



Flossbach von Storch

RÜCKBLICK

Das neue Jahr begann so ereignisreich wie schon lange nicht mehr. Die Amtseinführung Donald Trumps zum 47. Präsidenten der USA war der Auftakt zu einem Ankündigungs- und Androhungs-Tsunami, der seinen Furor aus der ersten Amtszeit schon jetzt weit übertrifft. Seine Zollpolitik, der rabiante Umgang mit früheren Verbündeten und Andersdenkenden sowie die chaotischen Maßnahmen im Verwaltungsapparat stiften Verunsicherung im In- und Ausland.

Die provokanten Ankündigungen, Kanada und Grönland annektieren und die Nato verlassen zu wollen, und die Diffamierungen des ukrainischen Präsidenten Wolodymyr Selenskyj vor laufender Kamera haben das schläfrige Europa aufgeweckt. Wenige Tage später kündigte die sich formierende, neue Bundesregierung die Auflegung zweier großer Sondertöpfe an: Ein de facto unbegrenzter Verteidigungsetat und zusätzlich 500 Milliarden Euro für die desolate Infrastruktur (verteilt über zwölf Jahre).

Das ließ auch die Finanzmärkte aufhorchen. Der Dax legte am Tag nach Bekanntgabe der geplanten Maßnahmen um 3,4 Prozent zu und schaffte im ersten Quartal ein Plus von 11,3 Prozent. Der Stoxx Europe 600 konnte um 5,8 Prozent zulegen (vgl. Grafik 1). Ganz anders sah das Bild am US-Aktienmarkt aus, wo die Trump-Party ein jähes Ende fand. Der S&P 500 Index drehte ins Minus, das sich für ausländische Investoren durch den schwachen US-Dollar noch weiter vergrößerte. Die Outperformance des europäischen Aktienmarkts gegenüber der US-Börse betrug im ersten Quartal gut

zehn Prozent, in Euro gerechnet sogar rund 15 Prozent. Damit konnten europäische Aktien ihren Performance-Rückstand zu den USA aus dem vergangenen Jahr in nur einem Quartal fast wieder aufholen (vgl. Grafik 2).

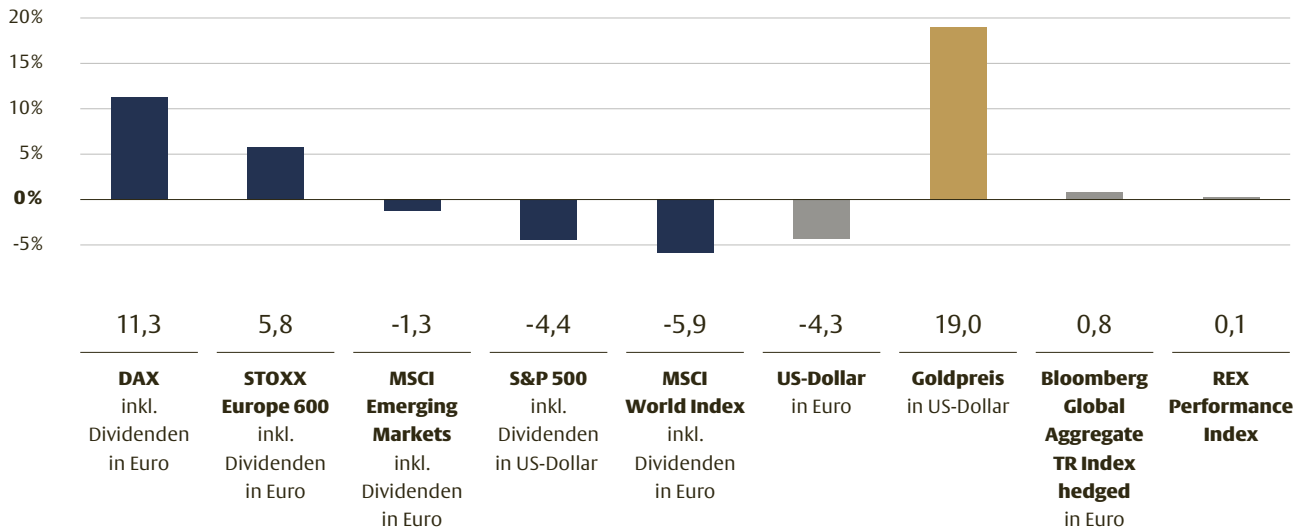
Spiegelbildlich verlief die Entwicklung bei Staatsanleihen. Die Aussicht auf einen Konjunkturschub durch die Sondervermögen ließ die Zinsen für zehnjährige deutsche Bundesanleihen um 0,3 Prozentpunkte steigen, so viel wie noch nie an einem Tag in den vergangenen 30 Jahren, und zog das gesamte Renditeniveau der Eurozone mit nach oben. Dagegen fielen die US-Renditen, weil die Politik der Trump-Regierung zunehmend als Gefahr für die Wirtschaft gesehen wird.

Der Goldpreis profitierte von den gestiegenen politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten und erreichte zum Quartalsende einen historischen Höchststand von 3.123 US-Dollar.

RÜCKBLICK

Grafik 1

Kapitalmarktentwicklung 1. Januar bis 31. März 2025



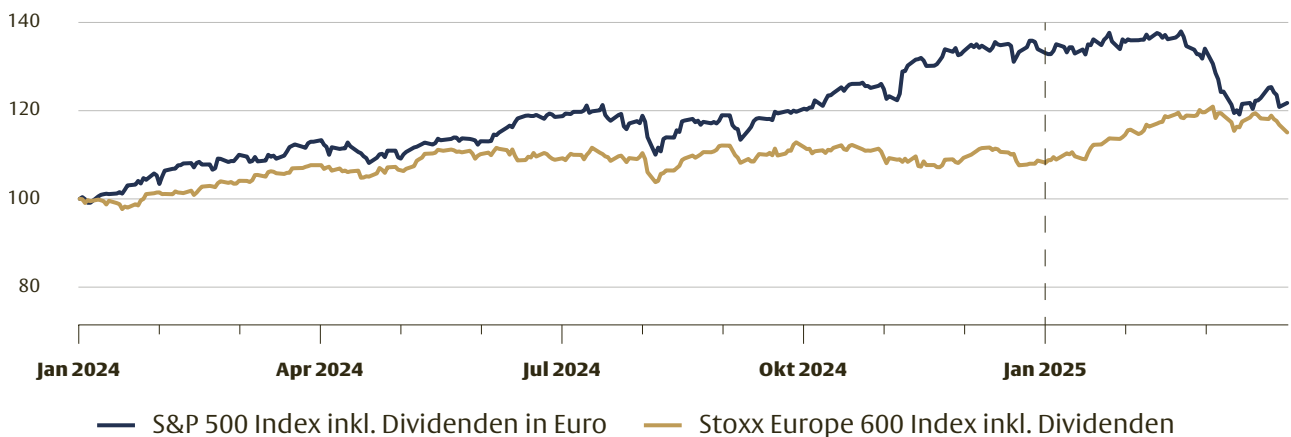
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2025

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

Grafik 2

Von „MAGA“ zu „MEGA“ am Aktienmarkt*

Europäische Börsen schnitten im ersten Quartal spürbar besser ab
(jeweils indexiert auf den 1. Januar 2024 = 100)



* „MAGA“/„MEGA“: Make America/Europe great again.

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2025

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

AUSBLICK

Chaos an der Zollschranke

Mehr denn je bestimmt ein Mann beziehungsweise dessen Regierung die politischen und wirtschaftlichen Perspektiven der ganzen Welt. Donald Trumps erratische Zoll-, Außen- und Innenpolitik sorgt vor allem in der Handelswelt für große Verunsicherung.

Am 2. April wollte der US-Präsident diese Unsicherheit beseitigen und trat vor die Presse, um die Details seiner neuen Zollpolitik zu verkünden. Nach einer halbstündigen Klage über die unfaire Behandlung der USA und das übliche Selbstlob hielt er eine Tafel mit der Überschrift „Reciprocal Tariffs“ hoch. Darauf waren die Zölle zu sehen, die die einzelnen Länder angeblich auf Produkte aus den USA erheben würden. Man musste sich die Augen reiben, denn sie schienen unglaublich hoch. Daneben standen dann die zukünftig geltenden reziproken Zölle der USA. Trump bezeichnete sie als „mild reziprok“, weil sie zumeist nur halb so hoch waren. So erhebt die EU angeblich 39 Prozent auf US-Waren, die nun scheinbar mildtätig von den USA mit nur zwanzig Prozent beantwortet werden sollen. Tatsächlich erhob die EU im Jahr 2024 aber nur 1,7 Prozent an Zöllen auf Warenimporte aus den USA (handelsgewichteter Durchschnitt). Wie kommt Trump auf seine skurril hohen Zahlen?

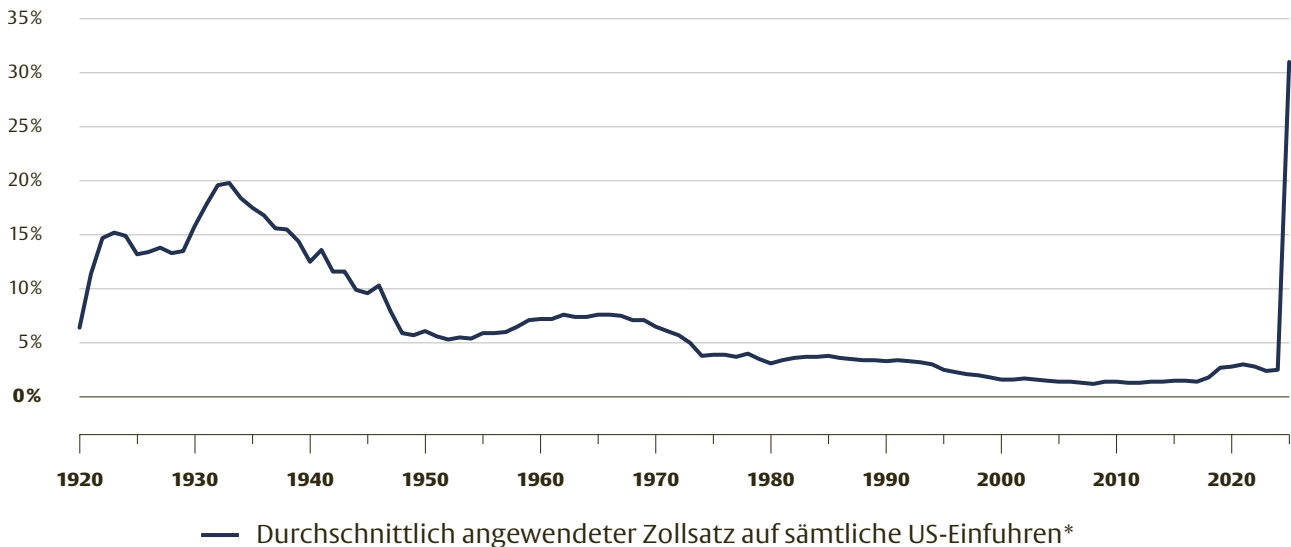
Sie sind im wahrsten Sinne des Wortes „fake“. Die Berechnungslogik der reziproken Zölle ist völlig absurd und hat mit der Zollrealität nichts zu tun. Sie basiert auf dem Handelsdefizit gegenüber einem anderen Land und setzt dies ins Verhältnis zu den gesamten Warenimporten. Die Auswirkungen für einzelne Länder wären vernichtend. Beispiel Vietnam: Das Land verkaufte im Jahr 2024 Waren im Gegenwert von 136 Milliarden US-Dollar an die USA. Im Gegenzug wurden Waren im Wert von 13 Milliarden aus den Vereinigten Staaten importiert. Das

heißt, das US-Defizit im Warenhandel betrug 123 Milliarden US-Dollar. Dieses Defizit haben die Trump-Leute dann ins Verhältnis zu den Warenimporten in die USA in Höhe von 136 Milliarden US-Dollar gesetzt. Daraus errechnet sich ein reziproker Zollsatz von 90,4 Prozent ($123,46/136,56$). Die Hälfte davon ergibt den „mild reziproken“ Zollsatz von 46 Prozent. Tatsächlich hat Vietnam auf die US-Warenimporte zuletzt nur einen handelsgewichteten Zollsatz von 2,9 Prozent erhoben (nach Angaben der Welthandelsorganisation). Umgekehrt belegten die USA Warenimporte aus Vietnam mit einem handelsgewichteten Zollsatz von 3,2 Prozent.

Nicht nur Ökonomen dürften sich bei dieser absurden Berechnung die Haare raufen. Trumps Zollideologie basiert auf der Ansicht, dass Importe generell schlecht und Exporte gut sind. Ein Handelsbilanzdefizit, wie es die USA seit Jahrzehnten aufweisen, zeige demnach, dass die USA von ihren Handelspartnern über den Tisch gezogen würden. Trump sieht das Ganze als Negativsummenspiel. Die erhoffte Reindustrialisierung der USA und Millionen neuer Jobs werden mit einer auslandsfeindlichen, revanchistischen Wirtschaftspolitik aber nicht gelingen. Zudem können die USA all die importierten Güter gar nicht selbst herstellen, weil es dazu an Kapazitäten, Personal und manchmal auch an Know-How fehlt. Und wenn sie es versuchen würden, wären die Produkte für viele Amerikaner nicht mehr erschwinglich.

Dauerhaft implementiert würden die reziproken Zölle den Handel mit den USA weitgehend zum Erliegen bringen und zu einer Weltwirtschaftskrise führen. Ein Blick in die US-Zollhistorie verdeutlicht das Ausmaß der angekündigten Zollerhöhungen, wenn sie denn tatsächlich kämen (vgl. Grafik 3). Mit gut 30 Prozent lägen sie weit höher als in der Weltwirtschaftskrise Anfang der 1930er-Jahre. Deshalb ist zu hoffen, dass früher oder später Vernunft einkehrt.

Grafik 3

Zoll-Apokalypse

* 2025: Hypothetischer durchschnittlicher Zollsatz nach Anwendung der am 2. April 2025 verkündeten „reziproken Zollsätze“. Betrachtet wurden (acht der) zehn Handelspartner, die im Jahr 2024 den größten Handelsbilanzüberschuss gegenüber den USA auswiesen, wobei Kanada und Mexiko ausgeklammert wurden.

Quelle: Macrobond, Tax Foundation, Flossbach von Storch

In den Zollhäfen der USA herrscht seit Tagen Chaos, weil niemand Genaues weiß. Die Planbarkeit für Käufer und Verkäufer, für Unternehmen und Konsumenten leidet. Das wird auch die Wirtschaft treffen. Die US-Notenbank hat deswegen ihre Wachstumsprognose (2025) für die US-Wirtschaft schon im März von 2,1 Prozent auf 1,7 Prozent gesenkt. Sollten die angekündigten Zölle tatsächlich dauerhaft implementiert werden, wäre dies noch viel zu optimistisch und eine Rezession in den USA unvermeidlich.

Die von der Europäischen Union (EU) bislang angekündigten Gegenzölle auf Importe von Bourbon-Whiskey, Motorrädern, Stahl und Aluminium sind weder geeignet, die Taschen der EU zu füllen, noch Trump zu beeindrucken. Ein genialer Schachzug wäre es, alle Importzölle auf US-Waren komplett zu streichen. Das wäre für Trump ein optischer Erfolg, der für die EU

aufgrund der geringen Zolleinnahmen auf US-Waren von rund sechs Milliarden Euro leicht zu verschmerzen wäre. Trumps Klage wäre damit der Boden entzogen.

Macht ohne Kontrolle

Trump's Zollkrieg ist ein Beispiel für den Missbrauch der ökonomischen, militärischen und finanziellen Ausnahmestellung der USA für seine persönlichen Ziele. Er wuchert mit dem Pfund des US-Exzeptionalismus (Kapitalmarktbericht 2024). Jeder Regierungschef eines anderen Landes würde ausgelacht, wenn er ähnlich rabiat agierte. Die USA aber verfügen über billige Energie, die Weltleitwährung US-Dollar und sind von zwei großen Ozeanen umgeben, die es von außen praktisch unangreifbar machen. Schwächen können sich die USA nur von innen, etwa durch die Aushöhlung des Rechtsstaats. Genau

das droht durch Trumps Versuch, seine Kompetenzen gegenüber anderen Staatsgewalten auszuweiten. Das ist zwar nichts Neues in der US-Geschichte, wurde aber stets durch das System von „Checks and Balances“ begrenzt. So sah sich Richard Nixon 1974 nach der Watergate-Affäre zum Rücktritt gezwungen, um einem Amtsenthebungsverfahren zuvorzukommen.

Trump's Ausgangslage ist aber eine andere. Der mehrheitlich konservative US-Supreme Court hat dem Präsidenten weitgehende strafrechtliche Immunität für Amtshandlungen gewährt. Bei den Republikanern im Kongress dominieren die Trump-Loyalisten, republikanische Widerständler werden eingeschüchtert. Die orientierungslose demokratische Opposition hat dem bislang nichts entgegensetzen. Trump missachtet richterliche Beschlüsse und untergräbt damit die Gewaltenteilung. Er höhlt die Demokratie von innen aus und wird dabei von Technologie-Oligarchen wie Elon Musk nach Kräften

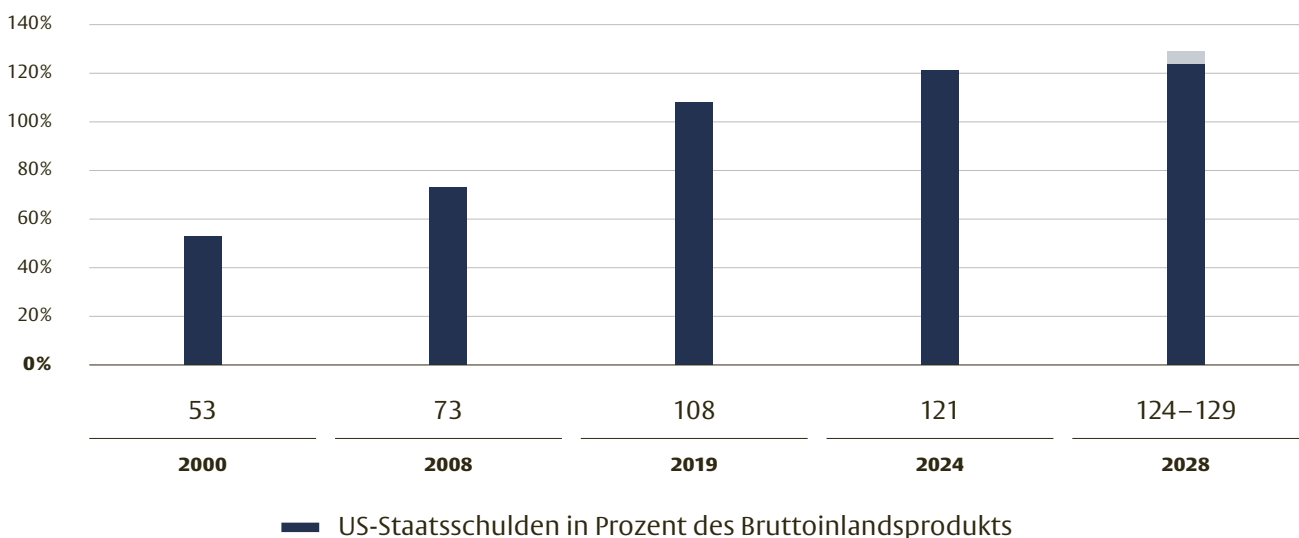
unterstützt. Es fühlt sich an wie ein postdemokratischer Umsturz von oben, den man in Recep Tayyip Erdogans Türkei für möglich halten würde, nicht aber in den USA, der Wiege der modernen Demokratie. Das dürfte ausländische Unternehmen, hochqualifizierte Arbeitskräfte und Akademiker eher abschrecken und die Attraktivität des Forschungs-, Entwicklungs- und Produktionsstandorts USA schwächen.

US-Schuldendilemma

Die hohen Wachstumsraten der vergangenen Jahre, die auch durch Schuldendoping erzielt wurden, scheinen erst einmal passé. Inzwischen ist die US-Staatsverschuldung auf einen historischen Höchststand von 121 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gestiegen (vgl. Grafik 4). Bis zum Ende der Amtszeit von Trump dürfte die Schuldenquote weiter auf 124 bis 129 Prozent steigen (Annahmen: Haushaltsdefizit unverändert bei sechs bis sieben Prozent, nominales Wirtschaftswachstum von vier bis fünf Prozent).

Grafik 4

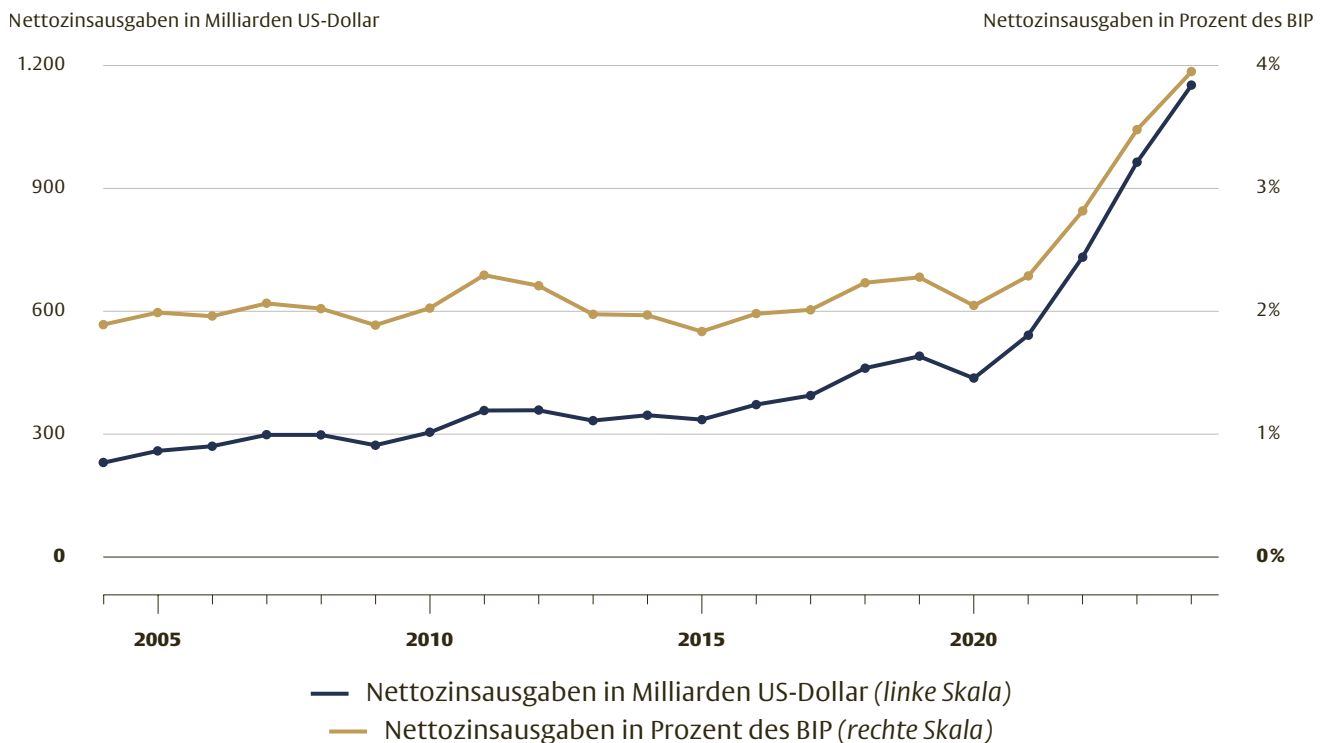
US-Staatsverschuldung auf Rekordniveau



Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2025

Grafik 5

Steigende Zinslast: Gegenwind für Trump Nettozinsausgaben des US-Gesamtstaats



Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2025

Die Folge sind weiter steigende Zinsausgaben, die bereits im vergangenen Jahr mehr als 1,1 Billionen Dollar betrug (vgl. Grafik 5). 2028 dürften es rund 1,4 Billionen werden, denn fällig werdende Anleihen müssen durch höher verzinsliche Papiere ersetzt werden (der Durchschnittszins der ausstehenden Anleihen beträgt 3,3 Prozent, die aktuelle Markttrendite je nach Laufzeit 3,8 bis 4,5 Prozent).

Bekanntlich liebt Donald Trump Schulden. Er hasst es aber, diese zu bedienen. Hohe Zinsausgaben sind ihm ein Graus. Deshalb drängt er die US-Notenbank Federal Reserve (Fed), die Zinsen zu senken,

und würde gerne den an den Finanzmärkten hochgeschätzten Fed-Chef Jerome Powell durch einen Trump-Loyalisten ersetzen. Dies dürfte spätestens im Mai nächsten Jahres gelingen, wenn die Amtszeit von Powell ausläuft. Ein Angriff auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank würde das Vertrauen in den US-Dollar und das US-Finanzsystem schwächen. Ein schwacher Dollar wäre sogar nach Trumps Geschmack, weil er damit eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der USA verbindet, die Jobs sichert. Internationale Investoren würden sich im Falle einer von Trump gesteuerten Fed aber dreimal überlegen, ob sie ihr Geld noch in US-Dollar und US-Staatsanleihen anlegen sollen.

Europarevitalisierung statt Europasklerose?

Kann Europa von einer möglichen Schwäche der USA profitieren? Trumps Furor hat die europäischen Staaten zusammenrücken lassen. Die Ankündigung der neuen Bundesregierung, zwei als Sondervermögen deklarierte gigantische Schuldentöpfe aufzulegen, stieß am Aktienmarkt und im Ausland auf ein positives Echo. Internationale Journalisten, Analysten und Investoren feierten dies als finanzpolitische Wende und Chance für mehr Wachstum in Deutschland und Europa. Die Hoffnung auf eine Verbesserung der Verteidigungsfähigkeit, Sanierung der maroden Infrastruktur und mehr Wirtschaftswachstum ist groß. Doch mit Geld allein ist es nicht getan.

Neue Schuldenpakete reduzieren jedoch den Reformdruck im ausufernden deutschen Wohlfahrtsstaat. Die von Politikern geschürte Anspruchshaltung vieler Bürger, dass der Staat für alles aufkommen und alles regeln soll, würde weiter verstärkt. Die militärische und finanzpolitische Wende muss deshalb um eine mentale Zeitenwende, eine Reformagenda, ergänzt werden – fordern und fördern. Der Staat muss den Menschen wieder mehr Eigenverantwortung zumuten und sich auf seine Kernaufgaben konzentrieren. Dazu gehören auch einschneidende Reformen der Bürokratie und des sich immer weiter aufblähenden Verwaltungs- und Beamtenapparats, der das ganze Land lähmt. Viel Geld droht im Behördenapparat zu versickern und nur teilweise dort anzukommen, wo es hingehört. 10,7 Milliarden Euro erhalten die Jobcenter aus Steuergeld, um Leistungsempfängern eine Stelle zu vermitteln. Davon fließen 6,5 Milliarden in die Verwaltung. „Wie viele Menschen die Jobcenter am Ende in Arbeit bringen, spielt eine untergeordnete Rolle“, sagt Roman Wink, Arbeitsmarktexperte der Bertelsmann Stiftung.

Ziel- statt Prozessorientierung

Damit Deutschland wieder in die Spur kommt, muss mehr passieren, als neue Sondertöpfe zu beschließen. Der gesamte Verwaltungsapparat muss von Prozess- auf Zielorientierung umgestellt werden. Die Einhaltung bürokratischer Prozesse ist zum Selbstzweck verkommen. Das eigentliche Ziel und die benötigte Zeit sind sekundär. Ergebnis sind lange Genehmigungszeiten und tausende Zombie-Baustellen auf Deutschlands Straßen, auf denen nichts vorangeht. Behörden haben auch deshalb keine Eile, weil Schnelligkeit offenbaren könnte, dass es auch mit weniger Personal ginge. Das will kein Behördenleiter. Es geht aber auch anders, wie die Schweiz zeigt. Hier ist es üblich, dass Bauunternehmen, etwa beim Straßenbau, eine Baustellenmiete zahlen müssen, um einen finanziellen Anreiz zu haben, effizient zu arbeiten und die Bauzeit möglichst kurz zu halten. Künstliche Intelligenz (KI) könnte helfen, die Genehmigungsprozesse und andere Regelwerke in einzelne Bestandteile zu zerlegen, parallel abzuarbeiten und die langen Bearbeitungsketten zu verkürzen.

Baubremse Bürokratie

Auch die Baugesetzgebung mit einem Gestrüpp aus Bundesbaurecht, 16 Landesbauordnungen und EU-Richtlinien steht einer Revitalisierung Deutschlands entgegen. Nach Schätzung des Deutschen Städte- und Gemeindebundes hat sich die Zahl der Bauvorschriften in den vergangenen Jahrzehnten von rund 5.000 auf über 20.000 mehr als vervierfacht – davon 3.900 DIN-Normen. Die Zahl der zu beachtenden Regelwerke stieg laut der Baukostensenkungskommission der Bundesregierung von 650 im Jahr 1994 auf 3.700 im Jahr 2022. Das macht Bauen teuer und das Ziel von jährlich 400.000 neuen Wohnungen unerreichbar. Wie sollen die 500 Milliarden Euro des neuen Infrastrukturprogramms angesichts der komplexen Genehmigungsprozesse,

Ausschreibungsverfahren und gelähmten Verwaltung sinnvoll, effizient und fristgerecht investiert werden? Wie viel davon wird im ineffizienten Staats- und Verwaltungsapparat versickern? Welche negativen Auswirkungen haben die zusätzliche Staatsnachfrage auf die (Bau-)Kosten und Zinsen für Privatunternehmen und Privathaushalte und der Abzug von Mitarbeitern aus der Privatwirtschaft („Crowding out“-Effekt)?

Hightech-Bedrohung, Lowtech-Beschaffung

Ähnliches gilt für den Einsatz der Sondermittel im Verteidigungsbereich. Schweres Gerät wie Panzer, Schiffe und teure F35-Kampffjets allein entsprechen aber nicht den Erfordernissen der heutigen Bedrohungslage. Hierzu braucht es mehr neue Technologie

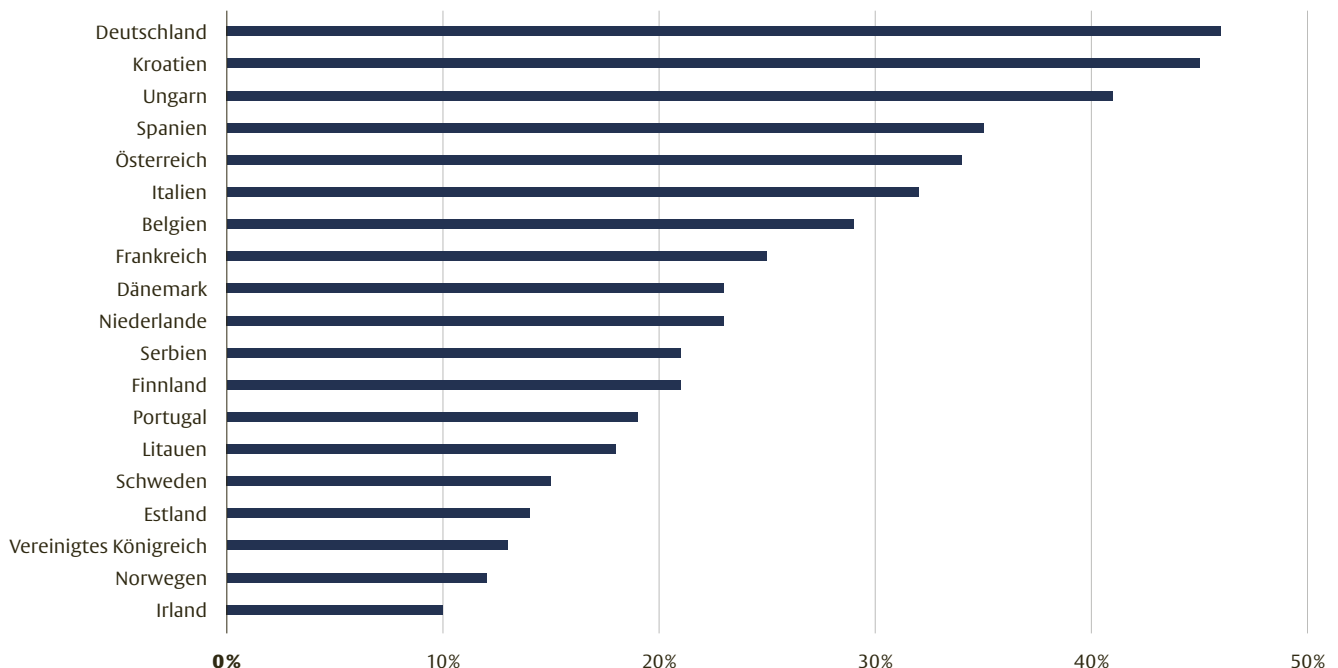
wie KI-gesteuerte vernetzte Drohnen, Luftabwehr- und IT-Systeme für den Cyberkampf. Wer entscheidet, wofür die Mittel ausgegeben werden sollen und wie lange wird das dauern? Und zu guter Letzt: Schaffen es die 11.300 Mitarbeiter des Bundeswehr-Beschaffungsamts, ihre Faxgeräte rechtzeitig in Stellung zu bringen, um die Orders zu erteilen?

Nur wenn es der Politik gelingt, den gordischen Knoten der ausufernden Bürokratie zu zerschlagen, können die beiden Sonderschuldentöpfe die erhoffte Wirkung erreichen. Das Dickicht von Gesetzen, Verordnungen und Regeln muss ausgedünnt werden. Kein leichtes Unterfangen angesichts des hohen Anteils von Juristen und der geringen Praxiserfahrung von Führungskräften in der öffentlichen Verwaltung (vgl. Grafik 6 und 7).

Grafik 6

Zu viele Juristen

Juristen in Führungspositionen der Verwaltung

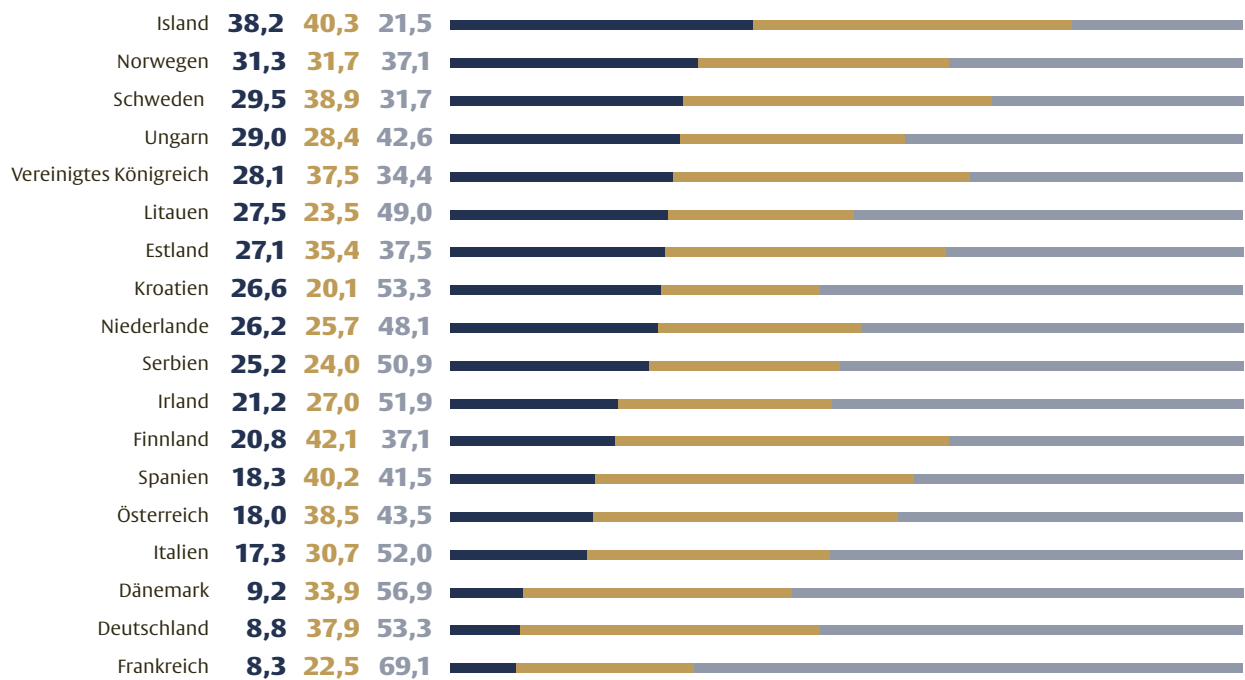


Quelle: Kussel, G./Pavleka, S./Schmidt, C. M.: Innovationssystem Deutschland – Effizienz und Agilität der öffentlichen Verwaltung erhöhen (acatech STUDIE), München 2024, Flossbach von Storch

Grafik 7

Zu wenig Erfahrung in der Privatwirtschaft

Privatwirtschaftliche Berufserfahrung von Führungskräften in der öffentlichen Verwaltung



Berufliche Erfahrung aus der Privatwirtschaft in Prozent:

■ Mehr als 5 Jahre
 ■ 1 bis 5 Jahre
 ■ Keine oder weniger als 1 Jahr

Quelle: Kussel, G./Pavleka, S./Schmidt, C. M.: Innovationssystem Deutschland – Effizienz und Agilität der öffentlichen Verwaltung erhöhen (acatech STUDIE), München 2024, Flossbach von Storch

In der öffentlichen Verwaltung
herrscht oftmals ein Klima
von institutionalisierter Nichtverantwortung.

Deutschlands Projektflasko: Ein Mangel an Verantwortung

Die Führungsschwäche reicht vom Staatsapparat bis hinunter zu den kommunalen Behörden (vor allem Großstädte). Missstände werden als gottgegeben akzeptiert. Im Zweifel ist jemand anderes schuld, eine andere Behörde, das Land, der Staat oder die EU. Es herrscht ein Klima von institutionalisierter Nichtverantwortung. Wenn etwas nicht läuft, muss es einen Verantwortlichen geben. Auch die Umsetzung muss „Chefsache“ sein. Mit verantwortungs- und haftungsfreiem Bauen hat beispielsweise die Stadt Köln allein für die Renovierung der Oper mehr als eine Milliarde Euro verschwendet. Vor zehn Jahren sollte die Wiedereröffnung erfolgen, bald soll es dann so weit sein. Für die nächsten beiden Jahre erwartet die Stadt Haushaltsdefizite von insgesamt mehr als 800 Millionen. Weitere Großprojekte stehen an. Vielleicht helfen die Milliarden des neu geschaffenen Sondertopfs. Was für Köln gilt, gilt für das ganze Land. Es fehlt nicht an Geld, sondern an Verantwortung. Die gebetsmühlenartige Kritik an zu viel Bürokratie löst kein Problem, solange sich niemand der Sache annimmt.

Projekte zu beschließen, reicht nicht. Die Führungsebene in Politik und Verwaltung muss das Ganze auch verantwortlich umsetzen. Unternehmer kennen das als Führung, Controlling und Haftung. Wenn das Schicksal verantwortlicher Personen an den Erfolg eines Großprojekts gekoppelt ist, geht es voran, wie das Beispiel des LNG-Terminals in Wilhelmshaven mit einer Bauzeit von nur neun Monaten zeigt. Das ist leider die Ausnahme. Der Neubau der Talbrücke Rahmede an der A45 bei Lüdenscheid kommt zwar gut voran, aber von der Sperrung bis zur Sprengung der alten Brücke vergingen eineinhalb Jahre. Nun ist Berlin betroffen, wo die seit zehn Jahren als marode bekannte Ringbahnbrücke der A100 für den Verkehr gesperrt wurde und für den Neubau erst einmal ein langwieriges Planfeststellungsverfahren droht.

Ein nicht mehr funktionsfähiger Staat verliert das Vertrauen der Menschen. Der Ausgang der Bundestagswahl im Februar wurde von der Politik falsch interpretiert. Es sind nicht die politischen Ränder, die an Attraktivität gewonnen haben, es sind die Parteien der Mitte, die bei den Wählern ihre Legitimation verlieren, weil sie deren Probleme nicht ernst nehmen. Bezahlbares Wohnen, innere und äußere Sicherheit, ein nachhaltiges soziales Sicherungssystem und ein gesetzliches Rahmenwerk, das unternehmerische Tätigkeit und Wirtschaftswachstum fördert, um das Land am Laufen zu halten. Bäcker wollen Brot backen, statt ihre Zeit mit dem Ausfüllen von Formularen zu verschwenden. Auch ideologisch motivierte Regelwerke wie die ESG-Nachhaltigkeitsregulierung passen nicht mehr in die Zeit.

ESG: Ein nicht nachhaltiges Bürokratiemonster

Eingebettet in die drei Buchstaben E=Environmental, S=Social und G=Governance hat die EU 2020 ein wohlmeinendes, aber komplexes und schwammiges Regelwerk erlassen, das umwelt- und sozialverantwortliches Investieren fördern soll. In der Praxis hat sich die ESG-Taxonomie für nachhaltiges Investieren als Paradebeispiel für kontraproduktive Bürokratie erwiesen. In Umkehrung von Goethes Mephistopheles (Faust: Der Tragödie erster Teil) könnte man das Werk der Brüsseler Bürokraten wie folgt beschreiben:

„Wir sind ein Teil von jener Kraft, die stets das Gute will und stets das Böse schafft.“

Die Taxonomie ist der ideologisch motivierte Versuch, die Anlagewelt in Gut und Böse unterteilen zu wollen. Sie ist Ausdruck einer gefühlten moralischen Überlegenheit und getragen von einem tiefen Misstrauen gegenüber unternehmerischem Handeln. Nachhaltigkeit ist keine

eindeutig definierbare Messgröße, sondern eine durch langfristiges Denken und integrires Handeln geprägte Einstellung. Nachhaltige Unternehmen bieten ihren Kunden überzeugende Produkte und Dienste an, motivieren ihre Mitarbeiter, pflegen einen fairen Umgang mit Geschäftspartnern, berücksichtigen Umweltbelange, halten sich an die Gesetze und zahlen Steuern. Viele Unternehmen, vor allem Mittelständler, agierten schon Jahrzehnte nachhaltig, bevor praxisfremde EU-Bürokraten auf die Idee kamen, ihnen zu erklären, was das eigentlich ist.

Die Hybris, die hinter dem Taxonomie-Entwurf steht, und die zahlreichen Ungereimtheiten des Regelwerks hatten wir bereits im Jahr 2018 in mehreren Kapitalmarktberichten ausführlich beschrieben. Schwer messbare Kriterien und widersprüchliche Einstufungen (Atomenergie in Frankreich grün, in Deutschland nicht), die sich im Zeitablauf ändern können (Rüstungsgüter) oder mit einem gigantischen Erhebungsaufwand verbunden sind (Lieferkettengesetz), sind Ausdruck einer nicht nachhaltigen Regulierung. Zudem erlauben wachsweiße Formulierungen im Zweifel nahezu alles als gut, nachhaltig und damit ESG-konform zu definieren.

Ein ganzes Ökosystem entstand. ESG-Ratingagenturen, Berater, Zertifizierer, Anwälte, Wirtschaftsprüfer, NGOs, ESG-Fachabteilungen und ESG-Fonds erhofften sich neue lukrative Betätigungsfelder. Fonds mit ESG- oder Nachhaltigkeits-Label schossen wie Pilze aus dem Boden, viele bestehende Fonds wurden einfach umbenannt und als nachhaltig deklariert. Oft handelte es sich nur um alten Wein in neuen ESG-Schläuchen. „Greenwashing“ schien opportun, bei Finanzprodukten und in den Geschäftsberichten von Unternehmen. Nutznießer des Regelwerkes verweisen gerne auf die erzielten Fortschritte, etwa wenn Unternehmen in den letzten Jahren ihren CO₂-Ausstoß oder Wasserverbrauch gesenkt haben. Dies ist aber nicht der ESG-Bürokratie zu verdanken, sondern Ergebnis wirtschaftlicher Erwägungen und neuer Technologien.

Inzwischen hat das ESG-Label einen faden Beigeschmack bekommen. Die ESG-Profiteure fürchten um ihre Pfründe und hoffen, das Bürokratiemonster mit etwas „Finetuning“ noch zu retten. Das würde aber alles noch komplexer machen. Deshalb sollte der Feldversuch beendet und das Regelwerk der Taxonomie abgeschafft werden. Dann bliebe es dem Gesetzgeber überlassen, sinnvolle Rahmenbedingungen zu schaffen, innerhalb derer die Unternehmen nachhaltig wirtschaften können.

Das Regelwerk der ESG-Taxonomie
schafft Bürokratie, aber keine besseren Unternehmen.
Es sollte deshalb abgeschafft werden.

ANLAGESTRATEGIE

Die „America first“-Politik der neuen US-Regierung erhöht die Unsicherheit und senkt die Wachstumsperspektiven. An den Aktienmärkten gilt derzeit „America last“. Die schwache Entwicklung des US-Aktienmarkts im ersten Quartal ist zwar nur eine Momentaufnahme, kratzt aber am Image der US-Börse als verlässlicher Performance-Lieferant. Ironischerweise lief es in Europa deutlich besser.

Ausländische Investoren haben in den vergangenen Jahren viel Geld in US-Aktien gesteckt. Ihr Anteil am US-Markt beträgt nach Schätzungen von Goldman Sachs rund 18 Prozent, doppelt so viel wie vor 20 Jahren. Darunter dürften sich auch Millionen europäischer Kleinanleger befinden, die ihr Geld in global ausgerichtete Fonds angelegt haben. Damit sind sie dank der hervorragenden Entwicklung des US-Aktienmarktes gut gefahren. Doch mit der starken Performance von US-Aktien wuchs auch deren Anteil am globalen Aktienindex MSCI World. Ende 2024 erreichte er die Rekordmarke von 73 Prozent. Aus dem Weltindex wurde ein US-Index mit ein bisschen internationaler Beimischung. Internationale Anleger, die davon ausgingen, dass ihre Gelder weltweit breit gestreut sind, werden angesichts der unerwarteten US-Schwäche langsam unruhig.

Der „Trump-Put“ liegt tiefer

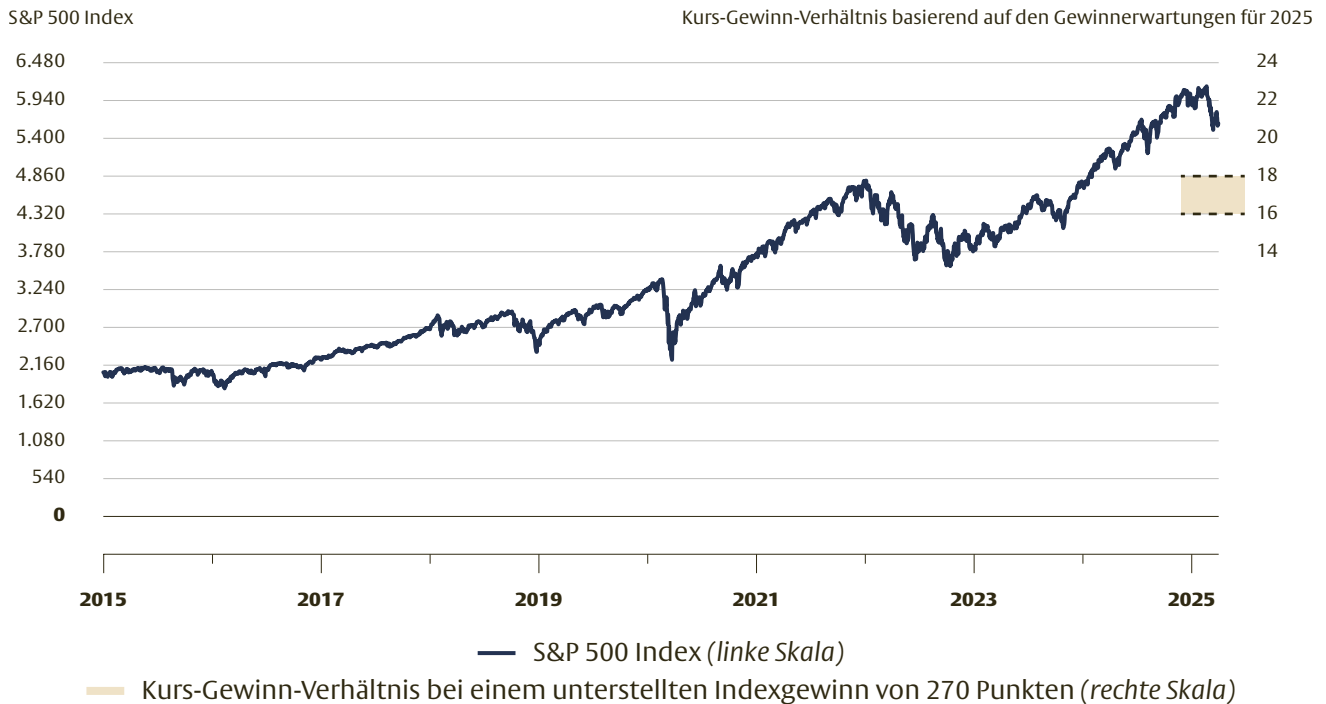
Nach der Wahl von Donald Trump sprach vieles für eine Fortsetzung der Rally in den USA. Der Boom um die künstliche Intelligenz nährte kühne Erwartungen bei Technologieunternehmen, und der in Aussicht gestellte Abbau der auch in den USA ausufernden Bürokratie weckte die Hoffnung, dass sich die Rahmenbedingungen für Unternehmen in den USA weiter verbessern würden. Inzwischen

ist aber Ernüchterung eingetreten. Trumps Politik sorgt für Chaos und Unsicherheit. Selbst eine Rezession in den USA scheint nicht mehr ausgeschlossen. Dabei galt Trump eigentlich als Garant für eine florierende Wirtschaft und steigende Aktienkurse. Bekanntlich misst er den Erfolg seiner Politik gerne an der Entwicklung des Aktienmarktes, in den die Amerikaner große Teile ihrer Ersparnisse angelegt haben. Schon deshalb werde Trump dafür sorgen, dass die Kurse nicht deutlich fallen werden, was der Fachjargon als „Trump-Put“ bezeichnet.

Nun aber zeigt sich, dass er sich nicht von fallenden Aktienkursen einschüchtern lässt. Schmerzen müssten in Kauf genommen werden, um das Ziel einer Neuausrichtung der US-Wirtschaft zu erreichen. Der Aktienmarkt bleibt für ihn zweifellos ein bedeutender Gradmesser, aber das Vermächtnis, als Retter der USA in die Geschichte einzugehen, scheint ihm wichtiger. Sein „man on the moon“-Projekt heißt „MAGA“ und dafür muss man auch mal Kursrückschläge am Aktienmarkt als temporäre Nebenwirkung akzeptieren.

Natürlich würde ein starker und nachhaltiger Abwärtstrend an der Börse Trump nicht unbeeindruckt lassen. Aber bevor er einzelne Maßnahmen zurücknimmt oder andere beschließt, die das Blatt wenden

Grafik 8

„Trump-Put“ oder Bewertungsboden?

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2025

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

könnten, müsste es schon tief in den Keller gehen. Ein möglicher Trump-Put dürfte daher tiefer liegen, als von Anlegern erhofft, zumal die Zwischenwahlen im Herbst 2026 als nächster ernsthafter Stimmungstest noch weit entfernt sind. Außerdem ist Trump gut darin, Sündenböcke zu finden, denen er die Verantwortung für eine Wirtschaftsflaute oder einen Kurseinbruch am Aktienmarkt in die Schuhe schieben kann. Es ist deshalb fast müßig, das Rückschlagpotenzial zu definieren, ab dem ein möglicher Trump-Put greift.

Hilfreicher ist es, ein Gefühl für den fundamentalen Boden des Aktienmarktes zu entwickeln. Als gängiger Maßstab dient das Bewertungsniveau von Aktien, also das Verhältnis vom Börsenwert eines

Unternehmens zu dessen Gewinn. Nach den Kursrückgängen im ersten Quartal haben sich die Börsenwerte der US-Unternehmen reduziert, nicht aber die erwarteten Unternehmensgewinne. US-Aktien sind also „günstiger“ geworden, jedenfalls dann, wenn man die Konsenserwartungen der Analysten zugrunde legt. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von knapp 21 (gemessen am S&P 500 Index) sind sie aber immer noch deutlich teurer als im historischen Durchschnitt von circa 18.

Die in Grafik 8 gezeigten Bewertungs- und Indexniveaus verdeutlichen, wo der US-Aktienmarkt beziehungsweise S&P 500 Index notieren würde, wenn sich die Bewertung wieder „normalisiert“. Legt man den historischen Durchschnitt zugrunde,

wären es 4.860 Indexpunkte, also rund 13 Prozent tiefer als zum Quartalsende beziehungsweise 21 Prozent unter dem Höchststand im Februar. Bei einem KGV von 16, ab dem man den Aktienmarkt als günstig bezeichnen könnte, wären es nur noch 4.320 Indexpunkte beziehungsweise minus 30 Prozent vom Top. Sollten die erwarteten Unternehmensgewinne wegen des Zollchaos und einer folgenden Rezession nicht erreicht werden, läge der Bewertungsboden noch tiefer. Um wie viel, hängt davon ab, wie nachhaltig der Gewinnrückgang von Investoren eingeschätzt wird (die vorgenannten Szenarien sind allerdings nicht als Prognose zu verstehen).

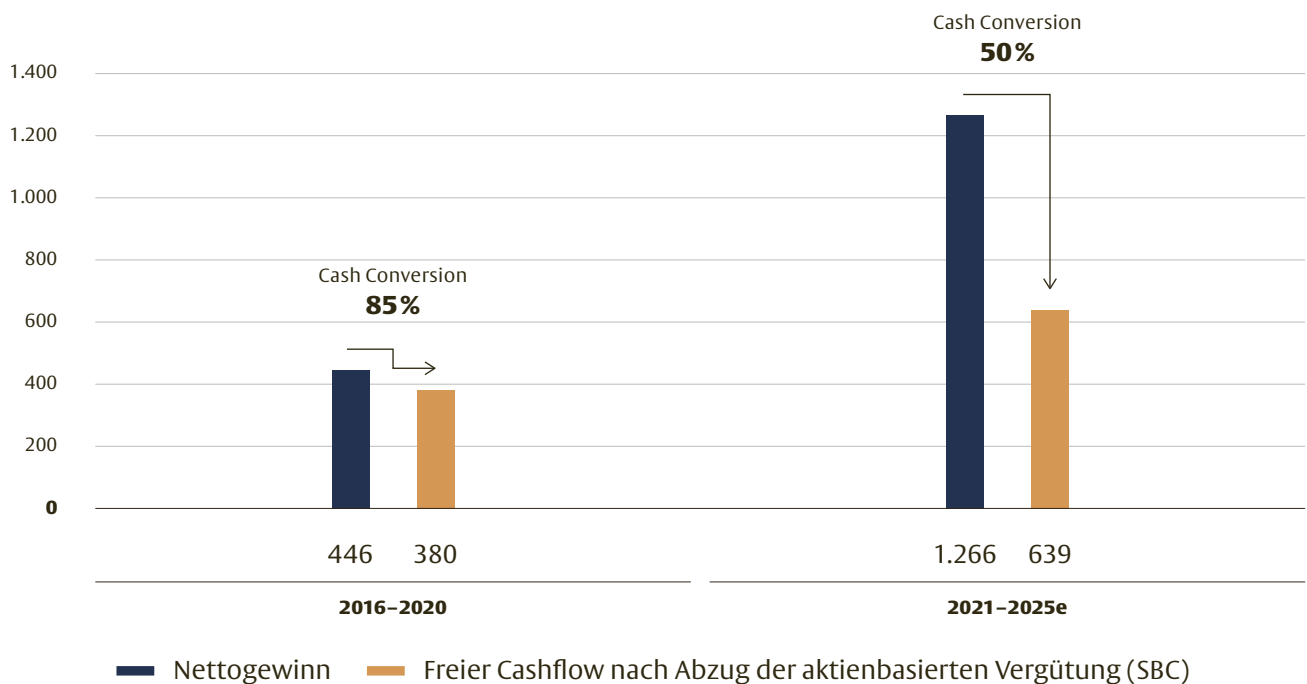
Freier Cashflow leidet unter Investitionsboom

Es bleiben die Hoffnungen auf eine Fortsetzung des KI-Booms. Darauf basiert auch der Optimismus der Analysten, die den Tech-Unternehmen in diesem Jahr große Gewinnsprünge zutrauen. Die Kehrseite der Medaille sind die damit verbundenen hohen Investitionsausgaben. Sie mindern den freien Cashflow – also das, was vom Gewinn auch auf dem Konto ankommt (vgl. Grafik 9). Ein Blick auf die „Cash Conversion“ der vier größten Investoren (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft) zeigt, dass in den vergangenen fünf Jahren nur noch die

Grafik 9

Big Spender: AI-Wettrüsten drückt den freien Cashflow

Gewinn und freier Cashflow in Milliarden US-Dollar: 2016–2020 vs. 2021–2025e*



* Ausgewähltes Unternehmenssample, bestehend aus Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft (Schätzung für 2025).

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2025

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

Hälfte der Nettogewinne in freie Cashflows konvertiert werden konnte (Zahlen für 2025 geschätzt). In den fünf Jahren davor waren es noch 85 Prozent. Die Gewinne haben sich verdreifacht, die freien Cashflows sind aber nur um 68 Prozent gestiegen.

Das muss nicht bedeuten, dass die Aktien der vier Technologieriesen überbewertet sind, wohl aber, dass sie teurer sind, als es auf den ersten Blick scheint. Da sie ein hohes Gewicht in den einschlägigen Indizes haben (13 Prozent am S&P 500 und knapp zehn Prozent am MSCI World Index), läge auch hier die Bewertung etwas höher als es das Kurs-Gewinn-Verhältnis anzeigt.

Die im Kapitalmarktbericht 2024 in Aussicht gestellte Dekade mit einer bescheideneren Performance des Aktienmarktes beziehungsweise

des MSCI World Index könnte also begonnen haben, denn die hohe Bewertung von US-Aktien hat bereits sehr viel Positives eingepreist. An der Dominanz des US-Aktienmarktes wird dies zwar wenig ändern, aber die starke Outperformance gegenüber dem Rest der Welt dürfte erstmal vorbei sein.

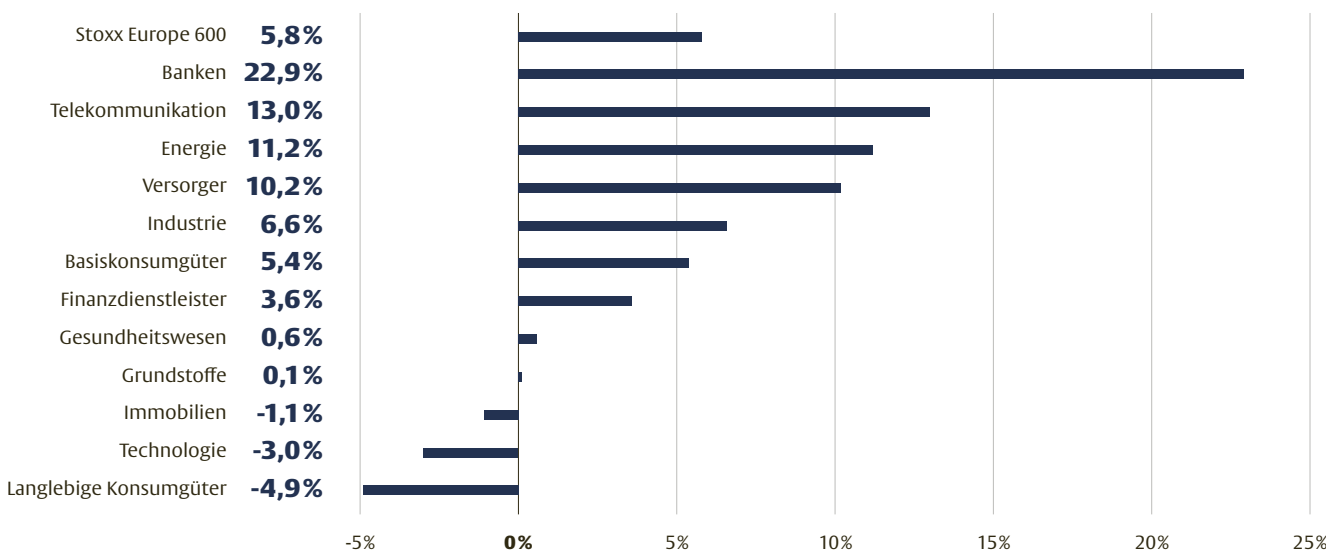
Diversifikation zahlt sich wieder aus

Auch wenn die jüngste Outperformance europäischer Aktien nicht fortgeschrieben werden sollte, verdeutlicht sie, dass es sich lohnen kann, Aktienportfolios breiter zu diversifizieren. Der US-lastige MSCI World Index, mit einem Europaanteil von nur 15 Prozent, ist dazu nicht mehr geeignet.

Grafik 10

Binnenorientierung in Europa

Stoxx Europe 600: Sektorperformance im ersten Quartal 2025



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2025

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

Die gute Entwicklung europäischer Aktien im ersten Quartal war vor allem auf binnenorientierte Sektoren wie Banken, Telekommunikation, Energie (Öl) und Versorgung (Strom) zurückzuführen. Exportlastige Branchen, insbesondere langlebige Konsumwerte (Luxusgüter, Autos), litten dagegen unter der „America first“-Politik der US-Regierung (vgl. Grafik 10). Hier ist allerdings inzwischen sehr viel Negatives eingepreist.

Wenn negative Nachrichten die Schlagzeilen bestimmen, tendieren die betroffenen Aktien zur Überreaktion. Die USA sind ein wichtiger, aber nicht der einzige Absatzmarkt. Zölle verteuern die Produkte (zum Beispiel Autos und Luxusgüter), aber starke Marken werden auch zu höheren Preisen gekauft. Nicht alles wird importiert, sondern manches auch vor Ort produziert. Viele europäische Unternehmen sind global aufgestellt und oft sehr resilient. Und wer weiß, wie die Zölle am Ende genau ausgestaltet werden, ob es Ausnahmen gibt oder manche doch wieder abgeschafft werden, wenn der Plan nach hinten losgeht.

Gold, die unpolitischste Anlageklasse

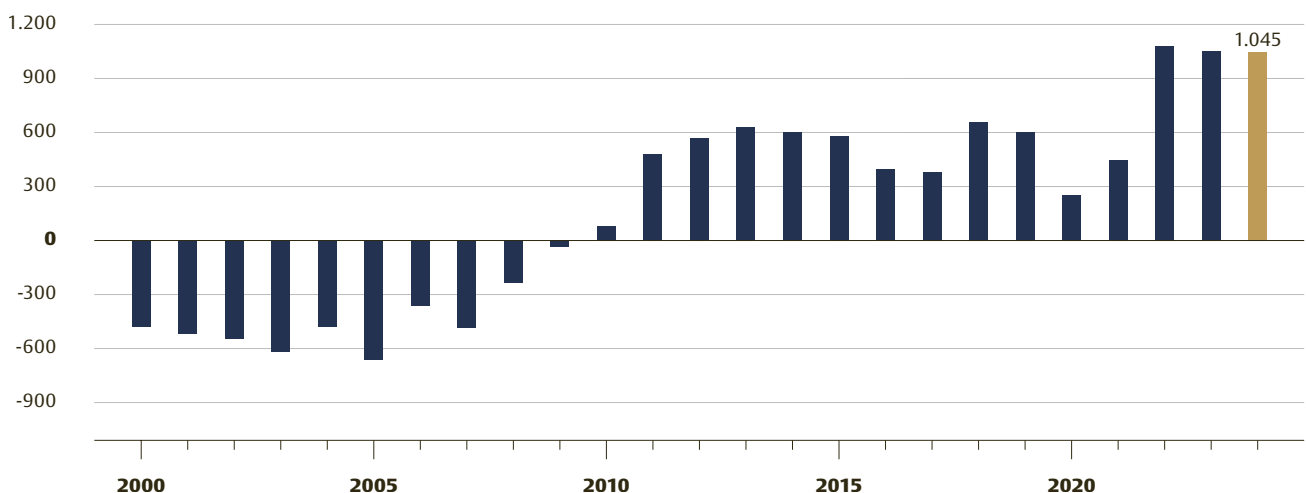
Der Goldpreis spiegelt die globalen Unsicherheiten wider. Notenbanken und Investoren in manchen Regionen der Welt wollen ihre Währungsreserven vor dem Zugriff der US-Regierung schützen. Die einzige große und liquide Anlageklasse, die das ermöglicht, ist Gold. US-Staatsanleihen könnten von der US-Regierung konfisziert oder mit einer Transaktionssteuer belegt werden, die der US-Präsident jüngst im Rahmen eines möglichen „Mar-a-Lago Accords“ ins Spiel brachte.

Im vergangenen Jahr lagen die Nettogoldkäufe der Notenbanken bereits das dritte Jahr in Folge bei mehr als 1.000 Tonnen (vgl. Grafik 11). Zu den größten Käufern zählten die chinesische, die indische, die polnische und die türkische Zentralbank.

Rückenwind erfuhr der Goldpreis zuletzt aber auch wieder von Finanzinvestoren, die sich lange Zeit in

Grafik 11

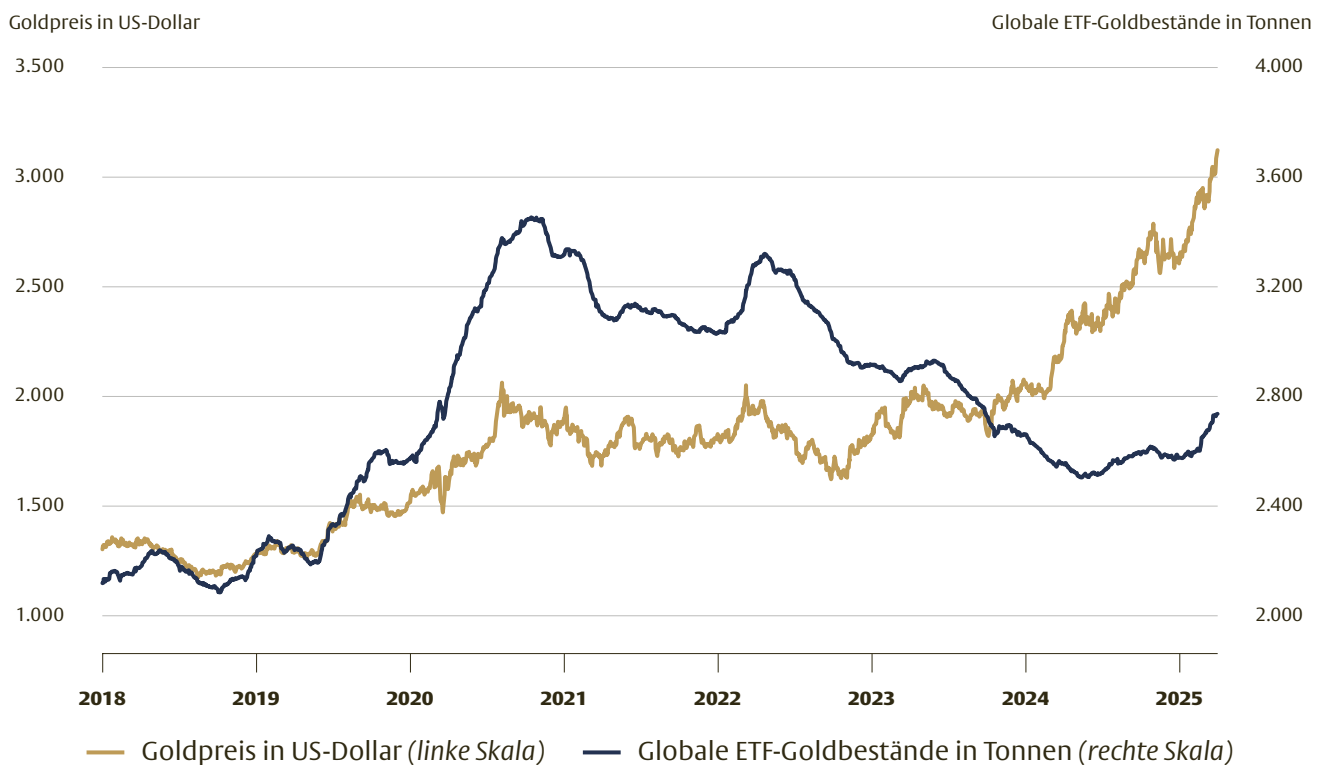
Die unpolitische Währung der letzten Instanz Nettogoldkäufe der Zentralbanken in Tonnen pro Jahr



Quelle: LSEG Datastream, World Gold Council, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2025

Grafik 12

Die Investmentnachfrage hat sich stabilisiert Globale ETF-Goldbestände: Jetzt kaufen auch Finanzinvestoren wieder Gold



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2025

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

Abstinenz geübt hatten. Sie erwerben Gold nicht physisch, sondern in Form von ETFs, die zumeist mit physischem Gold hinterlegt sind. Im ersten Quartal 2025 sind die globalen ETF-Goldbestände um rund 160 Tonnen auf zuletzt 2.740 Tonnen gestiegen. Damit scheint der Abwärtstrend der vergangenen Jahre gestoppt (vgl. Grafik 12).

Der jüngste Anstieg der ETF-Goldbestände mag auch einem Nachholeffekt geschuldet sein. Die starke Entwicklung des US-Aktienmarktes hat Goldanlagen für performanceorientierte Investoren wenig erstrebenswert erscheinen lassen. Nun aber stockt

die Rally am Aktienmarkt und gleichzeitig verschärft sich die geopolitische Lage. Hinzu kommt die Sorge, dass Trump die Unabhängigkeit der US-Notenbank gefährden und den US-Dollar schwächen könnte. Damit steigt auch die Bedeutung von Gold als Währung der letzten Instanz. Leider.

FAZIT

Nach zehn Wochen im Amt hat Donald Trump die Welt mit einer chaotischen Zoll-, Innen- und Außenpolitik durcheinandergewirbelt. Verbündete wurden zu Feinden, Zölle zur Waffe und der dringend notwendige Bürokratieabbau zu einer ideologischen Säuberung. Er untergräbt die Gewaltenteilung und scheint das Land mit einem postdemokratischen Umsturz von oben übernehmen zu wollen. Das schwächt den Wirtschafts-, Bildungs- und Forschungsstandort und wird Amerika nicht „great again“ machen.

Für das schläfrige Europa ist dies ein Weckruf. Auf einmal muss man sich selbst verteidigen, statt dies von den USA erledigen zu lassen, die vor allem als Absatzmarkt für europäische Güter geschätzt wurden. Vor allem für das bequeme und selbstgefällige Deutschland mit seiner lähmenden Bürokratie und seinem aufgeblähten Wohlfahrtsstaat wird es nun eng. Die neue Regierungskoalition versucht mit zwei gigantischen, neuen Schuldentöpfen den Befreiungsschlag. Die Hoffnung auf eine Revitalisierung Europas ist groß. Das Enttäuschungspotenzial dürfte noch größer sein. Ein echter Befreiungsschlag für Europas größte Volkswirtschaft ist angesichts des

parteipolitischen Klein-Kleins der Neukoalitionäre kaum zu erwarten. Gelingt es nicht, das Land wieder auf Spur zu bringen und das Vertrauen der Bürger zurückzugewinnen, wird Deutschland bei der nächsten Bundestagswahl seinen eigenen Trump-Moment erleben.

Der steigende Goldpreis spiegelt das wachsende Konfliktpotenzial in der Welt und die Sorge über die hohe Staatsverschuldung und die Unabhängigkeit der US-Notenbank unter Trump wider. Hohe Zölle schwächen die Wirtschaft und die besonders betroffenen Unternehmen. Resiliente Unternehmen sind hiervon aber nur temporär betroffen, sie passen sich an. Negative Schlagzeilen und fallende Kurse bieten deshalb auch Chancen. Der KI-Boom wird anhalten, aber nicht zwangsläufig zu einem neuen Börsenboom der gesamten Technologiebranche führen. Die USA bleiben im Technologiebereich die unangefochtene Nummer eins, was allerdings nicht für die Entwicklung am Aktienmarkt gelten muss. Vor diesem Hintergrund sind Diversifikation und Flexibilität bei der Geldanlage keine leeren Worte, sondern wichtiger denn je.



Dr. Bert Flossbach

Köln, den 3. April 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, Simon Jäger, Dr. Kai Lehmann,
Thomas Lehr, Julian Marx, Jonas Nahry, Dr. Tobias Schafföner
Redaktionsschluss 3. April 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.

