



Flossbach von Storch

RÜCKBLICK

Nachdem das zweite Quartal des Jahres noch mit einem von der US-Regierung ausgelösten Zoll-Tsunami gestartet war, sind die Sorgen rund um einen möglichen Handelskrieg spätestens zu Beginn des dritten Quartals spürbar abgeebbt. Vereinbarungen mit wesentlichen Handelspartnern wie der Europäischen Union und Japan illustrieren, dass zumindest Trumps Kontrahenten aus den Erfahrungen der 1930er Jahre gelernt haben. In Reaktion auf den „Smoot-Hawley-Tariff-Act“ der US-Regierung überzogen sich die großen Handelspartner damals mit Vergeltungszöllen, die sich bis zum Kollaps des Welthandels und zur Weltwirtschaftskrise hochschaukelten.

Für eine vollständige Entwarnung ist es allerdings zu früh – dafür bieten Zölle als Stil- und Politikmittel Trump zu viele Möglichkeiten, seine auf Drohungen basierende, transaktionale Außen- und Wirtschaftspolitik mit Nachdruck zu versehen. Gegen Ende des dritten Quartals drohte Trump, Arzneimittelimporte in die USA ab dem 1. Oktober mit einem Zollsatz in Höhe von 100 Prozent zu belegen. Allerdings war diese Drohung an Nebenbedingungen wie Investitionszusagen geknüpft. Die Pharmazölle folgten dem üblichen Drehbuch: Nach maximaler Drohung wurde kurz vor Toresschluss am 30. September ein „Deal“ mit dem US-Pharmakonzern Pfizer verkündet: Pfizer sicherte zu, in den USA zu investieren und Medikamente über eine Plattform (mit dem fantasievollen Namen „TrumpRx.gov“) für Konsumenten mit deutlichen Abschlägen zum Listenpreis zugänglich zu machen. Was wie eine schlechte Nachricht für „Big Pharma“ klingt, ist in einem komplizierten US-Pharmamarkt, in dem Akteure wie „Pharmacy Benefit Manager“ immer mitverdienen, ein zahnloser Tiger. Denn auch heute schon werden je nach

Versicherung Medikamente mit Abschlägen von bis zu 80 Prozent zum damit nur theoretischen Listenpreis abgesetzt. Insofern kam die sehr positive Aktienkursreaktion der Pharma-Unternehmen auch nicht überraschend. Was bleibt, ist allerdings der Eindruck eines willkürlich agierenden US-Präsidenten, der Unternehmen und Staaten für „Fehlverhalten“ bestrafen und für gefälliges Verhalten belohnen kann.

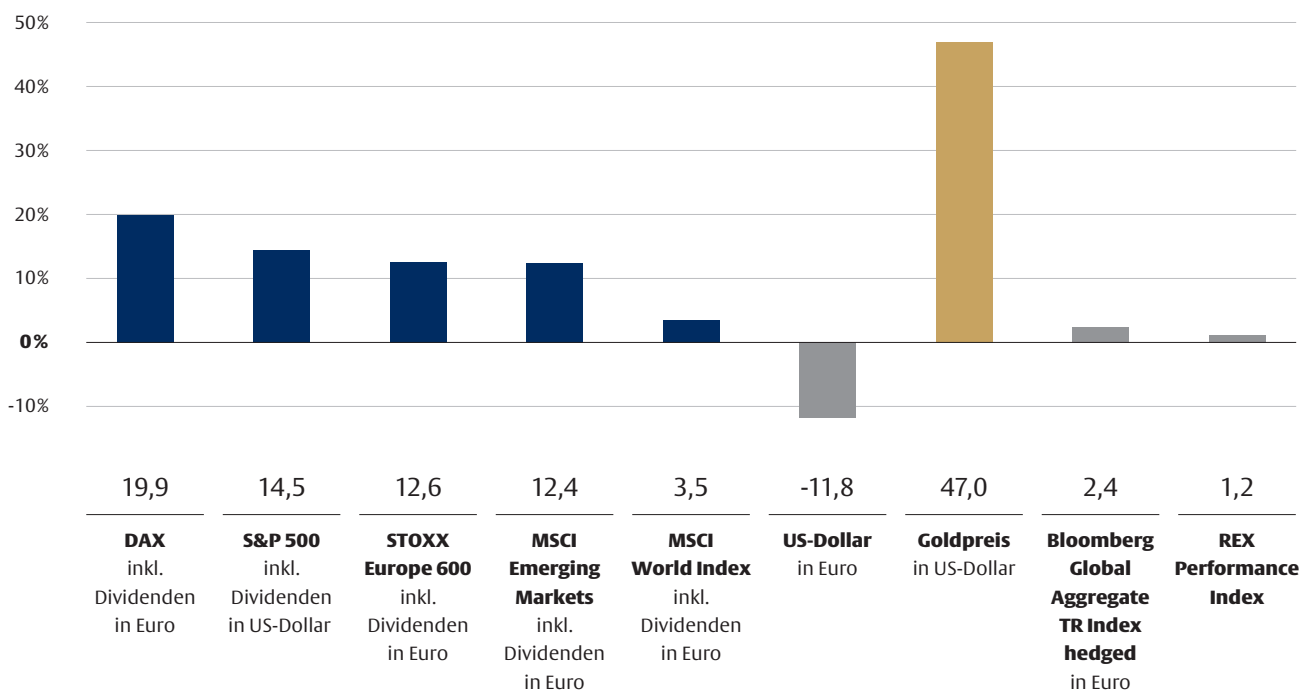
Zuckerbrot und Peitsche erfahren nicht nur die Handelspartner der USA. Auch der anhaltende Disput mit der US-Notenbank fand mit der sofortigen Entlassung der Fed-Gouverneurin Lisa Cook vorläufig einen neuen Höhepunkt. Nie zuvor hatte ein US-Präsident ein Mitglied des Notenbankdirektoriums entlassen. Der Oberste Gerichtshof der USA hat die Anordnung Trumps zwar vorerst gestoppt; die Sorgen um die Unabhängigkeit der US-Notenbank hat das aber nicht vollständig beseitigt – was sich nicht zuletzt an der Entwicklung des Goldpreises ablesen lassen dürfte.

Wie groß der Unterschied zwischen politischer Sphäre, gesamtwirtschaftlicher Entwicklung und der Lage der Unternehmen manchmal ist, zeigte das dritte Quartal aber ebenso. Die Kapitalmärkte konnten die negativen Schlagzeilen abschütteln – was angesichts einer positiven Berichtssaison auch fundamental untermauert ist. So haben die US-Unternehmen für das zweite Quartal 2025 rund zwölf Prozent Gewinnwachstum gegenüber dem Vorjahreszeitraum vermeldet. In Verbindung mit einem anhaltend positiven Sentiment rund um das Thema Künstliche Intelligenz (KI) markierte der US-Aktienindex S&P 500 im zurückliegenden Quartal neue Allzeithöchststände und schloss erstmals über der Marke von 6.600 Indexpunkten. Seit Jahresbeginn steht für den US-Aktienmarkt damit ein Plus von 14,5 Prozent in US-Dollar zu Buche (vgl. Grafik 1).

Aus Sicht eines Euro-Investors relativierte sich die US-Aktienperformance angesichts eines bislang historisch schwachen Jahres für den US-Dollar. So konnte der globale Aktienindex MSCI World, der zu rund 70 Prozent aus US-Unternehmen besteht, in den ersten neun Monaten des Jahres in Euro gerechnet lediglich um 3,5 Prozent zulegen. Deutlich besser schnitt Gold ab, die Währung der letzten Instanz. In Euro verzeichnete das Edelmetall ein Plus von 29,7 Prozent, in US-Dollar von 47,0 Prozent. Gold dürfte dabei unverändert von Trends wie einer anhaltenden Dedollarisierung in Währungsräumen, die die USA als politischen Kontrahenten wahrnehmen, profitiert haben.

Grafik 1

Kapitalmarktentwicklung 1. Januar bis 30. September 2025



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

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

AUSBLICK

Billionendefizite am Fließband

Als am 30. September 2025 das US-Fiskaljahr zu Ende gegangen ist, war der Nachrichtenwert des aufgelaufenen Haushaltsdefizits in gewisser Hinsicht begrenzt. Vorläufige Schätzungen des „Congressional Budget Office“ gehen davon aus, dass das Defizit der US-Regierung in den vergangenen zwölf Monaten bei fast zwei Billionen US-Dollar gelegen haben dürfte. Eine Summe, die der jährlichen Wirtschaftsleistung Spaniens entspricht – der, gemessen am erwarteten Bruttoinlandsprodukt (BIP) dieses Jahres, immerhin zwölftgrößten Volkswirtschaft der Welt.

Der Gewöhnungsprozess an hohe Haushaltsdefizite und gigantische Staatsschulden ist über die vergangenen Jahre relativ weit fortgeschritten. Im Fall der USA reißt das Haushaltsdefizit die Billionenmarke bereits das sechste Fiskaljahr in Folge. Insgesamt haben die Vereinigten Staaten in diesem Zeitraum mehr als 12.000 Milliarden US-Dollar an neuen Schulden angehäuft. Der Gesamtschuldenberg der US-Regierung beläuft sich mittlerweile sogar auf rund 37.500 Milliarden US-Dollar, wenn man die zwischenstaatlichen Schulden hinzurechnet.

Dass der fiskalische Stimulus für die konjunkturelle Entwicklung der USA nicht irrelevant ist, ließen die jüngsten Arbeitsmarktdaten ahnen. Nach deutlichen Abwärtsrevisionen der neu geschaffenen Stellen

offenbarten sich im vergangenen Quartal erste Bremsspuren bei der US-Beschäftigung. So konnte das „U.S. Bureau of Labor Statistics“ für die Monate Mai bis August lediglich über ein Beschäftigungswachstum von durchschnittlich 27.000 Personen berichten. In den ersten vier Monaten dieses Jahres lag das Beschäftigungswachstum noch bei monatlich mehr als 120.000 Beschäftigten. Eine Teil-erklärung für den Rückgang beim Beschäftigungswachstum lieferte ein verringertes Arbeitskräfteangebot infolge einer restriktiveren US-Einwanderungspolitik. Aber auch bei den gebürtigen US-Amerikanern bildete sich eine zumindest leicht negative Dynamik bei der Arbeitslosenquote heraus. Für den Moment ist das aber kaum mehr als ein mögliches Warnsignal einer sich abkühlenden US-Konjunktur.

Für die US-Notenbank, die nicht nur Inflation bekämpfen, sondern auch für Vollbeschäftigung sorgen soll, waren die schwachen Arbeitsmarktdaten hinreichend, um am 17. September zum ersten Mal im Jahr 2025 die Leitzinsen zu senken. Der effektive Leitzins liegt damit allerdings immer noch oberhalb von vier Prozent – ein Zinsniveau, das auch dem Schuldner USA zunehmend wehtut.

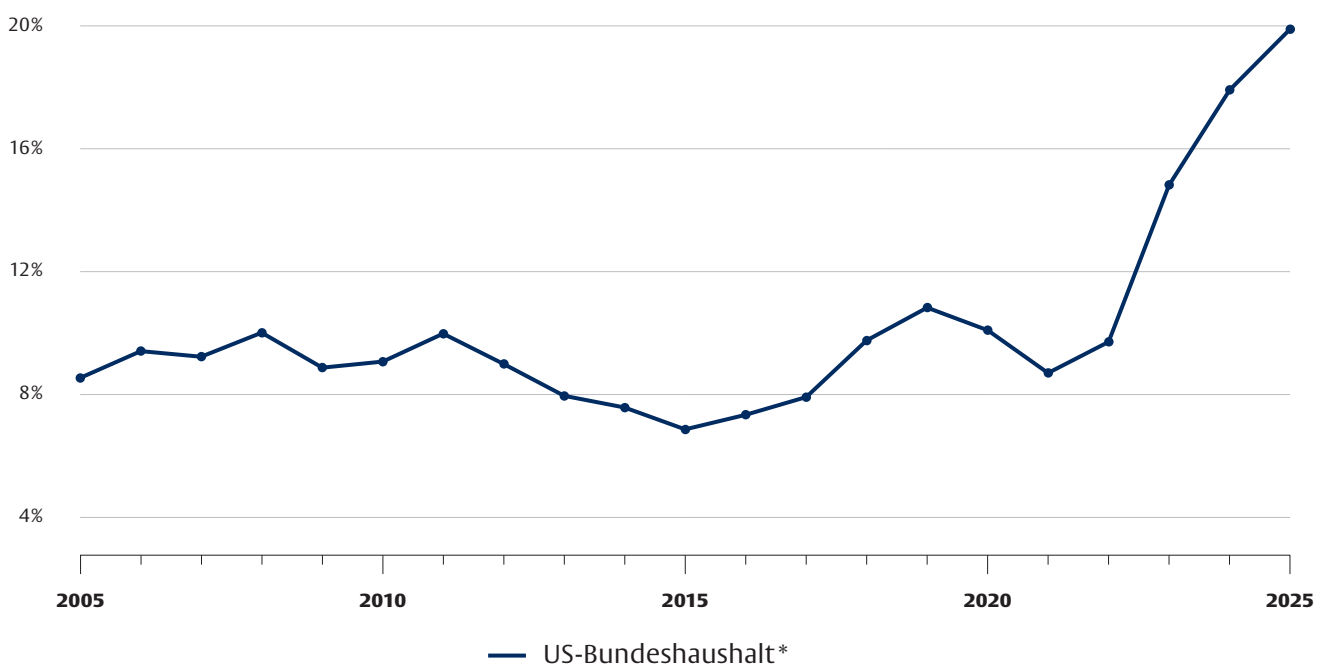
Umgekehrt lässt sich feststellen, dass die mit den hohen Staatsschulden verbundene Zinslast eine spürbare Konsolidierung der Staatsfinanzen weiter erschwert. Auch im Ringen um die jährliche Verabschiedung des US-Haushalts ist erhöhtes

Konfliktpotenzial gegeben – „Shutdowns“ wie der jüngste werden damit auch perspektivisch nicht unwahrscheinlicher.

Allein die Nettozinsausgaben der US-Regierung dürften sich im vergangenen Fiskaljahr auf rund 1.000 Milliarden US-Dollar belaufen haben. Gemessen an den regulären Staatseinnahmen aus Steuern und Abgaben musste die Administration Trump somit rund 20 Prozent ihrer Einnahmen für Zinsausgaben aufwenden (vgl. Grafik 2). Damit überstiegen die Zinskosten zuletzt die Aufwendungen für den weltweit mächtigsten Militärapparat. Allerdings sind ausufernde Staatsschulden mit Staatsschuldenquoten jenseits von 100 Prozent des BIP kein reines US-Phänomen.

Grafik 2

Hohe Zinslast engt den Spielraum der US-Regierung ein Nettozinsausgaben im Verhältnis zu den Staatseinnahmen



* Angaben jeweils für das Fiskaljahr, das im September endet; für das Jahr 2025 wurden nur Daten bis August 2025 berücksichtigt

Quelle: LSEG Datastream, U.S. Bureau of the Fiscal Service, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

Vom Kern in die Peripherie

Am 9. September 2025, um 08:54 Uhr, ereignete sich Historisches in der Geschichte der Eurozone. Kurz vor Beginn des Börsenhandels auf dem europäischen Festland notierten zehnjährige französische Staatsanleihen bei einer Rendite von 3,48 Prozent und damit marginal höher als ihre italienischen Pendants. Seit Einführung der Gemeinschaftswährung 1999 ist es noch nie vorgekommen, dass der französische Staat höhere Zinsen an seine Gläubiger zahlen musste als der italienische (vgl. Grafik 3).

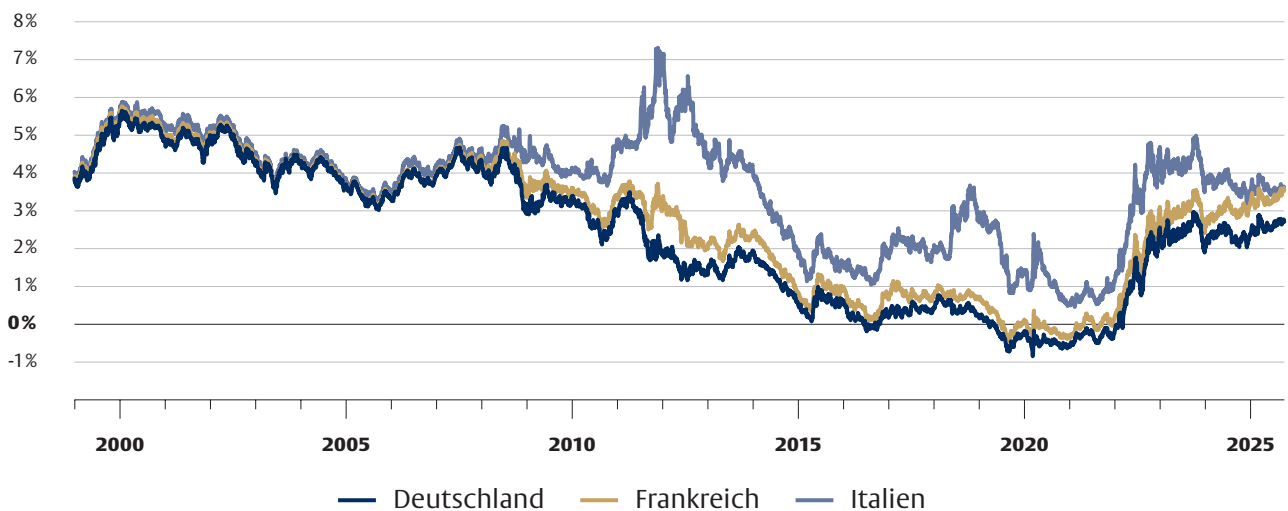
Wie konnte es so weit kommen, dass das Kernland Frankreich renditeseitig einen ehemaligen Vertreter der Euro-Peripherie überholt? Der französische Premierminister François Bayrou versuchte immerhin noch, einen Sparkurs zur Konsolidierung der französischen Staatsfinanzen durchzusetzen. Er knüpfte sein Vorhaben am 8. September 2025 allerdings an eine Vertrauensfrage und ist erwartungsgemäß kurz darauf aus dem Amt geschieden. Auch Bayrous Nachfolger sollte kein glückliches Händchen beweisen: Sébastien Lecornu erklärte am 6. Oktober bereits wieder seinen Rücktritt vom Amt des Premierministers – nur wenige Stunden nach der Vorstellung seines Kabinetts. Damit steht Frankreich weiter vor ungelösten fiskalischen Herausforderungen. Die Staatsschuldenquote wird Ende des Jahres bei mittlerweile 116 Prozent des BIP erwartet. Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) könnte sie in den kommenden fünf Jahren weiter klettern, auf dann 128 Prozent des BIP. Gleichzeitig schwächt sich der zinsseitige Rückenwind der Null- und Negativzinsjahre immer weiter ab.

Zwischen 2025 und 2030 erwartet der IWF einen Anstieg der Nettozinskosten des französischen Gesamtstaats von 2,1 auf 3,4 Prozent des BIP. Eine besorgniserregende Dynamik.

Diese Entwicklungen sind den Kapitalmärkten nicht verborgen geblieben. Vor der Finanz- beziehungsweise Eurokrise gab es keine relevante Risikodifferenzierung zwischen den Euro-Staatsanleihen. Das änderte sich mit dem Ausbruch der Eurokrise, der Pleite Griechenlands, den Sorgen um das spanische Bankensystem und um die Zahlungsfähigkeit des italienischen Staats. Beendet wurde die Krise durch das Machtwort des damaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi, man werde die Gemeinschaftswährung verteidigen – „whatever it takes“. In der Folge reduzierten sich die Risikoaufschläge, kehrten aber nie auf die Konvergenzniveaus der ersten Euro-Jahre zurück. Der Risikoaufschlag Italiens zu Frankreich blieb jedoch deutlich höher als der zwischen französischen Staats- und deutschen Bundesanleihen (vgl. Grafik 4).

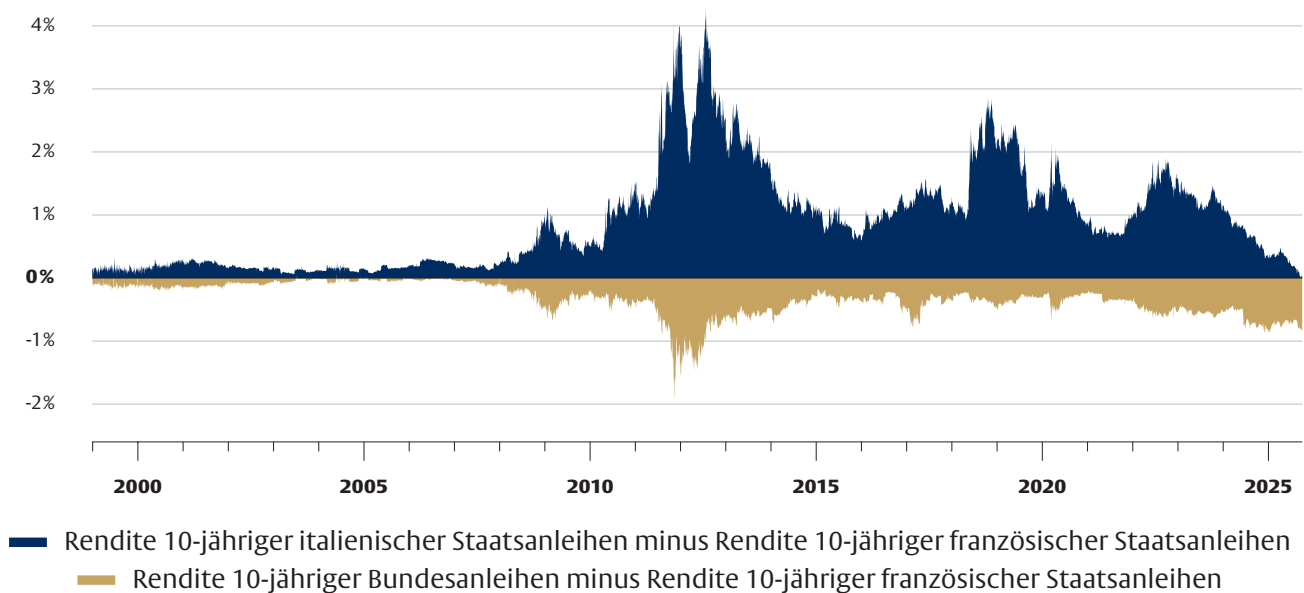
Grafik 3

Vom Kern in die Peripherie Rendite 10-jähriger Euro-Staatsanleihen



Grafik 4

Renditedifferenz 10-jähriger französischer Staatsanleihen gegenüber ihren deutschen und italienischen Pendants



Quellen: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

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

Mittlerweile ist der Renditeabstand zwischen Frankreich und Deutschland mit 0,9 Prozentpunkten immerhin halb so hoch wie zu Zeiten der Eurokrise 2011, während er zwischen Italien und Frankreich auf null zusammengelaufen ist.

Vorboten einer neuen Eurokrise?

Dass die Eurozone angeborene Konstruktionsfehler hat, ist bekannt. Wesentlich ist das Fehlen einer gemeinsamen Steuer- und Ausgabenpolitik. Dadurch drohen immer wieder Verwerfungen, wenn einzelne Mitgliedstaaten aus der Reihe tanzen. Dabei sind die Erinnerungen an die griechische Staatsschuldenkrise gerade einmal rund zehn Jahre alt. Seinerzeit wurde das dritte Hilfspaket für den wackelnden Eurostaat beschlossen.

Eine ganz neue Dimension hätte eine Eurokrise aber, wenn eines der Schwergewichte im Euroraum die Kontrolle über seine Staatsfinanzen verlieren würde. Von diesem Punkt dürften wir glücklicherweise weit entfernt sein. Bemerkenswert ist die Situation des französischen Staatshaushalts und die daraus resultierende Regierungskrise dennoch. Frankreich

gilt schon lange als kaum reformierbar. Die Gelbwestenbewegung steht sinnbildlich für den Widerstandswillen der „Straße“ gegen Reformbemühungen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) zeigt sich von diesen Entwicklungen gleichwohl noch unbeeindruckt. Auch EZB-Ratsmitglied Isabel Schnabel erläuterte jüngst, dass eine schwierige Haushaltslage in Frankreich nicht völlig neu sei und die Neubewertungen am Anleihemarkt lediglich signalisierten, dass die Finanzmärkte so funktionierten, wie sie sollten. Wohlwissend, dass die EZB mit dem „Transmission Protection Instrument“ (TPI) ein mächtiges Instrument an der Hand hat, mit dem sie bei Marktturbulenzen theoretisch in unbegrenztem Umfang Staatsanleihen einzelner Eurostaaten aufkaufen könnte.

Chancen und Risiken

Wenn steigende Risikoaufschläge für französische Anleihen keine Vorboten für eine neue Eurokrise sind, stellt sich die Frage, wann Anleger von steigenden Staatsanleiherenditen profitieren könnten.

Die EZB zeigt sich bislang unbeeindruckt
von den jüngsten Entwicklungen um den französischen
Staatshaushalt – wohlwissend, dass sie mächtige
geldpolitische Instrumente besitzt.

Hier gilt es, kurzfristige und langfristige Risiken, das Thema der Reflexivität und letztlich spieltheoretische Überlegungen zusammenzubringen.

Kurzfristige Risiken für einen ungeordneten Zahlungsausfall bei Staatsanleihen erwachsen absurderweise aus der Unabhängigkeit der Notenbanken. Dieses Risiko wird in den USA allerdings durch Trump „adressiert“, in der Eurozone durch immer mehr institutionelle Risikovorsorge. Das TPI als rechtlicher Vorbau, um in beliebiger Höhe Staatsanleihen kaufen zu können, existiert seit 2022. Vorher wurde der Euro von der EZB nicht nur mit Wertpapierkaufprogrammen (OMT, PEPP, PSPP und SMP) verteidigt. Wichtiger waren und bleiben die bis heute gültigen Worte, dass die EZB den Euro um jeden Preis verteidigen werde, die Mario Draghi am 26. Juli 2012 in London gesprochen hat. Zu weit steigende Renditen führen letztlich zur selbstbremsenden *Reflexivität* einer mit Worten oder Anleihekäufen intervenierenden Notenbank. Aus inhärenter Instabilität folgt somit Stabilität.

Daraus ergeben sich allerdings *langfristige Risiken*, die deutlich subtiler sind. Und die für Anleger eine höhere Relevanz genießen sollten, auch wenn sie

kaum mit Stress an den Kapitalmärkten verbunden sind. Hoch verschuldete Staaten sind auf positive Inflationsraten (die die nominale Wirtschaftsleistung erhöhen) und möglichst tiefe, im besten Fall negative Realzinsen angewiesen. Für Anleger bedeuten Nominalzinsen unterhalb der Inflationsrate einen schleichenden Kaufkraftverlust, weshalb gerade bei Anleiheinvestments Flexibilität notwendig ist.

Anleger können sich die weitgehende Abwesenheit kurzfristiger Risiken und das Damoklesschwert des langfristigen Risikos zunutze machen. Im Spannungsfeld hoch verschuldeter Staaten und eingeschränkt unabhängiger Notenbanken gelten *spieltheoretische Überlegungen*: Wie weit dürfen Staatsanleiherenditen steigen, wie deutlich dürfen sich Renditedifferenzen in der Eurozone ausweiten? Wir sind unseres Erachtens von Reflexivitätspunkten in der Eurozone noch ein gutes Stück entfernt. Der „Lagarde-Put“ behält aber seine Gültigkeit und könnte in Stresssituationen Möglichkeiten bieten, Anleiheinvestments auf- oder auszubauen. Für defensivere Anleger bieten normale Zinsstrukturkurven und angemessene Renditeniveaus bereits heute eine laufende Ertragserwartung, mit denen sich realer Kaufkrafterhalt anstreben lässt.

Im Spannungsfeld hoch verschuldeter Staaten
und eingeschränkt unabhängiger Notenbanken sind positive Inflationsraten
explizit erwünscht und lassen Anleger mit dem langfristigen Risiko
eines schleichenden Kaufkraftverlusts zurück.

Die Welt wird immer älter

Die Entwicklungen rund um den französischen Staatshaushalt spiegeln zuallererst das globale Phänomen hoher Staatsschulden wider. Während Frankreichs Staatsschulden bei etwa 3.400 Milliarden Euro liegen, erhöht die US-Regierung ihren Schuldenberg Jahr für Jahr etwa um die halbe französische Staatsschuld. Das Vereinigte Königreich mit einer Staatsschuldenquote von mehr als 100 Prozent des BIP und Japan mit einer Staatsschuldenquote von über 200 Prozent runden das Gesamtbild ab.

Schwarzmalerei ist trotz gigantischer Schuldenberge dennoch unangebracht. Risiken müssen, wie oben beschrieben, vielmehr auf der Zeitachse betrachtet werden; kurzfristig ist die Insolvenz einer westlichen Industrienation ein kaum vorstellbares Szenario. Vielmehr dürfte die inhärente Instabilität, die durch hohe Staatsschulden erzeugt wird, durch die Interessenidentität von Staatsgläubigern, Rentenbeziehern, Unternehmern oder auch Staatsbediensteten stabilisiert werden. Denn niemand dieser Akteure hat ein Interesse an einer ungeordneten Staatspleite und deren unabsehbaren Folgen. Mittel- bis langfristig spricht daher unverändert viel dafür, dass die Notenbanken die Finanzierung der Staatshaushalte mit tiefen Realzinsen garantieren werden. Der Segen der Marktteilnehmer dürfte den Währungshütern dabei sicher sein.

Was aus Sicht der Staatsfinanzen in den kommenden Jahrzehnten aber erschwerend hinzukommt, sind steigende demografische Lasten – ein Problem, das

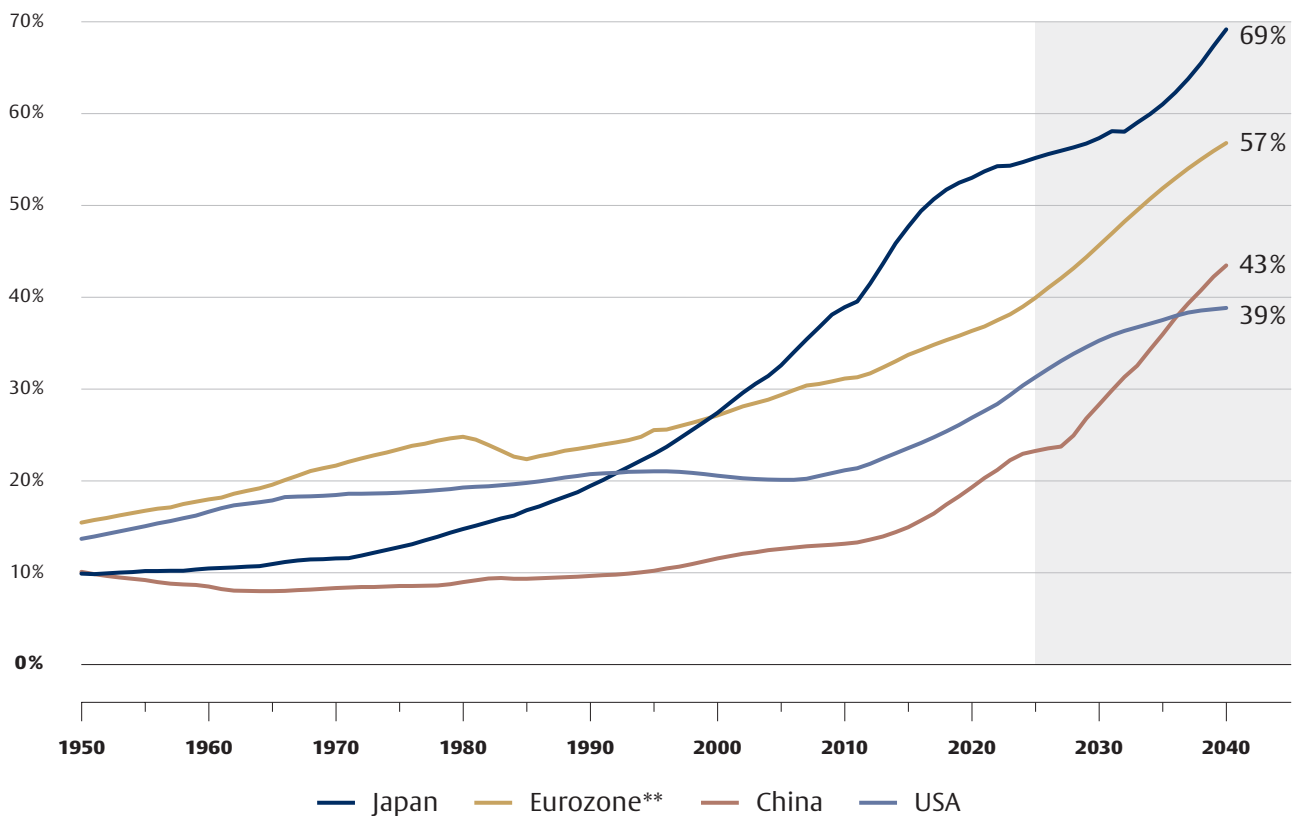
die größten Wirtschaftsräume der Welt gleichermaßen betrifft, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Für die Eurozone gehen Bevölkerungsmodelle der Vereinten Nationen davon aus, dass im Jahr 2040 auf 100 Personen im erwerbsfähigen Alter (20 bis 64 Jahre) 57 Personen kommen, die 65 Jahre und älter sind. Aktuell sind es 40. In der Dynamik umso beeindruckender ist die Entwicklung in China. Dort dürften in 2040 etwa 43 über 65-Jährige auf 100 Personen im erwerbsfähigen Alter kommen (vgl. Grafik 5), derzeit sind es 23. Im Laufe der 2050er-Jahre dürfte das Verhältnis von jungen zu alten Menschen in China sogar schlechter aussehen als in der Eurozone.

Die Demografie wird damit zur tickenden Zeitbombe für die sozialen Sicherungssysteme. Es ist nicht nur die Alterung der Bevölkerung allein, die Kopfzerbrechen bereiten sollte. Zeitgleich sinkt das Bevölkerungswachstum in den Industrieländern unter den „Erhaltungsfaktor“

Grafik 5

Die Welt wird immer älter

Der Altenquotient* zieht rund um den Globus an



* Anzahl der über 65-jährigen im Verhältnis zu den Personen im erwerbsfähigen Alter (20 bis 64 Jahre); Schätzungen ab 2025.

** Betrachtet wurden die vier bevölkerungsreichsten Volkswirtschaften der Eurozone: Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien.

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

Die Demografie wird zur tickenden Zeitbombe
für die sozialen Sicherungssysteme. Ein Problem,
das die westlichen Industrienationen ebenso betrifft wie China.

von 2,1 Kindern pro Frau (vgl. Grafik 6). Die Sozialsysteme sind damit auf qualifizierte Zuwanderung angewiesen, um bei latenter Reformmüdigkeit der Bevölkerung die finanzielle Selbsterhaltung sicherstellen zu können.

Aus anlagestrategischer Sicht ist entscheidend, dass die demografischen Bremsspuren vor allem jene Volkswirtschaften treffen, die im internationalen Vergleich eine hohe Kaufkraft aufweisen. Damit verlieren Unternehmen, die vom Zusammenspiel aus wachsender Bevölkerung und zunehmendem Wohlstand profitiert haben, zumindest partiell an Rückenwind. Diese Belastungen müssen zwar nicht zwangsläufig in einer rückläufigen Geschäftsentwicklung münden, doch werden die betroffenen Unternehmen in Zukunft stärker gefordert sein, ihr Wachstum aus eigener Kraft zu stemmen –

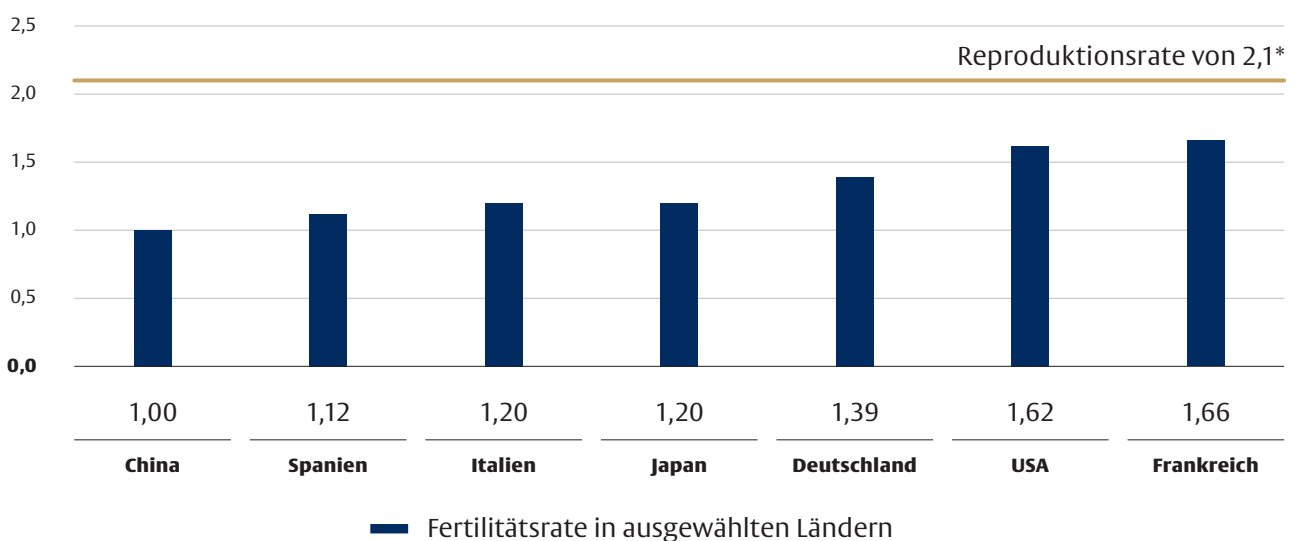
beispielsweise durch eine höhere Innovationsaktivität oder Differenzierung ihrer Produktpaletten.

Daneben richtet sich ein stärkerer Fokus auf eine effiziente Produktion, denn der demografische Wandel übt nicht nur Druck auf den Absatz aus, sondern führt auch zu einem stagnierenden oder gar sinkenden Arbeitskräfteangebot. Effizienzgewinne werden damit zur zentralen Wachstumsquelle. Doch Produktivitätssteigerungen entstehen selten friktionsfrei – sie erfordern harte Arbeit und verlangen mitunter schöpferische Zerstörung, was gerade in einer alternden Bevölkerung auf Widerstand stößt.

Aus diesem Grund richten sich die größten Hoffnungen unserer Zeit auf zwei Buchstaben, die zum Synonym für den nächsten Produktivitätsschub geworden sind: KI.

Grafik 6

Es fehlt an Nachwuchs Fertilitätsrate in ausgewählten Ländern



* Die Reproduktion einer Bevölkerung gilt als gewährleistet, wenn die durchschnittliche Zahl der Kinder, die eine Frau im Laufe ihres Lebens bekommt, bei 2,1 liegt.

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

ANLAGESTRATEGIE

Geschlossene Gesellschaft

Nach Börsenschluss am 9. September sorgte der Software-Konzern Oracle für Erstaunen. Berichtet wurde, dass vertraglich zugesicherte, aber noch nicht realisierte Umsätze („Remaining Performance Obligations“) gegenüber dem Vorjahr um +359 Prozent auf 455 Milliarden US-Dollar gestiegen wären. Sofort begann das Rätselraten, welche Kunden in diesem Umfang Cloud-Kapazitäten bei Oracle nutzen wollen. Für den Aktienkurs war die Fragestellung zweitrangig; angesichts des zukünftigen Umsatzpotentials legte er um rund 36 Prozent zu, womit Oracle über Nacht um 250 Milliarden Dollar wertvoller wurde.

Das Wall Street Journal brachte einen Tag später Licht ins Dunkel und zitierte Insider, die hinter dem erwarteten Umsatzsprung nicht viele, sondern lediglich einen Kunden vermuteten: OpenAI. Erst am 23. September gab es für diese Spekulation dann die offizielle Bestätigung des ChatGPT-Erfinders. Angekündigt wurde, dass OpenAI ab 2027 bis zu 4,5 Gigawatt an Datencenterkapazitäten zum Preis von über 300 Milliarden Dollar bei Oracle beziehen werde.

Das Problem liegt lediglich darin, dass OpenAI dieses Geld nicht hat.

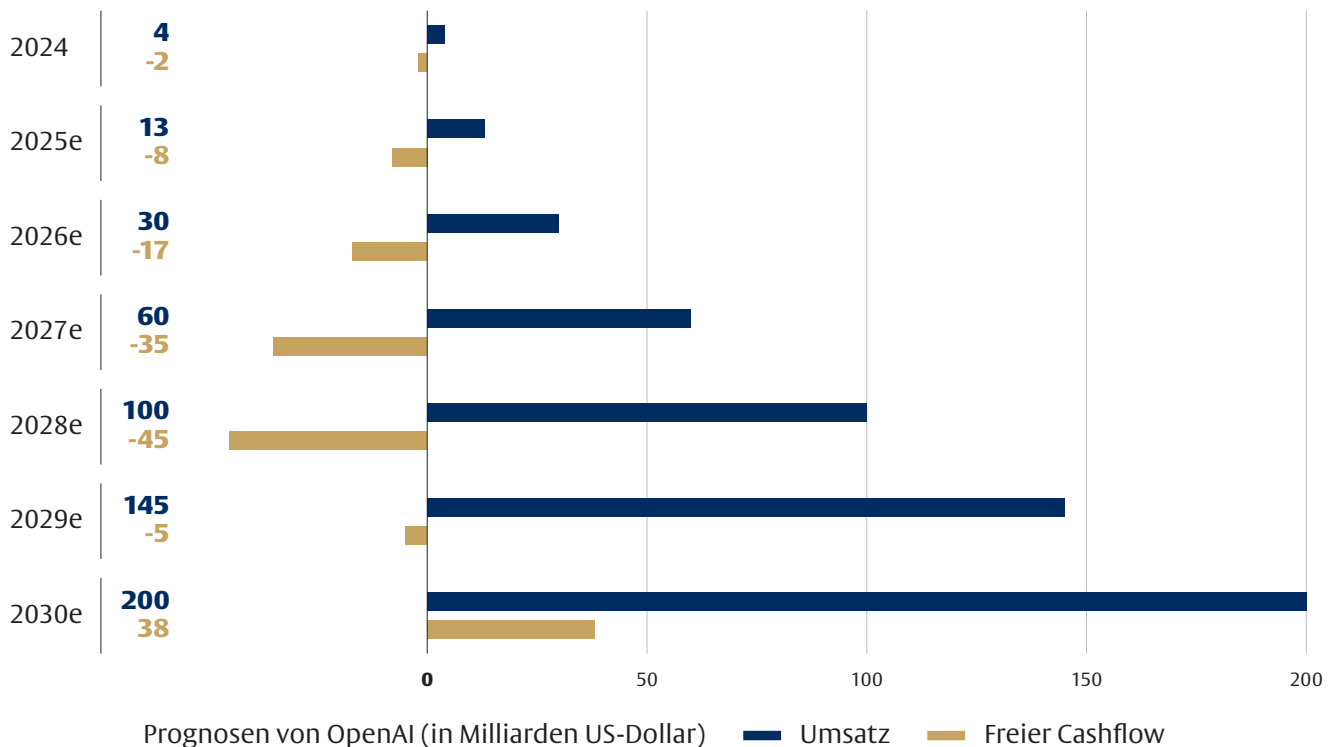
In den unternehmenseigenen Projektionen geht OpenAI zwar davon aus, seinen Umsatz bis 2030 auf 200 Milliarden US-Dollar steigern zu können. Die dafür notwendigen Investitionen sind allerdings so

hoch, dass OpenAI auch bis einschließlich 2029 Cash „verbrennen“ dürfte. Das Unternehmen plant mit einem negativen „freien Cashflow“ von in Summe rund 100 Milliarden Dollar ([vgl. Grafik 7 auf der folgenden Seite](#)). Dieses Geld muss sich das Unternehmen am Kapitalmarkt besorgen – entweder durch eine Kapitalerhöhung mit der Ausgabe neuer Aktien oder durch die Aufnahme von Schulden. Insofern sorgte die Ankündigung des Oracle-Deals für Fragezeichen, bis OpenAI einen besonderen „weißen Ritter“ aus dem Hut zaubern konnte: Nvidia.

Nvidia, bislang wahrscheinlich der größte Profiteur der KI-Euphorie, kündigte am 22. September eine „strategische Partnerschaft“ mit OpenAI an. Der Chip-Hersteller möchte über die kommenden Jahre bis zu 100 Milliarden US-Dollar in OpenAI investieren.

Grafik 7

Große Vorschusslorbeeren „Cash Crunch“ am Beispiel OpenAI



Quelle: OpenAI, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

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.

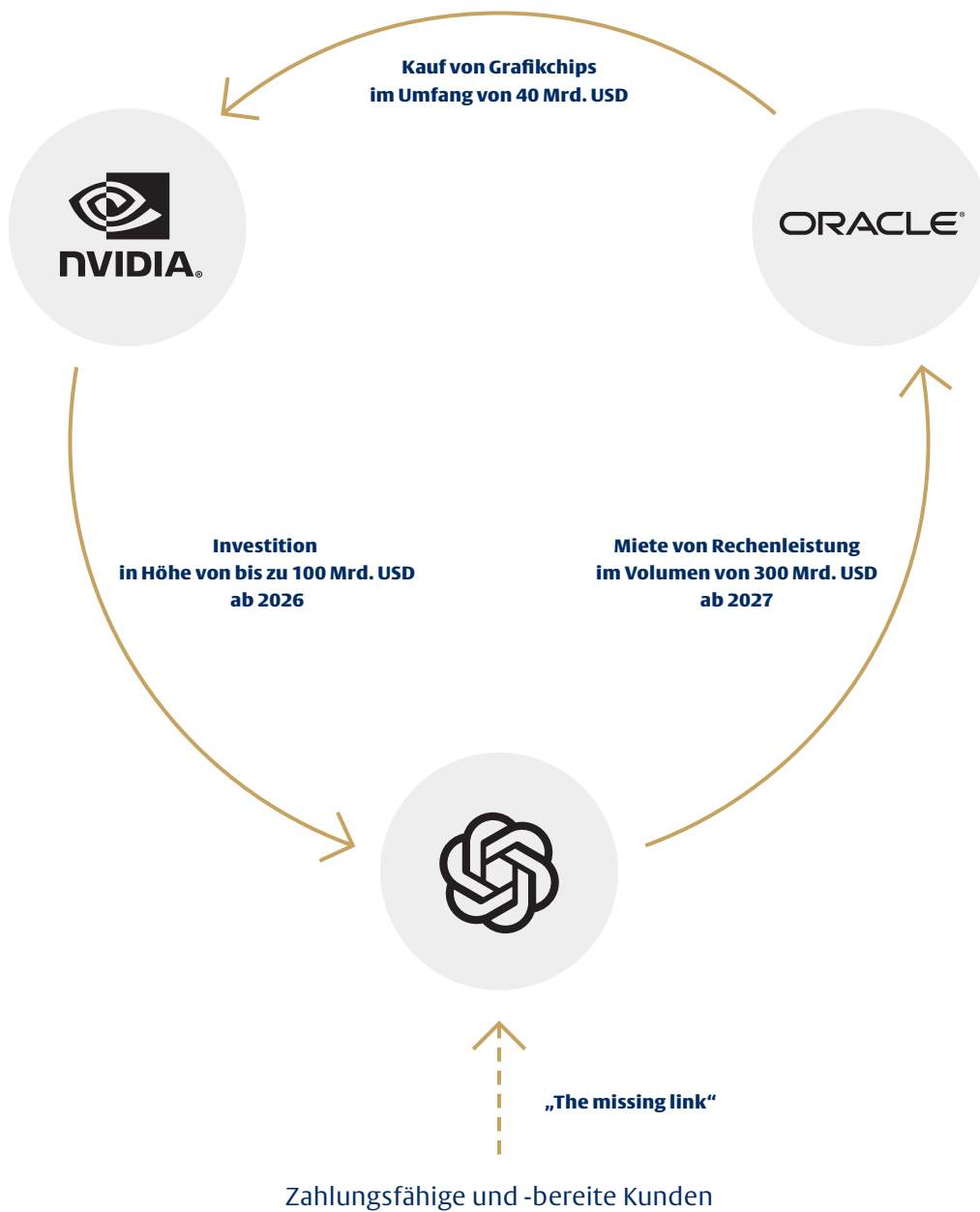
Diese Liquidität verschafft OpenAI weiteren Handlungsspielraum, den es benötigt, um unter anderem Datencenterkapazitäten von Oracle zu mieten. Oracle bestückt seine Datencenter wiederum mit Nvidia-Chips, die letztlich in Teilen auch von Nvidia selbst finanziert worden sind. Es scheint, als habe die KI-Industrie das Perpetuum mobile erfunden (vgl. Grafik 8).

Der Geldkreislauf wirkt aber nur auf den ersten Blick endogen, denn mittelfristig braucht er externes Futter. OpenAI muss es deshalb gelingen,

sein Produkt ChatGPT mit genug zahlenden Kunden zu monetarisieren. OpenAI-Mitarbeiter haben am 2. Oktober 2025 Aktien im Wert von 6,6 Milliarden Dollar an externe Investoren verkauft, womit sich eine Bewertung der Firma von rund 500 Milliarden US-Dollar ableiten lässt. Dem stehen Umsätze von aktuell 13 Milliarden Dollar gegenüber. Anders formuliert: Es braucht explosionsartiges (und profitables) Umsatzwachstum, um diese Bewertung zu rechtfertigen. Das wiederum erfordert gigantische Rechenkapazitäten, die unter anderem von Oracle eingekauft werden.

Grafik 8

Geschlossene Gesellschaft Der KI-Geldkreislauf



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

Jeder Schritt des Investitionszirkels ist aus Sicht der einzelnen Akteure rational. Nvidia verdient mit dem Verkauf seiner Grafik-Chips bereits heute Milliarden und kann sich die „Vorfinanzierung“ des Datacenter-Kunden OpenAI leisten. Die Größenordnung der aktuellen Investitionssummen ist allerdings atemberaubend.

Parallelen gibt es auch in der „Old Economy“: Die Banken beziehungsweise Finanzierungstöchter von Autobauern kurbeln den Absatz ihrer Konzernmütter an, indem sie Kauf und Leasing von Autos vorfinanzieren. Dieser interne Geldkreislauf stützt die Nachfrage, belastet das Unternehmen aber mit dem Kredit- und Restwertrisiko. Auch beim KI-Geldkreislauf werden Risiken verlagert. Der Unterschied zum etablierten Geschäftsmodell der Autofinanzierer liegt in der Erfahrung beziehungsweise in der Tatsache, dass Autos relativ gut berechenbare Restwerte haben. Einzelne, gigantische KI-Rechenzentren sind nicht nur anfälliger für idiosynkratische Risiken, sondern unterliegen auch Technologie-Zyklen, die sich heute noch nicht abschätzen lassen.

Grafik 8 ist dabei weit vom Anspruch auf Vollständigkeit entfernt. Nvidia versuchte sich in der Vergangenheit an der Übernahme des Prozessor-

architekten ARM, beteiligte sich im Mai 2025 mit etwa sieben Prozent der Anteile am Datacenterbetreiber CoreWeave und kündigte am 18. September eine fünf Milliarden Dollar schwere Investition für vier Prozent des Chip-Herstellers Intel an. Microsoft hält wiederum eine Beteiligung an OpenAI. Das KI-Unternehmen kündigte seinerseits am 6. Oktober milliarden-schwere Käufe beim US-Chiphersteller AMD an – und wird im Gegenzug bei Kurssteigerungen von AMD mit einer Kapitalbeteiligung belohnt. Es braucht nicht viel Fantasie, um zu prophezeien, dass das Netzwerk der Überkreuzbeteiligungen noch weiter anwachsen dürfte.

Damit droht eine Investitionsblase mit entsprechenden Fehlallokationen – ohne dass diese notwendigerweise zu einer Finanzkrise führen. Diese Differenzierung machte Amazon-Gründer Jeff Bezos am 3. Oktober auf einer Tech-Konferenz in Turin, als er KI-Investments als „gute Blase“ bezeichnete, die sogar bei einem möglichen Kollaps der Aktienkurse gesellschaftliche Vorzüge hätte. Denn selbst wenn sich einige Unternehmensinvestitionen als nicht profitabel erwiesen, blieben die mit den Investitionen erzielten Fortschritte im Bereich der Künstlichen Intelligenz erhalten.

Mit einem Netzwerk an Überkreuzbeteiligungen droht im Bereich der Künstlichen Intelligenz eine Investitionsblase mit entsprechenden Fehlallokationen – die allerdings auch bei einem möglichen Kollaps der Aktienkurse gesellschaftliche Vorzüge hätte.

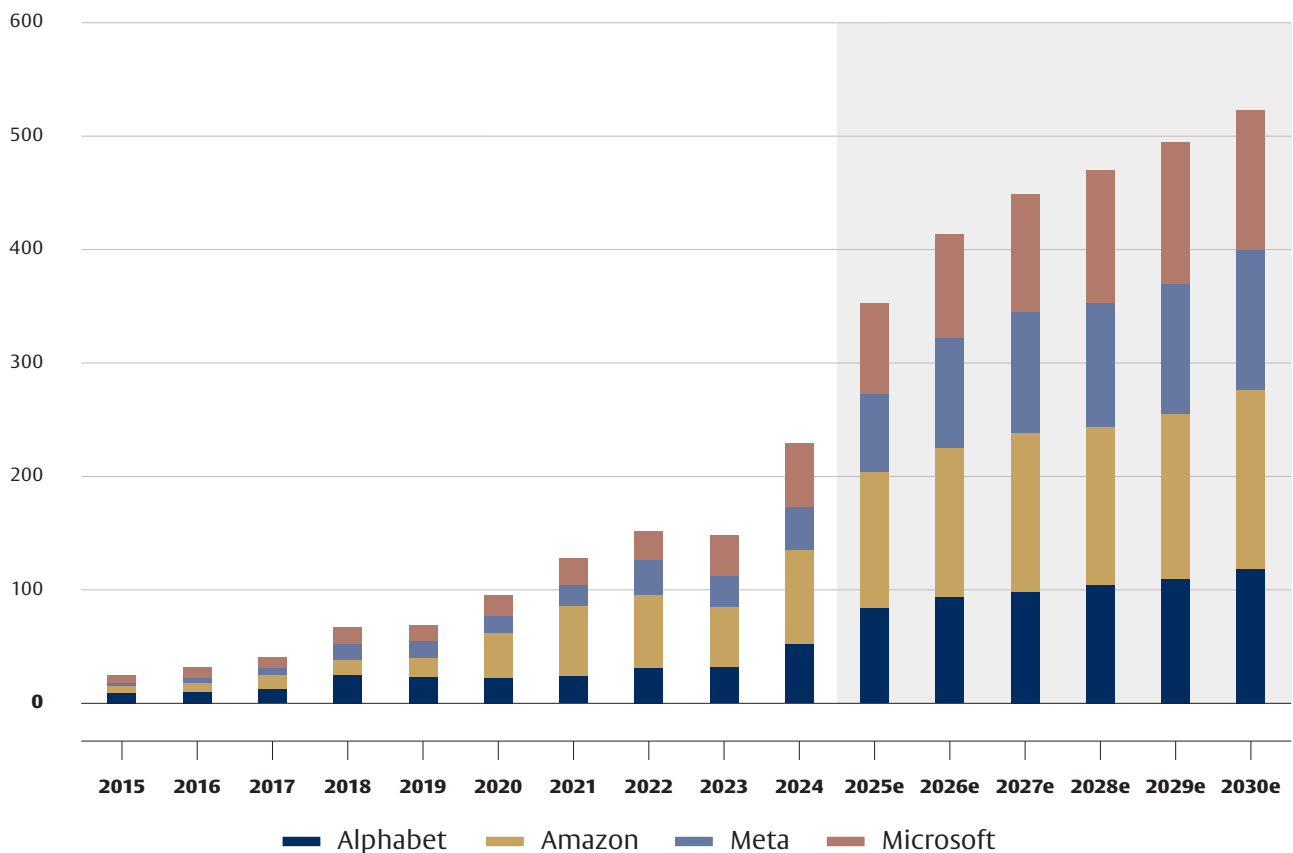
Warum aber wird so schnell so viel ohne den finalen Beweis eines tragfähigen Geschäftsmodells investiert? Die Antwort liegt im Erfolg der Plattform-Ökonomie der vergangenen Jahrzehnte. Plattformen wie soziale Netzwerke oder Softwareunternehmen haben (unter anderem als „First Mover“ und/oder durch Übernahmen) ein Geschäftsmodell entwickelt, in dem Größe zählt und belohnt wird. „The winner takes it all“ – oder zumindest eine Mehrheit des

jeweiligen Marktanteils. Mit diesem Wissen investieren die großen Tech-Unternehmen gigantische Summen in Chips und Rechenzentren. Einerseits, weil sie die finanziellen Möglichkeiten haben, andererseits aus Angst, beim Thema KI abgehängt zu werden. Im kommenden Jahr dürften sich allein die Investitionsausgaben der vier US-Unternehmen Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft auf etwas mehr als 400 Milliarden US-Dollar belaufen (vgl. Grafik 9).

Grafik 9

„AI Race“

Sprunghafter Anstieg der Investitionen („Capex“ in Mrd. US-Dollar*)



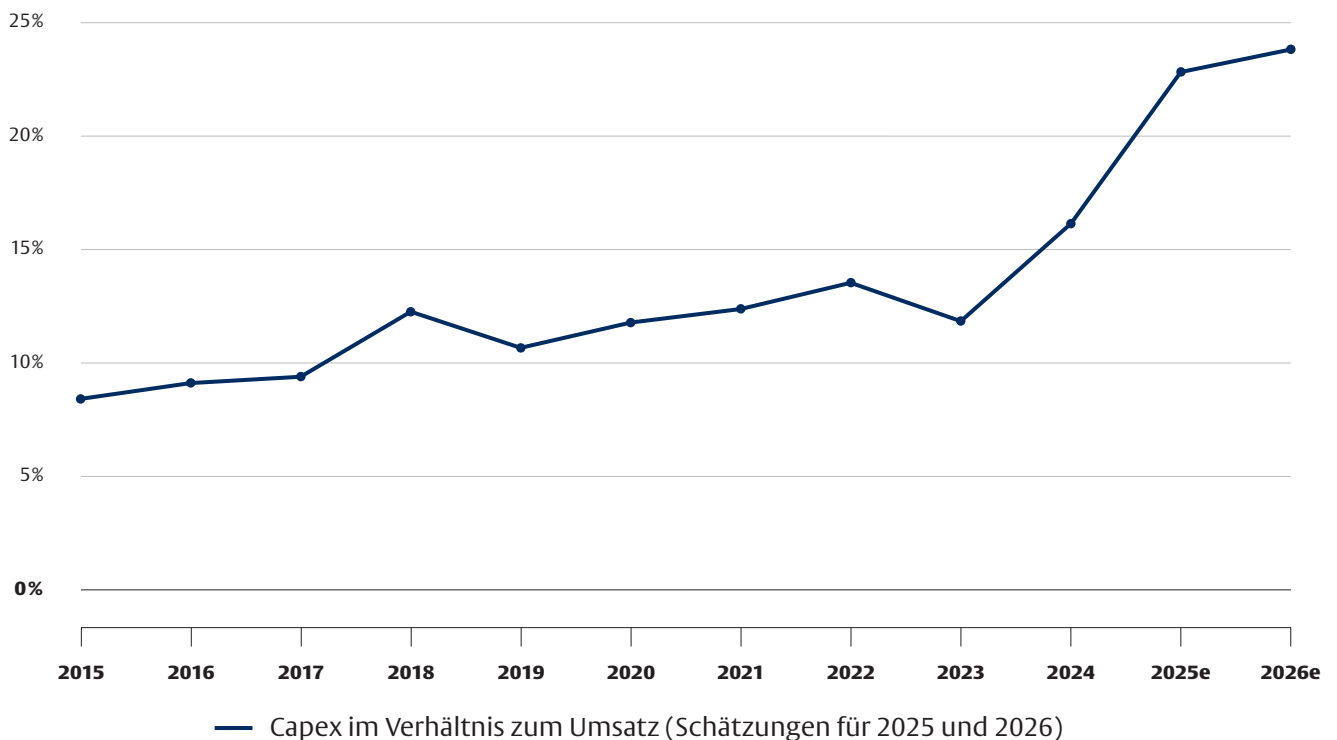
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

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

Grafik 10

KI-Wettrüsten erhöht Kapitalintensität

Anteil der Investitionsausgaben am Umsatz der „Big 4“*



* Big 4: Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

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.

Aus ehemals „kapitalleichten“ Geschäftsmodellen sind angesichts der KI-Investitionen deutlich kapitalintensivere Geschäfte geworden. Die „Big 4“ Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft investieren mittlerweile über 20 Prozent ihres Umsatzes, unter anderem in Chips und Datacenter (vgl. Grafik 10).

Die Bedeutung dieser Investitionen geht dabei weit über das KI-Ökosystem hinaus. In den USA schlagen sich die Zahlen bereits heute sichtbar in der Wirtschaftsleistung nieder, wie die Volkswirtschafts-

liche Gesamtrechnung des „U.S. Bureau of Economic Analysis“ belegt. So verzeichneten Investitionen in „Informationsverarbeitungsgeräte“ im ersten Halbjahr 2025 ein rasantes Realwachstum von 20 Prozent gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum. Gemeinsam mit den Software-Investitionen, die im Vorjahresvergleich um knapp zehn Prozent anstiegen, erklärten diese beiden Positionen rund die Hälfte des US-Realwachstums der ersten sechs Monate. Damit war die Digitalwirtschaft ein treibender Faktor der resilienten US-Wirtschaft.

KI-Hype oder KI-Blase?

Wenn man sich den fundamentalen Wachstumsbeitrag anschaut, erscheint es plausibel, dass die Aktienmärkte, getrieben von den Tech-Giganten, auf Rekordständen notieren. Dennoch werden die mahnenden Stimmen lauter. Befindet sich der Aktienmarkt also bereits in einer KI-Blase, oder ist der Hype gerechtfertigt?

Die Antwort dürfte zweigeteilt ausfallen: Es kommt darauf an. In Teilen des Marktes werden Unternehmen zu Bewertungen gehandelt, die nur durch sehr optimistische Zukunftserwartungen erklärbar sind. Venture Capital fließt gleichzeitig in junge Startups, oft ohne erprobtes Geschäftsmodell. Auch partielle Euphorie mit Kurssteigerungen trotz schwacher Fundamentaldaten lässt spekulative Motive dominant erscheinen. Fundamental liefern viele KI-Pilotprojekte in Unternehmen bislang außerdem nicht den erhofften wirtschaftlichen Nutzen, wodurch die Kluft zwischen Potenzial und realer Umsetzung sichtbar wird – einerseits.

Andererseits erzielen die etablierten Tech-Giganten mit sauberen Bilanzen bereits heute massive Gewinne in der KI-Wertschöpfungskette, was ihre Börsenbewertungen untermauert. Der Einsatz von KI hat zudem transformative Wirkung in der Kreativbranche und etabliert sich in Bereichen der Medizin, was wiederum eine nachhaltige Nachfrage sichert.

Es bestehen kaum Zweifel daran, dass die Weiterentwicklung Künstlicher Intelligenz bahnbrechende Neuerungen mit sich bringen wird. Fortschritt hat kein Verfallsdatum. Es gilt aber auch, dass zukunftsfähige Technologien keine zukunftsfähigen Investments sein müssen. Die Parallelen zur Anfangszeit des Internets scheinen offensichtlich. Auch ein endogener KI-Geldkreislauf, der von den Börsen gefeiert wird, mahnt Investoren, einen kühlen Kopf zu bewahren, denn zunächst erhöht dieser Geldkreislauf lediglich den Einsatz. Von weit verbreiteten Bewertungsexzessen und leeren Unternehmenshüllen, die nur auf zukünftige Narrative handeln, sind wir aber weit entfernt.

**Fortschritt hat kein Verfallsdatum.
Zukunftsfähige Technologien müssen aber
keine zukunftsfähigen Investments sein.**

Aus Anlegersicht ist es dennoch notwendig, dem Thema differenziert zu begegnen. Denn manche Fragen lassen sich heute nur mit größter Unsicherheit beantworten: In welchen Disziplinen werden OpenAI oder Anthropic (oder ein anderes KI-Unternehmen) in zwei Jahren jeweils vorne liegen? Welche Zahlungsbereitschaft werden Kunden für noch nicht existierende Dienstleistungen haben? Welche KI-Chips werden unter Kosten/Nutzen-Gesichtspunkten für die dann notwendigen Rechenoperationen in fünf Jahren am besten geeignet sein? Was bedeutet das für die Marktanteile der aktuellen Marktführer?

Die Unternehmensanalyse sollte sich deshalb auch nicht auf eine Punktprognose der zukünftigen Ertragsentwicklung beschränken, sondern unterschiedliche Szenarien und die dazugehörigen Eintrittswahrscheinlichkeiten berücksichtigen. Damit lässt sich ein fundierteres Bild der Chancen und Risiken und somit der Unsicherheit erhalten.

Je größer die Unsicherheit, desto wahrscheinlicher ist es, dass sich ein Aktienkurs nicht nur verdoppeln, sondern auch halbieren kann. Anders formuliert: Nicht alles, was heute heiß gekocht wird, wird zukünftig noch heiß gegessen. Es gilt deshalb, eine realistische Einschätzung der Geschäftsaussichten jedes Unternehmens, der möglichen Szenarien und der damit verbunden angemessenen Bewertung vorzunehmen. Denn Zeiten, in denen sich

mit Narrativen und „FOMO“ (der „Fear of Missing Out“ – der Angst, etwas zu verpassen) vermeintlich einfach Geld verdienen lässt, sorgen früher oder später immer für ein unangenehmes Erwachen.

Es gibt aber auch gute Nachrichten für Aktienanleger: Es wird stark differenziert am Aktienmarkt. Und zwar nicht nur zwischen mutmaßlichen KI-Gewinnern und KI-Verlierern, sondern auch bei Geschäftsmodellen, die langweilig scheinen und die in der Anlegergunst aktuell nicht besonders hoch im Kurs stehen. So sind beispielsweise die Bewertungen nicht-zyklischer Konsumtitel auf einem Zehnjahrestief. Auch hier gilt es, die idiosynkratischen Risiken bestmöglich abzuschätzen – die Szenariobreite der zukünftigen Geschäftsentwicklung ist bei diesen Unternehmen aber vergleichsweise leicht zu prognostizieren. Insofern rückt die Frage nach der angemessenen Bewertung für ein eher geringes, dafür aber relativ planbares Wachstum in den Vordergrund.

Dementsprechend erscheint „der Aktienmarkt“ im Durchschnitt weiterhin nicht zu teuer. Dass es bei temporär „ungeliebten“ Aktien wenig positive Nachrichten braucht, um eine Neubewertung in der Anlegergunst zu erreichen, hat nicht zuletzt der Kursanstieg der Pharma-Aktien angesichts der Ankündigung des Zoll-Deals zum Quartalswechsel illustriert.

**Zeiten, in denen sich mit Narrativen vermeintlich
einfach Geld verdienen lässt, sorgen früher
oder später immer für ein unangenehmes Erwachen.**

Weder Pest noch Cholera

Die USA und der US-Dollar haben trotz ihrer außergewöhnlichen Stellung in diesem Jahr Federn gelassen. Eine Zolltafel, der Aufmarsch der Nationalgarde in US-Städten, oder auch der wiederholte Versuch Trumps, die Unabhängigkeit der Fed zu untergraben, haben das Vertrauen in die USA und deren Währung belastet. Am Devisenmarkt lässt sich aber immer nur die relative Attraktivität bewerten – und andere Wirtschafts- und Währungsräume sind ebenfalls keine Investitionsoasen. Die Alternativwährung Euro

leidet unter der fehlenden Fiskalunion in Verbindung mit den hochdefizitären und hochverschuldeten Euro-Schergewichten Frankreich und Italien.

Insofern muss die im Jahresverlauf historisch schwache US-Dollar-Entwicklung auch im langfristigen Kontext gesehen werden. Gegenüber dem Euro bewegt sich der US-Dollar ziemlich exakt auf dem langjährigen Durchschnitt und, wie der Zufall so will, auf dem Niveau bei Euroeinführung (vgl. Grafik 11).

Grafik 11

„Pest und Cholera“ 1 Euro in US-Dollar seit Euroeinführung



Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

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

Überzeugende Alternativen zu Euro und US-Dollar sind gleichwohl Mangelware. Die zweitgrößte Volkswirtschaft China ist eine Ein-Parteien-Diktatur mit weitgehend verschlossenen Kapitalmärkten. Und Japan übt sich mit einem völlig überschuldeten Staatshaushalt seit Jahrzehnten in geldpolitischen Experimenten. Gewissermaßen bleibt nur die Wahl zwischen Pest und Cholera – mit einer Ausnahme.

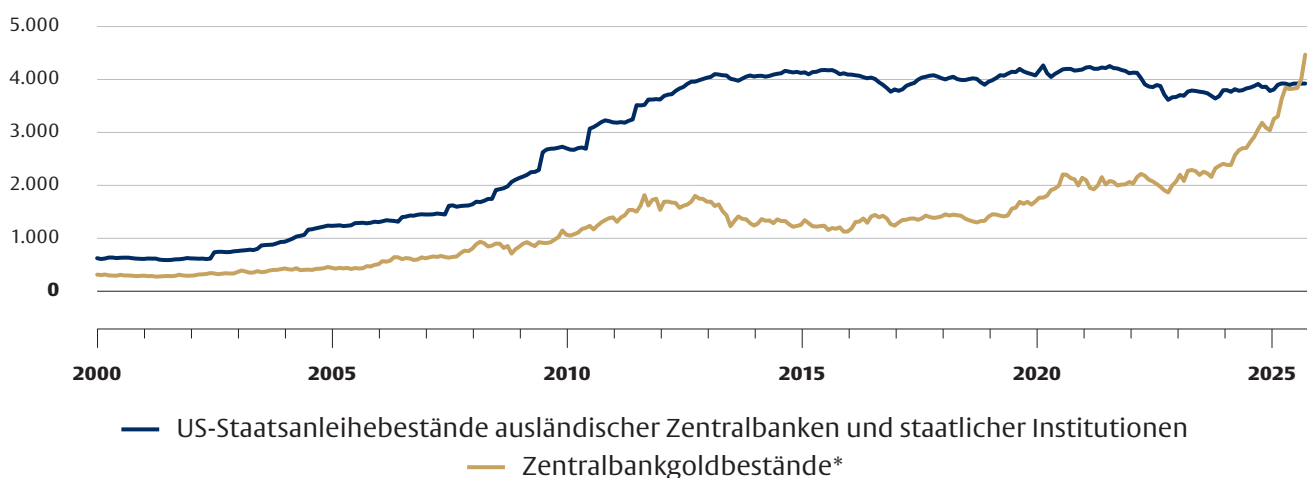
Während sich das Gros der Fiat-Währungen mit hausgemachten Problemen herumschlägt, steigt die Bedeutung von Gold im Kontext der Währungsdiversifikation. Durch die Rekordjagd beim Goldpreis kam es zu einer historischen Wachablösung mit Signalwirkung: Die Goldbestände der globalen Notenbanken sind mittlerweile mehr wert als die US-Staatsanleihen, die die Notenbanken als historisch wichtigsten Baustein ihrer Währungsreserven gehalten hatten (vgl. Grafik 12).

Die Summe der US-Staatsanleihebestände, die von Notenbanken und staatlichen Institutionen im Ausland gehalten werden, ist seit 13 Jahren nicht mehr gestiegen. Ein schleichender Prozess der Dedollarisierung. Am Angebot kann es nicht gelegen haben, denn die ausstehenden US-Staatsanleihen haben sich seitdem mehr als verdoppelt.

Gold erfreut sich in den aktuellen Zeiten hingegen größter Beliebtheit, was angesichts seiner Eigenschaften nicht verwundert. Das Edelmetall hat kein Gegenparteirisiko, ist sanktionssicher und nicht beliebig vermehrbar. Und deshalb wird auch von Notenbanken weltweit weiter gekauft, so dass mittlerweile rund 36.400 Tonnen Gold in deren Tresoren lagern.

Grafik 12

Wachablösung bei den Währungsreserven Mehr Gold als US-Staatsanleihen in den Händen der Notenbanken (Angaben in Mrd. US-Dollar)



* Inkludiert Goldbestände des Internationalen Währungsfonds sowie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

Quelle: LSEG Datastream, World Gold Council, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2025

FAZIT

Das dritte Quartal zeigte einmal mehr die Diskrepanz zwischen politischer Volatilität und wirtschaftlicher Resilienz. Trotz geopolitischer Irritationen, protektionistischer Töne aus den USA und wachsender Zweifel an der Unabhängigkeit der Fed präsentierten sich die Kapitalmärkte in robuster Verfassung. Gleichzeitig offenbarte sich die Kehrseite des in Teilen schuldenfinanzierten Aufschwungs: Die USA tragen eine Schuldenlast historischen Ausmaßes, und auch in Europa belasten strukturelle Defizite, insbesondere in Frankreich, die fiskalische Glaubwürdigkeit.

Angesichts der Schuldenniveaus werden die Industriestaaten zunehmend abhängig von niedrigen Realzinsen – eine stille Koalition zwischen hochverschuldeten Staaten und Währungshütern ist das Ergebnis. Kurzfristig schafft diese Koalition Stabilität, langfristig bleibt der schleichende Kaufkraftverlust ein Risiko für Anleger.

Der Goldpreisanstieg spiegelt das Unwohlsein mit Blick auf die langfristigen fiskal- und geldpolitischen Risiken. Das Edelmetall bleibt unseres Erachtens deshalb auch bei steigenden Preisen als Währung der letzten Instanz ein sinnvoller Diversifikator im Portfolio.

Die demografische Entwicklung belastet die Staatshaushalte zusätzlich: Alternde und schrumpfende Gesellschaften bremsen das Wachstum und erhöhen

den Druck auf die Sozialsysteme. Effizienzgewinne durch Innovationen und Digitalisierung werden damit zu entscheidenden Wettbewerbsfaktoren.

Das gilt für Staaten wie Unternehmen, deren Hoffnungen auf den Verheißungen Künstlicher Intelligenz ruhen. Ob die aktuellen KI-Investitionen zu einer „guten Blase“ führen, wird die Zukunft zeigen. Billionenschwere Investitionen innerhalb des KI-Geldkreislaufs sind in jedem Fall ein Wettlauf, der auch mit gigantischen Fehlallokationen verbunden sein wird.

Gerade in Zeiten technologischer Umbrüche ist es wichtig, einen kühlen Kopf zu bewahren und die fundamentalen Entwicklungen der Unternehmen im Fokus zu behalten. Denn über den Anlageerfolg entscheidet langfristig nicht das Narrativ, welche Unternehmen zu den mutmaßlichen KI-Gewinnern oder -Verlierern zählen, sondern die tatsächliche Ertragskraft eines Unternehmens im Verhältnis zu den eingepreisten Erwartungen. Daneben bieten sich selbst am Anleihemarkt mit normalen Zinsstrukturkurven und angemessenen Renditeniveaus Möglichkeiten für defensivere Anleger, die Inflation zu schlagen. Zeiten, in denen sich mit der „Fear of Missing Out“ vermeintlich einfach Geld verdienen ließ, wurden regelmäßig von Zeiten abgelöst, in denen sich Diversifikation wieder gelohnt hat. Daran haben wir auch diesmal keine Zweifel.



Dr. Bert Flossbach



Dr. Tobias Schafföner

Köln, den 7. Oktober 2025

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln
Telefon +49. 221. 33 88-0, Fax +49. 221. 33 88-101
info@fvs.com, www.flossbachvonstorch.com

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

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

Redaktion Dr. Bert Flossbach, Dr. Kai Lehmann,
Thomas Lehr, Julian Marx, Dr. Tobias Schafföner
Redaktionsschluss 7. Oktober 2025

Visuelle Konzeption Heller & C und Markus Taubeneck
Druck TheissenKopp GmbH

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

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.

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

