, gibt es eine Zulage von 50 Cent pro Euro vom Staat. Die nächsten 1.440 Euro werden noch mit 25 Cent pro Euro gefördert. Das Ergebnis kann sich sehen lassen: 1.800 Euro Einzahlung führen damit zu einem Guthaben von 2.340 Euro pro Jahr. Dazu gibt es pro Kind auf die ersten 300 Euro nochmals einen Euro pro Euro Förderung. Sparer unter 25 Jahren bekommen einmalig bei Depotöffnung 200 Euro extra gutgeschrieben.

Zusätzlich kann ein Steuervorteil entstehen. Dazu findet im Rahmen der Einkommensteuererklärung eine sogenannte „Günstigerprüfung“ durch das Finanzamt statt: Die eigenen Einzahlungen bis 1.800 Euro und die erhaltenen Zulagen können vom zu versteuernden Jahreseinkommen abgezogen werden. Ist der entstehende Steuervorteil größer als die beschriebenen staatlichen Zulagen, verbleiben die Zulagen im Altersvorsorgedepot. Der überschüssige Anteil wird vom Finanzamt an den Steuerzahler zurückerstattet. Damit sind die Einzahlungen von 1.800 Euro in das Depot und die Zulagen faktisch von der Einkommensteuer befreit. Bei einem kinderlosen Gutverdiener-Ehepaar, das insgesamt 3.600 Euro im Jahr einahlt, kann der Vorteil aus staatlicher Förderung und Steuererstattung von beiden Depots im Idealfall zusammen gut 2.000 Euro betragen.

SO WIRD ANGELEGT

Eine altbewährte Regel in der Geldanlage lautet: Steuersparen und Förderungen sind hilfreich, entscheidend ist aber, wie das Geld angelegt wird. Im gesetzlich stärker regulierten Standarddepot sind zwei mögliche Investmentfonds enthalten. Ein wachstumsorientierter Fonds der Risikoklassen drei bis fünf, der etwa in Aktien investieren kann. Während der Ansparphase fließen die Beiträge vor allem in diesen, renditeträchtigeren Topf.

Außerdem gibt es einen defensiven Fonds (Risikoklasse eins oder zwei), der sich auf schwankungsärmere Anlagen wie etwa Anleihen fokussiert. Dieser kommt kurz vor dem Ende der Auszahlphase ins Spiel. Fünf Jahre vor dem Rentenbeginn wird die Hälfte der Ersparnisse in diesen Fonds umgeschichtet. Ab zwei Jahren vor Rentenbeginn muss der defensive Fonds 70 Prozent der Ersparnisse enthalten, sofern der Kunde sich keine andere Form der Umschichtung wünscht.

Der Kunde hat aber die freie Wahl. Zusätzlich können Fondsgesellschaften auch eigene Produkte ohne Garantien anbieten. Neben klassischen Investmentfonds können diese auch alternative Fonds und ELTIFs – jeweils maximal bis zur Risikoklasse fünf – enthalten. Dazu kommen noch europäische Anleihen.

Sicherheitsbewusste Anleger können auch Garantieprodukte wählen, die zu Rentenbeginn 80 Prozent oder 100 Prozent der



eingezahlten Beiträge und Zulagen sicherstellen. Der Preis der Garantie können aber geringere Renditen sein, da unter Umständen nur ein vergleichsweise kleiner Teil der Ersparnisse in Aktienfonds investiert werden kann.

Die große Auswahl an Produkten ist für den Sparer ein deutlicher Vorteil gegenüber der alten Riester-Rente.

DIE AUSZAHLPHASE

Ist das Rentenalter erreicht, beginnt die Entnahmephase, die im Altersvorsorgedepot zwischen dem 65. und 70. Lebensjahr startet. Zu Beginn des Ruhestands können einmalig bis zu 30 Prozent der Ersparnisse ausgezahlt werden – für Reisen, Renovierungen oder um den Ruhestand weiter abzusichern. Die restliche Summe von mindestens 70 Prozent wird in einem monatlichen Auszahlplan bis zum 85. Lebensjahr ausgeschüttet. Bei Bedarf kann der Sparer bei einigen Produkten auch eine lebenslange Rente wählen.

Einen kleinen Haken sollten Anleger aber im Hinterkopf behalten. Die geförderten Einzahlungen ins Depot, unterliegen bei Auszahlung dem persönlichen Einkommensteuersatz. Diese nachgelagerte Besteuerung ist international gängig und schon aus der Riester-Rente bekannt. Bei nichtgeförderten Beiträgen, welche damit bereits vor der Einzahlung mit Einkommensteuer belegt wurden, müssen nur die Erträge versteuert werden. In der Regel ist der Steuersatz mit Blick auf die niedrigeren

Einkünfte in der Rentenphase aber niedriger als in der Arbeitsphase.

DREI MUSTERFÄLLE – SO RECHNET SICH DAS ALTERSVORSORGEDEPOT

Renditestarke Aktienanlage, flexible Kapitalverwendung im Ruhestand, staatliche Zulagen und Steuersparen – die Vorteile des Altersvorsorgedepots liegen auf der Hand. Für die meisten Sparer ist etwas dabei. Berufseinsteiger profitieren aufgrund des langen Anlagehorizonts besonders stark vom Zinseszinsseffekt. Menschen mittleren Alters können mit renditestarker Kapitalanlage versäumte Vorsorge teilweise nachholen. Für Menschen, die kurz vor dem Ruhestand stehen, sind Zulagen und Steuervorteile attraktiv. Bestehende Riester-Verträge können in das Altersvorsorgedepot übertragen werden – und auf der Zielgeraden mit Blick auf Flexibilität und Renditechancen neues Tempo aufnehmen.

Welche Wucht das neue Altersvorsorgedepot für die private Vorsorge entfalten kann, möchten wir mit Musterrechnungen für drei verschiedene Altersklassen zeigen.

Die Annahmen hinter den Rendite-Simulationen

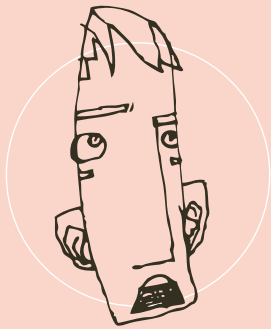
Für unsere Rechenbeispiele bilden wir Portfolios aus Aktien und Anleihen und simulieren durch zufälliges Ziehen der (Quartals-)Renditen die Wertentwicklung. Die angenommenen Renditen basieren auf einem globalen Aktienindex und einem europäischen Anleiheindex. Für Aktien nehmen wir dabei im Durchschnitt acht Prozent Rendite pro Jahr und für Anleihen drei Prozent an.

Wir simulieren auf dieser Grundlage die Wertentwicklung von Sparplänen mit festen jährlichen Einzahlungen und verschiedenen Mischungsverhältnissen aus Aktien und Anleihen. Für jedes Mischungsverhältnis erzeugen wir 1.001 Kapitalmarktentwicklungen, sogenannte Pfade. Wir sortieren die Pfade nach der Höhe des Endwerts und vergleichen die Renditen. Eine Benchmark ist das Ergebnis, das genau in der Mitte liegt, der sogenannte Medianpfad. Die Hälfte der Simulationen ergibt höhere Ersparnisse, die andere Hälfte niedrigere.

Eine besonders adverse Entwicklung der Kapitalmärkte wird durch den 5-Prozent-Perzentil-Pfad dargestellt: Nur 5 Prozent aller Pfade liefern einen noch geringeren Endwert als dieser. Am oberen Ende der möglichen Kapitalmarktentwicklungen liegt der 95-Prozent-Perzentil-Pfad. Nur 5 Prozent aller Pfade liefern ein noch höheres Endvermögen. Nimmt man in derselben Logik noch das untere und obere Quartil (25- und 75-Prozent-Perzentil) dazu, zeigt die Simulation das aus der Kapitalmarktentwicklung entstehende Risikoprofil des Portfolios.



Der 20-jährige Berufseinsteiger



Mehr hilft mehr, auch in der Altersvorsorge. Das Nettoeinkommen eines 20-Jährigen beträgt laut Bundesbank im Median rund 15.000 Euro. Es steigt bis zum 30. Lebensjahr auf rund 30.000 Euro an und liegt danach bis zum Ruhestand im Schnitt nochmals rund 5.000 Euro darüber. Nach einer Faustregel sollte man 20 Prozent seines Nettoeinkommens sparen. Die maximal geförderten 1.800 Euro pro Jahr kann ein junger Sparer nach dieser Rechnung also von Anfang an voll ausschöpfen. Welches Kapital kann er bis zum Ruhestand erreichen?

Die Simulation eines Sparplans, der die Einzahlungen und die Ersparnisse nach einer festen Quote auf Aktien und Anleihen aufteilt, zeigt, was beim Altersvorsorgedepot über viele Jahre herauskommen kann. Grafik 1 zeigt mögliche Rendite-Pfade bei einer Aktienquote von 70 Prozent (Anleihen: 30 Prozent) und Gebühren in Höhe von einem Prozent pro Jahr. Zudem haben wir eine Inflation von zwei Prozent (die Zielvorgabe der EZB) einkalkuliert.

Eingezahlt werden jedes Jahr 2.340 Euro (1.800 Euro Eigenbeitrag plus 540 Euro Grundzulage). Die eingezahlte Summe beträgt dann bei einem Renteneintritt im Alter von 70 Jahren nominal 117.000 Euro.

Die Ergebnisse dürften junge Sparer optimistisch stimmen. Selbst bei einer schwachen Entwicklung der Kapitalmärkte (5-Prozent-Perzentil) steht am Ende der Ansparphase ein Betrag von fast 230.000 Euro zu Buche (siehe Tabelle 1). Das entspricht fast einer Verdoppelung der eingezahlten Beiträge. Im 25-Prozent-Perzentil (entspricht drei von vier Fällen in unserer Simulation) hat der 20-Jährige im Alter mehr als 400.000 Euro zur Verfügung. Im Median betragen die Ersparnisse etwas mehr als 550.000 Euro. Bei einer Inflation von zwei Prozent pro Jahr entspricht dies einer Kaufkraft von heutigen 200.000 Euro. Die Rentenlücke eines Durchschnittsverdieners von 250.000 Euro ist damit fast geschlossen.

Über lange Zeiträume zeigen sich die Vorteile renditeträchtiger, aber schwankungsstarker Aktienanlagen. Über die Jahrzehnte ist ein Portfolio mit weniger Aktien also nicht unbedingt „sicherer“, da kurzfristige Kursbewegungen über den langfristigen Anlagehorizont überkompensiert werden können.

Welche Wucht der Zinseszinsseffekt dabei entfalten kann, wird sichtbar, wenn man verschiedene Einzahlzeitpunkte vergleicht. Spart ein 20-Jähriger nur die ersten 25 Jahre pro Jahr 2.340 Euro an, kommt er auf Einzahlungen inklusive Zulagen von 58.500 Euro. Mit einer 70-prozentigen Aktienquote werden daraus im Median über 400.000 Euro. Beginnt er erst mit 45 Jahren mit dem Sparen und zahlt 25 Jahre die maximale Rate von 2.340 Euro ein, kommt er im Alter von 70 Jahren nur auf knapp 120.000 Euro. Obwohl die eingezahlten Summen identisch sind, ist das nicht einmal ein Drittel.

Nicht zu vergessen: Die Ersparnisse arbeiten bei einem frühen Sparbeginn noch 25 Jahre weiter, weil sie zusammen mit den Erträgen automatisch weiter angelegt werden. Albert Einstein fasste diesen Zinseszinsseffekt in einem prägnanten Zitat zusammen: „Der Zinseszinsseffekt ist das achte Weltwunder. Wer ihn versteht, verdient daran, alle anderen bezahlen ihn.“

Tabelle 1

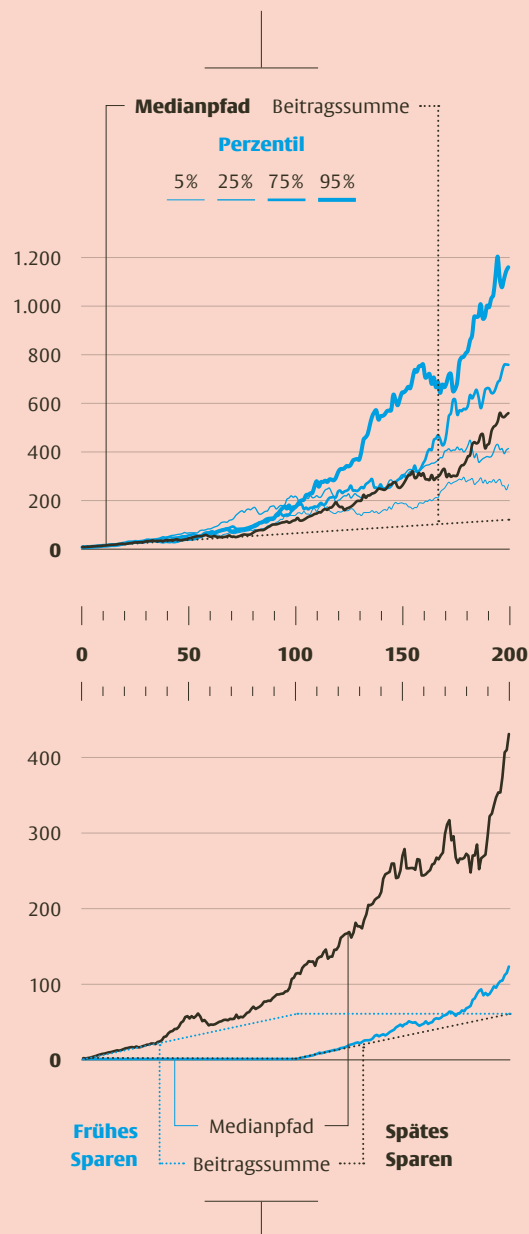
Ersparnisse im Alter von 70 Jahren bei Sparbeginn im Alter von 20 Jahren
mit verschiedenen Aktienquoten in verschiedenen Pfaden
bei einer Einzahlung von 2.340 Euro pro Jahr (gerundet).
In Klammern: Real erzielttes Vermögen nach Kosten und Inflation.

Aktienquote	100%	80%	70%	50%	30%	0%
Erwartete Rendite p.a.	8,0%	7,0%	6,5%	5,5%	4,5%	3,0%
95%-Perzentil	2.585.000 (960.000)	1.562.000 (580.000)	1.189.000 (442.000)	706.000 (262.000)	440.000 (164.000)	254.000 (94.000)
75%-Perzentil	1.317.000 (489.000)	908.000 (337.000)	743.000 (276.000)	512.000 (191.000)	356.000 (132.000)	220.000 (82.000)
Median	822.000 (306.000)	627.000 (233.000)	543.000 (202.000)	408.000 (152.000)	307.000 (114.000)	198.000 (74.000)
25%-Perzentil	521.000 (194.000)	441.000 (164.000)	398.000 (148.000)	328.000 (122.000)	266.000 (99.000)	179.000 (67.000)
5%-Perzentil	278.000 (104.000)	266.000 (99.000)	268.000 (94.000)	238.000 (89.000)	215.000 (80.000)	156.000 (58.000)
Beitragssumme	117.000	117.000	117.000	117.000	117.000	117.000

Dies ist eine hypothetische Szenarioannahme. Die tatsächliche Entwicklung beziehungsweise Wertentwicklung kann von der hier gezeigten Annahme deutlich abweichen.
Quelle: Eigene Berechnungen, Flossbach von Storch Research Institute. Erwartete Rendite vor Kosten und Inflation.
In Klammern: Endwerte nominal, nach 1% Kosten und 2% Inflation. Daten per 31. Juli 2026

Grafik 1

**Ausgewählte Pfade eines Sparplans mit 50 Jahren
Dauer und einer Aktienquote von 70 Prozent**
(in Tausend Euro je Quartal)



Grafik 2

**Medianpfade der Vermögensentwicklung
bei einem frühen und spätem Sparbeginn**
(in Tausend Euro je Quartal)

Dies ist eine hypothetische Szenarioannahme. Die tatsächliche Entwicklung beziehungsweise Wertentwicklung kann von der hier gezeigten Annahme deutlich abweichen.
Quellen: Flossbach von Storch Research Institute, eigene Berechnungen,
Daten per 31. Juli 2026

Der 40-jährige Arbeitnehmer



Auch im mittleren Lebensalter können sich einige Chancen eröffnen. Ein 40-jähriger Arbeitnehmer hat zwar 20 Jahre weniger Zeit zum Vermögensaufbau als ein 20-jähriger. Eventuell hat er aber bereits Ersparnisse gebildet, etwa in Form einer betrieblichen Altersversorgung oder einer (vorgezogenen) Erbschaft. Was kann er in den verbleibenden 30 Jahren bis zum Ruhestand im Alter von 70 Jahren mit dem Altersvorsorgedepot noch an Ersparnissen aufbauen?

Wir gehen wieder von der maximal geförderten Beitragssumme von 1.800 Euro aus. Über 30 Jahre ergeben sich bei Einzahlungen von 2.340 Euro pro Jahr insgesamt 70.200 Euro. Tabelle 2 zeigt das im Median erreichbare Kapital und das Kapital bei schlechtem und gutem Verlauf des Kapitalmarkts in Abhängigkeit von der Aktienquote.

Besonders bemerkenswert erscheint aus unserer Sicht das Portfolio mit einem Aktienanteil von 80 Prozent. Erwartungsgemäß bietet es im Median weniger Rendite als das reine Aktienportfolio, dafür aber etwas mehr Sicherheit bei einer schlechteren Aktienmarktentwicklung (5-Prozent-Perzentil). Aber in beiden Szenarien schneidet es besser ab als die Portfolios mit geringeren Aktienquoten.

Bleibt die Frage, wie man das Vermögen im Alter am besten aufstellt. Lohnt es sich, wie vom Gesetzgeber im Standarddepot vorgesehen, zumindest fünf Jahre vor Renteneintritt die Ersparnisse durch Reduktion der Aktienquote „abzusichern“? Wir haben das einmal für drei 40-jährige Sparer mit verschiedenen Anlagestrategien verglichen. Alle investieren bis zum Alter von 65 Jahren zu 80 Prozent in Aktien (20 Prozent Anleihen). Der erste schichtet im Alter von 65 auf 70 Prozent Aktien um. Der zweite Sparer hält in den letzten fünf Jahren vor Beginn der Auszahlungen noch 50 Prozent Aktien. Beim dritten sind es noch 30 Prozent. In Tabelle 3 zeigen sich die Effekte dieses sogenannten „Life-Cyclings“ sehr deutlich.

Das Ergebnis: Jedes „Life-Cycling“ führt zu geringeren Auszahlungen als das nicht umgeschichtete Portfolio. Gleichfalls erhöht die Risikojustierung die Kalkulierbarkeit der eigenen Rente bereits fünf Jahre vor Rentenbeginn.

Das Beispiel zeigt: Geldanlage ist immer individuell. Wie viel Planbarkeit jeder Sparer möchte, muss jeder letztlich selbst entscheiden – ganz nach den persönlichen Bedürfnissen und der Gesamtschau auf das Vermögen im Alter. Eine allzu starke Absenkung der Aktienquoten, wie im Standarddepot vorgesehen, erscheint aus unserer Sicht jedoch eher wenig ratsam. Auf die Ansparphase folgt eine Auszahlphase von 20 Jahren oder länger. Wer Aktienanlagen zu früh meidet, verschenkt die Renditechancen über lange Zeiträume.

Tabelle 2

Ersparnisse im Alter von 70 Jahren bei Sparbeginn im Alter von 40 Jahren
mit verschiedenen Aktienquoten in verschiedenen Pfaden bei einer Einzahlung
von 2.340 Euro pro Jahr (gerundet). In Klammern: Real erzieltetes Vermögen
nach Kosten und Inflation.

Aktienquote	100%	80%	70%	50%	30%	0%
Erwartete Rendite p.a.	8,0%	7,0%	6,5%	5,5%	4,5%	3,0%
95%-Perzentil	476.000 (263.000)	352.000 (194.000)	294.000 (162.000)	213.000 (117.000)	159.000 (88.000)	115.000 (63.000)
75%-Perzentil	294.000 (163.000)	238.000 (131.000)	210.000 (116.000)	168.000 (93.000)	136.000 (75.000)	103.000 (57.000)
Median	209.000 (115.000)	182.000 (100.000)	167.000 (92.000)	143.000 (79.000)	122.000 (67.000)	96.000 (53.000)
25%-Perzentil	152.000 (84.000)	140.000 (77.000)	134.000 (74.000)	122.000 (67.000)	110.000 (61.000)	89.000 (49.000)
5%-Perzentil	95.000 (53.000)	97.000 (54.000)	97.000 (54.000)	98.000 (54.000)	94.000 (52.000)	79.000 (44.000)
Beitragssumme	70.200	70.200	70.200	70.200	70.200	70.200

Dies ist eine hypothetische Szenarioannahme. Die tatsächliche Entwicklung beziehungsweise Wertentwicklung kann von der hier gezeigten Annahme deutlich abweichen.

Quelle: Eigene Berechnungen, Flossbach von Storch Research Institute. Erwartete Rendite vor Kosten und Inflation.
In Klammern: Endwerte nominal, nach 1 % Kosten und 2 % Inflation. Daten per 31. Juli 2026

Tabelle 3

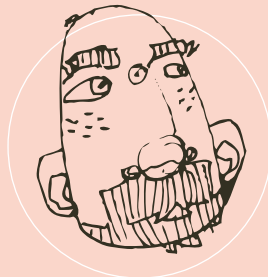
Ersparnisse im Alter von 70 Jahren bei Sparbeginn im Alter von 40 Jahren
und einem „Life-Cycling“ im Alter von 65 Jahren (gerundet).

Aktienquote	80%/70%	70%/50%	80%/30%
Erwartete Rendite p.a.	7,0%/6,5%	7,0%/5,5%	7,0%/4,5%
Ersparnisse im Median	179.000	172.000	163.000
Unteres Quartil	139.000	136.000	132.000
Ersparnisse im 5%-Perzentil	98.000	98.000	97.000

Dies ist eine hypothetische Szenarioannahme. Die tatsächliche Entwicklung beziehungsweise Wertentwicklung kann von der hier gezeigten Annahme deutlich abweichen.

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, eigene Berechnungen.
Erwartete Rendite vor Kosten und Inflation; Endwerte nominal nach 1 % Kosten.
Daten per 31. Juli 2026

Der 60-jährige Babyboomer



Wir sind auf dem richtigen Weg, aber vermutlich noch nicht am Ziel. Das Altersvorsorgedepot bildet die Basis für weitere Reformen.

Wer kurz vor der Rentenphase nicht vorgesorgt hat, für den bleibt nur noch wenig Zeit. Trotzdem ist ein Altersvorsorgedepot auch für Menschen über 50 Jahre attraktiv. Die Zulagen und Steuervorteile sorgen trotz kurzer Anlagedauer für hohe Renditen auf das eingezahlte Kapital.

Ein bereits bestehender Riester-Vertrag kann kurz vor Rentenbeginn von den neuen Freiheiten in der Kapitalanlage profitieren, wenn er in ein Altersvorsorgedepot umgewandelt wird. Neben einer lebenslangen Rente bietet sich dann eine zweite Option: Der Auszahlplan mit zeitlich begrenzten, aber potenziell höheren kontinuierlichen Zahlungen.

Beides ist auch dringend nötig. Mit durchschnittlich 42.000 Euro im Median und 103.000 Euro im Mittelwert ist das Finanzvermögen der Deutschen zwischen 55 und 64 Jahren nach Daten der Bundesbank relativ gering. Für die 60 Prozent dieser Altersgruppe, die selbst genutztes Wohneigentum – im Wert von durchschnittlich rund 350.000 Euro – besitzen, ist die Lage nur etwas besser. Da viele ihre Immobilie im Alter nicht verkaufen (möchten), brauchen auch sie ein zusätzliches Einkommen zur gesetzlichen Rente, um ihren Lebensstandard halten zu können.

Tabelle 4 zeigt die Ersparnisse, die mit einer jährlichen Einzahlung von 2.340 Euro in ein Altersvorsorgedepot bei verschiedenen Aktienquoten für einen 60-jährigen erreichbar sind. In einer zehnjährigen Ansparphase entfaltet der Zinseszinsseffekt nur eine eingeschränkte Wirkung.

Hinzu kommt: Kursrücksetzer am Aktienmarkt sind in dem kürzeren Zeitraum nicht immer aufzuholen. Das Kapital inklusive Zulagen in Höhe von 23.400 Euro kann nicht in allen Szenarien erhalten werden. Hohe Aktienquoten können bei einer sehr schlechten Marktentwicklung über den kurzen Anlagehorizont auch zu Verlusten führen. Die selbst geleisteten Beiträge von insgesamt 18.000 Euro bleiben zu Beginn des Ruhestands aufgrund der hohen Förderquote von rund 30 Prozent jedoch in allen Szenarien erhalten.

Tabelle 4

Ersparnisse im Alter von 70 Jahren bei Sparbeginn im Alter von 60 Jahren

(Beitragssumme: 23.400 Euro) mit verschiedenen Aktienquoten
in verschiedenen Pfaden bei einer Einzahlung von 2.340 Euro pro Jahr (gerundet).
In Klammern: Real erzielttes Vermögen nach Kosten und Inflation.

Aktienquote	100%	80%	70%	50%	30%	0%
Erwartete Rendite p.a.	8,0%	7,0%	6,5%	5,5%	4,5%	3,0%
95%-Perzentil	50.000 (41.000)	44.000 (36.000)	41.000 (34.000)	36.000 (30.000)	32.000 (26.000)	29.000 (23.000)
75%-Perzentil	39.000 (32.000)	36.000 (30.000)	35.000 (29.000)	32.000 (26.000)	30.000 (24.000)	27.000 (22.000)
Median	33.000 (27.000)	32.000 (26.000)	31.000 (25.000)	29.000 (24.000)	28.000 (23.000)	26.000 (21.000)
25%-Perzentil	28.000 (23.000)	28.000 (23.000)	27.000 (22.000)	27.000 (22.000)	26.000 (22.000)	25.000 (20.000)
5%-Perzentil	22.000 (18.000)	23.000 (19.000)	23.000 (19.000)	24.000 (19.000)	24.000 (20.000)	23.000 (19.000)
Beitragssumme	23.400	23.400	23.400	23.400	23.400	23.400

Dies ist eine hypothetische Szenarioannahme. Die tatsächliche Entwicklung beziehungsweise Wertentwicklung kann von der hier gezeigten Annahme deutlich abweichen.

Quelle: Eigene Berechnungen, Flossbach von Storch Research Institute. Erwartete Rendite vor Kosten und Inflation.
In Klammern: Endwerte nominal, nach 1 % Kosten und 2 % Inflation. Daten per 31. Juli 2026

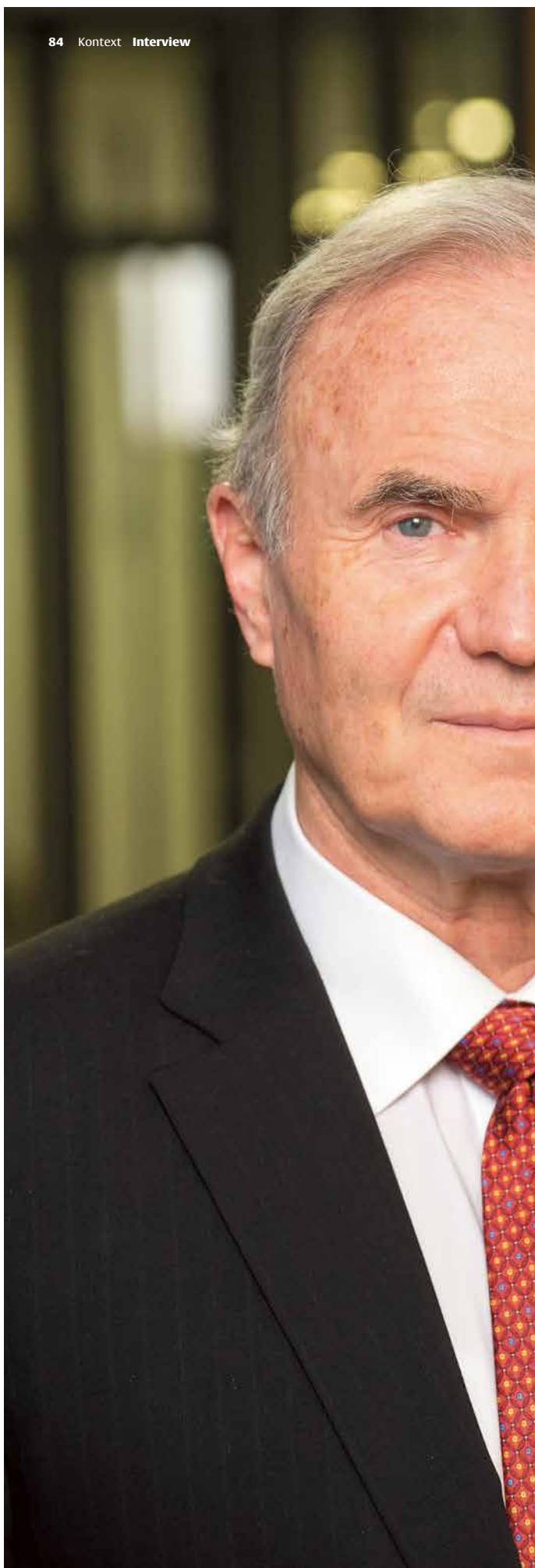
EIN (KURZES) FAZIT

Das Altersvorsorgedepot wird, sofern die Bevölkerung es annimmt, zu einer höheren Diversifikation der Alterseinkommen in Deutschland führen. Insbesondere junge Menschen können sich damit innerhalb der sogenannten dritten Säule ein zweites Standbein für den Ruhestand aufbauen. Das schafft Stabilität und Resilienz und kann als Sprungbrett für die weitere private Vermögensbildung dienen.

Dazu ist das Altersvorsorgedepot ein, im internationalen Vergleich, lange überfälliger Schritt zu mehr Kapitaldeckung in der Altersvorsorge. Ohne Zwang zur Beitragsgarantie wird im Gegensatz zur Riester-Rente dauerhaftes Aktiensparen mit höheren Renditen möglich. Zulagen und Steuerersparnisse geben einen Anreiz zum privaten Vermögensaufbau. Die freiere Kapitalverwendung im Ruhestand macht das Produkt zusätzlich attraktiv.

Damit ist klar: Wir sind auf dem richtigen Weg, aber vermutlich noch nicht am Ziel. Das Altersvorsorgedepot bildet die Basis für weitere Reformen. Es ermöglicht den Umbau der gesetzlichen Rente zu einer nachhaltig finanzierten Basisabsicherung gegen Altersarmut für jeden, für den Fall, dass die jetzigen Reformen nicht ausreichen. Und auch die betriebliche Altersvorsorge ist noch nicht so weit verbreitet, wie sie sein sollte. Die Relevanz ist also enorm. Generationen von heutigen und künftigen Arbeitnehmern dürften davon profitieren.

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



„Ist Geldpolitik heutzutage schwieriger, Herr Issing?“

Rund um die Einführung des Euro war Otmar Issing Chefvolkswirt der Deutschen Bundesbank und später der Europäischen Zentralbank (EZB). Im Gespräch mit Marius Kleinheyer, Senior Research Analyst beim Flossbach vom Storch Research Institute, geht es um sein jüngstes Buch „Von der DM zum Euro“. Ein Auszug.

Herr Professor Issing, Sie haben ab 1990 bei der Bundesbank und ab 1998 in der damals neu gegründeten EZB die Weichen für die Einführung des Euro mit gestellt. Damals haben einige mit einem Scheitern der Gemeinschaftswährung gerechnet. Besonders bekannt war der Nobelpreisträger Milton Friedman, der als der wohl wichtigste Vertreter des Monetarismus gilt, und mit dem Sie damals in Kontakt standen.

Ja, wir hatten eine typisch amerikanische, kollegiale Freundschaft. Zu meiner Ernennung bei der EZB hat er mir einen Brief geschickt mit folgendem Inhalt: „Dear Otmar. Du weißt, ich halte vom Euro nichts. Ich bin überzeugt, dass der bald scheitern wird. Weil aber Du jetzt bei der EZB bist, wird es noch ein bisschen länger dauern.“ Danach hat er dann seine Prognose für das Scheitern des Euro Jahr für Jahr verlängert. Was immer man heute vom Euro halten mag, vom Scheitern kann nach mehr als 25 Jahren wohl keine Rede mehr sein.

Sie haben im Juni 1998 Ihr Büro bei der EZB bezogen. Danach blieb etwa ein halbes Jahr Zeit, um die Grundlagen für die Geldpolitik zu legen, mit der es im Dezember losgehen sollte. Wie war das beim Start?

Als wir anfangen, war noch nicht mal der Teppichboden in meinem Büro verlegt. Es gab keine Statistiken. Zudem waren wir eine kleine Mannschaft mit nur 470 Beschäftigten, den Fahrstuhlführer eingeschlossen. Insgesamt standen uns damals 55.000 Mitarbeiter bei den nationalen Notenbanken gegenüber. Kritische Medien wie die Financial Times haben sich damals darüber lustig gemacht. Doch wir wollten eine stabile Währung hinkriegen. Und ich hatte alle Freiheiten vom Präsidenten Wim Duisenberg erhalten, um eine Strategie für die EZB zu entwickeln. Kurz und gut: Es ist damals die Zwei-Säulen-Strategie entstanden, deren Kerngedanke bis heute die Geldpolitik der EZB bestimmt. Auf der einen Seite steht die monetäre Entwicklung, auf der anderen Seite die Entwicklung der Inflation, der Preise, der Kosten. Die Daten werden dann im „Crosschecking“, wie wir es nannten, geprüft und daraus Ratschläge abgeleitet. Wenn die Daten zusammenfallen, ist es einfach. Sollten sich Daten widersprechen, muss man entscheiden, was man wichtiger nimmt.

Das Inflationsziel der EZB hat dagegen eine interessante Entwicklung genommen. Es lag zu Beginn des Euro „bei unter 2 Prozent“, dann waren es „2 Prozent als Zielvorstellung“.

Daraus wurden dann „2 Prozent im Durchschnitt“, ...

... sagen wir besser „auf mittlere Sicht“. „Durchschnitt“ bedeutet ja, dass man Abweichungen korrigieren muss. Der Ursprung war, dass im Statut der EZB steht, dass es die Aufgabe der Notenbank ist, die Preisstabilität zu wahren. Doch was versteht man darunter? Jeder normale Mensch würde sagen, bei stabilen Preisen ist die Steigerung des Preisniveaus null. Da gibt es aber Einwände und die Wissenschaft hatte sich beim Begriff Preisstabilität mehr oder weniger auf 2 Prozent Inflation per annum geeinigt. Also brachte ich diesen Vorschlag ein – und hatte im Governing Council alle gegen mich.

Eine schwierige Situation.

Mein Vorteil war, dass es drei verschiedene Gruppen dagegen gab. Die erste sagte, warum sollen wir uns überhaupt festlegen? Sollten wir das Ziel verfehlen, dann werden wir kritisiert. Und auch die Bundesbank hatte kein explizites Inflationsziel. Die zweite Gruppe fand maximal 2 Prozent zu ambitiös. Hatte doch die jahresdurchschnittliche Inflationsrate über die 50 Jahre, als wir die D-Mark hatten, und es waren exakt 50 Jahre, bei 2,7 bis 2,8 Prozent gelegen. Wollten wir also ambitionierter sein als die Bundesbank? Und die dritte Gruppe hat auf die Inflationsrate im Euroraum verwiesen, die sich zu der Zeit von oben der 1-Prozent-Marke näherte. Angesichts dessen konnte es also falsch verstanden werden, von einem 2-Prozent-Ziel zu reden. Etwa, als würden wir alles tun, um die Inflationsrate nach oben zu bringen. Als Mittelweg haben wir uns damals dann auf die Formulierung „unter 2 Prozent“ geeinigt. Von Anfang an war mir dabei klar, dass man das irgendwann korrigieren wird müssen. So kam es dann auch, und das finde ich in Ordnung.

Trotz aller Unkenrufe startete die Gemeinschaftswährung dann äußerst stabil. Die Jahre bis 2006, als Sie die EZB verließen, verliefen reibungslos.

Ehrlich gesagt, höre ich dieses „reibungslos“ nicht gerne. Den Euro erfolgreich auf die Schiene zu setzen, war eine Aufgabe, die sich so in der Währungsgeschichte noch nie gestellt hatte. Elf souveräne Länder hatten die Kompetenz der →

Geldpolitik an eine europäische Institution abgegeben und ihre eigene Währung aufgegeben. So vieles hätte schief laufen können. Doch wir hatten unsere Strategie und haben sie zwei Monate im Vorhinein bekannt gegeben. Ich war überzeugt, dass wir es schaffen. Dass es aber so reibungslos über die Bühne gehen würde, hatte niemand erwartet. Ich habe gelegentlich das Bild des Ökonomen vom Mars gebraucht, der mit allen Statistiken für diese Periode ausgestattet würde. Er sollte dann feststellen, ob sich darin ein Indiz für ein besonderes Ereignis findet. Langfristige Zinsen, Inflationserwartung, es gab nirgendwo einen Sprung oder eine Delle.

Nachdem Sie jedoch die EZB verlassen haben, hat sich das rasch geändert. Zuerst kam die Finanzkrise, dann die Eurokrise und schließlich Mario Draghi mit seiner Aussage „Whatever it takes“. War das ein besonders couragierter Moment? Oder hat die EZB die Krise genutzt, um eine bestimmte Bedeutung einzunehmen?

Lassen Sie mich etwas ausholen. Im Juli des Jahres 2012 sagte Draghi, wir werden alles tun, um den Euro zu retten und wir werden das auch schaffen. Ein Blick auf die Grafiken der langfristigen Zinsen zu der Zeit zeigt, dass die Spreads, also die Zinsdifferenz von beispielsweise italienischen Anleihen zu Bundesanleihen, aber auch von griechischen und spanischen Anleihen, die vorher hochgeschossen waren, genau zum Zeitpunkt der Aussage zurückgesunken sind. So gesehen war es die erfolgreichste Kommunikationsstrategie, die es jemals gegeben hat, und zwar ohne, dass die EZB auch nur einen Euro dafür eingesetzt hat.

Doch das ist nicht alles, was Draghi damit bewegt hat.

Was auch bleibt, ist etwas sehr Gefährliches. Denn mit dieser Aussage hat die EZB die politische Verantwortung für die Zusammensetzung der Währungsunion übernommen, nach dem Motto, kein Land soll ausscheiden. Das war der Sündenfall. Eine unabhängige Notenbank – eine von der Konstruktion her völlig unpolitische Institution – hat eine Verantwortung übernommen, die im Kern die Verantwortung der nationalen Regierungen ist. Aber die Regierungen waren damals nicht fähig und nicht willens, die Situation zu retten. Es ging um Staatsschulden; um Zinsen für Staatsschulden, für die die EZB nicht zuständig ist. Und diese politische Verantwortungsübernahme ist für mich eine Hypothek, die ganz schwer wiegt.

Würden Sie sagen, dass es heute schwieriger ist, das Inflationsziel der EZB in Höhe von zwei Prozent zu erreichen, als vor 20 Jahren?

Um das zu beurteilen, müsste man erst einmal verschiedene Überlegungen anstellen. Zunächst gibt es Krieg in der Ukraine und im Iran. Daher stellen sich Fragen: Wie lange werden diese Konflikte anhalten? Und damit verbunden: Wie wird das mit dem Anstieg vom Ölpreis beziehungsweise den Energiepreisen weitergehen? Das kann eine schwierige und langwierige Periode werden oder eben auch nicht. Aber es wäre wohl ein vorübergehender Schock.

Was kommt hinzu?

Die hohe Verschuldung bleibt und dürfte zunehmen. Dazu kommt, dass in alternden Gesellschaften die Ausgaben für Gesundheit, für Rente steigen und die arbeitende Bevölkerung schrumpft. Preisstabilität würde nun bedeuten, dass andere Güter billiger werden müssten. Es kommt eine ganz schwierige Zeit auf die Notenbanken zu. Und nochmal: Dieser Irankrieg ist hoffentlich nur vorübergehend. Andernfalls wäre es ein zusätzlicher Schock.

Eigentlich sollten ja die vereinbarten Maastricht-Kriterien für fiskalpolitischen Druck auf die Euro-Mitgliedsländer sorgen. Inzwischen scheint es, als würde die EZB die Staatsschulden der europäischen Länder tragen.

Nein, das macht sie im Moment nicht. Das hat sie aber weitgehend in den 2010er-Jahren getan. Der massive Ankauf von Staatsanleihen hat damals vor allem zugunsten der hoch verschuldeten Länder gewirkt. An dieser Stelle muss ich nochmal an Helmut Kohl erinnern. Für ihn war die Währungsunion ein politisches Projekt. Als er damals in Bonn im Bundestag den Maastricht-Vertrag vorgestellt hat, hat er gesagt, es wäre abwegig, eine Währungsunion schaffen zu wollen ohne eine gleichzeitige politische Union. Damals wurden zwei Wagen auf die Schiene gesetzt, einer zur Währungsunion und einer zur politischen Union. Doch der Wagen auf der politischen Schiene ist nie losgefahren. Und dann begann die Währungsunion mit der fiskalischen Seite als Schwachpunkt des Konstrukts.

Warum hat der Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht funktioniert?

2003 hatten Deutschland und Frankreich den Stabilitäts-pakt verletzt. Deutschland hatte damals die Defizit-Obergrenze von drei Prozent des Bruttoinlandsprodukts gerissen. Ich habe dann miterleben müssen, wie Deutschland Sanktionen verhindert hat. Damals hätte der Ministerrat den Empfehlungen der EU-Kommission folgen und Sanktionen beschließen müssen. Doch auch Italien hatte zu kämpfen, und so blockierten die Vertreter der drei großen Staaten die Mehrheit, setzten das Verfahren aus und verpflichteten sich stattdessen ohne unmittelbare Strafandrohung zum Sparen. Damit war der Pakt so beschädigt, dass er sich nie wieder erholt hat. Die ganzen „Reformen“ danach haben nur dazu geführt, dass es immer komplizierter geworden ist und der Stabilitätspakt immer weniger Biss bekam.

Und dann ist die Staatsverschuldung ausgeufert, was heute auch problematisch für die Geldpolitik ist, weil ein Anstieg von Zinsen Schwierigkeiten in einzelnen Ländern bedeuten kann.

Wir haben jetzt weltweit eine höhere Staatsverschuldung als nach dem Zweiten Weltkrieg. Das muss man sich mal vorstellen. Historisch gesehen gab es immer die höchsten Schuldenstände, wenn ein großer Krieg zu Ende ging, den man oft mit der Notenpresse finanziert hatte. Jetzt stehen wir also dort und die Alterung der Gesellschaft kommt noch obendrauf.

Würden Sie sagen, dass Euro-Bonds ein Weg oder ein Ansatzpunkt für eine politische Union sein könnten?

Nein. Ich bin im Gegenteil davon überzeugt, dass Euro-Bonds die Idee einer politischen Union unterminieren. Euro-Bonds, so wie sie von den meisten gedacht sind, sind ja Bonds, die zur Finanzierung europäischer Maßnahmen ausgegeben werden, vielleicht auch verteilt an einzelne Länder, die es sich nicht leisten können. Alle haften dafür, und zwar ohne, dass da die fiskalische Souveränität der Länder aufgegeben wird.

Herr Professor Issing,
vielen Dank für das Gespräch.

Das vollständige Interview finden Sie unter



ZUR PERSON

Otmar Issing

Neben seiner wissenschaftlichen Karriere – insbesondere leitete Professor Otmar Issing von 1973 bis 1990 das Institut für Volkswirtschaftslehre, Geld und Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Würzburg – war Issing bis 1990 Mitglied des Kronberger Kreises und saß im Sachverständigenrat. 1990 wurde er Chefvolkswirt und Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank. 1998 übernahm er dieselben Funktionen bei der damals neu gegründeten EZB. 2006 schied er im Alter von 70 Jahren bei der EZB aus. Viele Jahre war Issing danach Präsident des Center for Financial Studies (CFS) in Frankfurt und wurde Ehrendoktor der Goethe-Universität. Die Liste seiner Beratermandate ist lang.

Sein jüngstes Buch „Von der D-Mark zum Euro“ ist 2024 im Münchener Vahlen-Verlag erschienen und beschreibt „die Erinnerungen des Chefökonom“ sowohl bei seiner wissenschaftlichen Karriere, aber auch bei seinen Funktionen in beiden Notenbanken.



Gönn dir später,
indem du heute klug investierst!



Ob der Ruhestand später Freude bereitet, hängt nicht zuletzt von unserem heutigen Konsum- und Sparverhalten ab.

Black-Friday-Shopping, übertriebene Protein-Snacks oder der Venti-Matcha-Green-Tea-Latte: Das Leben ist ernst genug – natürlich darf man sich hin und wieder etwas gönnen.

Man sollte dabei jedoch nicht vergessen, rechtzeitig an später zu denken. Vor allem dann, wenn es darum geht, sich im Alter selbst mit einer höheren Rente zu beschenken.

Eine Botschaft, die bei den Deutschen angekommen ist, denn: Laut einer aktuellen GfK-Umfrage im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute glauben 85 Prozent der Deutschen nicht mehr daran, dass die gesetzliche Rente allein reicht. Und rund ein Drittel – besonders viele Frauen – fürchtet Altersarmut.

Die größte Angst? Inflation (71 Prozent), denn sie gefährdet den realen Wert der Ersparnisse und Rentenansprüche. Davor sorgen sich die 1.000 Befragten mehr als vor Krieg, Klimawandel oder einer möglichen Rezession.

Trotzdem ist die Situation paradox: Obwohl viele Menschen erkannt haben, dass sie zusätzlich zur gesetzlichen Rente vorsorgen müssen und häufig über Jahre hinweg diszipliniert sparen, handeln sie so, dass ihr Geld Tag für Tag an Wert verliert.

Das liegt daran, dass noch immer knapp 40 Prozent der Deutschen für die Geldanlage ein Sparbuch, Tagesgeld oder sogar das Girokonto nutzen. Dass ihr Ersparnis je nach Inflationsrate und Höhe der Zinsen real an Wert verliert, ist vielen Sparerinnen und Sparern nach wie vor nicht bewusst.

Dabei braucht es, um sein Vermögen vor Inflation zu schützen, Renditen, die über der Inflationsrate liegen. Damit führt nach unserer Überzeugung für eine solide zusätzliche Altersvorsorge kein Weg an den Kapitalmärkten und einem breit diversifizierten Portfolio vorbei.

Ja: Wer mit Aktien fürs Alter spart, braucht Geduld und starke Nerven. Aber langfristig zahlt sich der Schritt an die Börse in aller Regel aus. ♦

Eine aktuelle Übersicht
über unsere Kanäle
finden Sie hier:



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

Instagram
flossbachvonstorch

econo₌me

VON
ZÖLLEN BIS ZUR
ALTERSVORSORGE



Wie junge Menschen im econo_me Wettbewerb wirtschaftliche Zusammenhänge erschließen.

von Tim Schort

Ein Zoll wirkt an einer Grenze. Altersvorsorge wirkt über Jahrzehnte. Auf den ersten Blick liegen beide Themen weit auseinander. Tatsächlich verlangen sie dieselbe Fähigkeit: Folgen zu erkennen, die nicht sofort sichtbar sind.

Wie ernsthaft junge Menschen solche Zusammenhänge durchdringen können, zeigte sich am 24. Juni in Köln. Dort wurden die besten Beiträge der elften Runde des econo_me Wettbewerbs Wirtschaft und Finanzen ausgezeichnet. Insgesamt erhielten 45 Schülerinnen und Schüler sowie 14 Lehrkräfte eine Auszeichnung. Die zwölf prämierten Teams kamen aus sechs Bundesländern. Unter der Fragestellung **„Was ZOLL das? Wir und der Welthandel“** untersuchten die Teams, wie Zölle und Handelshemmnisse auf Preise, Unternehmen, Arbeitsplätze und internationale Beziehungen wirken.

Die Teams wählten dafür sehr unterschiedliche Formen, von Filmen und Magazinen bis zu Webseiten, Podcasts, Apps und Escape-Rooms. Wichtiger als das Medium war jedoch die gedankliche Arbeit dahinter. Die Schülerinnen und Schüler mussten Informationen ordnen, Perspektiven vergleichen und Folgen abschätzen. Gerade beim Thema Zölle zeigte sich schnell, dass wirtschaftspolitische Entscheidungen selten nur eine Wirkung haben.

Maximilian, Schüler der 10. Jahrgangsstufe des Ehrenbürg-Gymnasiums in Forchheim, formulierte eine zentrale Erkenntnis seiner Recherche so: *„Ich habe gelernt, dass für viele Unternehmen nicht einmal die Höhe eines Zolls das eigentliche Problem ist, sondern vor allem die damit verbundene Unsicherheit.“*

Die Beobachtung trifft einen zentralen wirtschaftlichen Mechanismus. Politische Entscheidungen verändern nicht nur Kosten, sondern auch Erwartungen. Wenn Regeln unklar sind oder sich kurzfristig ändern, werden Investitionen schwerer

planbar und mitunter verschoben. Die sichtbare Maßnahme ist dann nur ein Teil der Wirkung. Der andere entsteht durch die Reaktionen, die sie auslöst.

Der Wettbewerb macht damit sichtbar, was ökonomische Bildung leisten kann. Er gibt keine Position vor, sondern fordert die Teilnehmenden auf, Ursachen und Wirkungen zu unterscheiden, Interessen zu erkennen und ihre Einschätzungen zu begründen. Offene Formate und die Arbeit im Team lassen Raum für eigene Zugänge, zugleich verlangt die Aufgabenstellung fachliche Tiefe. So übernehmen die Jugendlichen Verantwortung für ein gemeinsames Ergebnis und für das Urteil, das sie darin vertreten.

„Die Themen wechseln, unser Anspruch bleibt: Junge Menschen sollen wirtschaftliche Entscheidungen nicht nur zur Kenntnis nehmen, sondern ihre Zusammenhänge verstehen. Die ausgezeichneten Beiträge zeigen, wie ernsthaft und differenziert sie das tun“, sagt Kurt von Storch, Stifter der Flossbach von Storch Stiftung.

Die zwölfte Wettbewerbsrunde führt diesen Anspruch fort. Unter dem Thema **„Rente gut, alles gut? Thema: Altersvorsorge“** beschäftigen sich die Teilnehmenden mit den drei Säulen der Altersvorsorge, den Herausforderungen des demografischen Wandels und möglichen Reformen. Dabei analysieren und beurteilen sie einzelne Maßnahmen zur Zukunftssicherung der Rente.

Bei Zöllen verlaufen wirtschaftliche Wirkungen über Grenzen. Bei der Altersvorsorge verlaufen sie über Zeit und Generationen. Was heute beschlossen oder zurückgelegt wird, beeinflusst die finanziellen Möglichkeiten von morgen. Auch hier gibt es keine einzelne Antwort, die für alle Menschen und jede Lebenssituation gleichermaßen passt. Es gilt, Ziele, →

Risiken, Zeithorizonte und gesellschaftliche Rahmenbedingungen zusammenzudenken.

Gerade deshalb eignet sich das Thema für den econo_me Wettbewerb. Altersvorsorge ist keine bloße Produktfrage. Sie verbindet demografische Entwicklung, politische Rahmenbedingungen, individuelle Lebensplanung und langfristige finanzielle Entscheidungen. Die Teilnehmenden untersuchen, wie das Rentensystem funktioniert, welche Verantwortung Staat, Arbeitgeber und private Haushalte tragen und wie Entscheidungen zu beurteilen sind, deren Folgen erst viele Jahre später sichtbar werden.

Der Wettbewerb gibt darauf keine fertigen Antworten. Er schafft einen Rahmen, in dem junge Menschen selbst recherchieren, prüfen und argumentieren. Es geht um eine Denkweise, die weit darüber hinausreicht: genau hinsehen, Zusammenhänge erkennen, Unsicherheit einordnen und die eigene Einschätzung begründen.

Genau darin treffen sich Zölle und Altersvorsorge. Das eine Thema verlangt Weitblick über Grenzen hinweg, das andere über Jahrzehnte. Beide zeigen, warum es darauf ankommt, nicht beim unmittelbaren Effekt stehenzubleiben, sondern langfristige Folgen und Wechselwirkungen mitzudenken. ♦

Tim Schort arbeitet für die Flossbach von Storch Stiftung

Für Dr. Bert Flossbach und Kurt von Storch ist der econo_me Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen Ausdruck eines langfristigen gemeinnützigen Engagements. Beide verbindet die Überzeugung, dass Wirtschafts- und Finanzbildung Menschen dazu in die Lage versetzt, ihr Leben selbstbestimmt zu gestalten, Verantwortung zu übernehmen und sich informiert an gesellschaftlichen Debatten zu beteiligen.

Der econo_me Wettbewerb übersetzt diesen Anspruch in konkrete Bildungsarbeit. Die Aufgaben knüpfen an die Lebenswirklichkeit junger Menschen an, geben Raum für eigenständige Recherche und verbinden fachliche Auseinandersetzung mit Teamarbeit, Kreativität und öffentlicher Anerkennung. Auch die Aussicht, mit einem selbst entwickelten Beitrag über die schulische Bewertung hinaus Anerkennung zu finden, schafft einen zusätzlichen Anreiz. So werden Mündigkeit, Urteilsfähigkeit und verantwortliches Handeln praktisch erfahrbar.

„Als Flossbach von Storch Stiftung verfolgen wir die Vision einer starken und demokratischen Gesellschaft. Mit econo_me fördern wir gesellschaftliche Teilhabe sowie verantwortungsvolles Handeln, indem wir junge Menschen darin stärken, wirtschaftliche Zusammenhänge zu verstehen sowie eigenständig zu urteilen und zu handeln“, sagt Verena von Hugo, Vorständin der Flossbach von Storch Stiftung.

*„Die Schülerinnen und Schüler haben eindrucksvoll gezeigt,
wie sie sich durch forschendes Lernen Wissen aneignen,
KI reflektiert nutzen und eigene Lösungsansätze entwickeln.
Ihre Neugier und ihr kritisches Denken machen Mut.“*

Dr. Bert Flossbach

Stifter der Flossbach von Storch Stiftung

econo₌me

**Jetzt anmelden
zum aktuellen econo₌me Wettbewerb:
„Rente gut, alles gut? Thema: Altersvorsorge“**

Zur Anmeldung, allen Informationen
und den Gewinnerbeiträgen der letzten Runde
geht es auf **www.econo-me.de**



econo₌me Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen
– Wirtschaft verstehen, Zukunft gestalten –

Der bundesweite econo₌me Wettbewerb lädt
Schülerinnen und Schüler ab Klasse 7 aller
Schulformen ein, aktuelle Wirtschaftsthemen
eigenständig zu erforschen. Ziel ist es,
ökonomische Zusammenhänge zu erkennen
und im Team verständliche, kritische
und kreative Beiträge zu erarbeiten –
im Unterricht oder in Projektarbeit.

Zielgruppe:

Schülerinnen und Schüler der
Sekundarstufen I und II aller Schulformen
(Gruppen von drei bis zehn Teilnehmenden)

Die Beiträge werden separat bewertet
und die Preise doppelt vergeben.

Einsendeschluss:

26. Februar 2027

Preisverleihung:

23. Juni 2027 in Köln

Eine Initiative der



Flossbach von Storch
STIFTUNG

Didaktikpartner



Schirmherrschaft



Bundesministerium
der Finanzen

In Kooperation mit

ZEIT FÜR DIE SCHULE

„Wirtschaft betrifft einfach unsere ganze Welt
und jeden Teil unseres Lebens. Für mich ist es wichtig,
diese Zusammenhänge zu verstehen,
um die Probleme von heute zu begreifen und später
im Leben die richtigen Entscheidungen zu treffen.“

Hanna

Schülerin, Sek I, Platz 5,
Lichtenstern-Gymnasium Sachsenheim



„Nur wer informiert ist,
ist resistent gegenüber Missinformation
und populistischer Propaganda“.

Kilian

Schüler, Sek II, Ehrenpreis,
Staatliche Fachoberschule und Berufshochschule Ingolstadt



Von **Schrittzählern** und **Nachhaltigkeitsuhren**



Fitness-Tracker haben gezeigt, wie stark Daten den Blick auf das eigene Verhalten ändern können. Wer seine Schritte zählt, bewegt sich oft bewusster. Ähnlich ist es mit ESG-Daten. Gerade jetzt, wo es leiser um das Thema geworden ist, zählen wir weiter mit.

von Theresa Eyerund

Der große Durchbruch der Schrittzähler lag lange vor dem Zeitalter der Smartwatches und Pulsuhren. In den 1960er-Jahren – anlässlich der Olympischen Spiele in Tokio – verkaufte eine japanische Firma den ersten kommerziellen Schrittzähler namens Manpo-kei. Der Name bedeutet so viel wie „10.000-Schritte-Zähler“ und das Schriftzeichen erinnert an eine laufende Figur. Was heute kaum noch einer weiß: Die 10.000 war eine einprägsame Marketing-Idee, kein wissenschaftlich festgelegter Richtwert. Sie setzte sich durch, weil sie etwas Diffuses („ich sollte mich mehr bewegen“) in etwas Beobachtbares übersetzte.

Das Beispiel zeigt: Viele Menschen möchten sich mehr bewegen. Aber Wissen und Wollen reichen für die konkrete Umsetzung in der Praxis oft nicht aus. Ähnlich verhält es sich mit Nachhaltigkeitsabsichten: Unternehmen können Leitbilder formulieren, Werte betonen und auf Panels von „Transformation“, „Verantwortung“ und „Zukunftsfähigkeit“ sprechen. Aber erst wenn regelmäßig Daten erhoben werden, zeigt sich, wo Bewegung stattfindet und wo man nur bequem im Sessel sitzt.



VOM BAUCHGEFÜHL ZUR DATENLAGE

Fitnesstracker haben für viele Menschen in den ersten Wochen nach der Anschaffung einen stark motivierenden Effekt. Ist das Schrittziel noch nicht erreicht, der Ring noch nicht geschlossen, die Prozentzahl nicht bei 100, wird noch eine Runde um den Block gedreht oder es werden noch ein paar Stufen erklommen. Nicht selten liegt in diesem Eifer der Versuch, das eigene Selbstbild wiederherzustellen: Man dachte, man sei eigentlich ganz schön aktiv. Der Blick auf den Tracker zeigt aber, dass damit vielleicht gerade einmal 3.000 Schritte zusammenkommen. Nicht schlecht, aber eben weit entfernt von 10.000. Um die Dissonanz zwischen Selbstbild und Bildschirmzahl zu reduzieren, werden mehr alltägliche Bewegungen eingebaut oder es wird sogar bewusst Sport gemacht.

Ebenso wie sich die wenigsten Menschen für faul halten, denken wohl auch die wenigsten Organisationen, dass sie unmoralisch, schmutzig oder sogar ausbeuterisch arbeiten. Schon aus ökonomischen Gründen – so das Selbstbild – bemühe man sich um Nachhaltigkeit. Die Erfassung von Nachhaltigkeitsdaten – freiwillig oder verpflichtend – bestätigte bei den einen Unternehmen dieses Selbstbild. Bei anderen kommen stattdessen unbequeme Wahrheiten ans Licht.

Doch unabhängig davon, was die Daten bestätigen oder widerlegen: Fernab aller moralischen Wertungen macht das Zählen von Schritten oder die Erhebung von ESG-Daten blinde Flecken sichtbar, die das bloße Bauchgefühl übersieht.

VOM REDEN ZUM BEWEGEN

Die ersten erfassten ESG-Daten waren oft noch grobe Schätzungen, auf einige Standorte beschränkt und alles andere als vergleichbar. Doch das Interesse an diesen Daten war – getragen von der öffentlichen Aufmerksamkeit für das Thema und von regulatorischen Vorstößen – äußerst groß. Es gab Panels, schön gestaltete Berichte und eigens abgestellte Investor-Relations-Mitarbeiter, die bereitwillig in den Nachhaltigkeitsdialog gingen. Insbesondere in den vergangenen Jahren wurde es jedoch deutlich ruhiger um das Thema.

Im anfänglichen Fitness-Tracker-Hype tauschte man sich ebenfalls viel aus: Schrittzahlen wurden verglichen oder ungefragt die Tiefschlafstunden der vergangenen Nacht verkündet. Obwohl die Tracker mittlerweile viel komplexer, granularer und besser geworden sind und nicht mehr nur grobe Schritte, sondern Stresslevel, Herzfrequenz und Sauerstoffsättigung anzeigen – nehmen diese Werte immer weniger Raum in Gesprächen ein. Das Interesse kann mit der Gewöhnung an das Neue nachlassen.

Daraus abzuleiten, die Messung sei unnötig, wäre aber grundlegend falsch. Stattdessen wird sie zur Routine: Sie läuft mit, misst, ordnet ein. So wie jeder Smartwatch-Träger mit der Zeit erkennt, welche Werte für ihn zählen – bei dem einen der Ruhepuls, bei dem anderen die Schlafqualität –, so sind auch für Unternehmen und Investoren jeweils andere Kennzahlen relevant.

GEDÄCHTNIS STATT GEWISSEN

Dass es leiser um das ESG-Thema geworden ist, lässt sich leicht als Bedeutungsverlust missverstehen. Andere Themen drängen nach vorn: in der Unternehmens- und Investorenwelt sind es geopolitische Risiken, Energiepreise und allem voran die Künstliche Intelligenz. In der Welt der Fitness-Influencer geht es jetzt um Proteine und Supplements. ESG und Schritte stehen nicht mehr jeden Morgen mit blinkender Benachrichtigung auf dem Display. In der neuerlichen Ruhe kann aber auch eine Chance liegen, zumindest wenn Routinen etabliert werden. ESG-Daten sind kein Schrittzähler für das Gewissen einer Organisation, sondern ein Gedächtnis. Sie sind wichtig, weil Messung den Blick verändert: Sie zeigen, ob Fortschritt stattfindet. Sie machen sichtbar, ob Maßnahmen wirken. Und sie helfen, Prioritäten zu setzen, wenn nicht alles gleichzeitig geht.

Das heißt nicht, dass jede ESG-Kennzahl gleichermaßen sinnvoll ist. Wie bei Smartwatches gibt es auch hier Daten, die mehr Präzision vortäuschen, als sie liefern können. Ein Schlafscore von 83 macht noch keinen ausgeruhten Menschen. Ein einzelnes Rating macht noch kein nachhaltiges Unternehmen. Daten können falsch interpretiert, übergewichtet

oder hübsch arrangiert werden. Manchmal messen sie eher das Verfügbare anstatt das Wichtige.

Aber das ist kein Argument gegen Datenerhebung. Es ist ein Argument für bessere Datenerhebung, bessere Einordnung und mehr Demut im Umgang mit Kennzahlen. Nicht jeder Pulsanstieg ist gleich Vorhofflimmern. Nicht jeder schlechte Tageswert ist ein Drama. Nicht jede Kennzahl erzählt allein die ganze Geschichte. Aber wer dauerhaft nicht misst, merkt womöglich zu spät, dass etwas aus dem Takt geraten ist. Genau deshalb ist es für uns als langfristigen Investor wichtig, den Puls der Portfolio-Unternehmen weiter zu fühlen. Dabei geht es darum, frühzeitig Risiken zu erkennen, nicht darum, sie moralisch zu bewerten.

WIR ZÄHLEN WEITER MIT

Die 10.000 Schritte waren nie ein wissenschaftlich exakter Wert, sondern eine gemeinsame Verabredung. Ihre Kraft lag nicht in der Präzision der Zahl, sondern darin, dass sie Orientierung gab, Bewegung sichtbar machte und viele Menschen dazu brachte, überhaupt loszugehen. Auch bei ESG geht es am Ende weniger um die eine perfekte Kennzahl, die ein Unternehmen abschließend als gut oder schlecht einordnet. Es geht darum, Entwicklungen über die Zeit zu erkennen, Abweichungen zu verstehen und dort nachzufragen, wo Selbstbild und Datenlage nicht zusammenpassen. Ein paar Cheat-Days kann man verkraften, aber dauerhafter Bewegungsmangel kann langfristige gesundheitliche Konsequenzen haben.

Deshalb schauen wir weiter auf die ESG-Displays unserer Portfoliounternehmen – auch wenn sie seltener vorgezeigt werden und am Kaffeetisch andere Themen dominieren. Wir beobachten, ob sich etwas bewegt, ob Maßnahmen wirken und ob aus angekündigten Zielen tatsächlich zurückgelegte Strecke wird. Denn eine Uhr verändert noch kein Verhalten und eine Kennzahl noch kein Unternehmen. Aber beide machen sichtbar, wenn man stehen bleibt. ♦

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

Unabhängig davon,
was die Daten bestätigen
oder widerlegen:
Fernab aller moralischen
Wertungen macht
das Zählen von Schritten
oder die Erhebung
von ESG-Daten blinde
Flecken sichtbar,
die das bloße Bauchgefühl
übersieht.

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.

European Long-Term Investment Funds (ELTIFs) – Fonds, die in Private Equity, private Kredite, Infrastrukturprojekte oder Unternehmen investieren können, die nicht an der Börse notiert sind.

Hochzinsanleihen (High-Yield-Bonds) – Anleihen mit hohen laufenden Renditen, in der Regel von Emittenten, deren Bonität schwächer ist.

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

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

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

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Markus Taubeneck, Illustration (Cover, S. 2); © Marc Comes, CHB-P (S. 3); © Lucia Kindernayova, Getty Images (S. 5 oben); © Jan Brueghel (II), Satire of Tulipmania, c. 1640, Frans Hals Museum, Haarlem (S. 5 mittig); © mihtiander, Getty Images (S. 5 unten); © Lucia Kindernayova (S. 6); © Iigora, Getty Images (S. 10); © Jinhe Li (S. 13); © Markus Taubeneck, Illustration, KI ChatGPT (S. 16–19); © Carolin Euskirchen, Illustration (S. 20, 22, 25); © Markus Taubeneck, Illustration (S. 28–37); © PeopleImages, Getty Images (S. 38); © Jan Brueghel (II), Satire of Tulipmania, c. 1640, Frans Hals Museum, Haarlem, purchased with the support of the Rembrandt Society (S. 42, 44); © Cavan Images, Frank Schemmann (S. 46–49); © Marc Comes, CHB-P (S. 50–53); © Nastco, Getty Images (S. 54, 57); © Jack Sooksan, Getty Images (S. 58); © Anna Bliokh, Getty Images (S. 64); © Hakase_, Getty Images (S. 68); © doodlemachine, Getty Images (S. 72, 78, 80, 82); © Otmar Issing, privat (S. 84); © Kayra Sercan, unsplash (S. 88–89); © Lana Isabella, Getty Images, Bearbeitung: Heller & C (S. 90); © Astrid Piethan (S. 93); © mihtiander, Getty Images (S. 94) © Marc Comes, CHB-P (Rückseite)

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Publikation dient unter anderem als Werbemitteilung.

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.

© 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, 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

Redaktionsschluss: 13. August 2026

DE 112 0826 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, Jens Hagen, Simon Jäger,
Dörte Jochims, Marius Kleinheyer, Carina Kontio,
Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Dr. Ulrich Möhrle,
Christian Panster, Prof. Dr. Gunther Schnabl,
Tim Schort, Kurt von Storch, Norbert Tofall

Design: Markus Taubeneck und Heller & C

Druck: TheissenKopp GmbH

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

Konsequent unabhängig



Flossbach von Storch