

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren





Lassen Sie uns raten:

Sie haben, so wie die meisten Kolleginnen und Kollegen bei Flossbach von Storch auch, die Mona Lisa gesehen, richtig? Nun ja, Ihr Gehirn hat Ihnen einen Streich gespielt. Es hat Bekanntes miteinander verknüpft – und Sie so auf die falsche Fährte geführt. Der Psychologe nennt es Mustererkennung.

Was das mit unserer Profession, der Geldanlage, zu tun hat?
Sehr viel sogar!

Die größte Gefahr für das eigene Vermögen entspringt nicht der nächsten Krise – die kommt bestimmt! Wichtiger ist, wie Anleger darauf reagieren. Also alles reine Kopfsache. Was dieser Befund wert sein kann, finden Sie ab der Seite 32.



AUF EIN WORT

Die Notenbanken werden ihre restriktivere Zinspolitik erst dann beenden, wenn die Inflationsraten dauerhaft gefallen sind. Es sei denn, ihre „Antiinflationpolitik“ verursacht zuvor Schäden, die in Summe größer sind als ihr Nutzen. Ausgeschlossen ist das nicht.

Weltweit haben sich Schuldner, ganz gleich ob Staaten, Unternehmen oder Häuslebauer, in den vergangenen Jahren an die günstigen Kredite gewöhnt. Das Ende des billigen Geldes dürfte vor allem jene hart treffen, die abhängig sind von niedrigen Zinsen. Nicht wenige sind das. Der Gewöhnungseffekt ist tückisch!

Ob die Notenbanken in ihrem Kampf gegen die Inflation schlussendlich erfolgreich sind, wissen vermutlich nicht einmal deren Vertreter zu sagen. Die Investoren werden sich deshalb von einer Notenbanksitzung zur nächsten hangeln; sie werden immer wieder versuchen, das Ende des Zinserhöhungszyklus auszuloten. Mal wird es gefühlt nah sein, so wie zu Beginn des Jahres, und die Kurse

steigen, mal in weiter Ferne, und sie fallen. Ein ständiges Auf und Ab – ohne verlässlichen Trend. Deutlichere Rücksetzer nicht ausgeschlossen.

Nichtsdestotrotz braucht es für den Kapitalerhalt langfristig die Aktien guter Unternehmen. Stand heute entsprechen deren Bewertungen in etwa dem derzeitigen Zins- und Renditeniveau. Höhere Zinsen würden die Bewertungen abermals drücken. Umso mehr kommt es für langfristig denkende Investoren darauf an, die richtigen Titel auszuwählen und das Portfolio möglichst intelligent zu diversifizieren – einerseits.

Andererseits dürfte das aktuelle Umfeld immer wieder Gelegenheiten bieten. Das gilt nicht nur für Aktien, sondern auch für Anleihen. Deren Chance-Risiko-Profil hat sich in den vergangenen zwölf Monaten spürbar verbessert. Als langfristig denkende Investoren sind wir deshalb zuversichtlich, dass die Zukunft wieder bessere Jahrgänge für Anleger bereithält, auch wenn der Weg dorthin erst einmal steinig sein wird.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre!

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



Flossbach von Storch
POSITION 1/2023

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





Flossbach von Storch
POSITION
 1/2023

WELTBILD

Gesellschaft

6 **Erkenntniswende**

Interview

18 **„Das Ende der Illusionen“**

Notenbanken

24 **Der Mann, der Paul Volcker sein will**

Die Welt in Charts

28 **Weniger ist mehr**

Kolumne

30 **Mail aus Shanghai**

ANLAGESTRATEGIE

Titel

32 **Kopfsache**

Interview

40 **„Geldanlage muss konstruktiv sein“**

Techbranche

44 **Rückkehr in die Realität**

Anleihen

52 **Ohne Moos nichts los**

Interview

56 **„Am Ball bleiben“**

Qualitätsaktien

60 **Keine Panik**

KONTEXT

Essay

63 **Auf Nummer sicher (?)**

In eigener Sache

75 **Der andere Blick**

History

76 **Bittere Hoffnungslosigkeit**

Strategie & Strategie

84 **„Wie hoch ist Ihr Fremdwährungsanteil?“**

86 Glossar



Gesellschaft

Erkenntniswende

Inflation, Energiepolitik oder Sozialstaat – Probleme gibt es viele. Wie wir damit umgehen sollten.

6

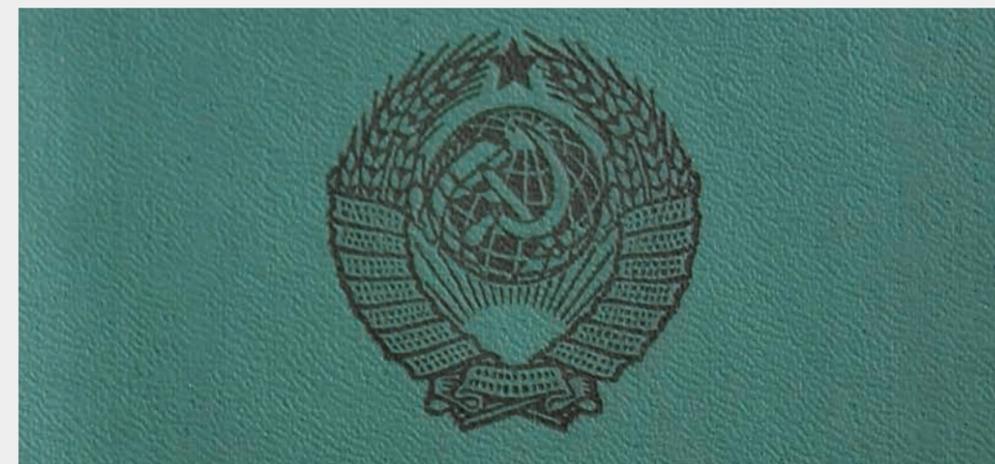


Interview

„Geldanlage muss konstruktiv sein“

Kurt von Storch über Krisen, deren Gemeinsamkeiten und langfristige Renditeerwartungen.

40



History

Bittere Hoffnungslosigkeit

Wie Putin mit seinem Traum von einer neuen Sowjetunion die Zukunft Russlands verspielt.

76

ERKENNTNIS

WENDE

Zeiten ändern sich. Das Tempo und die Vielzahl der Veränderungen waren aber selten so groß wie jetzt. Was bedeutet das für uns, unsere Überzeugungen und die Finanzen?

von Bert Flossbach

Die Welt ist komplex. Wenn Menschen ihr Weltbild ändern (müssen), weil sich Realitäten verändert haben, kann das einige geistige Arbeit bedeuten. Schlagworte können dabei helfen. Zumindest wenn sie einen sich wandelnden Zeitgeist treffend titulieren. So, dass die Menschen auch noch Jahrzehnte später wissen, was damals los war. Das „Wirtschaftswunder“ wäre ein Beispiel, vielleicht auch die „68er-Revolution“ oder die „Wendezeit“.

Seit dem vergangenen Jahr hat sich auch für uns einiges geändert. Die Gesellschaft für deutsche Sprache hat dafür den Begriff „Zeitenwende“ zum Wort des Jahres 2022 gekürt. Das Wort „Zeitenwende“ bedeutet das Ende eines Zeitalters und den Beginn eines neuen. Der Übergang kann abrupt, aber auch langsam fließend erfolgen. Beschreibt das Wort unsere aktuelle, neue Lage treffend?

Der deutsche Kanzler Olaf Scholz hatte das Wort in seiner Bundestagsrede zum russischen Angriff auf die Ukraine benutzt, um den Beginn einer neuen Ära in der europäischen Nachkriegsordnung zu beschreiben. Zu diesem Zeitpunkt lag die Annexion der Krim durch Putin aber schon acht Jahre zurück. Es hat ziemlich lange gedauert, bis die Erkenntnis gereift ist, dass es sich bei Wladimir Putin um einen kriegswilligen Herrscher handelt.

Bei der im Februar 2022 beschworenen „Zeitenwende“ handelt es sich also vielleicht eher um eine „Erkenntniswende“. Erst mit dem Vollzug einschneidender Maßnahmen, das heißt „Taten statt Worten“, kann von einer Zeitenwende gesprochen werden.

Wir erleben gerade eine besonders erkenntnisreiche Zeit, die nicht nur das Verhältnis zu Putins Russland, die Verteidigung von Land und Demokratie oder die Energieversorgung betrifft. Auch die Leistungsfähigkeit des Sozialstaats, die Qualität des Standorts Deutschland, die Zero-Covid-Politik Chinas oder die Nachhaltigkeit von Geldpolitik und Kapitalanlagen unterliegen einem Erkenntniswandel.

Wir haben einmal versucht, die Themen zu sortieren, auf denen sich unsere, vielleicht auch typisch deutsche Sicht geändert hat. Ohne den Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben, sind zumindest nach unseren Erkenntnissen, mit Blick auf Deutschland gleich neun neue Sichtweisen zusammengekommen.

Energiepolitik

Dem Selbstverständnis einer billigen Energieversorgung durch russisches Gas, unterstützt von ein bisschen Wind und Sonne, ist die Erkenntnis gewichen, dass damit noch längst keine sichere Energieversorgung gewährleistet werden kann. Die 2011 eingeleitete deutsche Energiewende war nicht durchdacht. Alle Energieträger fast gleichzeitig durch Wind und Sonne ersetzen zu wollen, war wohl reichlich naiv. Damit ist auch das deutsche Geschäftsmodell, das auf billigen Energieimporten und einer florierenden Exportwirtschaft basiert, in Gefahr geraten. Die Erkenntniswende, dass Wohlstand nicht gottgegeben ist, sondern erarbeitet werden muss, steht allerdings noch aus.

Der Euro

Erstmals seit 2002 ist die Einheitswährung im vergangenen Jahr wieder unter die Parität zum US-Dollar gefallen. Der Euro ist nicht der Nachfolger der D-Mark, aus unserer Sicht eher eine Mischung aus D-Mark und italienischer Lira. Selbst wenn es hier zu einer Erkenntniswende käme, würde diese keine Zeitenwende einläuten. Dazu fehlen der politische Wille und die Durchsetzungskraft.

Zero-Covid-Politik

China vollzog im Jahr 2022 gleich zwei Erkenntniswenden: Im März glaubte man erkannt zu haben, dass nur ein brutaler Lockdown die unzureichend geimpfte Bevölkerung und das schwache Gesundheitssystem schützen könne. Doch das Virus ließ sich davon nicht beeindrucken. Als die Bevölkerung aufbegehrt und dem Land der wirtschaftliche Kollaps drohte, kam es zu einer erneuten Erkenntniswende. Weitreichende Ad-hoc-Lockerungen führten zu chaotischen Zuständen in den Krankenhäusern, geben aber auch Hoffnung, dass China bald wieder zurück zur Normalität findet.

Geldpolitik

Für die Zentralbanken markierte das Jahr 2022 zweifelsfrei eine Erkenntniswende. Die Inflation ist kein temporäres Phänomen, sondern eine ernst zu nehmende Bedrohung für den langfristigen Wert des Geldes und den Wohlstand. Angesichts des drohenden Vertrauensverlusts begann die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) ihren Erkenntnisgewinn im März 2022 mit der ersten von zuletzt insgesamt acht Zinserhöhungen umzusetzen. Die Europäische Zentralbank (EZB) folgte im Juli mit ihrem ersten von bisher fünf Zinsschritten. Die Zinswende des Jahres 2022 markiert das Ende der ultralockeren Geldpolitik, die, abgesehen von einem kurzen Intermezzo in den USA, mehr als eine Dekade währte. Ob dies nun den Beginn einer geldpolitischen Zeitenwende markiert, wie sie der frühere US-Notenbankchef Paul Volcker Anfang der achtziger Jahre vollzog, ist noch keineswegs sicher. Der Wille beim aktuellen Fed-Vorsitzenden Jerome Powell ist zwar da („We will keep at it until we are confident the job is done.“), doch die hohe Verschuldung begrenzt den Handlungsspielraum der US-Fed. Dies gilt in noch stärkerem Maße für die EZB, die zudem noch die Herkulesaufgabe hat, das Ziel der Preisstabilität mit dem politischen Ziel, den Euro zusammenzuhalten, in Einklang zu bringen.

Politik steht aber noch aus. Weil der Zugriff der Babyboomer auf die Rentenkasse langsam und fließend erfolgt, fehlt ein „Trigger“, ein „Wumms“, wie Bundeskanzler Olaf Scholz es formulieren würde, der eine neue Ära in der Rentenpolitik einleitet.

Verteidigungspolitik

Bei der Verteidigungspolitik kam es mit dem Angriffskrieg Putins zu einer eindrucksvollen Erkenntniswende. Demokratie ist ein hohes Gut, das es gegen Angreifer zu verteidigen gilt. Um die hundert Milliarden Euro, die Kanzler Olaf Scholz zur Wiederherstellung der Verteidigungsbereitschaft für die Bundeswehr versprochen hat, sinnvoll investieren zu können, braucht es aber ein effizientes Beschaffungswesen. Dass dies bei der Bundeswehr offensichtlich fehlte, war schon lange ein offenes Geheimnis, das allerdings erst mit Ausrufen der Zeitenwende in das Bewusstsein der Öffentlichkeit gedrungen ist. Die Erkenntniswende scheint geschafft, die Zeitenwende bei der Verteidigungsfähigkeit liegt nun hoffentlich vor uns.

Spitzenpolitiker gelitten hat. Die Qualität und Bedeutung des Wirtschaftsstandorts nimmt ab. Per Ende Februar war nur ein deutsches Unternehmen unter den wertvollsten 100 Konzernen der Welt vertreten. Frankreich kommt auf fünf, Großbritannien auf vier und die Schweiz auf drei. Insgesamt sind noch 17 europäische Unternehmen unter den Top 100, vor 15 Jahren war es noch fast die Hälfte. Die Musik spielt in den USA und Asien, wo die Zukunft der Weltwirtschaft entschieden wird. Hiervon können deutsche Industrie- und französische Luxusunternehmen zumindest noch indirekt profitieren. Deutschland hat mit seinem Mittelstand, um den uns die Welt beneidet, noch ein Trumpf in den Ärmeln, doch auch dies ist keine Gesetzmäßigkeit. Die überbordende Regulierung zeigt, dass hier noch keine Erkenntniswende eingesetzt hat, von einer Zeitenwende ganz zu schweigen.

„Stock-based compensation“

Aus einer wohlmeinenden Absicht, Mitarbeiter am Unternehmenserfolg zu beteiligen, ist in den USA einer der größten Diebstähle der Finanzgeschichte geworden. Aktienbasierte Gehaltskomponenten sind bei US-Unternehmen seit Langem eine Selbstverständlichkeit. Im Technologie-Sektor haben sie allerdings zuletzt exzessive Dimensionen erreicht. In den vergangenen vier Quartalen des Jahres 2022 betrug der Aufwand für aktienbasierte Mitarbeitervergütungen bei den zehn größten Technologie-Unternehmen der USA rund 75 Milliarden US-Dollar (Details: siehe S. 47). Die Investoren haben das Thema lange ignoriert, weil die Kurse der „Tech-Darlings“ ja trotzdem gut liefen und es fatal gewesen wäre, deshalb die Rally zu verpassen. Mit deren Ende bahnt sich nun aber eine Erkenntniswende an. Immer mehr Investoren setzen das leidige Thema auf die Agenda. Ausgerechnet die ESG-Protagonisten haben diese Form von schlechter Corporate Governance bisher noch nicht erkannt. Ihre Schablonen begutachten nur die Spitze des Eisbergs, die Vorstandsgehälter.

Sozialstaat

Neue Erkenntnisse gibt es für viele Menschen für die als selbstverständlich erachteten umfassenden Sozialleistungen. Hier liegt die eigentliche Zeitenwende schon Jahre zurück, die Erkenntniswende der

Nachhaltigkeit

Dass nicht alles nachhaltig ist, was im grünem ESG-Gewand daherkommt, wurde Anlegern spätestens mit den Greenwashing-Skandalen im abgelaufenen Jahr klar. Eine Erkenntniswende ist damit aber noch nicht verbunden, denn noch immer glauben die ESG-Apologeten und -Bürokraten, dass es gelingen könne, die Welt mit Schulnoten in Gut und Böse zu unterteilen.

Wenn sich die Realitäten ändern, passen wir unser Handeln an. Eine Bestandsaufnahme unserer Erkenntniswende.

Erinnern Sie sich noch an den Jahreswechsel? In einem jährlichen Ritual üben sich Ökonomen, Strategen, Analysten und selbst Notenbanken in der Vorhersage der Konjunkturentwicklung, der Zinsen, Aktien und Währungskurse.

Die meisten von ihnen tun dies nicht, weil sie glauben, die Zukunft prognostizieren zu können, sondern weil es von ihnen verlangt wird, denn schließlich sind sie ja Experten. Die Punktprognosen, die dann für Dow, Dax, Dollar und Co. abgegeben werden, sind also oft dem Imperativ Dritter geschuldet, die damit nicht weniger als die Vermessung des Unbekannten verlangen, wie es unser Kollege Thomas Mayer schon einmal sehr treffend beschrieben hat.

Wie hoch werden die Zentralbanken die Zinsen noch anheben? Wann werden sie mit den Zinssenkungen beginnen? Wann ist die Baisse am Anleihe- und Aktienmarkt vorbei? Wie tief können die Kurse noch fallen? Und wann beginnt ein neuer Bullenmarkt? Das sind alles wichtige Fragen, die (mehr oder weniger intensiv) in allen möglichen Marktprognosen abgehandelt werden. Das Problem: Niemand kann sie derzeit mit gutem Gewissen beantworten, zumindest nicht mit einer konkreten Prognose für Monate oder Kalenderjahre.

Manchmal gibt es aber auch Gewissheiten. Dass Anleihen keine gute (dauerhafte) Anlage sein können, wenn sie eine garantiert negative Rendite haben, war eine solche Gewissheit. Folgerichtig haben wir dort, wo es die Anlagerichtlinien erlaubten, lange Zeit keine Anleihen gehalten. Dass 2022 das schlimmste Anlagejahr für Anleihen werden sollte, hatten auch wir nicht prognostiziert – dass es aber, wie schon das Jahr zuvor, kein gutes werden konnte, lag in der Natur des negativen Zinsens.

Das Beispiel aus der Praxis zeigt: Statt punktgenaue Prognosen für eine vom Kalender willkürlich definierte Anlageperiode zu machen, halten wir es für angemessener, Arbeitshypothesen aufzustellen. Auch diese erweisen sich rückblickend nicht immer als richtig, wie die Kernaussagen aus dem Jahr 2021 zeigen (siehe rechts).

Wichtig ist, neue Erkenntnisse zu berücksichtigen und die Arbeitshypothesen entsprechend anzupassen. Die gravierendste Anpassung innerhalb des vergangenen Jahres wurde durch den Krieg in der Ukraine und die Lockdowns in China ausgelöst. Die Inflation stieg noch stärker als zuvor erwartet, und die Notenbanken haben darauf im zweiten Halbjahr mit großer Entschlossenheit reagiert und die Zinsen drastisch erhöht. Die folgenden Beispiele zeigen, wie sich die neue Lage in unseren Überzeugungen umgesetzt ist.

— 1 —

Es spricht viel dafür, dass die Inflation in den nächsten Jahren deutlich höher sein wird als in der vergangenen Dekade.

Diese Aussage hat sich zwar als richtig erwiesen, das Ausmaß der Inflation hat unsere Erwartungen aber deutlich übertroffen.

— 2 —

Eine echte Zinswende, die das Zinsniveau wieder auf oder über das Inflationsniveau hebt, ist nicht praktikabel. Der Realzins wird deshalb noch lange unter Null bleiben.

Diese These erschien im Jahr 2021 noch sehr plausibel. Aus heutiger Sicht muss man hier aber differenzieren – die Aussage ist letztlich falsch und richtig zugleich. Nominal betrachtet ist die Zinswende inzwischen vollzogen. Die Realzinsen sind aber immer noch negativ. In den USA könnte sich dies in einigen Monaten ändern, wenn die US-Notenbank Fed, wie aktuell indiziert, den Leitzins auf fünf Prozent erhöht und die Basiseffekte zu einem Rückgang der Inflationsrate führen. Für die EZB ist dies ungleich schwieriger. Selbst die in Aussicht gestellten weiteren Zins-schritte dürften kaum ausreichen, um das Zinsniveau wieder über die Inflationsrate zu heben und damit das Kriterium einer echten Zinswende zu erfüllen.

— 3 —

Wer in einer lang anhaltenden Phase negativer Realzinsen sein Vermögen erhalten und (oder) mehren möchte, muss einen nennenswerten Teil in Sachwerte wie Aktien und Gold investieren.

Diese Arbeitshypothese bleibt aus unserer Sicht intakt, auch wenn Aktien im Jahr 2022 empfindliche Verluste erlitten haben. Die schwache Wertentwicklung im vergangenen Jahr erhöht das Potenzial für die kommenden Jahre. Letztlich kann ein „endgültiges“ Urteil über die Richtigkeit dieser Aussage natürlich erst in einigen Jahren gefällt werden.

— 4 —

Die Bewertung von Aktien ist mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 21 (erwartete Gewinne des S&P 500 Index für 2022) historisch betrachtet eher hoch, was sich allerdings im Kontext des sehr niedrigen Zinsniveaus relativiert.

Diese Aussage erwies sich leider als falsch. Zwar sind die Unternehmensgewinne trotz aller Unbilden gestiegen und haben damit die Analystenerwartungen erreicht. Der Gewinnmultiplikator – sprich die Bewertung – ist aufgrund des starken Zinsanstiegs von 21 zu Beginn des Jahres auf das 17,5-fache zum Jahresende gefallen. Eine ähnliche Entwicklung zeigt sich auch beim Dax. Hier hat sich die Bewertung im Jahr 2022 vom 15-fachen der erwarteten Gewinne auf ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 11,3 reduziert (siehe Grafik 1).

— 5 —

Vor der Krise haben wir zudem den beginnenden Kurskollaps der völlig überbewerteten, unprofitablen Technologie-Werte beschrieben. Dazu zählten wir zum Beispiel etwa den Elektroautohersteller Rivian und Lucid, die zwar noch keine Autos verkauften, aber dank „Fantasie aus Batterie“ einen höheren Börsenwert hatten, als Mercedes oder BMW.

Diese Aussage war richtig, aber zu kurz gesprungen. Die Aktien der genannten

Grafik 1
2022: Aktienbewertungen kommen runter
Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der (erwarteten) Gewinne für die nächsten 12 Monate

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 28. Februar 2023
Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.



Grafik 2
Boom – Bust
Korrektur war bei Techfirmen aus der zweiten Reihe besonders ausgeprägt (log. Skalierung, beide indiziert auf 1. Januar 2020 = 100)

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 28. Februar 2023
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Elektroautohersteller Rivian und Lucid sind seither tatsächlich um mehr als 80 Prozent kollabiert. Auch unser im ersten Quartal 2022 skizziertes Boom-Bust-Szenario bei unprofitablen Technologie-Highflyern hat sich weiter fortgesetzt, wie das Beispiel des ARK Innovation ETFs mit einem Minus von 67 Prozent in 2022 illustriert (siehe Grafik 2). Unterschätzt hatten wir allerdings das Rückschlagpotenzial bei den großen und profitablen Technologie-Unternehmen, den Big Five*Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon und Meta, die ebenfalls deutlich Federn lassen mussten.

Angesichts der Vielzahl an Krisen ist ein klarer Fokus wichtig. Das relevanteste Thema am Finanzmarkt ist die Inflation – und deren Folgen für die Geldpolitik.

Die Höchststände bei den jährlichen Inflationsraten dürften wohl allmählich hinter uns liegen. Einen wesentlichen Beitrag dazu leisten die Energiepreise, die in den kommenden Monaten unterhalb des Vorjahresniveaus liegen könnten.

Alles gut, also? Der genauere Blick zeigt: Während Basiseffekte wie Energiepreise die „Headline“-Inflationsrate drücken, dürfte die von den Notenbanken stark beachtete Kerninflationsrate (ohne Nahrungsmittel und Energie) von aktuell sechs Prozent in den USA und fünf Prozent in der Eurozone aufgrund der hohen Lohn- und Preisdynamik hartnäckiger sein.

GEKOMMEN, UM ZU BLEIBEN

Darauf deuten zumindest verschiedene Daten hin. Auch in Deutschland. In einer Umfrage des Ifo Instituts und des Personaldienstleisters Randstad erwarteten Personalleiter deutscher Unternehmen im Durchschnitt Lohnzuwächse von 5,5 Prozent für das Jahr 2023. Da viele neue Tarifabschlüsse bis ins Jahr 2024 reichen, ist nicht mit einem baldigen Ende der Lohninflation zu rechnen. Zudem führt die demografische Entwicklung zu einer kontinuierlich steigenden Unterversorgung des Arbeitsmarkts, aus dem jährlich immer mehr Menschen ausscheiden als neu eintreten.

Daneben dürften weitere Faktoren für anhaltenden Preisaufrtrieb sorgen. Beispielsweise verursacht der Übergang zu einer „grünen Wirtschaft“ in den

kommenden Jahren hohe Kosten. Ebenso dürfte das Bestreben vieler Unternehmen, ihre Lieferketten widerstandsfähiger zu machen, zu steigenden Kosten und höheren Preisen führen.

Die Inflation ist längst bei den Bürgern angekommen, das zeigt sich auch bei den Inflationserwartungen. So erwarteten deutsche Privatpersonen zuletzt eine jährliche Inflation von fünf Prozent für die kommenden fünf Jahre, wie aus einer Bundesbank-Umfrage hervorgeht (vgl. Grafik 3).

Das ist ein Problem. Denn die Notenbanker haben immer wieder betont, wie wichtig es sei, dass sich hohe Inflationserwartungen nicht in den Köpfen der Menschen festsetzen, weil sich das auf ihre Aktivitäten, insbesondere die Lohnforderungen, auswirke. Auch wenn die Erwartungen stark vom aktuellen Inflationsempfinden abhängen und damit einem Bauchgefühl entspringen, haben die Befragten die tatsächliche Entwicklung in der Vergangenheit besser antizipiert als die chronisch optimistischen Notenbanker in ihren Prognosen (vgl. Grafik 4).

Die Grafik zeigt sehr deutlich: Auch die EZB hat eine Erkenntniswende vollzogen. Nachdem ihr Inflationsoptimismus immer wieder von der Realität widerlegt wurde und ein Vertrauensverlust drohte, hob sie ihre Inflationsprognosen zuletzt deutlich an und verschreibt sich nun einer Antiinflationpolitik. Für 2023 erwartete sie Ende vergangenen Jahres eine Inflationsrate von 6,3 Prozent, für 2024 von 3,4 Prozent und für 2025 noch von 2,3 Prozent.

Die US-Notenbank ist schon einen Schritt weiter. Die Fed erwartet schon für 2023 einen deutlichen Rückgang auf 3,1 Prozent, für 2024 sind es 2,5 Prozent und für 2025 nur noch 2,1 Prozent, womit das Inflationsziel praktisch wieder erreicht wäre (zumindest bezogen

auf den PCE-Preisindex für die privaten Konsumausgaben, der regelmäßig etwas unter der Konsumentenpreis-inflation (CPI) liegt). Die US-Notenbank gibt sich damit zuversichtlich, dass die Zinserhöhungen des Jahres 2022 schon bald ihre nachfragedämpfende Wirkung entfalten und die Inflation einbremsen werden. Zudem hat US-Notenbankchef Jerome Powell zuletzt immer wieder signalisiert, den Fuß erst dann von der Bremse zu nehmen, wenn das Inflationstempo die Zielmarke von zwei Prozent erreicht hat.

Nun versucht die EZB-Chefin Christine Lagarde, es Jerome Powell gleichzutun. Signifikante Zinsschritte und eine länger andauernde Phase höherer Zinsen sollen die Preissteigerungen dämpfen. Noch sind aber nicht alle Notenbanken auf Kurs. So hat die Bank of Japan die Zinsen noch nicht angehoben – obwohl die Inflation in Japan mit 4,3 Prozent den höchsten Stand seit gut vier Jahrzehnten erreicht hat. Immerhin: Einen kleinen Schritt hat die Bank of Japan dennoch gewagt, indem sie den Renditedeckel für 10-jährige japanische Staatsanleihen im Rahmen ihrer Zinskurvenkontrolle von 0,25 auf 0,5 Prozent angehoben hat.

Das Beispiel zeigt: Die Leitzinsen sind nur ein Teil der Geldpolitik. In den vergangenen Jahren haben die Notenbanken weltweit einen gigantischen Berg an Anleihen gekauft, um die Renditen auch am langen Ende, also bei Anleihen mit langen Laufzeiten, zu senken. Nun gilt es, die riesigen Bestände wieder abzubauen.

Die US-Fed hat damit bereits im Juni des vergangenen Jahres begonnen. Zuletzt ließ sie Staatsanleihen und hypothekebesicherte Wertpapiere in einem monatlichen Umfang von bis zu 95 Milliarden US-Dollar auslaufen. Dies klingt viel, relativiert sich aber angesichts eines Wertpapierbergs in Höhe von zuletzt rund 8.000 Milliarden US-Dollar.

Die EZB läutete ihre Bilanzsummenwende erst Ende 2022 ein und verschlechterte die Zinskonditionen für einige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte. In der Folge sank deren Volumen von 2.116 Milliarden Euro Ende Oktober auf 1.321 Milliarden Euro zum Jahresende (vgl. Grafik 5). Ab März 2023 wird die EZB dann auch damit beginnen, den Anleiheberg abzutragen, allerdings zunächst nur in homöopathischen Dosen von 15 Milliarden Euro pro Monat.

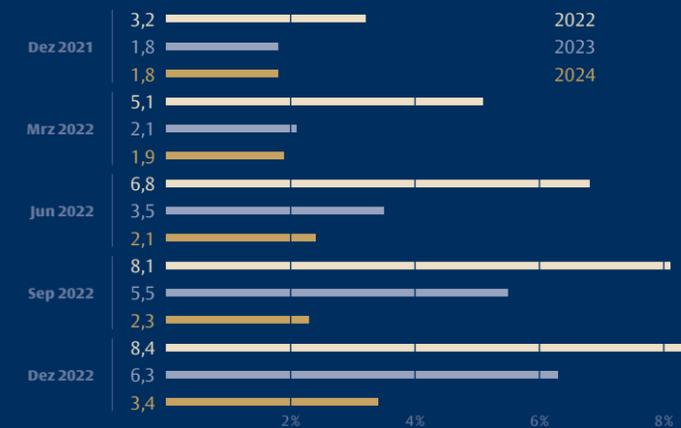
Grafik 3
Hohe Inflationserwartungen
Inflationserwartungen von Privatpersonen in Deutschland

Quelle: Bundesbank, Flossbach von Storch, Daten per 28. Februar 2023



Grafik 4
Erkenntniswende
EZB-Inflationsprognosen im Zeitablauf

Quelle: Europäische Zentralbank, Flossbach von Storch, Daten per 28. Februar 2023



Grafik 5
Von der Zins- zur Bilanzsummenwende
Wesentliche Bilanzpositionen der Europäischen Zentralbank in Milliarden Euro

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 28. Februar 2023



In der Geldpolitik kommt es immer auch auf die richtige Dosis an. Wenn Maßnahmen ergriffen werden, drohen immer auch Kollateralschäden.

Wenn es an die Bekämpfung der Ursachen von Inflation geht, gilt es immer auch, die Wirkung richtig abzuschätzen. Wie in der Medizin sollte die Therapie für den Patienten nicht mehr Schäden verursachen als die ursprüngliche Krankheit.

Einerseits ist die Bekämpfung der Inflation notwendig, damit die Menschen das Vertrauen in den Wert ihres Geldes nicht verlieren. Andererseits gibt es die Rückkehr zu niedrigeren Inflationsraten niemals „kostenlos“, im Gegenteil. Die Inflationsbekämpfung ist nach allgemeiner Einschätzung lediglich kostengünstiger, als die Inflation laufen zu lassen.

Wie weit die Notenbanken die Zinsen tatsächlich noch erhöhen und ihre Bilanzen abbauen können, bevor die Kosten der Inflationsbekämpfung nicht mehr vertretbar sind und schwerwiegende Kollateralschäden im Finanzsystem auftreten, weiß allerdings niemand, auch die Notenbanker nicht.

MÖGLICHE KOLLATERALSCHÄDEN

Viele Staaten müssen sich nun, erstmals nach Jahrzehnten, auf spürbar steigende Zinskosten einstellen. Im Jahr 2021 fielen für die Eurostaaten Zinskosten von 180,3 Milliarden Euro an. Bezogen auf die Gesamtstaatsverschuldung von 11,7 Billionen Euro entsprach das einer durchschnittlichen Zinslast von lediglich 1,5 Prozent (vgl. Grafik 6).

Sollten die Marktrenditen auf dem derzeitigen Niveau verharren, würden sich die Zinsausgaben bei unveränderter Verschuldung in einigen Jahren verdoppeln. Dieser Anstieg vollzieht sich aber nur graduell. So weisen Italiens Staatsschulden Ende vergangenen Jahres eine durchschnittliche Restlaufzeit von 7,7 Jahren auf. Die Zinsausgaben betragen im Jahr 2022 voraussichtlich knapp 70 Milliarden Euro. Das ergibt eine Durchschnittsverzinsung von rund 2,5 Prozent. Aktuell liegt die Markrendite für italienische Anleihen bei circa vier Prozent (Durchschnitt über alle Laufzeiten). Wenn die Renditen dauerhaft so hoch blieben, würden die jährlichen Zinsausgaben Italiens bei unverändertem Schuldenstand um rund 40 auf etwa 110 Milliarden Euro steigen.

Es verwundert daher nicht, dass aus Italien die schärfste Kritik an der Antiinflationpolitik der EZB kommt. Dennoch ist die Schuldentragfähigkeit der (meisten) Staaten nicht ernsthaft in Gefahr, weil die Wirtschaftsleistung und die Steuereinnahmen inflationsbedingt automatisch mitsteigen.

Diesen Ausgleich haben viele private Kreditnehmer nicht oder nur bedingt. Je kürzer die Zinsbindung ist, desto eher schlägt das höhere Zinsniveau voll durch. Während deutsche Privathaushalte überwiegend über lang laufende Immobilienkredite verfügen, ist in Großbritannien etwa jede fünfte Hypothek variabel verzinst. Die übrigen 80 Prozent weisen nur eine kurze Zinsbindung auf, die für gut zwei Millionen britische Kreditnehmer schon in diesem Jahr endet. Aktuell beträgt der Zins für 2-jährige und 5-jährige Hypothekenkredite gut fünf Prozent. Vor einem Jahr waren es nur 1,6 Prozent.

Wann und in welchem Umfang dies zu Ausfällen bei Hypothekendarlehen führt, wird sich in den nächsten Quartalen zeigen. Auf jeden Fall wird die Bank of England die Auswirkungen weiterer Zinserhöhungen auf

die Bedienbarkeit der Hypothekenkredite und damit die Solvenz des Bankensektors im Auge behalten.

DIE LUFT WIRD DÜNNER

Auch für hoch verschuldete Unternehmen, die in den nächsten Jahren fällige Kredite oder Anleihen refinanzieren müssen, wird es eng. Dies gilt vor allem für die sogenannten „Zombieunternehmen“, die sich in der Vergangenheit nur dank niedriger Zinsen über Wasser halten konnten.

Auch unprofitable Wachstumsunternehmen, denen jetzt langsam das Geld ausgeht, leiden unter dem hohen Zinsniveau und den gestiegenen Risikoprämien. Die Aufnahme von Eigenkapital an der Börse oder von Venture-Capital-Gesellschaften ist schwieriger geworden.

Fremdkapital ist zu teuer oder schlicht nicht mehr verfügbar. Hierbei handelt es sich um eine gesunde Marktberichtigung, die die Notenbanken bei ihrem Kampf gegen die Inflation billigend in Kauf nehmen dürften. Ein anderes Problem ist dagegen virulenter – ein zunehmender Mangel an Liquidität (siehe auch S. 52).

Während die Notenbanken ihre Anleihebestände sukzessive abbauen, sprich am Markt verkaufen wollen, planen die Staaten gleichzeitig mit einer anhaltend hohen Nettoneuverschuldung. Das wirkt sich auch auf die Nachfrage nach Unternehmensanleihen aus, deren Risikoaufschläge steigen und die Unternehmensrefinanzierung verteuern dürften. Im Herbst hatte der starke Zinsanstieg bei britischen Staatsanleihen (Gilts) bereits die Bank of England genötigt, ihre Geldpolitik temporär zu ändern, weil die Kurse der Gilts ins Bodenlose fielen.

Auch die Realwirtschaft leidet unter steigenden Zinsen. Unmittelbar sichtbar ist dies etwa in der Bauwirtschaft, wo die Zahl der Auftragseingänge bereits deutlich gefallen ist. Ob und wo es zu einer Rezession kommt, wie tief sie sein wird und wie lange sie dauern könnte, sind aber letztlich müßige Fragen. Die Notenbanken müssen sie als Folge einer restriktiven Geldpolitik billigend in Kauf nehmen, wenn sie die Nachfrage so stark drücken wollen, dass der Preisauftrieb fast zum Erliegen kommt.

Grafik 6
Schulden kosten wieder Geld
Die Schuldentragfähigkeit lebte lange Zeit von fallenden Zinsen

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 28. Februar 2023



Die Schuldentragfähigkeit der (meisten) Staaten ist nicht ernsthaft in Gefahr, weil die Wirtschaftsleistung und die Steuereinnahmen inflationsbedingt automatisch mitsteigen.

Die Krise ist noch nicht vorbei. Wie geht es nun weiter? Fünf Arbeitshypothesen für Geldanleger.

Der Zeitenwandel, den wir erleben, hat einiges durcheinandergebracht. Im Leben (und bei den Einstellungen) vieler Menschen, in der Politik, der Wirtschaft und (nicht zuletzt) an den Kapitalmärkten.

Das Besondere an der jüngsten Zeitenwende, oder wie man die jüngsten Veränderungen auch bezeichnen mag, war die Vielzahl einander bedingender und sich verstärkender Krisen. Der barbarische Krieg inmitten Europas. Die Auswirkungen der Pandemie, die gebrochenen Lieferketten, die immer noch zu spüren sind. Dazu der auch aus beidem erwachsende Inflationssturm. Viele Menschen sorgen sich um ihre Zukunft, zumal der Staat, in dem wir leben, funktionsuntüchtiger denn je wirkt.

Wir nehmen die Verantwortung für die uns anvertrauten Vermögen sehr ernst. Unsere Grundlagen haben sich nicht verändert. Unsere Investmentleitlinien, der Fokus auf Diversifikation, Flexibilität, Qualität, Solvenz und Wert, haben sich auch in der jüngsten Krise bewährt. Wir bleiben unserem anlagestrategischen Weltbild treu, ebenso wie der robusten Anlagestrategie.

Für ein finales Fazit ist es noch zu früh. Wenn sich die Zeiten ändern, dann passen wir unsere Arbeitshypothesen an. Für das laufende Jahr möchten wir daher fünf Thesen aufstellen, die, zumindest aus unserer Sicht, für die private Geldanlage relevant sein dürften. ♦

B
L
I
C
K
N
A
C
H
V
O
R
N



— 1 —

Die Notenbanken nehmen die Inflationsbekämpfung ernst und beenden ihre restriktive Politik erst dann, wenn ein nachhaltiger Rückgang der Inflation erkennbar ist oder nicht mehr akzeptable Kollateralschäden drohen.

— 2 —

Die Inflation wird auch wegen der demografisch bedingten Situation am Arbeitsmarkt und daraus resultierender Lohnsteigerungen noch längere Zeit deutlich über zwei Prozent liegen.

— 3 —

Die Finanzmärkte hangeln sich von einem Inflationsindikator zur nächsten Notenbanksitzung und versuchen, ein Ende des Zinserhöhungszyklus auszuloten. Das bedeutet ein ständiges Auf und Ab an den Märkten ohne klaren Trend.

— 4 —

Die Bewertung von Aktien hat im vergangenen Jahr spürbar auf das höhere Zinsniveau reagiert. Nochmals deutlich und nachhaltig höhere Zinsen würden zu weiterem Druck auf die Bewertungen führen.

— 5 —

Die Unternehmensumsätze profitieren von inflationsbedingten Preissteigerungen, weshalb nominale Gewinne selbst bei Volumentrübkängen steigen können.

Das Besondere an
der jüngsten Zeitenwende,
oder wie man die
jüngsten Veränderungen
auch bezeichnen mag,
war die Vielzahl einander
bedingender und
sich verstärkender Krisen.

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



„Das Ende der Illusionen“

Der russische Überfall auf die Ukraine markiert eine Wende. Eine Phase voller Trugbilder geht zu Ende. Thomas Mayer über die Fehler der Vergangenheit.

Herr Mayer, in Ihrem neuen Buch „Russlands Werk und Deutschlands Beitrag“ geht es um die deutsch-russische Geschichte bis zu dem Zeitpunkt, als Putins Truppen die Ukraine überfielen. Viele wurden davon überrascht. Wieso?

Der kaltblütige Einmarsch in die Ukraine beendete die Welt, wie wir sie kannten. Olaf Scholz hat diesen Bruch in seiner Bundestagsrede im Februar 2022 „Zeitenwende“ genannt. In Wahrheit war der Beginn des russischen Angriffskriegs bereits die zweite Zeitenwende. Die erste fand ab dem Fall der Berliner Mauer bis zum Zerschlagen der Sowjetunion statt. Es folgte eine Zwischenzeit des unechten Friedens, in der Wladimir Putin und Angela Merkel wichtige Repräsentanten waren.

Diese Zwischenzeit begann also im Herbst 1989?

Genau. Und sie war geprägt von Illusionen. Mit der bereits zuvor mit der UdSSR vereinbarten Abrüstung war man überzeugt, dass es in Europa nie wieder Krieg geben würde. Man glaubte, dass die Globalisierung immer weitergehen würde und sich selbst autokratische Mächte wie China und Russland in das globale Wirtschaftssystem integrieren würden. Mit der zweiten Zeitenwende am 24. Februar sind diese Illusionen verpufft.

War der Westen zu naiv?

Der Fehler war, dass die Entscheidungsträger in dieser Zwischenzeit nicht mehr gründlich analysiert und in Risikoszenarien gedacht haben. Und dann haben alle nur noch unter den gegebenen Voraussetzungen optimiert. Als wenn es keine Risiken mehr gäbe.

Sie sagen in Ihrem Buch, dass es hilft, sich mit Merkel und Putin zu beschäftigen, um diese Zeit zu verstehen. Beginnen wir bei Wladimir Putin. Er wurde im März 2000 russischer Präsident und blieb es, mit einer mehrjährigen Unterbrechung bis heute. Was hat er in wirtschaftlicher Hinsicht erreicht?

Putin hat mit der Verfolgung seines Zieles der Wiederbelebung des russischen Imperiums seine Erfolge bei der ökonomischen Konsolidierung der Russischen Föderation zerstört.

Seine Regierungszeit wurde ja beinahe permanent von militärischen Operationen begleitet. Dennoch hat sich die wirtschaftliche Lage der russischen Bevölkerung zunächst verbessert. Vor Putin, unter der Regierung von Boris Jelzin, war das Leben für sehr viele Menschen äußerst schwierig. Sogar die Lebenserwartung soll gesunken sein.

Ja, die wirtschaftliche Lage hat sich unter Putin am Anfang sogar massiv verbessert, wobei die Grundlage dafür natürlich in der Regierungszeit von Jelzin gelegt wurde. Damals wurde das Sowjetsystem durch eine an vielen Mängeln leidende Marktwirtschaft ersetzt. Die Inflation stieg allerdings explosionsartig durch den zuvor angesammelten Geldüberhang im Sowjetsystem. Dank der Reformen Jelzins und der teureren Ölpreise stiegen Wirtschaftswachstum und Steuereinnahmen unter Putin. Die Staatsschuldenquote fiel von 93 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Jahr 1999 auf 15 Prozent 2014. Der Überschuss in der außenwirtschaftlichen Leistungsbilanz kletterte von 22 Milliarden US-Dollar 1999 auf 56 Milliarden US-Dollar im Jahr 2014. Löhne und Altersrenten wurden angehoben. Dennoch muss man sich vieles anders vorstellen als im Westen.

Wie meinen Sie das?

Man darf nicht vergessen, dass Putin vom Geheimdienst KGB kommt und das Land mit einem entsprechenden Netzwerk regiert. Zudem hat die →

Privatisierung im Moskauer Umfeld von Boris Jelzin mächtige Oligarchen entstehen lassen – und Putin sah sich nicht unbedingt als Freund von ihnen. Er hatte in Sankt Petersburg seine eigene, aus den staatlichen Sicherheitsdiensten stammende Unterstützergruppe aufgebaut die sogenannten „Silowiki“, und schaltete die Jelzin-Oligarchen nach und nach aus, relativ rasch im Medienbereich und etwas später in der für Russland so wichtigen Ölwirtschaft. Doch manche Bereiche, die ihn weniger interessierten, ließ er gewähren. Im Grunde war es unter Putin eine „duale“ Wirtschaft, die an die Staatsteilung unter Zar Iwan IV., genannt „der Schreckliche“, erinnert.

Bitte erklären Sie uns das genauer.

Iwan betrachtete einen Teil des Staates als sein Eigentum. Den anderen Teil überließ er seinen Adligen und mischte sich nur gelegentlich ein. In Putins Russland war es ähnlich. Die Produktivität blieb in den Bereichen gering, wo Staatsunternehmen und Günstlingswirtschaft vorherrschten. In Bereichen, die dem Kreml ferner stehen, wurde die Produktion dagegen modernisiert – und die Produktivität stieg – etwa in der Landwirtschaft oder im Einzelhandel.

Dennoch ging es seit 2014, als Putin die Krim besetzen ließ, ökonomisch bergab?

Zwischen 2014 und 2016 brach der Ölpreis zusammen. Zweitens nahm mit der Besetzung der Halbinsel Krim der staatliche Einfluss auf die Wirtschaft zu. Drittens brauchte der Staat für seine militärischen Operationen mehr Geld, das an anderer Stelle fehlte. Zudem kamen Unternehmer unter stärkere staatliche Kontrolle und die zunehmenden Sanktionen des Westens haben die Stimmung getrübt.

Nun lassen Sie uns zum Westen und Angela Merkel kommen, zu den „Merkonomics“.

Den Begriff verwende ich wie einen Negativabzug von dem Positivbild, den „Reaganomics“, das in

den USA während der Präsidentschaft von Ronald Reagan geprägt wurde. Merkels wirtschaftspolitischer Stil war, anders als der von Reagan, nie von einer richtungsweisenden Idee geprägt. Ihr Stil zeichnete sich durch die Verdrängung aufkommender wirtschaftlicher Probleme von der politischen Bühne ohne wirkliche Lösung aus. Durch die Häufung der Fälle entstand aber ein klar erkennbares Muster, das ich „Merkonomics“ nenne. Zu der systematischen Verschleppung von Problemlösungen gehört die Drift zu einem immer fürsorglicheren Wohlfahrtsstaat.

Ein hartes Urteil. Doch in der Ära Merkel ist immerhin die Wirtschaft gewachsen und damit auch der Wohlstand seiner Bürger. Oder sehen Sie das anders?

Das reale BIP hat in dieser Zeit tatsächlich um 562 Milliarden Euro zugelegt. Doch hatte der Ausbau des Wohlfahrtsstaates bei ihr Vorfahrt. Das meiste Staatsgeld floss in den Konsum, nicht in Investitionen. Nach Daten der OECD, der internationalen Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, sind die Nettoinvestitionen, also die Differenz zwischen den Bruttoinvestitionen des Staates und den Abschreibungen auf den Kapitalstock, in den 16 Jahren Merkel inflationsbereinigt um magere 14 Milliarden Euro gestiegen. Nicht nur das Beispiel Deutsche Bahn zeigt, dass unsere Infrastruktur aufgrund des Investitionsstaus vielfach den Ansprüchen der Bürger nicht mehr gerecht wird. Man kann also sagen, Merkel schuf für die Bürger eine Art Wohlstandsillusion.

Als wirtschaftlicher Kardinalfehler von Merkel im Hinblick auf Putin wird aber vor allem ihre Energiepolitik genannt, die uns immer abhängiger vom russischen Gas gemacht hat.

Hintergrund dafür war die feste Überzeugung, dass in Europa nach dem Fall der Sowjetunion ewiger Frieden herrschen werde. Auf der Grundlage dieser Überzeugung haben die Regierungen unter ihrer Führung den Verteidigungshaushalt immer

mehr zusammengekürzt und die Wehrpflicht abgeschafft. Mit der „Friedensdividende“ hat man den Wohlfahrtsstaat ausgebaut. Die Illusion des ewigen Friedens hat auch ihre Energiepolitik bestimmt. Als es nach dem Tsunami vom März 2011 im japanischen Fukushima zu einem Reaktorunfall kam, war die Kanzlerin schnell bereit, die zuvor beschlossene Laufzeitverlängerung der Atomkraftwerke zurückzunehmen. Als Physikerin hielt sie die Atomkraft für beherrschbar, als Politikerin beugte sie sich der neurotischen Atomangst der Deutschen.

Darüber haben sich viele gefreut.

Ja, Angela Merkel hat damit, wie so oft, den Zeitgeist bedient. Das war ein Kennzeichen ihrer Politik. Doch mit dem beschleunigten Atomausstieg mussten die Kohlekraftwerke einen größeren Anteil bei der Energieversorgung übernehmen. Das ging zulasten der Klimaziele. Folglich beschloss man, alle Kohlekraftwerke Deutschlands bis zum Jahr 2038 stillzulegen. Das gefährdete aber wieder die Energieversorgung.

Und hier kam das Gas ins Spiel?

2021 kamen nur 40 Prozent der erzeugten Energie aus den Erneuerbaren. Die aus der Abschaltung von Atom- und Kohlekraftwerken entstehende Lücke sollte mit dem Ausbau der Energieproduktion aus Erdgas gedeckt werden, die bei der Verbrennung eine rund 30 Prozent geringere Menge an Kohlendioxid ausstößt als Kohle. Dieses Gas sollte zu mehr als 50 Prozent aus Russland kommen. Mit dem Ukrainekrieg ist diese Rechnung spektakulär geplatzt.

Kann man hier nicht gegensteuern?

Schon heute bezahlen wir Energiepreise, die zur Spitzengruppe in Europa gehören. Die Kosten für die Energiewende sollen sich von 2000 bis 2025 auf 520 Milliarden Euro belaufen haben, und die Boston Consulting Group schätzt, dass bis 2030 rund 860 Milliarden Euro an zusätzlichen Investitionen erforderlich sind, um die von der Regierung angestrebte „Treibhausgas-

neutralität“ bis 2045 zu erreichen. Dennoch verfehlt Deutschland seine Klimaziele und wird sie wohl auch in Zukunft nicht erreichen, weil wir mit den dafür nötigen Investitionen nicht schnell genug vorankommen.

Das sind ungeheure Summen. Aber immerhin muss man der früheren Bundeskanzlerin zugutehalten, dass ihre Regierungszeit von Krisen geprägt war. So gab es die große Finanzkrise, dann kam die Eurokrise und am Ende die Corona-Krise.

Die Kosten der Bankenrettung in der großen Finanzkrise konnten dank der Niedrigzinspolitik der EZB wieder eingespart werden. Aber in der Eurokrise hat Angela Merkel Deutschland in eine europäische Haftungsunion geführt, die dem Steuerzahler noch viel Geld kosten kann.

Aber hat Merkel seinerzeit etwa in Griechenland nicht immer wieder gebremst und darauf gedrungen, dass man zu den Schuldenregeln zurückkehren muss?

Richtig. Aber das hat ja bekanntlich nicht geklappt. Nun steht der deutsche Steuerzahler im Obligo. Eine Ende 2019 erschienene Studie kommt zu dem Schluss, dass über den Haushalt der EU und die Finanzhilfeeinrichtungen von deutschen Steuerzahlern in den Jahren von 2008 bis 2017 rund 138 Milliarden Euro an andere Staaten der EU geflossen sind. Hinzu kommen potenzielle Haftungsrisiken aus den Eurorettungsschirmen von rund 510 Milliarden Euro. Alle Ausfall- und Haftungsrisiken sind in Angela Merkels Regierungszeit entstanden, die sich wieder einmal von den Entwicklungen treiben ließ, statt vorausschauend zu agieren.

Das klingt nach großen Belastungen. Aber sie sagten, die Zeit war geprägt von Illusionen. Was war hier der Trugschluss?

Man war – und das betrifft nicht nur Angela Merkel – überzeugt, dass die Inflation tot ist. Technischer Fortschritt, das Wachstum der globalen Erwerbsbevölkerung und die internationale Integration →

von Wirtschaft und Finanzen hatten über Jahre ein günstiges Umfeld für die Stabilität der Konsumentenpreise geschaffen. Und wenn die Preise stabil bleiben, müssen die Zinsen nie wieder steigen.

Was hatte das für Folgen?

Im Westen haben die Regierungen riesige Schuldentürme aufgebaut, bei denen der Schuldendienst angesichts der niedrigen Zinsen günstig war. Nun ist aber die Inflation zurückgekehrt, die Zinsen steigen, und die Schuldentürme drohen zu wackeln.

Die hohe Inflation ist erstmals mit der Öffnung nach den Lockdowns der Corona-Pandemie aufgetreten, als die Lieferkettenprobleme immer sichtbarer wurden. Gibt es hier einen Zusammenhang?

Die Corona-Pandemie hat die Fragilität geografisch weit gedehnter Lieferketten ohne Sicherheitsreserven aufgedeckt. Doch nicht die Lieferkettenprobleme oder die Rohstoffpreissteigerungen waren allein schuld an der Inflation. Eine fahrlässig expansive Geldpolitik hat einen Geldüberhang geschaffen, der die Inflation nach dem ersten Anschlag weiter genährt hat. Hat die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken nach der Finanzkrise die Inflation der Vermögenspreise angeheizt, hat der durch die Anleihekäufe der Zentralbanken geschaffene Geldüberhang die Konsumentenpreis-inflation genährt.

Ob Finanzkrise oder Corona-Krise, die Regierung Merkel hat in jeder dieser Krisen enorme Hilfsprogramme aufgelegt, zuletzt hat ja auch die EU selbst gewaltige Schulden aufgenommen.

Das ist richtig. Jetzt ist eine entschlossene Bekämpfung der Inflation bitter nötig, aber der Manövrierraum der Zentralbanken ist aufgrund der hohen Verschuldung der Wirtschaft und Staaten begrenzt.

Ein beängstigendes Dilemma, für das es keine leichte Lösung gibt?

Ein Problem, in das wir uns selbst hineinmanövriert haben und das uns wohl noch lange begleiten wird. Vielleicht müssen die enormen Schuldenberge erst dadurch verringert werden, dass man die Zinsen unter der Inflation belässt. Erst wenn die Schulden wieder tragbar sind, kann die Inflation vorrangig bekämpft werden. Kommt es schnell zu höheren Realzinsen, droht die nächste Schuldenkrise.

Nun war Merkel zwar prägend für diese Zwischenzeit der Illusionen. Doch es gab viele Entscheidungsträger – auch in der Wirtschaft – die Merkels Kurs unterstützt haben.

Das stimmt. Frau Merkel hat diese Illusionen nicht erzeugt. Sie hat sich von ihnen treiben lassen, denn das versprach Wählerstimmen. Erst mit dem Überfall Russlands auf die Ukraine sind die Illusionen für die meisten Bürger geplatzt. Das heißt aber nicht, dass es niemand mehr in Politik und Wirtschaft gäbe, der weiterhin in der Welt von gestern lebt.

Steuert man in der Industrie inzwischen wieder um?

Ja, ich habe mit einigen Unternehmern gesprochen, die sich der Bruchstellen in den Lieferketten sehr bewusst sind. So mancher sagt: „Früher haben wir immer nur geschaut, dass wir den billigsten Lieferanten bekommen. Heute achten wir darauf, vom billigsten, aber auch vom zweit- und drittbilligsten beliefert zu werden“. Die Diversifizierung ist damit ebenso zurück wie das Bedürfnis, größere Puffer für unvorhersehbare Risiken vorzuhalten.

Vielen Dank für das Gespräch.

Prof. Dr. Thomas Mayer ist Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute. Sein Buch „Russlands Werk und Deutschlands Beitrag“ ist im Ecowing Verlag erschienen.



„Hat die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken nach der Finanzkrise die Inflation der Vermögenspreise angeheizt, hat der durch die Anleihekäufe der Zentralbanken geschaffene Geldüberhang die Konsumentenpreis-inflation genährt.“

DER MANN, DER *Paul Volcker* SEIN WILL

von Yannick Döllner

Seit 2018 ist Jerome Powell Präsident der US-Notenbank Federal Reserve (Fed). Eine Aufgabe, die – aus heutiger Perspektive betrachtet – kaum größer sein könnte. Powell muss eine Inflation bekämpfen, wie sie die Welt seit 40 Jahren nicht gesehen hat. Kann das gutgehen?

Die Rede ist kurz, insbesondere für einen Notenbanker, an diesem Ort. Neun Minuten, mehr nicht.

Als Jerome, meist nur „Jay“ genannt, Powell über Inflation spricht, gibt es nicht viel, was die Anwesenden in ihre Notizblöcke und Mappen schreiben könnten. Keine langen und komplizierten Herleitungen, Prognosen oder Szenarien – nichts, was die geneigten Zuhörer einnicken ließe. Im Grunde ist es nur ein Satz, der hängen bleiben soll vom Präsidenten der US Fed – und der auch verfangen wird:

„Wir werden dabei bleiben,
bis wir überzeugt sind, dass der Job getan ist.“

Einmal im Jahr kommen Notenbanker aus aller Welt im idyllischen Jackson Hole, Wyoming, zusammen. Am Fuße der Rocky Mountains diskutieren sie über Geldpolitik und deren Folgen. Dabei geht es mitunter zu wie an einer Eliteuniversität. „Elfenbeinturm“ ist das Wort, das der Zusammenkunft nicht selten von Kommentatoren zugeschrieben wird. Die Rede des Fed-Chefs ist traditionell die mit Abstand wichtigste bei diesem Treffen. Im August 2022 gilt das mehr denn je.

AUGEN ZU UND DURCH ...

Powell ist seit 2018 Präsident der Fed, der mächtigsten Notenbank der Welt. Noch von Donald Trump ernannt, folgt er damals auf Janet Yellen. Ein Politologe und Jurist, zudem seit 2012 einfaches Mitglied des Fed-Vorstands. Im Gegensatz zu Yellen hat Powell aus Sicht des damaligen US-Präsidenten aber das richtige Parteibuch: Er ist Republikaner. Und er ist gut in der Partei vernetzt, gilt zudem, so wie seine Vorgängerin, als Freund einer vergleichsweise lockeren Geldpolitik. Zumindest heißt es das damals. Also eher Taube als Falke, vielleicht auch irgendetwas dazwischen. Die „Süddeutsche Zeitung“ schreibt seinerzeit, Powell sei für Trump die bessere Janet Yellen.

Der damalige US-Präsident bemisst seine persönliche Leistungsbilanz ausschließlich in Wirtschaftswachstum und S&P-500-Indexpunkten. Dafür braucht Trump billiges Geld und damit die Fed. Von Powell glaubt er es weiterhin zu bekommen ... →

Im August 2022 ist Trump Geschichte. Und die Welt will wissen, was der Fed-Chef gegen die davonlaufende Inflation in den USA zu tun gedenkt, die letztlich ein Ergebnis ist der ultralockeren Geldpolitik in den Jahren zuvor. An die früheren Vorhersagen der Notenbanker, der Anstieg der Teuerungsraten sei nur ein vorübergehendes Phänomen und der Spuk vielmehr bald schon wieder vorbei, glaubt niemand mehr.

Noch ist nichts vorbei.

Powell räumt ein, dass die Notenbanken hinter der Kurve seien, also spät dran mit der Inflationsbekämpfung; rund neun Prozent beträgt die US-Inflation in der Spitze. Dass es deshalb vermutlich länger dauern, dieser Befund aber schlussendlich nichts am Erfolg seiner Mission ändern werde.

„Wir werden dabei bleiben,
bis wir überzeugt sind, dass der Job getan ist.“

Und der Job ist getan, wenn die Inflationsrate in etwa auf zwei Prozent gefallen ist, dauerhaft gefallen. Diese Marke steht in der Welt der Notenbanken für Geldwertstabilität. Das gilt für die Fed und genauso für die Europäische Zentralbank (EZB).

Um die Ernsthaftigkeit seiner Aussage zu unterstreichen, nennt Powell den Namen Paul Volcker gleich mehrfach.

HEUTE IST NICHT DAMALS

Paul Volcker ist einer der Vor-Vor-Vorgänger Powells gewesen. In den frühen 1980er-Jahren hatte er die damals aberwitzig hohe Inflation – es waren bis zu 15 Prozent – in den Griff bekommen, indem er den Zins einfach noch höher hob als die Teuerungsrate, auf zeitweise mehr als 20 Prozent. Und die Inflation schlussendlich besiegte.

Niemand, der in Jackson Hole dabei ist, wird später an Powells Entschlossenheit zweifeln. Da steht einer, der es ernst meint. Wortwahl, Körperspannung.

Auch nicht Axel Weber, der früher Bundesbank-Präsident war und heute den Vorstand der Flossbach von Storch AG

in strategischen Fragen berät. Die Aussagen Powells seien bemerkenswert gewesen, sagt er. „Die Fed ist nicht länger Beobachter; sie versteht sich nunmehr als der zentrale Akteur.“ Weber kennt Powell seit vielen Jahren. Als er sich von Jackson Hole aufmacht zurück in die Heimat, nach Deutschland, steht nicht allzu viel in seiner Mappe geschrieben. Einen Satz aber hat auch er sich notiert:

„Wir werden dabei bleiben,
bis wir überzeugt sind, dass der Job getan ist.“

In den vergangenen zwölf Monaten hat die Fed ihren Leitzins von 0,25 auf 4,75 Prozent angehoben. Die Frage ist, wie viel noch kommen wird.

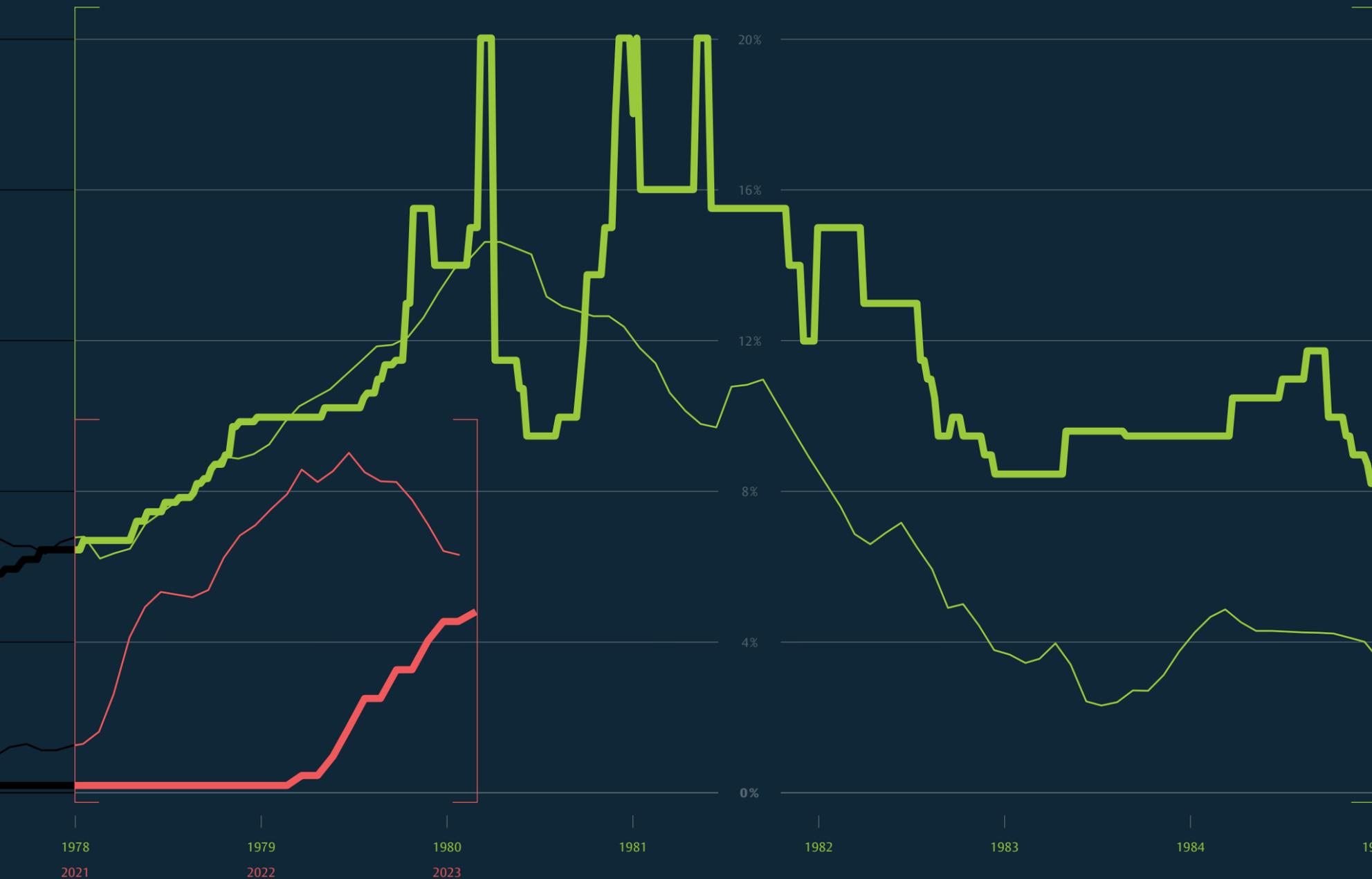
Powells Problem ist, dass die Zeit nicht stillgestanden hat seit Paul Volcker. Die Schulden der USA sind in den vergangenen Jahrzehnten nicht nur immer weiter, sondern auch viel schneller gewachsen. Finanzkrise, Covid-19. Gewaltige Hilfspakete (vgl. Grafik).

Je höher die Zinsen steigen, umso teurer wird der angehäuften Schuldenberg, umso größer werden die Kollateralschäden, die möglicherweise durch die hohen Zinsen entstehen. Für den Immobilienmarkt in den USA – und damit das Finanzsystem als Gesamtkonstrukt. Je größer die Schäden, umso wahrscheinlicher das Scheitern der Fed.

Wie weit wird der Mann, der Paul Volcker sein will, wirklich gehen können? Wird der Job dann getan sein? ◆

Yannick Döller arbeitet als freier Journalist.





Wenn die Inflation kommt, dann gehen die Zinsen hoch. An dieser Grundlage der Geldpolitik hat sich in den vergangenen Jahrzehnten nichts geändert. Höhere Zinsen verteuern die Kredite – was wiederum das Wirtschaftswachstum bremst. Für die Einkünfte vieler Bürger und die Unternehmensgewinne wird das zur Belastung, ebenso für die Staatsausgaben. Dann reduziert sich auch die Nachfrage nach Gütern. Und nach einiger Zeit schwächt sich die Inflationsdynamik ab.

Die Frage ist nur: Wie hoch müssen die Zinsen steigen? In den Achtzigern gab es in den USA die letzte große Inflation. Die Notenbank reagierte mit massiven Zinserhöhungen, der US-Leitzins Federal Funds Target Rate sprang auf 20 Prozent – und lag damit viele Jahre weit oberhalb der Verbraucherpreisinflation (siehe grünen Grafikausschnitt).

In der aktuellen Inflationsphase sind wir von solchen Sätzen weit entfernt. Auch wenn die Zinsen wieder anziehen, so notierten sie zuletzt noch unterhalb der Inflation. Um die Inflation wieder einzufangen, müssen die Zinsen heute wohl weitaus weniger steigen als in der Vergangenheit – was das absolute Zinsniveau angeht, aber auch in Relation zur Inflation. Denn die Schuldenlast von Staaten und Unternehmen ist in den vergangenen (zinslosen) Zeiten massiv gestiegen. Angesichts des bestehenden Schuldenbergs haben kleinere Zinserhöhungen nun einen größeren Hebel. Außerdem sind die Inflationserwartungen im Vergleich zu den Achtzigerjahren heute fest verankert.

Wie hoch die Zinsen noch steigen müssen – das kann aktuell wohl nicht einmal der versierteste Notenbanker sagen. Die Mechanismen von Volkswirtschaften sind zu komplex, als dass hier einfache Gleichungen Sinn ergeben würden. Außerdem wirken Zinserhöhungen immer erst mit zeitlichen Verzögerungen. Letztlich ist Geldpolitik (vor allem nach den vielen extrem expansiven Jahren) immer ein Experiment. Ob es glückt, muss sich in der Praxis erweisen.

Inflation und Geldpolitik – damals und heute
Inflation und Leitzinsen (Federal Funds Target Rate) in den USA

- US-Leitzinsen (breite Linien)
- US-Verbraucherpreisinflation (schmale Linien)

Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Flossbach von Storch,
Daten per 28. Februar 2023

WENIGER
IST
MEHR



1977 1978 1979 1980 1981 1982 1983 1984 1985 1987 1992 1997 2002 2007 2012 2017 2021 2022 2023

von Shenwei Li



MAIL AUS S H A N G H A I

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

Die eigenen vier Wände sind für die meisten Chinesinnen und Chinesen ein wichtiges Ziel. So wohnen 61 Prozent der Haushalte in Shanghai und 65 Prozent in Peking in Eigentumswohnungen. Sehr viele junge Menschen sparen zunächst viele Jahre, bevor sie sich für einen Kauf entscheiden.

Danach beginnt für manche eine harte Zeit, denn Neubauten werden in der Regel über das „Presale“-Verfahren verkauft. Dabei dauert es in der Regel nach dem Vertragsabschluss zwei Jahre, bis eine Wohnung bezugsfertig ist. 30 Prozent der Kaufsumme sind aber bereits nach der Unterschrift sofort an den Entwickler, der die Wohnung baut, zu überweisen. Auch der Wohnungskredit beginnt ab diesem Zeitpunkt zu laufen. Wohnungskäufer müssen also in dieser Übergangszeit die Miete für die alte Wohnung plus die Kreditrate stemmen. Auch wenn wir mit einem Hypothekenkredit in der Regel einen kleineren Teil der Kaufsumme als in Deutschland finanzieren, sind die dafür fälligen Hypothekenzinsen von derzeit 4,1 Prozent für die erste Wohnung nicht eben günstig.

DER SCHOCK

Jahrelang galten Wohnungen in China vor allem in guten Lagen als ziemlich sicheres Investment. Doch an manchen Märkten dürfte sich bereits eine Blase gebildet haben, als der führende Entwickler des Landes, Evergrande, im September

2021 erstmals mit Liquiditätsproblemen für Schlagzeilen sorgte. Etwa ein Jahr später konnte er Forderungen nicht mehr bedienen und stand vor der Insolvenz. Zu dieser Zeit wurde klar, dass es in China kein „too big to fail“ mehr gibt. Selbst für einen Marktführer wie Evergrande gibt es vom Staat keinen Rettungsschirm.

Kurz nach Evergrande stand der Wohnungsentwickler Sunac vor der Insolvenz, dem häufig eine hohe Qualität bescheinigt worden war, auch weil sich seine Projekte vor allem in High-Tier-Städten befinden (die von Evergrande lagen hingegen oft in Low-Tier-Städten). Doch selbst Toplagen schützen Investoren offenbar nicht.

Ihren Höhepunkt hatte die Krise am chinesischen Immobilienmarkt dann im Sommer 2022, als immer mehr Entwickler mit Liquiditätsproblemen kämpften und immer mehr Wohneinheiten nicht weitergebaut wurden. Tausende Wohnungskäufer hatten aber bereits Anzahlungen geleistet und zahlten seither ihre Raten für den Hypothekenkredit. Sie haften für solche Kredite mit dem gesamten Vermögen. Daher ist eine unfertige Wohneinheit für Käuferinnen und Käufer eine Katastrophe. Nach Berichten in den sozialen Medien sind manche der Betroffenen sogar in halb fertige Wohnungen gezogen, weil sie sich die Kreditraten plus Mietzahlungen nicht länger als vorgesehen leisten konnten.

Verzweifelte Käufer demonstrierten schließlich dagegen, dass Banken weiter eine pünktliche Ratenzahlung von ihnen verlangten, obwohl die Wohnungen nicht weitergebaut wurden. Die chinesische Regierung griff ein, und viele staatliche Entwickler haben Objekte übernommen. Aber das Vertrauen in den Markt wiederherzustellen, scheint noch etwas länger zu dauern. So lagen die Verkaufserlöse auf dem Immobilienmarkt im Jahr 2022 im Vergleich zum Vorjahr um 28 Prozent niedriger.

DER NEUBAU-NACHTEIL

Dennoch ist der Quadratmeterpreis im selben Zeitraum leicht gestiegen. Denn Wohnraum ist gesucht. Wohnungen

aus zweiter Hand sind sofort bezugsfertig und wären eine Alternative. Das Problem ist aber, dass es in den meisten Low-Tier-Städten aus historischen Gründen keinen richtigen Markt für sie gibt. Gut entwickelt ist dieser nur in High-Tier-Städten. Zudem werden hier die Verkaufspreise, anders als beim Neubau, nicht von der Lokalregierung kontrolliert. Daher kann eine Neubaueinheit schon mal 50 Prozent günstiger sein als eine Wohnung aus zweiter Hand in vergleichbarer Lage.

Bei Neubauten droht also das „Presale“-Risiko, während Wohnungen aus zweiter Hand relativ teuer sind. Und so ist der Immobilienmarkt im Jahr 2022 – wahrscheinlich auch mitbedingt durch die zahlreichen Lockdowns – stark abgekühlt.

Hinzu kommt, dass sich viele neuerdings fragen, ob der Hypothekenzins von derzeit etwas mehr als vier Prozent nicht zu hoch ist. Mancher hält offenbar eine frühzeitige Tilgung für sinnvoll, wie der Rückgang des durchschnittlichen Anteils an Hypothekenkreditfinanzierungen von 37 auf 24 Prozent bis Dezember 2022 zeigt. Vor der Evergrande-Pleite hatte sich hingegen kaum jemand an Hypothekenzinsen von damals fünf bis sechs Prozent gestört. Die meisten wollten möglichst viel Kredit von Banken zu möglichst langen Laufzeiten bekommen, auch weil so mancher nicht nur für den Selbstbezug in Immobilien investiert hat.

Damals waren offenbar viele der Meinung, dass man mit Immobilien Renditen von mehr als fünf bis sechs Prozent über die Zeit erwirtschaften kann. Diese Überzeugung ist angesichts der gesunkenen Käufe heute weniger verbreitet. Und so hat unsere Regierung den Immobilienhype, vor dem sie jahrelang gewarnt hatte, letztlich dann doch effizient gemanagt und Spekulationen in diesem Bereich unattraktiver gemacht. ♦

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.

K O P
F S A →
C H E

von Stephan Fritz

**Geldanlage ist keine
genaue Wissenschaft.
Insofern führen viele
Wege zum Ziel –
und mindestens
genauso viele in
die Irre. Aber was
braucht es, um
ein erfolgreicher
Anleger zu sein?
Oder anders gefragt:
Was hindert einen daran?**



Die schlechte, weil ernüchternde Nachricht vorneweg: Es gibt keine Zauberformel, was das Thema Geldanlage betrifft, auch wenn uns die einschlägige Börsenliteratur zuweilen etwas anderes in Aussicht stellt. Die gute ist: Man muss auch kein Genie sein. Morgan Housel¹ schreibt über die Psychologie des Geldes: „Investmenterfolg hängt nicht notwendigerweise davon ab, was du weißt oder kannst. Das richtige Verhalten ist oftmals viel entscheidender.“

Geldanlage ist keine exakt berechenbare Wissenschaft, auch wenn es um Daten und Zahlen geht, so wie in der Mathematik oder der Physik. Geldanlage ist „Gefühlschaft“. An den Börsen dieser Welt treffen Abermillionen von Marktteilnehmern aufeinander, die ebenso viele unterschiedliche Ziele verfolgen und Meinungen vertreten. Privatanleger wie Profi-Investoren, große Pensionskassen oder Versicherungen beispielsweise. Eine Melange aus Ängsten, Wünschen, Fehleinschätzungen, Hoffnungen und Erwartungen.

Richard Feynman (1918–1988), Physiker und Nobelpreisträger, und damit, anders als der Investor, Vertreter einer klassischen Wissenschaft, hat einmal gesagt: „Stell dir nur vor, wie kompliziert Physik wäre, wenn Elektronen Gefühle hätten.“

¹ Morgan Housel: Bestsellerautor (Über die Psychologie des Geldes), Analyst und Investor.

DER ORT, AN DEM ALLES ZUSAMMENLÄUFT

Befassen wir uns also mit der Frage, wie Emotionen auf Entscheidungen wirken – und wie sie sich möglicherweise besser kontrollieren lassen, wenn es um den eigenen Anlageerfolg geht. Um das tun zu können, müssen wir zunächst verstehen, wie der Prozess der Entscheidungsfindung funktioniert.

Starten wir also an dem Ort, der Zentrum aller Gedanken und Gefühle ist: das menschliche Gehirn. Und starten wir mit einer kleinen Geschichte, die zugleich ein kleines Experiment ist. Vielleicht lassen Sie sich darauf ein, liebe Leserinnen und Leser. Also dann ...

Ich möchte diese kleine Geschichte an dieser Stelle abbrechen und an Sie übergeben: Bitte stellen Sie sich die Protagonisten meiner Erzählung vor: Den Piloten, das Pärchen und Prof. Schmidt. Wie sehen die ihrer Meinung nach aus?

DAS GEHIRN NUTZT MUSTER

Und, haben Sie ein Bild vor Augen? Dann blättern Sie bitte kurz um. Sie finden die vier auf den folgenden Seiten abgebildet. Entsprechen die Bilder ihren Vorstellungen oder eher nicht? Mich würde nicht wundern, wenn sie sich von denen in ihrem Kopf (deutlich) unterscheiden.

Ich bin dienstlich oft unterwegs. Vor einigen Wochen flog ich in den Süden Europas, mit einer britischen Fluglinie. Ich hatte Probleme, mein Handgepäck zu verstauen – irgendetwas klemmte. Und irgendwie passte das zu dem Tag, der bis dahin ein „gebrauchter“ war, wie es so schön heißt.

Offenbar bekam der Pilot meine kläglichen, mitunter verzweifelten Versuche mit und bot mir seine Hilfe an. Er war sehr freundlich, witzelte über die Technik und deren Fallstricke. Seine Stimme wirkte beruhigend, und sie erinnerte mich irgendwie an die eines mir bekannten Kinderhörspielerzählers aus den 1980er-Jahren – sehr tief, gleichwohl beruhigend, nur eben, anders als bei den Hörspielkassetten, nicht auf Deutsch, sondern in perfektem Englisch. Nachdem wir gelandet waren, verabschiedete er sich per Handschlag bei mir und wünschte mir einen schönen Aufenthalt. Vielleicht sähen wir uns beim Rückflug wieder, wer weiß.

Der Termin, für den ich gekommen war, fand erst in einigen Stunden statt. Ich suchte mir deshalb ein nettes Café, um noch ein wenig zu arbeiten. Mir gegenüber am Tisch saß ein junges Pärchen. Ich verstand leider nichts von ihrer Diskussion, die zweifellos sehr angeregt, ja fast schon euphorisch verlief.

An konzentriertes Arbeiten war da dummerweise nicht zu denken – und meine Kopfhörer, über die ich Musik hätte hören können, lagen, wie sollte es in so einer Geschichte anders sein, auf meinem Schreibtisch im Büro.

Weil kein Tisch in der anderen Ecke des Cafés frei war, übte ich mich als Beobachter und versuchte, Anhaltspunkte zu finden, über wen oder was da am Nachbartisch so lebhaft diskutiert wurde. Ich hatte keine Ahnung, bis ich einen Blick auf das Tablet der beiden erhaschen konnte. Möbel. Dazu passten auch die Notizen auf dem Block neben dem Tablet. Das mussten Maße sein. Länge, Breite, Tiefe. Meine Vermutung war, dass die beiden eine Wohnung einrichteten, womöglich ihre erste gemeinsame.

Mit dieser These verließ ich das Café, ohne sie verifiziert zu haben, und machte mich auf den Weg zu einer Veranstaltung, bei der es um die Welt im Jahre 2050 gehen sollte, um die Zukunft. Prof. Schmidt hielt einen der Vorträge zum Thema „Autonomes Fahren“. Für mich, der ich daheim viel mit dem Auto unterwegs bin, ein unglaublich spannender Einblick. Inhaltlich sehr anspruchsvoll, wenngleich immer verständlich ...





Aber was bedeutet dieser Befund?

Wir denken in Schubladen. „Mustererkennung“ sagt der Experte dazu. Das Gehirn sucht sich stets den kürzesten Weg – indem es Muster erkennt, zuweilen sind das Stereotype. Anders geht es nicht. Denn unsere Umwelt ist nicht nur vielfältig, sondern auch unglaublich komplex. Wir sind in jedem Augenblick einer Informationsflut von etwa elf Millionen Bits ausgesetzt – und damit völlig überfordert. Denn unser Gehirn kann davon im selben Augenblick nur etwa 50 verarbeiten; unser Kurzzeitgedächtnis schafft es gerade einmal, sieben neue Eindrücke abzuspeichern.

Muster helfen dem Gehirn, ein Gesamtbild zu erzeugen. Aber die Leistungsgrenze ist schnell erreicht. Dazu vielleicht noch ein weiteres Beispiel.

Zu den Dingen, die der Mensch am besten kann, gehört das Sehen. Etwa ein Viertel unserer Gehirnleistung wird von unserem Sehsinn beansprucht. Wir sehen jeden Tag – stundenlang. Und obwohl wir es so gut können, weil wir es so oft und so lange trainieren, schützt uns das nicht vor Fehlern. Schauen Sie sich bitte das Bild auf der rechten Seite an. Schauen Sie genau auf die beiden grünen Kugeln. Welche ist größer? Die linke? Falsch, sie sind beide gleich groß.

Auch hier arbeitet das Gehirn in Mustern. Es sieht eine kleine Kugel von größeren umringt und eine große von kleinen. So wirkt die vermeintlich kleine im Vergleich kleiner als sie ist und die vermeintlich große größer.

Worauf ich hinauswill: Wenn wir so leicht getäuscht werden in einer Disziplin, die wir – so hat es die Evolution vorgesehen – vergleichsweise gut beherrschen wie das Sehen, dann ist die Fehleranfälligkeit in Disziplinen, denen nicht so viel Gehirnleistung zuteilwird, umso größer.

REISSAUS NEHMEN, WENN DER BÄR KOMMT

Da wären wir dann auch beim Thema Geldanlage und der Frage, warum wir entscheiden, wie wir entscheiden – und warum uns dabei Fehler unterlaufen, wieder und wieder.



Daniel Kahnemann, Psychologe und Nobelpreisträger, beschreibt in seinem Standardwerk „Schnelles Denken, langsames Denken“ zwei Systeme, die bei der Entscheidungsfindung kooperieren.

System 1 arbeitet intuitiv, schnell, automatisch, hochfrequent, emotional, stereotyp und unterbewusst. **System 2** dagegen ist der „faule Kontrolleur“ – langsam, mühsam, unregelmäßig, anstrengend, träge, vergesslich, aber auch logisch.

System 1 sorgt dafür, dass wir Reißaus nehmen, wenn ein Bär auf uns zuläuft (was vermutlich in dem konkreten Fall keine gute Entscheidung wäre!). System 2 hilft uns, Rechenaufgaben lösen zu können, ohne die Ergebnisse vorher auswendig gelernt zu haben.

Beide Systeme arbeiten zusammen. Das Ergebnis dieser Zusammenarbeit ist die Grundlage für die meisten menschlichen Entscheidungen und leider auch die Fehlentscheidungen. Experten sprechen von „Verzerrungen“. Und von denen gibt es relativ viele.

Angesichts des begrenzten Platzes möchte ich deshalb nur einige wenige vorstellen – und das möglichst kurz. Vielleicht prüfen Sie für sich, ob Ihnen das ein oder andere davon bekannt vorkommt.

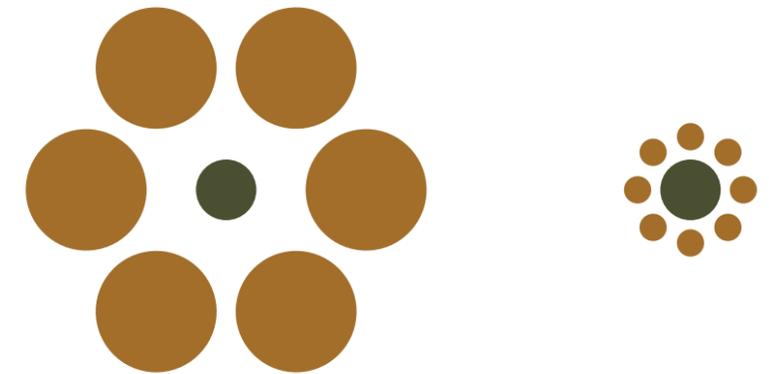
ES KANN NICHT SEIN, WAS NICHT SEIN DARF

Beginnen wir mit dem sogenannten **Confirmation Bias**, auf Deutsch etwas sperrig: Bestätigungsvoreingenommenheit. Wir gewichten Beweise, die mit unseren Überzeugungen übereinstimmen oder denen zumindest nahekommen, gewöhnlich stärker. Genauso unterhalten wir uns lieber mit Menschen, die unsere Ansichten teilen. Wir wollen uns also bestätigt fühlen. Oder etwa nicht? Wann haben Sie zu-

letzt Ihre Meinung geändert, weil Ihr Gegenüber anderer Meinung war – und die so gut begründet hat, dass er Sie überzeugen konnte?

Andersherum vernachlässigen wir Argumente, die unserem Weltbild widersprechen, frei nach dem Motto: Es kann nicht sein, was nicht sein darf.

Der **Availability Bias**, die Verfügbarkeitsverzerrung, bezieht sich auf Vergleiche, die wir ziehen, ohne dass Ereignis A mit Ereignis B zu vergleichen wäre, zumindest nicht eins zu eins, weil die Zeit eine andere ist und sich die Umstände verändert



haben. Nichtsdestotrotz bemühen wir diese Vergleiche sehr gerne, weil uns Ereignis A allzu präsent und wichtig erscheint. Anleger etwa, die stark vom Dotcomcrash zur Jahrtausendwende geprägt wurden, werden ihre Erfahrungen, die Chronologie der Ereignisse damals, immer wieder auf neue Krisen projizieren. Genauso könnte es wieder kommen, oder eben nicht! Wir laufen also mit einer falschen – nennen wir sie – Risikolandkarte herum. Wer in Paris zum Eiffelturm möchte, kommt mit einer Stadtkarte von London auch nicht weit ...

Die aus meiner Perspektive häufigsten Fehler entstehen wegen **Overconfidence**, also wegen des systematischen Überschätzens der eigenen Fähigkeiten. Wer einmal die richtigen Aktien gekauft und damit ordentliche Renditen erzielt hat, →

glaubt, dass es ihm immer wieder gelingen wird. Andersherum unterschätzen wir die Macht des Zufalls. Erfolg schreiben wir stattdessen stets dem eigenen Tun und Intellekt zu. Das ist gefährlich!

Vielleicht ein konkretes Beispiel dazu. Eine Frage, die uns immer wieder gestellt wird, insbesondere in turbulenten Zeiten, ist die Frage, ob wir unsere Portfolios absichern würden gegen Kursrücksetzer. Die Frage ist berechtigt und sehr gut nachvollziehbar. Wir tun das auch, aber nicht serienmäßig, sondern in bestimmten, eher seltenen Marktphasen. In der Hochphase der Pandemie, im Frühjahr 2020, war das der Fall.

Warum nicht häufiger?

Absicherungen kosten Geld. Und je höher die Kosten, umso schmaler fällt langfristig die Rendite aus, das ist Punkt 1. Punkt 2 bezieht sich auf das Overconfidence-Phänomen. Den richtigen Absicherungszeitpunkt zu erwischen ist das eine, den richtigen Ausstiegszeitpunkt etwas ganz anderes. Im Grunde ist es wie bei einem Fußballspiel ihres Lieblingsvereins. Der geht bereits nach zehn Minuten mit eins zu null in Führung – wunderbar. Gewonnen hat er damit aber noch lange nicht. 80 Minuten sind noch zu spielen, die Nachspielzeit nicht mitgerechnet, viele knifflige Situationen zu überstehen und Entscheidungen zu treffen. Womöglich wird das eine Tor nicht ausreichen.

WARUM SICHERN SIE NICHT AB?

Worauf ich hinauswill: Einmal richtig zu liegen, ist zu wenig. Sie müssen immer wieder richtig liegen und wieder und wieder. Wenn Sie absichern, müssen Sie auch irgendwann wieder entsichern und so weiter. Wir glauben, das wird auf Dauer nicht funktionieren; wir maßen es uns zumindest nicht an. Insofern sollten Absicherungen niemals Selbstzweck sein – weil deren Kosten langfristig womöglich höher sind als ihr Nutzen.

Das Jahr 2016 ist ein Beispiel, das wir in diesem Zusammenhang gerne bemühen. Wenn Sie gewusst hätten, dass das Vereinigte Königreich nicht länger in der EU sein will und ein Typ wie Donald Trump US-Präsident werden würde, hätten

Sie womöglich sämtliche Aktien verkauft – oder alles abgesichert! Sie kennen das Ende der Geschichte: Die Aktienindizes sind in den nachfolgenden Monaten von einem Hoch zum nächsten geklettert – trotz Brexit, trotz Trump.

Die beste Absicherung sind unseres Erachtens langfristig nicht eine Reihe mehr oder weniger verzweifelter Versuche, den Markt zu timen, sondern ein intelligent diversifiziertes Portfolio. Und ein gutes Team aus verschiedenen Typen, die nicht immer einer Meinung sind, sondern um die besten Argumente und Ideen ringen.

Aber kommen wir zurück zu unserem Gehirn. Was hilft es uns, zu wissen, dass es zwar ein ganz wunderbares, komplexes und gleichermaßen faszinierendes Organ ist, aber nichtsdestotrotz Entscheidungen produziert, die irrational und zuweilen schädlich sind?

Die Erkenntnis macht demütig, sie sollte es zumindest. Zu wissen, nicht alles zu wissen und richtig bewerten zu können, Fehler zu machen und falsch zu urteilen, ist die Basis für langfristigen Erfolg bei der Geldanlage.

FEHLER MACHEN DEMÜTIG

Wer anerkennt, Fehler zu machen, der wird sich immer wieder hinterfragen. Der wird versuchen, genauer hinzuschauen und präziser zu analysieren. Der wird nach Möglichkeiten suchen, die Auswirkungen möglicher Fehler zu begrenzen. Der wird versuchen, „Brandmauern“ zu errichten.

Unsere ist das Flossbach von Storch-Pentagramm. Es soll uns, vor allem aber unsere Kunden, vor Fehlern schützen, die wir machen. Das Pentagramm ist im Grunde die Summe, das Abbild unserer Erfahrungen und Lehren, die wir aus Fehlern gezogen haben.

Wir wissen, dass wir nicht alles wissen. Und deshalb muss unsere Anlagestrategie klaren Regeln beziehungsweise Grundsätzen folgen. Es sind derer fünf – fünf Begriffe, an denen all unsere Anlageentscheidungen gemessen werden.

Der wohl wichtigste ist der Begriff **Diversifikation**: Wer sein Vermögen langfristig schützen will, kommt nicht umhin,

es sinnvoll auf verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel und Währungen aufzuteilen. Auf diese Weise lassen sich Risiken reduzieren.

Wichtig ist auch die **Qualität** einer Anlage. Investoren sollten immer auf die Substanz einer Anlage schauen, die Höhe der Erträge, die sie langfristig abwirft und vor allem auf deren Vorhersehbarkeit.

Zudem braucht es **Flexibilität**. Die Börse neigt zu Übertreibungen – im Guten wie im Schlechten. Anleger sollten deshalb einen gewissen Liquiditätspuffer bereithalten, um bei Bedarf auf Unvorhergesehenes reagieren, Anlagegelegenheiten wahrnehmen zu können.

Auch wenn es banal klingt: Zu hohe Schulden sind die häufigste Ursache für die Pleite von Unternehmen, Staaten und nicht zuletzt von Privatpersonen – unzählige Beispiele gibt es dafür. Anleger sollten deshalb stets die eigene **Solvenz**, aber auch die Solvenz desjenigen im Blick haben, dessen Aktien oder Anleihen sie kaufen.

Der fünfte Begriff ist der Begriff **Wert**. Warren Buffett² hat einmal gesagt, der Preis sei das, was man zahle – der Wert, was man dafür bekomme. Dem ist nicht viel hinzuzufügen. Seien Sie also vorsichtig bei vermeintlichen Schnapperangeboten – nicht selten kommen sie Anlegern teuer zu stehen.

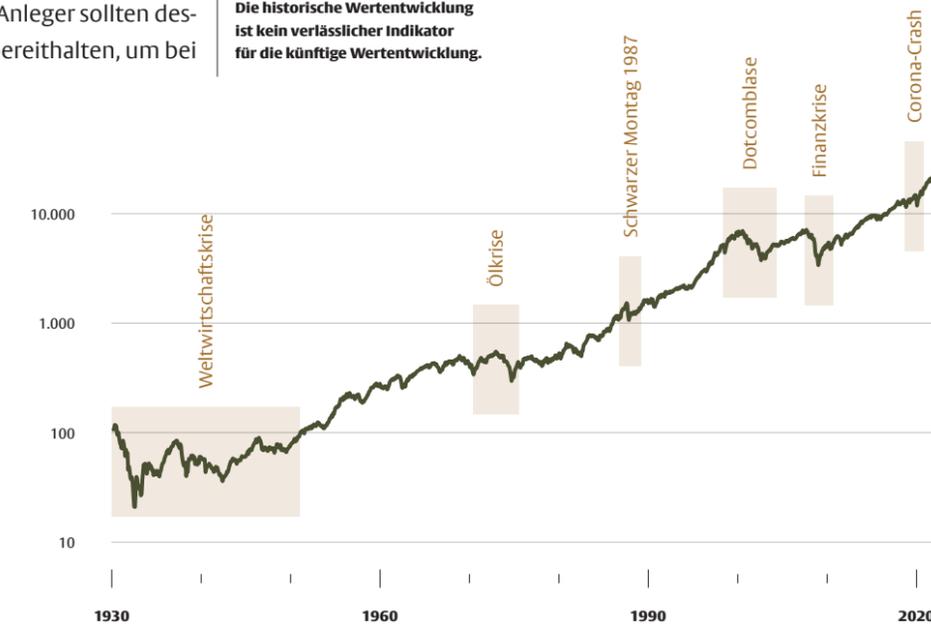
Wer diese Grundsätze beherzigt, braucht keine Zauberformel. Das Fundament seiner Anlagestrategie ist stabil genug – wenn er denn geduldig ist. Zeit ist der wichtigste Verbündete eines Anlegers (vgl. Grafik). Die Zeit verzeiht Fehler, weil deren Auswirkungen sich mit den Jahren relativieren. ♦

Wir müssen nicht alles wissen.

Die Zeit relativiert das Gewesene
Entwicklung des S&P 500 Index in US-Dollar (log. Skalierung; indexiert auf den 1. Januar 1930 = 100)

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 28. Februar 2023

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



² Warren Buffett: Vorstandsvorsitzender von Berkshire Hathaway und weltbekannter Investor.

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



„Geldanlage

muss

konstruktiv

sein“

Das Anlageumfeld bleibt herausfordernd, trotz der jüngsten Rally. Im Interview spricht Kurt von Storch über Risiken und Crashgefahren – und was die für Anleger bedeuten.

Herr von Storch, Krieg, Inflation, Klimawandel, Pandemie – immer noch. Haben Sie als Investor so etwas schon einmal erlebt?

Anzahl, Kombination und Verflechtung der verschiedenen Krisen sind sicherlich außergewöhnlich.

Der ein oder andere fühlt sich an die Jahrtausendwende erinnert – demnach müssten die Kurse an den Aktienmärkten wieder und vor allem noch viel weiter abrutschen ...

Ich wäre vorsichtig mit derartigen Vergleichen. Die Geschichtsbücher liefern zwar für jede Marktphase Parallelen und mögliche Gemeinsamkeiten; die Unterschiede sind aber mindestens genauso groß und ebenso zahlreich.

Also besser nicht vergleichen?

Ich mag das niemandem verbieten. Es ist nur menschlich, zuallererst nach möglichen Orientierungspunkten in der Vergangenheit zu suchen – nur kann das zuweilen auch in die Irre führen.

Anders gefragt: Sie sehen derzeit keinen Crash kommen?

Niemand weiß, was morgen oder übermorgen passieren wird. Insofern lässt sich ein Crash niemals ausschließen. Aber was hilft mir dieser Befund als Anleger?

Sagen Sie es uns?

Wenn ich in Gedanken immer beim nächsten Crash bin, dann werde ich vermutlich niemals auch nur einen einzigen Euro in Aktien investieren. Und vermutlich auch keinen in Anleihen. Aber wenn ich das nicht tue, habe ich irgendwann ein großes Problem. Geldanlage sollte konstruktiv sein, sie muss es sogar. →

Wie meinen Sie das?

In den kommenden Jahren geht es an der Börse weniger darum, reich zu werden, sondern vor allem darum, sein Vermögen vor der Inflation zu schützen. Das wird nicht ohne Sachwerte funktionieren, das geht nicht ohne die Aktien guter Unternehmen.

Sie gehen nicht davon aus, dass die Notenbanken die Teuerung in den Griff bekommen?

Wenn Sie mit „in den Griff bekommen“ meinen, dass die Inflationsraten schon bald wieder auf oder unter die Marke von zwei Prozent fallen – eher nicht, nein.

Wie lauten denn Ihre Inflationsprognosen für die Jahre 2023 und 2024?

Wir halten nicht allzu viel von Jahres- beziehungsweise Punktprognosen. Eigentlich kann der Prognosegeber dabei nur danebenliegen. Damit sollen sich andere herumärgern. Wir versuchen stattdessen, auf die übergeordneten Trends zu schauen, auf strukturelle Faktoren, die die Inflationsentwicklung langfristig beeinflussen könnten – in die eine wie die andere Richtung. Es geht uns also mehr um eine grobe Orientierung denn um vermeintlich präzise Vorhersagen. Mehr geht nicht, da sollten wir uns und unseren Kunden und Anlegern nichts vormachen!

Können Sie Beispiele für Trends und Faktoren nennen?

Wir sprechen gerne von den drei „D“ – Demografie, Deglobalisierung und Dekarbonisierung. All das kostet Geld und dürfte dazu führen, dass die Inflationsraten künftig strukturell höher ausfallen werden als in der Vergangenheit. Nicht zehn Prozent, vermutlich auch nicht sieben oder acht, wohl aber deutlich mehr als zwei Prozent.

Sind Aktien in diesem Umfeld tatsächlich das richtige Instrument? Die Kursentwicklung hat in den vergangenen zwölf Monaten zuweilen nicht so ausgesehen – trotz Inflation ...

Das kommt auf die Aktien an, auf die Preissetzungsmacht des jeweiligen Unternehmens und vor allem auf den Zeit-

horizont, den Sie als Anleger im Blick haben. Zwölf Monate sind eine Momentaufnahme – nicht mehr. Wer in Aktien investiert, sollte das unter der Prämisse tun, dauerhaft dabei zubleiben, mindestens aber fünf Jahre.

Was ist mit dem Risiko kräftiger Kursschwankungen?

Für den langfristigen Investor ist das kein Risiko, sondern etwas, das er billigend in Kauf nimmt, zumal er in diesen Phasen meist die attraktivsten Anlagegelegenheiten findet. Die Frage lautet also immer: Sind die Verluste am Aktienmarkt dauerhaft und damit ein echtes Risiko? Die Aktienkurse der guten Unternehmen werden sich früher oder später erholen, bei dem ein oder anderen weniger guten sieht das womöglich anders aus. Nehmen wir beispielhaft einige Techunternehmen, ...

... denen während der Corona-Hochzeit von Investoren aberwitzige Wachstumserwartungen zugebilligt wurden ...

So ist das, ja. Nur hilft uns der Rückspiegel an der Börse nicht weiter.

Was hilft dann?

Auf Unternehmen zu schauen, die über ein robustes, krisenerprobtes Geschäftsmodell und ausreichend Preissetzungsmacht verfügen. Ich bin zuversichtlich, dass sich deren Kurse langfristig positiv entwickeln werden. Das funktioniert aber nicht über Nacht – es braucht Zeit und damit Geduld. Und, nicht zuletzt, die zuvor angesprochene, ausgeprägte Toleranz gegenüber Kursschwankungen. Sie müssen Kursrücksetzer emotional aushalten können. Anders geht es leider nicht.

Würden Sie sagen, dass die Auswahl der einzelnen Anlagen heute wichtiger denn je ist?

Dem würde ich zumindest nicht widersprechen.

Was ist mit Anleihen?

Die sind heute attraktiver als noch vor einem Jahr. Wobei es auch da auf die Auswahl ankommt. Wer genau hinschaut, wird sicherlich die ein oder andere Gelegenheit bekommen.

Der Crash am Anleihemarkt im vergangenen Jahr war bis dato beispiellos. Derartige Kursverluste, noch dazu in so kurzer Zeit, hatte es zuvor nicht gegeben. Wie haben Sie das erlebt?

Unmittelbar. Es gab in dieser Phase keinen Ort; an dem Sie sich als Investor verstecken konnten. Selbst wenn Sie als Portfoliomanager vieles richtig gemacht, etwa zeitig die Duration und damit das Risiko bei Anleihen reduziert haben, hat Ihnen das nur bedingt geholfen.

Früher konnten sich Anleger auf eines verlassen:**Wenn es bei Aktien kracht, stabilisieren****Anleihen guter Emittenten ein gemischtes Portfolio.****Warum hat das diesmal nicht funktioniert?**

Weil das Renditepotenzial für Anleihen nahe der Nulllinie begrenzt war. Und wenn dann erstmals seit Jahren das Zinsniveau deutlicher zulegt, weil die Notenbanken die Inflation im Zaum halten müssen, dann reichen in einem solchen Umfeld selbst moderate Zinsanpassungen aus, um die Kurse bereits begebener Anleihen deutlich zu drücken. Wir haben in dieser Phase sehr oft und sehr viel mit unseren Kunden gesprochen, insbesondere mit denen, die ihr Geld eher defensiv, also zu größeren Teilen in Anleihen anlegen.

Wie haben die reagiert?

Insgesamt sehr positiv, was uns unheimlich gefreut hat und auch dankbar macht. Viele kennen uns schon sehr lange. Sie schätzen, dass wir unsere Anlagestrategie und die dahinter liegende Philosophie sehr transparent kommunizieren, gerade in schweren Zeiten. Es versteht sich von selbst, dass wir diesen Vertrauensvorschuss bestätigen wollen.

Vielen Dank für das Gespräch.

Kurt von Storch ist Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch AG in Köln.

„In den kommenden Jahren geht es an der Börse weniger darum, reich zu werden, sondern vor allem darum, sein Vermögen vor der Inflation zu schützen.“

R Ü C K K E H R I N D I E REALITÄT

von Bert Flossbach

In Zeiten des Booms honorierten einige Technologie-Unternehmen ihre Mitarbeiter fürstlich – mit Aktienoptionen.

Über Verschwendung, Verschleierung
und die disziplinierende Wirkung des Markts.

Krisenzeiten sind für Anleger immer eine Herausforderung. Und das nicht nur, wenn der Wert des Depots stark schwankt. Denn gleichfalls gibt es Chancen – scheinbare und echte, die man für sich nutzen möchte.

Im Krisenjahr 2022 wirkten die starken Kursrückgänge bei ehemals extrem hoch bewerteten Aktien wie Sonderangebote im Börsenschaufenster, die man nicht verpassen möchte. Doch nicht alles, was deutlich gefallen ist, ist damit billig. Oft haben die Kursrückgänge fundamentale Gründe, und in vielen Fällen waren die Bewertungen dank des tiefen Zinsniveaus und übertriebener Erwartungen einfach zu hoch.

Manchmal kommt auch alles zusammen, wie die Kurseinbrüche der Aktien früherer Börsenlieblinge (zum Beispiel Paypal, Tesla oder Meta) im vergangenen Jahr zeigen, die seit ihren Höchstständen rund drei Viertel an Wert verloren haben. Erfahrungsgemäß endet ein Abschwung nicht auf einem moderaten oder fairen Niveau, sondern deutlich tiefer. Dies gilt vor allem für Aktien, die von großer Euphorie in die Bewertungsstratosphäre getragen wurden und dann durch eine abnehmende Geschäftsdynamik und steigende Zinsen wieder von der Gravitationskraft des Kapitalmarkts erfasst werden. Hier bieten sich naturgemäß auch die größten Chancen, wenn das Wachstum wieder zurückkommt und wenn die Börse beginnt, die besseren Zukunftsperspektiven der Unternehmen einzupreisen.

Dabei gibt es allerdings eine wichtige Einschränkung. Um eine seriöse Bewertungsrechnung anstellen zu können, sollten die Unternehmen profitabel sein. Die Hoffnung, dass ein bislang stets verlustträchtiges Wachstumsunternehmen irgendwann einmal solide schwarze Zahlen schreibt, reicht nur in Boomphasen für hohe Kursgewinne.

SCHEIN UND SEIN

Besonders anschaulich zeigte sich dieses Phänomen in den USA. Im besonders stark gebeutelten Technologie-Sektor, der gut 25 Prozent der US-Börsenbewertung ausmacht, haben Unternehmen einen Mangel an Profitabilität oft mit dem Hinweis auf ihre adjustierten Gewinne und den vermeintlich hohen freien Cashflow überspielt. Letzterer ist für langfristig orientierte Investoren eine Art heiliger Gral, der anzeigt, wie viel Geld bei einem Unternehmen nach Abzug aller Investitionen unterm Strich übrig bleibt.

Im Gegensatz zu dem Unternehmensgewinn gilt der freie Cashflow als weniger leicht manipulierbar, vor allem wenn man einen längeren Zeitraum betrachtet.

Die Hoffnung,
dass ein bislang stets
verlustträchtiges
Wachstumsunternehmen
irgendwann einmal
solide schwarze Zahlen
schreibt, reicht nur
in Boomphasen für hohe
Kursgewinne.

→

Manche Unternehmen nutzen aber einen (legalen) Weg, um ihre Profitabilität besser darzustellen, als sie eigentlich ist. Sie verschleiern einen wichtigen Kostenblock, indem sie einen Teil der Personalkosten ignorieren (beziehungsweise den freien Cashflow des Unternehmens zweckentfremden).

Ganz konkret handelt es sich dabei um die aktienbasierte Vergütung („stock-based compensation“), die weder kostenlos und oft auch nicht Cashflow-neutral ist. Im Boom hat dies nur wenige interessiert; viele Unternehmen verstanden zunächst nicht, warum das Thema für professionelle Anleger wie uns überhaupt so relevant ist. Mit der Börsenebbe scheint sich dies nun zu ändern, wobei nicht alle, die ohne Badehose im Wasser waren, damit ein Problem zu haben scheinen.

Wie ehrlich sind die Gewinne? Für Aktionäre, die letztlich Eigentümer der Unternehmen sind, ist das eine sehr wichtige Frage. Schon 1998 hatte Warren Buffett im Jahresbericht von Berkshire Hathaway das Thema Aktienoptionen für Mitarbeiter auf seine unnachahmliche Weise adressiert und forderte damit die Berücksichtigung als Personalkosten in der Gewinn- und Verlustrechnung der Unternehmen: “If options aren’t a form of compensation, what are they? If compensation isn’t an expense, what is it? And if expenses should not go into the calculation of earnings, where in the world should they go?”¹

Das Thema ist also alles andere als neu. Nach dem Platzen der Internetblase im Jahr 2000 und dem damit verbundenen Druck von Investoren wurde aus der Empfehlung, die Kosten zu erfassen, eine Pflicht, die seit 2005 gilt und im Jahr 2009 in die heute bekannten Bilanzierungsregeln US-GAAP Standards (Generally Accepted Accounting Principles) überführt wurde. Erhalten Mitarbeiter als Teil ihrer Kompensation Optionen für den Bezug von Unternehmensaktien, muss der Optionswert als Teil der Personalkosten seither gewinnmindernd berücksichtigt werden.

Soweit die regulatorischen Vorgaben. Bei der Umsetzung in der Praxis zeigen sich „interpretatorische“ Spielräume. So konnten sich die Aktienanalysten der Wall Street mit dem Thema nie so recht anfreunden. Sie sind rasch dazu übergegangen, eigene, sogenannte adjustierte Gewinne zu berechnen, die die Optionskosten wieder eliminieren und den Gewinn pro Aktie damit erhöhen.

Mit der Zeit haben dann auch immer mehr Investoren die adjustierten Gewinne als relevantes Ertragsmaß akzeptiert, die oft auch als Kompensationsmaßstab des Managements dienen. Oft ist der Unterschied zwischen den verschiedenen

¹Freie Übersetzung: „Wenn Optionen keine Form der Vergütung sind, was sind sie dann? Wenn Vergütung kein Kostenaufwand ist, was ist sie dann? Und wenn Ausgaben nicht in die Berechnung des Gewinns einfließen sollten, wohin sollten sie dann gehen?“

Gewinndefinitionen auch nicht sehr groß. Eine Ausnahme sind viele Unternehmen des Technologie-Sektors, wo aktienbasierte Vergütungsmodelle seit jeher sehr verbreitet sind, zuletzt aber völlig überzogene Dimensionen erreicht haben, die Erinnerungen an die Exzesse der Technologie-Blase zur Jahrtausendwende wecken.

OFFENE GELDHÄHNE

Das zeigt zumindest ein Blick auf die Fakten. Allein bei den zehn größten Technologie-Unternehmen der USA, die im Index S&P 100 enthalten sind, betrug der Aufwand für aktienbasierte Vergütungen in den vergangenen vier Berichtsquartalen rund 75 Milliarden US-Dollar. Seit 2017 waren es insgesamt 276 Milliarden US-Dollar. Wie die Grafik 1 verdeutlicht, sind dies 21 Prozent des freien Cashflows.

Die Auswertung zeigt immense Unterschiede bei den Unternehmen. Denn bei den übrigen 90 Titeln des S&P 100 beträgt der Aufwand für die Vergütung im Schnitt lediglich sieben Prozent. Das wohl krasseste Beispiel ist der Softwareanbieter Snowflake, dessen Börsenwert selbst nach dem starken Kurseinbruch zum Jahreswechsel immer noch rund 42 Milliarden US-Dollar betrug. Bei einem Umsatz von nur 1,9 Milliarden US-Dollar hat das Unternehmen 757 Millionen US-Dollar für aktienbasierte Vergütungen aufgewendet, also 41 Prozent des Umsatzes. Das macht für jeden der knapp 4.000 Mitarbeiter im Durchschnitt rund 190.000 US-Dollar.

Das Phänomen überzogener Aktienzuhaltungen und deren Verschleierung durch die Adjustierung von Gewinnen ist im Wesentlichen auf den Technologie-Sektor begrenzt. Die Unternehmen bezeichnen aktienbasierte Vergütungen oft als notwendiges Mittel zur Mitarbeitermotivation. Man verspreche sich eine bessere Identifikation mit dem Unternehmen, eine größere Loyalität und sehe die Aktienkomponente als wichtiges Mittel im Kampf um Talente, die immer höhere Gehälter forderten.

Gut gemeint ist aber nicht immer gut gemacht. In der Realität sind anscheinend alle Mitarbeiter Talente. Allein beim Google-Mutterkonzern Alphabet gibt es davon 187.000. Sie beziehen, ähnlich wie ihre Kollegen bei Meta, ein Durchschnittsgehalt von 200.000 US-Dollar und erhalten zusätzlich Aktienoptionen im Wert von zuletzt 100.000 US-Dollar.

Die Mitarbeiter verstehen diese Vergütungsmodelle in der Praxis aber weniger als Ausdruck von Mitunternehmertum, sondern schlicht als ein zweites Gehalt. Das zeigt sich etwa in der gängigen Praxis, die zugeteilten Aktien unmittelbar nach

Grafik 1
Aktienbasierte Vergütung (SBC*)
der zehn größten Technologie-Unternehmen
Q1 2017 – Q3 2022, in Millionen US-Dollar

Unternehmen	Aufwand für SBC*	Freier Cashflow	Anteil SBC* am freien Cashflow
Alphabet	73.100	231.557	31,6%
Amazon	52.477	27.152	193,3%
Apple	40.193	451.925	8,9%
Meta	37.395	130.378	28,7%
Microsoft	30.767	220.157	14,0%
Oracle	10.650	67.063	15,9%
Cisco Systems	9.935	73.870	13,4%
Broadcom	9.546	64.223	14,9%
Nvidia	7.164	25.219	28,4%
Adobe	5.270	30.553	17,2%
Summe Top-10-Tech-Unternehmen	276.497	1.322.096	20,9%
S&P 100 ex Top-10-Tech-Unternehmen	258.341	3.693.363	7,0%

*SBC – Stock-based compensation
Quelle: FactSet, Unternehmensberichte, Flossbach von Storch,
Daten per 28. Februar 2023

Wie ehrlich sind die Gewinne? Für Aktionäre, die letztlich Eigentümer der Unternehmen sind, ist das eine sehr wichtige Frage.



dem Ende der Sperrfrist zu verkaufen. Daraus folgt auch die Kehrseite solcher Beteiligungsprogramme. Wenn der Aktienkurs in die Knie geht und die Optionen wertlos werden, macht sich Unmut unter den Mitarbeitern breit und die Stimmung im Unternehmen kippt. Dann wird nachgebessert, wie einige Manager der Unternehmen freimütig zugeben – entweder durch Ausgabe von noch mehr Aktien (beziehungsweise Optionen) oder eine Absenkung des Bezugskurses.

AKTIONÄRE HABEN DAS NACHSEHEN

Auch der vermeintlich kaum manipulierbare freie Cashflow ist vor dem Gebaren einiger Manager längst nicht mehr sicher. Um den mit der Ausgabe neuer Aktien an die Mitarbeiter verbundenen Verwässerungseffekt zu vermeiden (eine höhere Aktienanzahl reduziert den Anteil der Altaktionäre am Unternehmen), werden oft Aktien des Unternehmens am Markt zurückgekauft und dann an die Mitarbeiter weitergeleitet. Dadurch bleibt die Aktienanzahl weitgehend unverändert und die Altaktionäre werden nicht verwässert.

Das Problem: Das Geld für die Rückkäufe stammt allerdings aus dem freien Cashflow, der per Definition nach Abzug aller Kosten und Investitionen übrig bleibt. Diesen kann das Unternehmen an die Aktionäre ausschütten, im Unternehmen behalten (Aufbau von Kasse oder Abbau von Schulden), für Akquisitionen oder den Rückkauf von Aktien verwenden. Letzteres reduziert die Anzahl der umlaufenden Aktien und erhöht den Anteil der Altaktionäre. Wenn die zurückgekauften Aktien aber zur Bedienung von Aktienansprüchen an die Mitarbeiter weitergereicht werden, handelt es sich um Personalkosten. Der vom Management zuvor mit stolzer Brust verkündete hohe freie Cashflow ist also gar nicht so frei, weil er teilweise zur Deckung von Personalkosten verwendet wird.

Nun ist grundsätzlich nichts gegen aktienbasierte Vergütungen einzuwenden, vor allem nicht, wenn sie gezielt und in angemessenem Umfang erfolgen. Verwerflich ist allerdings, das ist zumindest unsere Sicht der Dinge, der euphemistische Umgang damit. In den Veröffentlichungen der Quartalsergebnisse werden die Aktienrückkäufe gerne als Wohltat für die Aktionäre verkündet. Im beispielhaften Falle des Zahlungsdienstleisters Paypal klingt das in der Pressemitteilung zum dritten Quartal dann so: "Year-to-date through Q3-22, returned \$3.2B to stockholders through share repurchases." (Anmerkung: Davon sind jedoch inklusive Steuerzahlungen 1,35 Milliarden US-Dollar an die Mitarbeiter geflossen.)

Ein transparenter und ehrlicher Umgang mit dem Thema sieht anders aus. Die Aktionäre sollten darüber informiert werden, welcher Teil der Rückkäufe zur Deckung aktienbasierter Vergütungsansprüche der Mitarbeiter verwendet wurde und welcher Teil als „returned to our stockholders“ betrachtet werden kann, weil sie tatsächlich die Aktienanzahl entsprechend reduziert haben.

Die Ausgaben für aktienbasierte Vergütungsprogramme der Techunternehmen sind in den vergangenen Jahren immer weiter gestiegen. Im vergangenen Jahr (beziehungsweise den vergangenen vier berichteten Quartalen) haben sie mit 26 Prozent des freien Cashflows einen neuen Rekord erreicht (vgl. Grafik 2).

SCHLECHTES GESCHÄFT

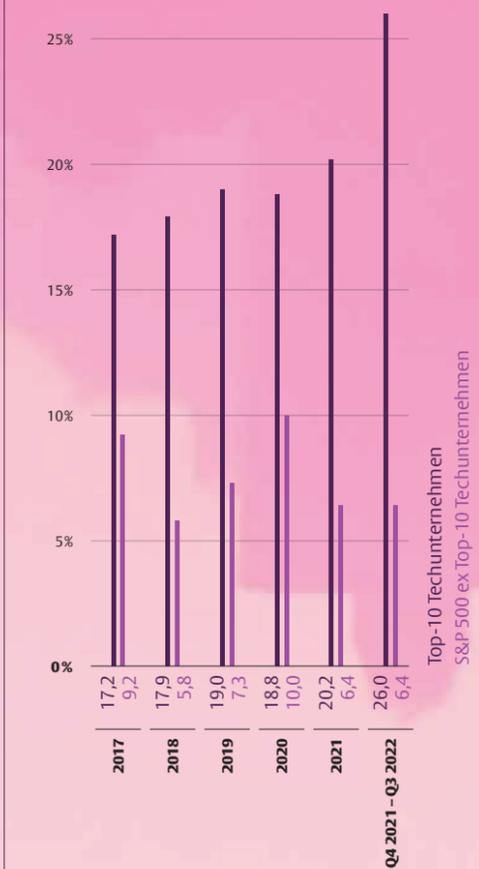
Solange die Kurse der Techwerte wie „am Schnürchen gezogen“ stiegen, hat kaum jemand daran Anstoß genommen, auch weil es fatal gewesen wäre, deswegen die langjährige Rallye zu verpassen. Mit dem Ende der Technologiehausse an den Börsen könnte sich das nun ändern, zumal sich jetzt auch zeigt, dass oft viel Geld verpulvert wurde, um Aktien zu hohen Kursen am Markt zu erwerben, die man heute für die Hälfte kaufen könnte.

Ein anschauliches Beispiel dafür ist der Facebook-Mutterkonzern Meta. In den vergangenen fünf Jahren hat Meta 371 Millionen Aktien zurückgekauft und dafür 90 Milliarden US-Dollar bezahlt. Die ausstehende Anzahl von Aktien hat sich aber nur um 243 Millionen reduziert, die das Unternehmen im Durchschnitt für jeweils rund 242 US-Dollar erworben hat. Ende Februar lag der Kurs bei 170 US-Dollar, also etwa 30 Prozent tiefer. Dass bedeutet einen (vorläufigen) Verlust von gut 17 Milliarden US-Dollar. Weitere 128 Millionen Aktien im Gegenwert von 29 Milliarden US-Dollar wurden an die Mitarbeiter ausgegeben und zusätzlich die dafür anfallende Einkommensteuer in Höhe von 18 Milliarden US-Dollar übernommen. In Summe also 47 Milliarden US-Dollar.

Wir haben unseren Unmut über den verschwenderischen Umgang und die intransparente Darstellung der aktienbasierten Vergütung sowie anderer Kostenexzesse in Briefen und Gesprächen mit zahlreichen Managern zum Ausdruck gebracht. Inzwischen wächst auch bei den Unternehmen die Erkenntnis, dass es angesichts stagnierender Umsätze nicht mehr so weitergehen kann.

Seit Beginn der Pandemie wurden Hunderttausende Mitarbeiter in atemberaubender Geschwindigkeit eingestellt. Allein Alphabet hat seit Anfang 2020 rund

Grafik 2
Ein wachsender Kostenblock bei Technologie-Unternehmen
Aufwand für aktienbasierte Vergütungsprogramme in Relation zum freien Cashflow



Quelle: FactSet, Unternehmensberichte, Flossbach von Storch, Daten per 28. Februar 2023
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung



In den Veröffentlichungen der Quartalsergebnisse werden die Aktienrückkäufe gerne als Wohltat für die Aktionäre verkündet.

Grafik 3

Dax vs. S&P 500

Aktienmarktentwicklung inkl. Dividenden
in lokaler Währung
(indiziert auf den 1. Januar 2013 = 100)



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Flossbach von Storch,
Daten per 28. Februar 2023

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

70.000 hoch dotierte und mit Aktienversprechen ausgestattete Mitarbeiter eingestellt. Jetzt wendet sich das Blatt, und die Unternehmen kämpfen mit einem abflachenden Wachstum und den hohen Kosten einer überzogenen Expansionspolitik.

Die Zeiten, in denen Wachstum um jeden Preis galt, sind vorbei. Tausende Mitarbeiter werden mit hohen Abfindungen wieder entlassen und Büroflächen reduziert. Satya Nadella, der Chef von Microsoft, prognostizierte jüngst in einem CNBC-Interview, dass sich die Technologie-Welt auf zwei weitere harte Jahre einstellen müsse: "The next two years are probably going to be the most challenging because, after all, we did have a lot of acceleration during the pandemic and there's some amount of normalization of that demand and, on top of it, there is a real recession in large parts of the world. The combination of pull-forward and recession means we will have to adjust ..." ² Dazu zählt für ihn auch, dass die Ausgaben bei Microsoft nicht mehr schneller als der Umsatz wachsen sollen.

Die Erkenntnis, dass eine maßvollere Gangart angebracht ist, scheint auch bei anderen Unternehmen zu reifen. Insgesamt haben die US-Technologie-Unternehmen bis zum Jahreswechsel bislang rund 150.000 Stellen abgebaut, was in einigen Fällen 10 bis 15 Prozent der Belegschaft ausmacht. Die damit einhergehenden Kosten werden im abgelaufenen und den nächsten Quartalen verdaut. Der Technologie-Sektor befindet sich also in einer Konsolidierungsphase.

Auch wenn die langfristigen Wachstumsperspektiven von den Unternehmen unverändert als positiv bewertet werden, weil die Digitalisierung immer mehr Sektoren und Bereiche der Wirtschaft erreicht, wird es noch lange dauern, bis die Aktien dieser Unternehmen wieder ihre alten Höchststände erreichen. Die starken Kursverluste der im S&P 500 Index hoch gewichteten Technologie-Aktien haben auch der langjährigen Outperformance des US-Aktienmarktes im Vergleich zum Dax oder Euro Stoxx 50 erst einmal ein Ende gesetzt (vgl. Grafik 3).

Auch wenn das Schlimmste an den Aktienmärkten wohl hinter uns liegen dürfte und die Bewertung vieler Unternehmen an der Börse heute deutlich niedriger als vor einem Jahr ist, steht der Beginn eines neuen, lang anhaltenden Bullenmarktes aus unserer Sicht noch nicht bevor.

Erst wenn die US-Notenbank zu erkennen gibt, dass sie die Inflation so weit im Griff hat, dass voraussichtlich keine weiteren Zinserhöhungen mehr erforderlich sind und sie die Geldpolitik wieder lockern könnte, wendet sich

²Freie Übersetzung: „Die nächsten zwei Jahre werden wahrscheinlich die schwierigsten sein, denn schließlich haben wir während der Pandemie eine starke Beschleunigung erlebt, und diese Nachfrage hat sich in gewissem Maße normalisiert, und obendrein gibt es in weiten Teilen der Welt eine echte Rezession. Die Kombination aus Vorzieheffekt und Rezession bedeutet, dass wir uns anpassen müssen ...“

das Blatt. Niemand weiß, wann dies der Fall sein wird und wie hoch die Zinsen zu diesem Zeitpunkt sein werden. Bis dahin dürften sich die Aktien- und Anleihemärkte von einer Inflationszahl zur nächsten Zentralbanksitzung hangeln und einem Wechselbad der Gefühle ausgesetzt sein.

QUALITÄTSUNTERNEHMEN BLEIBEN ATTRAKTIV

Bei den besonders zinssensitiven Aktien der Wachstumsunternehmen kommt hinzu, dass die Geschäftsentwicklung nach dem Abebben des Corona-Booms an Dynamik verloren hat und die Kosten aus dem Ruder gelaufen sind. Jetzt muss der Gürtel erst mal enger geschnallt und die Kosten müssen an die gesunkenen Wachstumserwartungen angepasst werden.

Wenn dies erfolgt ist und der Druck steigender Zinsen nachlässt, können die Technologie-Werte ihre Rolle als Zugpferde des Aktienmarktes wieder aufnehmen. Bis dahin wird sich auch die Spreu vom Weizen getrennt haben. Ein Teil der immer noch unprofitablen Unternehmen wird dann vom Markt verschwunden sein. Diese Sorge muss man sich bei den großen und etablierten Unternehmen nicht machen. Hier geht es vor allem darum, Preisniveaus von Aktien auszuloten, die ein sehr attraktives Chance-Risiko-Verhältnis bieten, das zum Auf- oder Ausbau von Positionen genutzt werden kann. Dabei spielt die Ertragssicherheit der Unternehmen eine wichtige Rolle.

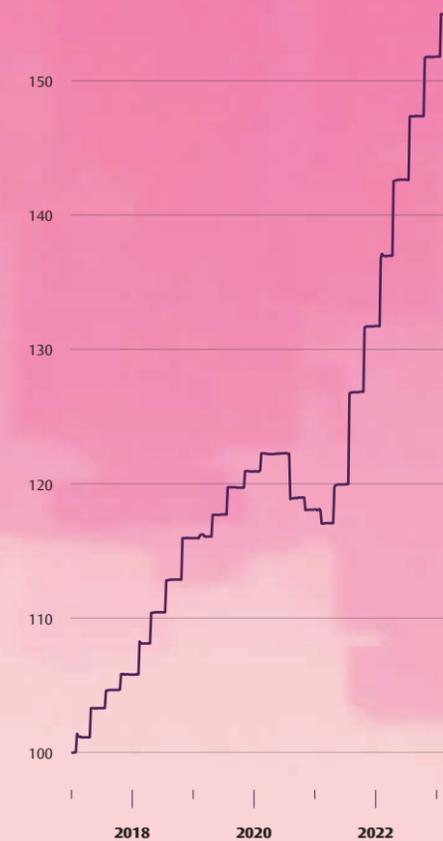
Bei Aktien von Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht, deren Produkte und Dienste man als gesetzt bezeichnen kann, lässt sich eine relativ verlässliche Ertragsuntergrenze als Kalkulationsbasis für mögliche Kaufniveaus definieren. Von großer Bedeutung ist dabei der angesetzte Gewinnmultiplikator, der vor allem durch die Wachstumsperspektiven des Unternehmens und das Zinsniveau definiert wird.

Ironischerweise wirkt die Inflation hier in zwei gegenläufige Richtungen. Einerseits verleiht sie den Umsätzen und Gewinnen der Unternehmen einen Schub (vgl. Grafik 4), andererseits drängt sie die Notenbanken dazu, die Zinsen weiter zu erhöhen und länger hoch zu halten, was wiederum den Gewinnmultiplikator drücken kann. Angesichts der zu erwartenden hohen Schwankungen ohne klaren Trend wird sowohl die Einzeltitelauswahl (welche Aktien kaufe oder verkaufe ich?) als auch das Timing (auf welchem Kursniveau greife ich zu oder baue ab?) in diesem Jahr von besonderer Bedeutung sein. Kurzum: Auch Technologie-Aktien bleiben attraktiv, wenn Preis, Kosten und unternehmerische Perspektive stimmen. ♦

Grafik 4

Inflation als Umsatztreiber

Umsatzentwicklung der vergangenen 12 Monate
der S&P-500-Unternehmen
(indiziert auf den 1. Januar 2017 = 100)



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Flossbach von Storch,
Daten per 28. Februar 2023

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

Ohne Moos

Nach einer massiven Zinswende kaufen die Notenbanken immer weniger Anleihen. Über Chancen und Risiken einer restriktiveren Geldpolitik.

von Frank Lipowski

nichts los

Zinspapiere haben immer noch den Ruf, eher etwas für „Witwen und Waisen“ zu sein. Für „konservative“ Anleger, was auch immer das bedeuten mag. Für diejenigen, die geringe Schwankungen und konstante Erträge suchen. Denen es vor allem um den Erhalt eines Vermögens und weniger um die Vermehrung geht.

So einfach ist die Sache aber nicht. Je nach Marktsegment (und Einzeltitel) können sich die Risiken stark unterscheiden. Hinzu kommen Makrothemen, die den gesamten Markt stark beeinflussen können. Zuletzt waren Anleihen eine Anlageklasse der Extreme – und auch in der Zukunft gibt es einige Herausforderungen.

ERST VERSCHWAND DER ZINS, DANN KAM DER CRASH

Seit der Finanzkrise im Jahr 2008 gab es etwa einen deutlichen Zinsschwund, der (mit kleineren Unterbrechungen) bis zum Jahr 2021 dauerte. Sinkende Zinsen sorgten für steigende Anleihekurse – wer auf die verschiedenen Marktentwicklungen angemessen reagierte, konnte stattliche Renditen erzielen.

Nach der Dürre folgte im vergangenen Jahr dann ein Tsunami, den man wohl als historisch bezeichnen kann. Die Notenbanken zogen die Zinsen massiv hoch, um die aus dem Ruder laufende Inflation zu bremsen. Innerhalb eines Jahres gingen die Leitzinsen in den USA um 4,5 Prozentpunkte hoch, in der Eurozone um 3,0 Prozentpunkte.

An den Märkten gab es massive Bewegungen. So wähten sich einige Anleger mit inflationsgeschützten Anleihen geschützt. Die Preise dieser Papiere reagieren allerdings in erster Linie auf die gehandelten Realrenditen. Und als Inflationsdynamik den erwarteten Zinsschub brachte, stiegen diese Realrenditen rasant, womit auch inflationsgeschützte Papiere ihr schlimmstes Jahr verzeichneten.

10-jährige inflationsgeschützte US-Staatsanleihen drehten im Jahr 2022 mit einem Anstieg um 2,66 Prozent aus einem tief negativen Bereich auf eine positive reale Rendite von 1,56 Prozent. Einen Anstieg der 2-jährigen und 5-jährigen US-Staatsanleiherenditen um 3,69 beziehungsweise

2,75 Prozent innerhalb eines Jahres hatte es zuvor in über 50 Jahren nicht gegeben. Die Wertentwicklung des breit gefassten globalen Anleiheindex Bloomberg Global-Aggregate Index (EUR) fiel mit -13,2 Prozent im Jahr 2022 so schwach aus wie niemals zuvor. Neben den historischen Kursverlusten bei sicheren Staatspapieren gab es teils massive Ausweitungen der Risikoaufschläge bei einigen Unternehmensanleihen oder Pfandbriefen.

Nach einem historisch schwachen Anleihenjahr 2022 gibt es nun aber wieder Chancen. Der Zins ist zurück. Das gestiegene Renditeniveau hat die Attraktivität von Anleihen erhöht. Es gibt wieder Bonds, die allein aus der laufenden Rendite die (erwartete) Inflation langfristig schlagen können. Außerdem ist der laufende Ertrag deutlich gestiegen – und dient gleichfalls als Puffer, wenn es auf Sicht wieder turbulent zugehen könnte.

Alles wieder gut auf dem Zinsmarkt, also? Nicht ganz. Auf Sicht gibt es neue Herausforderungen. Während das Jahr 2022 im Zeichen steigender Zinsen stand, könnte das Jahr 2023 das Jahr der mangelnden Liquidität werden. Denn die Notenbanken ziehen die Zügel weiter an, und das nicht nur beim direkt beeinflussten Leitzins.

Die Europäische Zentralbank (EZB) und die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) möchten ihre Bilanzen deutlich reduzieren und so dem Markt die überschüssige Liquidität entziehen. In den vergangenen Jahren haben sie Wertpapiere in einem immensen Wert gekauft. Nun gilt es, diesen Bestand wieder zu reduzieren.

Die Fed startete bereits mit dem sogenannten Quantitative Tightening – Erlöse aus fälligen Wertpapieren aus den Notenbankbilanzen, die etwa ihr Laufzeitende erreicht haben, werden nicht mehr reinvestiert. Ab dem Frühjahr zieht die EZB nach. Begleitet wird dies durch das Abschmelzen der TLTRO-Programme, welche die Banken der Eurozone in den vergangenen Jahren mit stark subventionierten Refinanzierungen versorgte.

Der Entzug an Liquidität ist mit Blick auf die Auswirkungen für die Märkte – und letztlich unser Finanzsystem – nicht zu unterschätzen. →

Wenn man sich vor Augen führt, dass die Fed noch im Herbst 2021 jeden Monat aktiv für 120 Milliarden US-Dollar Wertpapiere gekauft (und somit Liquidität geschaffen hat), so entzieht sie dem Markt seit Juni vergangenen Jahres monatlich 95 Milliarden US-Dollar. In der Summe ergibt sich allein daraus ein Liquiditätsdifferenzial von 215 Milliarden US-Dollar monatlich – und auf Zwölf-Monats-Sicht von rund 2,5 Billionen US-Dollar.

Damit nicht genug – nun reduziert auch die EZB, die bis Ende 2021 im Schnitt rund 70 Milliarden Euro an Wertpapieren kaufte, bevor sie es bis in den Sommer 2022 stufenweise zurückfuhr. Ab März dieses Jahres entzieht die Notenbank dem Markt jeden Monat 15 Milliarden Euro. In der Eurozone bleibt unter dem Strich also eine fehlende Liquidität von rund 85 Milliarden Euro pro Monat, oder auf Zwölf-Monats-Sicht rund eine Billion Euro.

Hinzu kommt für die EZB die zu erwartende Bilanzreduktion und Liquiditätsverknappung durch die zu erwartende Rückführung von TLTROs. Nach ersten Rückzahlungen von in der Summe rund 900 Milliarden Euro in 2022, werden in diesem Jahr weitere rund 800 Milliarden Euro alleine aufgrund anstehender Fälligkeiten schrittweise seitens der Banken zurückgezahlt. Aufgrund der inzwischen deutlich verschlechterten Konditionen dieser TLTROs sind weitere vorzeitige Rückzahlungen darüber hinaus zumindest nicht unwahrscheinlich. Die aktuelle Lage kann man sich wie bei einer Wippe von Angebot und Nachfrage vorstellen. Die Schwergewichte auf der einen Seite steigen nicht nur von der Wippe ab, sondern setzen sich sogar noch auf die andere Seite.

Neben dem massiven Liquiditätsentzug der EZB besteht gleichfalls ein immenser Nettofinanzierungsbedarf der europäischen Staaten und der Europäischen Union (EU). Die Folgen des russischen Angriffskriegs in der Ukraine müssen finanziert werden. Darunter etwa fiskalische Entlastungsmaßnahmen wegen der Energiepreisschocks. Nicht zu vergessen die noch nachlaufenden Programme aus Zeiten der Corona-Pandemie. Der Nettofinanzierungsbedarf der europäischen Staaten (inklusive der EU) könnte sich gegenüber dem Vorjahr verdoppeln. Damals lag der Finanzierungsbedarf bei rund 600 bis 700 Milliarden Euro.

Natürlich unterliegen solche Annahmen immer einer gewissen Unsicherheit. Der Trend ist aber eindeutig – und deutet auf eine Verschiebung der Relation von Angebot- und Nachfrage in Höhe von mehreren Billionen Euro hin.

Ein Mangel an Liquidität zeigt sich in der Regel am deutlichsten in den risikoreicheren Nischen des Anleihemarkts. In den vergangenen Jahren, als es noch negative Zinsen und genug Liquidität gab, konnten wir dort eine gewisse „Blauäugigkeit“ beobachten. Anleihen von Unternehmen, mit deren Kreditwürdigkeit es nicht zum allerbesten stand, wurden zu günstigen Bedingungen von Unternehmen begeben (und auch von den Marktteilnehmern gekauft). Nun müssen Risikoprämien, etwa mit Blick auf mögliche Ausfall- und Liquiditätsrisiken neu taxiert werden.

Wie schmerzhaft ein Liquiditätsmangel plötzlich für den Markt sein kann, konnten wir etwa im Herbst in Großbritannien erkennen. Der Schock belastete vorübergehend viele Vermögenspreise rund um den Globus und das plötzlich, ohne eine direkte Vorwarnung.

Natürlich möchte kein Notenbanker eine Finanz- oder Währungskrise riskieren, etwa, wenn sich Staaten schlimmstenfalls nicht mehr adäquat refinanzieren könnten. Andererseits scheint die Inflation hartnäckiger als gedacht, die höheren Zinsen könnten uns also länger erhalten bleiben, als allzu optimistische Marktbeobachter derzeit glauben mögen.

Klar ist: Trotz der gestiegenen Zinsen scheint es für eine komplette Entwarnung am Anleihemarkt derzeit also noch zu früh. Andererseits gibt es aber eine sehr relevante Verbesserung.

Die Zinsen sind deutlich gestiegen – mit allen daraus resultierenden Vorteilen. Die Niveaus von Nominal- (wie auch Realrenditen unter Berücksichtigung der vom Markt erwarteten und gehandelten Inflation) erscheinen so attraktiv wie seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 nicht mehr.

Es braucht aber Geduld, um den richtigen Zeitpunkt zu erwischen. Man sollte zudem die Marktmechanismen sehr gut kennen. Auf Sicht braucht es wohl einige taktische Finesse, um in der Anlageklasse (nach dem historischen Crash im Jahr 2022) Erfolg zu haben. Es könnte noch einige Zeit volatil bleiben, Anleger sollten also (weiterhin) mit größeren Schwankungen rechnen. Die Zentralbanken ziehen sich als Garanten für eine scheinbar unendlich sprudelnde Liquidität immer weiter zurück. Die Inflationsdynamik hat sich zwar gebessert, ist aber (noch) nicht gebannt.

Es gibt aber einen wichtigen Unterschied: Der Zins ist wieder da. Das gestiegene Renditeniveau bietet neben dem laufenden Ertrag wieder einen Puffer zur Kompensation möglicher Risiken. Letztlich geht es aktuell wohl vor allem darum, sich bietende Chancen auch kurzfristig nutzen zu können. Oder anders formuliert: Aktive, antizyklische und flexible Anleger, die die nötige Erfahrung mitbringen, haben in einem (immer noch) nervösen Marktumfeld einige Vorteile. ♦

Frank Lipowski ist Portfoliomanager der Flossbach von Storch AG in Köln.

Die Zentralbanken ziehen sich als Garanten für eine scheinbar unendlich sprudelnde Liquidität immer weiter zurück.

Die Notenbanken entziehen dem Markt große Summen

85

Milliarden Euro
Liquiditätsdifferenzial
monatlich bei der EZB

215

Milliarden US-Dollar
Liquiditätsdifferenzial
monatlich bei der Fed

„AM BALL BLEIBEN“

Es gibt gute Gründe, warum es an den Aktienmärkten auch in den kommenden Monaten schwierig bleiben könnte. Fondsmanager Michael Illig erläutert, weshalb langfristig denkende Anlegerinnen und Anleger dennoch investiert sein sollten.

Herr Illig, Krieg, Inflation, Rezessionsorgen. 2022 war ein schlechtes Aktienjahr und auch im neuen Jahr köcheln die Krisenherde vorerst weiter. Das macht viele Anlegerinnen und Anleger nervös, so dass manche überlegen auszusteigen. Was sagen Sie Ihnen?

Bei solch besorgniserregenden Schlagzeilen und schwankenden Aktienmärkten ist es nachvollziehbar, wenn Anlegerinnen und Anleger sich Sorgen um weitere Rückschläge machen. Das Problem ist jedoch: Wer seine Aktien verkauft und sein Geld längere Zeit zur Seite legt, der setzt es dem nagenden Zahn der Inflation aus. Und langfristig spricht vieles dafür, dass die Aktienmärkte einen Wertzuwachs bieten, der die Inflation deutlich übersteigt.

Daher überlegt der eine oder die andere ja auch, jetzt womöglich aus den Märkten auszusteigen – und später, wenn sich die Turbulenzen gelegt haben, wieder einzusteigen ...

... und das möglichst noch zu dann günstigeren Einstiegskursen. Das klingt logisch, funktioniert aber in der Regel nicht. Muss doch, wer aussteigt, nicht nur hierfür einen günstigen Zeitpunkt erwischen, sondern auch für den Wiedereinstieg. Und historisch sind Markterholungen nach Turbulenzen meist in sehr kurzer Zeit passiert. Die Wahrscheinlichkeit, die Erholung zu verpassen, ist also sehr hoch, wenn man aussteigt. Um den optimalen Einstiegszeitpunkt zu kennen, müsste man die Stimmung der Marktteilnehmer korrekt vorhersagen können – ein extrem komplexes und fragwürdiges Unterfangen. Ich persönlich versuche mich jedenfalls nicht darin.

Aber gehört das nicht auch zu Ihrem Job als Portfoliomanager? Woran orientieren Sie sich bei Anlageentscheidungen?

Nein, die Psychologie der Marktteilnehmer sowie die Ereignisse, die sie beeinflussen, sind so komplex und zufallsabhängig, dass wir uns hier kein belastbares Urteil zutrauen. Allerdings gibt es etwas, das keineswegs leicht, aber in einigen Fällen deutlich greifbarer abzuschätzen ist: die langfristige Gewinnentwicklung von Unternehmen.

**Und daraus lassen sich Rückschlüsse auf die Marktbe-
wegungen ziehen?**

In der kurzen Frist, nein. Aber langfristig bestimmt die fundamentale Entwicklung eines Unternehmens seinen

Aktienkurs. Die Einschätzung dieser Entwicklung und ihre Bewertung ist unsere primäre Tätigkeit, sie stellt unseren Kompass dar.

Und wie funktioniert das?

Einer der erfolgreichsten Investoren aller Zeiten, Warren Buffett, sagte einst auf die Frage nach seinem Erfolgsrezept: „Das Leben ist wie ein Schneeball. Das Wichtigste ist, feuchten Schnee zu finden und einen möglichst langen Hügel.“

Auch wenn manche von uns Spaß an einem Schneemann haben mögen, bleibt diese Aussage mysteriös. Würden Sie das erläutern?

Buffetts Schneeball illustriert hervorragend den wichtigsten Erfolgsfaktor für langfristiges Investieren: das Compounding oder korrekter Compound Interest, auf Deutsch sagt man dazu auch Zinseszinsseffekt. Über feuchten, pappigen Schnee gerollt, kann ein Schneeball mit jeder Runde mehr Schnee aufnehmen, da sich seine Oberfläche immer mehr vergrößert. Mathematisch bedeutet dies exponentielles Wachstum; das ja auch hinter dem Zinseszinsseffekt steckt.

Der Zinseszinsseffekt ist ja nichts Neues und letztlich einfach zu berechnen, ...

... sprengt aber oft die Vorstellungskraft, gerade wenn er sich über viele Jahre entfaltet. Nicht zufällig wird Albert Einstein nachgesagt, den Zinseszinsseffekt als das achte Weltwunder bezeichnet zu haben. Denn das menschliche Gehirn ist primär auf lineares Denken gepolt.

„Die fundamentale Entwicklung eines Unternehmens bestimmt langfristig seinen Aktienkurs. Ihre Einschätzung und Bewertung stellt unseren Kompass dar.“



Haben sie hierfür ein Beispiel?

Ja. Nehmen wir an, ein Anleger investiert 10.000 Euro, und erhält darauf 30 Jahre lang fünf Prozent Rendite pro Jahr. Legt er die Zinsen jedes Jahr unter die Matratze, erhält er 500 Euro im Jahr, mal 30, womit wir bei 15.000 Euro Zinsertrag und 25.000 Euro Vermögen am Ende der 30 Jahre wären. Legt er die Zinsen jedoch jedes Jahr sofort wieder zu den gleichen fünf Prozent an – erzielt also einen Zinseszins – sieht das Bild deutlich anders aus. Dann läge der Wertzuwachs am Ende nämlich bei über 33.000 Euro, und der Gesamtwert bei stolzen 43.000 Euro. Der Anleger aus dem Beispiel hätte also sein Kapital am Ende nicht verzweieinhalbfacht, sondern mehr als vervierfacht – eben weil, wie in Buffetts Metapher, die Oberfläche des Schneeballs immer größer wurde und somit immer mehr Schnee daran haften blieb.

Das Beispiel zeigt, dass es wichtig ist, bei einer Anlagestrategie „am Ball“ zu bleiben und geduldig zu sein. Doch anders als bei einem festverzinslichen Bankprodukt schwanken die jährlichen Erträge bei Aktieninvestments. Um im Bild zu bleiben: Es bleibt also mal sehr viel und mal gar kein Schnee hängen.

Das ist wahr, und an den Aktienmärkten wird es immer wieder Zeiträume mit negativen Wertentwicklungen geben. Das zeigt die Historie. Jetzt kommen wir aber zum vorhin gemachten Punkt zu unserem „Kompass“: Die Ertragskraft der meisten Unternehmen schwankt weit weniger als ihre Aktienkurse. Der Schneeball, den wir im Blick haben, ist daher die Gewinnentwicklung der Firmen. Und diese steigt – bei guten Firmen, sowie historisch auch im Aggregat für die Unternehmen in einem breiten Aktienindex wie dem amerikanischen S&P 500 – im Zeitverlauf zwar auch nicht ohne Rücksetzer, aber mit exponentieller Zuwachsrate an.

„Die Ertragskraft der meisten Unternehmen schwankt weit weniger als ihre Aktienkurse.“

Wie kommt dies zustande?

Firmen verfügen über produktive Ressourcen. Denken sie an physische Anlagen wie Fabriken und Immobilien, geistiges Eigentum wie Marken und Patente, und natürlich am allerwichtigsten: die Energie und Kreativität ihrer Mitarbeiter. Wenn Firmen ihre Gewinne nun in den Ausbau dieser Ressourcen investieren, steigern sie damit ihre Kapazität und können somit künftig höhere Gewinne erwirtschaften. Das ergibt mehr Geld für Investitionen, eine entsprechend größere Gewinnsteigerung – und der Schneeball rollt.

Dieses Wachstum hat aber doch sicher Grenzen?

Absolut. Auch wenn eine Volkswirtschaft im Laufe der Zeit größer wird, werden immer einzelne Firmen verschwinden und neue entstehen. Wir suchen zwar gezielt nach Unternehmen, von denen wir glauben, dass sie noch sehr lange, also nachhaltig erfolgreich sein werden. Allerdings können auch diese meist nur einen Bruchteil ihrer Gewinne reinvestieren. Aber hier kommt ein wichtiger Punkt ins Spiel: Entscheidend ist unser Anteil am Gewinn einer Firma. Zahlt diese überschüssige Gewinne als Dividende aus, können wir davon mehr Aktien kaufen. Kauft sie eigene Aktien zurück, erhöht sich ebenfalls unser Anteil am Gewinn der Firma, der ja nun auf weniger Aktien verteilt wird.

Abgesehen vom nachhaltigen Erfolg: Was sind die wichtigsten Kriterien, damit eine Beteiligung das Potenzial zum Compounding hat?

Der nachhaltige Erfolg bedingt, dass das Unternehmen über einen langen Zeitraum und profitabel wächst – es seinen Schneeball also über einen langen Hügel mit viel feuchtem Schnee rollt. Dazu ist noch wichtig, dass das Management diszipliniert und klug mit dem Kapital der Aktionäre umgeht. Brechen unterwegs Teile vom Schneeball ab – weil etwa das Management überteuerte Akquisitionen macht oder in erfolglose Initiativen investiert – kann dies den Compounding-Effekt erheblich schmälern. Und letztlich ist besonders wichtig, dass wir für unsere Beteiligung am Gewinn des Unternehmens, also für die Aktien, einen angemessenen Preis bezahlen.

Sie managen ja bereits seit einigen Jahren Aktienfonds. Wie haben sie das vergangene, besonders herausfordernde Aktienjahr gehandhabt?

Als Fondsmanager muss man immer einen kühlen Kopf bewahren, auch wenn sich die Ereignisse zu überschlagen

scheinen. Hier hilft mir persönlich unsere auf Qualität fokussierte Anlagephilosophie enorm. Sie wurde in Krisenzeiten entwickelt; nach dem Platzen der Technologieblase zu Beginn des Jahrtausends. Wir sind davon überzeugt, dass man die Zukunft nicht vorhersagen, sich aber sehr wohl auf sie vorbereiten kann.

Und das bedeutet?

Einerseits muss unser Portfolio stets klug diversifiziert sein. Denn neben unvorhergesehenen Entwicklungen müssen wir auch Demut bezüglich der Fehlbarkeit einzelner Einschätzungen bewahren, weshalb wir Klumpenrisiken oder zu große Einzelpositionen vermeiden. Dazu legen wir eine strenge Bewertungsdisziplin an den Tag – wollen also zu teure Aktien weder kaufen noch halten. Und zu guter Letzt kommt der Qualität der Unternehmen im Portfolio eine ganz entscheidende Rolle zu.

Von Qualität wird ja häufig geredet.**Wie ist Ihre Definition?**

Die Qualität der Unternehmen ergibt sich für uns aus dem erwarteten Wachstumspotenzial der Gewinne und dessen Vorhersehbarkeit.

Das klingt erstmal recht technisch. Inwiefern hilft dies Anlegerinnen und Anlegern?

Sie können an dem Wert teilhaben, den herausragende Unternehmen generieren. Als hochwertige Sachwerte bieten diese Beteiligungen gleichzeitig einen guten Schutz gegen den kaufkraftverdringenden Effekt der Inflation. Unsere Unternehmen weisen darüber hinaus eine weit überdurchschnittliche Widerstands- und Anpassungsfähigkeit auf.

Können Sie das konkretisieren, insbesondere mit Bezug auf Sorgen um anhaltend hohe Inflationsraten oder eine mögliche Rezession?

Gerne. Im Zentrum unserer Analyse steht immer die Stärke der Wettbewerbsposition. Hebt ein Unternehmen sich von seiner Konkurrenz in einer Art und Weise ab, die schwer replizierbar ist und zudem von Kunden geschätzt und nachhaltig benötigt wird? Diese Unternehmen sind meist hoch profitabel, auch in Zeiten schwächerer Nachfrage. Im Falle anhaltend hoher Inflationsraten sind sie gut positioniert, Kostensteigerungen an ihre Kunden weiterzureichen. Natur-

lich können immer Entwicklungen eintreten, infolge derer ihre Gewinne zumindest vorübergehend auch mal stärker sinken. Entscheidend ist aber, dass Unternehmen davon nicht aus der Bahn geworfen werden und anpassungsfähig sind. Aus diesem Grund ist eine gesunde Bilanz Grundvoraussetzung für jede Beteiligung, und auch ein starkes Management ist uns wichtig.

So viel zur Krisenfestigkeit. Nun sind im letzten Jahr aber auch die Kurse von Unternehmen in ihrem Fonds teils deutlich gefallen. Ein Widerspruch?

Nein. Die Börsen schwanken mit der Stimmung der Marktteilnehmer. Langfristig entscheidet wie bereits gesagt aber die fundamentale Entwicklung der Unternehmen über die Aktienkurse. Die Historie zeigt, dass herausragende Unternehmen durch nachhaltiges, profitables Wachstum über die Zeit viel Wert für ihre Aktionäre generiert haben.

Also alles nur ein Sturm im Wasserglas?

So würde ich das nicht sagen. Im letzten Jahr ist viel passiert. Man darf nie sorglos sein und muss die Zukunftsfähigkeit seiner Beteiligungen stets vor dem Hintergrund neuer Informationen hinterfragen. Aus diesem Grund verfolgen wir die Entwicklung unserer Beteiligungen stets sehr eng. Und wo unsere Qualitätseinschätzung sich verändert, ziehen wir auch die Konsequenzen und handeln.

Fühlen Sie sich mit Ihrem Portfolio für die Zukunft gut gewappnet?

Ja. Wir sind überzeugt, dass unser Fokus auf Qualität bei gleichzeitiger Bewertungsdisziplin ein gutes Portfolio aus Unternehmen ergibt, die ihre Ertragskraft mit überdurchschnittlicher Krisenfestigkeit und am Ende mit attraktiven Zuwachsraten steigern können. Und trotz zwischenzeitlich eintretender Kursrücksetzer sollten die Börsenkurse im Laufe der Zeit dieser Gewinnentwicklung folgen. Für geduldige Anlegerinnen und Anleger bestehen aus unserer Sicht also gute Chancen auf eine attraktive langfristige Rendite.

Vielen Dank für das Gespräch.

Michael Illig ist Portfoliomanager der Flossbach von Storch AG in Köln.



KEINE PANIK

Sich in schwierigen
Zeiten über Wasser
zu halten und
möglichst sogar
besser aufzustellen –
nicht weniger
erwarten wir von
Unternehmen,
in die wir investieren.

von Kubilay Yalcin

Kontrollverlust ist eine der Grundängste des Menschen. Ausgeliefert sein, von Gefahren überrascht zu werden, ohne etwas dagegen tun zu können. Diese Vorstellung beunruhigt viele. Wer kennt nicht das flauere Gefühl im Flugzeug bei heftigen Turbulenzen. Wenn Passagieren nur das Vertrauen auf die Fähigkeiten im Cockpit bleibt ...

Bei heftigen Kursbewegungen an den Aktienmärkten ist es nicht anders. Auch hier steigt oft reflexartig das Bedürfnis, jetzt „aktiv“ zu werden, eine Reißleine zu ziehen, möglichst viel umzuschichten. Die Umschlagshäufigkeit des Portfolios droht wohl auch deshalb in schwierigen Marktphasen zum Gradmesser für gutes Risikomanagement zu werden. Doch Vorsicht. So einfach ist es nicht.

Natürlich kann es in manchen Fällen angebracht sein, rasch auf sich verändernde Gegebenheiten zu reagieren. Etwa, wenn Fehler in der eigenen Analyse gemacht wurden oder ein struktureller Bruch in einem lang andauernden Trend stattfindet, der für ein Investment ein entscheidender Erfolgsfaktor ist. In solchen Fällen kann es sogar fahrlässig sein, untätig zu bleiben.

Dennoch ist es wenig ratsam, einfach diesem Reflex nachzugeben. Und tragischerweise richten so manche vor allem aus Vorsichtsgründen das eigene Portfolio in schwierigen Zeiten immer wieder anders aus. Aktivität sollte aber, und das gilt insbesondere in Krisenzeiten, kein Selbstzweck sein. Es gilt, die richtigen Dinge zu tun, nicht irgendwas. Und das auch noch übereilt, ohne mögliche Folgen in letzter Konsequenz zu durchdenken.

Verstärkt wird der Impuls, zu handeln durch einen endlosen und immer aufgeregten Strom an Nachrichten. Wenn sich aber der Anlagehorizont zunehmend verkürzt, etwa auf die nächsten Quartalszahlen, den nächsten Zinsentscheid oder das nächste Chartsignal, dann hecheln Anlegerinnen und Anleger meist nur noch Trends hinterher, die sie in den seltensten Fällen einholen können. Ihr langfristiges Anlageziel haben sie dabei meistens aus den Augen verloren. →

RISIKOMANAGEMENT PER AKTIENAUSWAHL

Wir möchten vielmehr langfristig am Erfolg erstklassiger Unternehmen teilhaben und wählen diese daher sehr aufwendig aus. Ein Analyseprozess kann in unserem Haus schon mal einige Wochen dauern. Aufwendige Szenarioanalysen werden dabei von allen Unternehmen durchlaufen, die bei uns auf die Kaufliste gelangen. Natürlich passen auch wir einzelne Positionen immer wieder an, beobachten Entwicklungen und hinterfragen die eigenen Annahmen. Doch grundsätzlich vertrauen wir unseren Unternehmen – und das auch in Krisenzeiten.

Schließlich müssen in all diesen sorgfältig ausgewählten Unternehmen die Verantwortlichen die Fähigkeit haben, mit Krisen gut umzugehen. Mit anderen Worten: Nicht wir, die Anleger und Anlegerinnen, sondern die Unternehmen, in die wir investieren, sollten sich (auch) in schwierigen Zeiten optimal aufstellen. Je überzeugender ihr Geschäftsmodell, ihre Wettbewerbsposition und ihr Management, desto höher schätzen wir die Wahrscheinlichkeit ein, dass es ihnen gelingt, trotz allem auch in der Zukunft weiter attraktive Erträge zu erzielen. Und Krisenzeiten zu nutzen, sich für die Zukunft noch besser aufzustellen.

Die Erfolgsrezepte dafür mögen unterschiedlich sein. Doch in der Vergangenheit haben viele der Unternehmen in unseren Portfolios sowohl in der großen Finanzkrise von 2008/2009 als auch in der Corona-Krise ab März 2020 ihre Gewinne zügig wieder auf das Vorkrisenniveau heben und weiter steigern können. Manche dieser Firmen können eine sehr lange Historie mit nachhaltig steigenden Gewinnen vorweisen, obwohl sie sich in den vergangenen Jahrzehnten immer wieder in schwierigen Marktphasen bewähren mussten.

Vertrauen ist ein hohes Gut, auch mit Blick auf die Psyche von Anlegern. Mit dem Bewusstsein, in qualitativ hochwertigen Unternehmen investiert zu sein, lassen sich Kursturbulenzen aus unserer Sicht besser ertragen. Und für das beste Risikomanagement halten wir neben der sinnvollen Diversifikation eines Portfolios vor allem die Auswahl von Aktien qualitativ hochwertiger Unternehmen. ♦

**Vertrauen ist
ein hohes Gut,
auch mit Blick
auf die Psyche
von Anlegern.**



**AUF
NUMMER
SICHER
(?)**

**Der deutsche Staat versucht seine Bürger
gegen immer mehr Risiken abzusichern.
Das können wir uns bald nicht mehr leisten.
Was wären pragmatische Lösungen?**

Ein Essay von Sven Ebert.

Die Deutschen sind gegen allerhand versichert. Neben existenziellen Grundrisiken wie etwa Krankheit geht der staatliche (und letztlich von den Bürgern finanzierte) Risikoschutz aber viel weiter. Zunehmend werden auch allgemeine Lebensrisiken abgesichert, steigende Heizkosten beispielsweise. Und teilweise greift der Schutz auch dann, wenn der Schaden längst eingetreten ist. Vielleicht nicht umsonst gelten die Deutschen als „Sicherheitsfanatiker“, in den meisten anderen Ländern ist das staatlich organisierte Sicherheitsnetz weitaus weniger dicht.

Neben der von Otto von Bismarck bereits Ende des 19. Jahrhunderts eingeführten Rentenversicherung, reihen sich Kranken-, Arbeitslosen und seit 1995 auch die Pflegeversicherung in die Liste der staatlichen Garantieleistungen ein. Dies sorgt bei Singles in Deutschland für einen Steuer- und Sozialabgabenanteil an den Gesamtarbeitskosten von 49 Prozent, wie die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ermittelte. Innerhalb der Länder der OECD wird dies nur von Belgien übertroffen. Die Sozialleistungsquote, das heißt das Verhältnis der Sozialleistungen zum Bruttoinlandsprodukt (BIP), ist seit der Wiedervereinigung von 25 Prozent auf mehr als 30 Prozent gestiegen.

Hinzu kommen in jüngster Zeit Sonderzahlungen, die aus allgemeinen Lebensrisiken entstandene finanzielle Verluste des Einzelnen ausgleichen – oder die fehlende private Vorsorge ersetzen sollen. Die Ausweitung des Kurzarbeitergeldes während der Corona-Pandemie, Einmalzahlungen im letzten Sommer zum Ausgleich gestiegener Energiekosten und ein Hilfsfonds von 30 Milliarden Euro für Schäden aus der Flutkatastrophe im Ahrtal wären drei Beispiele.

Im Licht der aktuellen Herausforderungen klingt das Zitat von Bundeskanzler Olaf Scholz: „You'll never walk alone – wir werden niemanden alleine lassen“, vermutlich für viele Bürger erst einmal beruhigend. Beim derzeitigen Umfang der Versicherungsleistungen des Staates, stellen sich jedoch grundlegende Fragen: Sind all diese Leistungen überhaupt dauerhaft finanzierbar? Und ist ein solcher Versicherungsstaat, in dem die Gemeinschaft sämtliche Risiken des Einzelnen trägt, überhaupt wünschenswert? Beides werden wir verneinen und Alternativen aufzeigen. Wir erörtern, auf welche bestehenden Versicherungen von staatlicher Seite verzichtet werden kann, ohne dass Menschen ein Leben unterhalb des Existenzminimums führen müssen.

Der Staat verschiebt die Finanzierung in die Zukunft

Aufgrund des demografischen Wandels ist der Staat schon jetzt nicht mehr in der Lage, seine umlagefinanzierten Versicherungsleistungen kostendeckend abzubilden. Laut Haushaltsentwurf für das Jahr 2023 verwaltet das Arbeits- und Sozialministerium 166 Milliarden Euro, beziehungsweise 34,9 Prozent des Gesamthaushalts des Bundes, und damit so viel wie kein anderes Ressort. Der Zuschuss zur gesetzlichen Rentenversicherung ist hierin der größte Einzelposten und beläuft sich auf 121 Milliarden Euro. Die Finanzierung von Beamtenpensionen ist aktuell ebenfalls nicht mit ausreichend Kapital hinterlegt, wie ein Blick in die Bilanzen einzelner Bundesländer zeigt. Kurz gesagt: Die heutigen Leistungen in der Altersvorsorge können nicht vollständig aus den laufenden Beiträgen bezahlt werden.

In der gesetzlichen Krankenversicherung ist die Situation ebenfalls schlecht. Der Steuerzuschuss steigt, die Leistungen sinken. Die Ausgaben für einen 70-Jährigen sind dreimal so hoch wie für einen 40-Jährigen, wie die gesetzlichen Krankenkassen ermitteln. Die „medizinische Inflation“, also die Kostensteigerung im Gesundheitswesen, überstieg im Zeitraum von 2009 bis 2019 mit jährlich 2,5 Prozent die allgemeine Inflation um etwa einen Prozentpunkt, also mehr als 50 Prozent. In der Pflegeversicherung sieht es nicht besser aus. Hier ist der Beitragssatz in den letzten 15 Jahren um 50 Prozent gestiegen. Zuschüsse leistet der Bund trotzdem, seit 2022.

Kurzum, bei einem Verhältnis von nur zwei Erwerbstätigen zu einem Rentner ist der Bankrott umlagefinanzierter staatlicher Versicherungen nicht weiter verwunderlich. Oder anders gesagt: Unser Staat leistet sich ein defizitäres (Sozial-)Versicherungsunternehmen. Die Defizite werden durch Steuern und Schulden ausgeglichen. Junge Menschen werden hierdurch gleich doppelt belastet: Durch die fehlende Profitabilität müssen sie heute Leistungen finanzieren, auf die sie selbst später wohl keinen Anspruch mehr haben werden. Durch die (teilweise) Finanzierung der Deckungslücken durch Schulden – in den Jahren 2020 und 2021 betrug der Anteil der Kreditaufnahme am Bundeshaushalt über 40 Prozent – werden ihnen (und ihren Kindern) zusätzliche Belastungen aufgebürdet.

Der Staat honoriert die Eigenverantwortung zu wenig

Zum eben skizzierten „regulären“ Versicherungsbetrieb kommen jedoch noch weitere Leistungen, die der Staat, ohne eine teilweise Finanzierung mit spezifischen Beiträgen wie in den Sozialversicherungen, vollständig aus Steuern und Schulden finanziert. Einzelne Bevölkerungsgruppen oder auch die gesamte Gesellschaft werden nachträglich für allgemeine Lebensrisiken entschädigt, gegen die sie auch privat hätten vorsorgen können.

Für Flutschäden im Ahrtal wurden staatliche Hilfsgelder von 30 Milliarden Euro zur Verfügung gestellt (und nebenbei bemerkt vom Land NRW rund 70 neue Beschäftigte zur Verwaltung der Gelder eingestellt). Die dramatischen Auswirkungen von Überflutungen sollten aber nicht zuletzt aufgrund des Elbehochwassers von 2002 in Deutschland allgemein bekannt sein. Einige Einwohner des Ahrtals hatten sich dementsprechend privat abgesichert. Doch gerade diese haben jetzt doppelt bezahlt: Zum einen durch ihre Beiträge an private Versicherer und zum anderen durch ihre Steuern, die zum Ausgleich nicht versicherter Schäden herangezogen werden. Private Vorsorge derart finanziell zu bestrafen ist sicher keine wirkungsvolle Motivation für eigenverantwortliches Handeln.

Die Entlastungspakete zur Versicherung der Gesellschaft gegen steigende Energiepreise belaufen sich laut Bundesregierung zusammen auf fast 300 Milliarden Euro. Zur Einordnung der Größenordnung: Dies sind circa 65 Prozent des Bundeshaushalts 2022 und fast zehn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Gegen steigende Energiekosten hätte man sich jedoch auch privat absichern können. Die Anbieter von Energie verkauften seit Jahren Verträge mit längerer Preisbindung zu etwas höheren Preisen als bei kurzen Vertragslaufzeiten. Wenn Konsumenten, die bereit waren diesen Sicherheitsaufschlag zu bezahlen, nun genauso unterstützt werden wie alle anderen, war die von ihnen geleistete Versicherungsprämie „hinausgeworfenes Geld“.

Die genannten Rettungsaktionen sind sicher gut gemeint und haben das Potenzial (von bürokratischen Auswüchsen einmal abgesehen), die Lebensverhältnisse der Betroffenen kurzfristig zu stabilisieren. Langfristig ist der Preis für die Gesellschaft jedoch „Moral Hazard“. Denn neben den zukünftigen finanziellen Belastungen setzt ein solches staatliches Vorgehen Anreize für die Bürger, sich zunehmend auf den Staat zu verlassen. Eigenvorsorge kann in einem Versorgungsstaat aus der Mode kommen. Angesichts des gegenwärtig zu beobachtenden Versagens des Staates bei vielen Krisen ist Eigenverantwortung aber dringend geboten.

Welche Versicherungsleistungen sollte der Staat im Sinne seiner nachhaltigen Finanzierbarkeit und der Förderung von Eigenverantwortung besser nicht übernehmen? Wir betrachten im Folgenden die staatlichen Versicherungsleistungen unter der Prämisse, dass sie als Letztversicherung zur Vermeidung von Armut für den Einzelnen dienen sollen. Dieses Vorgehen steht konzeptionell im Gegensatz zum Versuch, Wohlstand für alle durch die Ausweitung staatlicher Garantien und Interventionen zu erzwingen.



Die Krankenversicherung als Letztversicherung

In Deutschland besteht die Pflicht zur Krankenversicherung. Der überwiegende Teil der Bevölkerung, genauer 95 Prozent aller Arbeitnehmer, ist dabei in einer sogenannten gesetzlichen Krankenversicherung, das heißt einer Körperschaft des öffentlichen Rechts, versichert. Die Ausgaben der gesetzlichen Kassen beliefen sich im Jahr 2022 auf etwas über 215 Milliarden. Rund 50 Milliarden hiervon kamen aus Bundeszuschüssen und somit nicht aus Beiträgen der Versicherten.

Überdenken wir daher einmal die Effekte einer Abschaffung der Krankenversicherungspflicht: Ein Teil der Bevölkerung würde sich vermutlich privat versichern – wie es heute bereits fünf Prozent der Arbeitnehmer und ungefähr die Hälfte der Selbstständigen machen. Denjenigen, denen das aus finanzieller Sicht nicht möglich ist – ohne Bundeszuschuss ist von höheren Beiträgen auszugehen – oder die aufgrund von Vorerkrankungen keine private Versicherung abschließen können, blieben unversichert. Eine Nichtbehandlung dieser Menschen im Falle von Krankheit wäre gesellschaftlich inakzeptabel.

Sollten sie für ihre Behandlung nicht bezahlen können, müsste die Gemeinschaft daher die entstehenden Kosten tragen. Dann wiederum wäre aber auch der Anreiz für den Einzelnen, der grundsätzlich privat vorsorgen kann, es auch tatsächlich zu tun eingeschränkt. Es folgt wohl, dass ein Großteil der Bürger daher auf eine (private) Versicherung verzichtet und sich im Falle von Krankheit auf den Staat verlässt. Eine Abschaffung der Krankenversicherungspflicht scheint somit nicht sinnvoll.

Die Aufgabe der Krankenversicherung könnte jedoch vollständig an private Krankenversicherer übertragen werden. Dies müsste die Pflicht beinhalten, einen Grundtarif ohne Gesundheitsprüfung für alle Bürger anzubieten. Können Einzelne

ihre Beiträge nicht bezahlen, übernimmt dies die Gemeinschaft. Da diese ohne Versicherungspflicht, wie eben ausgeführt, vermutlich sowieso für die Behandlungskosten aufkommen müsste, sind keine Mehrausgaben für den Staat zu erwarten. Ein Beispiel für ein solches Prinzip ist der amerikanische Affordable Care Act, umgangssprachlich auch als Obamacare bekannt. Mit diesem wurde 2010 in Amerika für weite Teile der Bevölkerung die Pflicht zur Krankenversicherung bei einem privaten Anbieter eingeführt.

In jedem Fall erhöht eine Privatisierung der Krankenversicherung die Kostentransparenz für den Versicherten. Im derzeitigen Standardverfahren der gesetzlichen Krankenversicherer, dem sogenannten Sachleistungsprinzip, erhält der Patient keine Aufstellung über die für seine Behandlung abgerechneten Kosten. Er kann somit kein Gefühl für die Höhe der entstandenen Behandlungskosten entwickeln. Verankert man zusätzlich im privaten Basistarif eine moderate Beitragsrückerstattung, das heißt eine teilweise Rückgewähr von Beiträgen falls keine Rechnungen eingereicht werden, entstünde ein Anreiz zur Kostendisziplin und eigenverantwortliches Handeln würde gestärkt.



Die gesetzliche Rentenversicherung als Letztversicherung

Als Grundsicherung ist die gesetzliche Rente für viele Menschen eigentlich das Fundament, welches ihren Lebensunterhalt im Alter sichern soll. Diese Funktion erfüllt sie jedoch für die 25 Prozent der 17,6 Millionen Rentner, die weniger als 1000 Euro Nettoeinkommen im Monat zur Verfügung haben, nicht mehr. Dazu haben circa eine Million Rentner Anspruch auf die Aufstockung der Einkünfte im Alter durch Grundsicherung. Der demografische Wandel und die aktuell hohen Inflationsraten werden diesen Trend zukünftig vermutlich eher noch beschleunigen.

Eine Alternative ist die Abschaffung der gesetzlichen Rente. Jeder Bürger, der seinen Lebensunterhalt nicht selbst finanzieren kann, erhält schlicht Grundsicherung. Die weitere Vorsorge über die Aufstockung dieses Grundbedarfs hinaus bleibt dann jedem selbst überlassen. Dies mag auf den ersten Blick radikal klingen, bedenkt man aber, dass der durchschnittliche gesetzliche Rentenzahlbetrag, das

heißt vor Steuern, aber nach Abzug von Sozialversicherungsbeiträgen, bei rund 1000 Euro liegt, so ist ein Unterschied zum Bezug von Grundsicherung in Höhe von aktuell 502 Euro für Alleinstehende und der mit dem Bezug verbundenen Übernahme der Mietkosten für viele Rentner kaum vorhanden. Ein bemerkenswertes Zitat der deutschen Rentenversicherung zur Besteuerung gesetzlicher Rentenzahlungen fasst die Misere dieses Status quo treffend zusammen:

„Wenn Sie im Jahr 2040 oder später in Rente gehen werden, müssen Sie Ihre Rente grundsätzlich voll versteuern. Das bedeutet jedoch noch nicht, dass Sie tatsächlich Steuern zahlen müssen.“

Wäre die Lage nicht so bitterernst, man könnte fast schmunzeln. So wirkt die Aussage eher zynisch.

Dass unsere Überlegung von der Praxis im Ausland gar nicht so weit entfernt ist, zeigt ein Blick in die Niederlande: Wer zu Rentenbeginn 50 Jahre in den Niederlanden gewohnt oder gearbeitet hat, bekommt eine für alle Bürger identische Standardrente. Für Alleinlebende beträgt diese nach Steuern rund 1.100 Euro. Das System überzeugt durch seine Einfachheit und scheint auf den ersten Blick auch weniger belastend für den Staat: Obwohl das Verhältnis von über 65-jährigen zu Menschen im Erwerbsalter in beiden Ländern ähnlich ist, betrug im Jahr 2017 die Gesamtauszahlung gesetzlicher Renten in Holland 5,1 Prozent des BIP, während in Deutschland im selben Jahr 9,0 Prozent des BIP dafür aufgewendet werden mussten.

Da man den demografischen Wandel aber auch in den Niederlanden nicht aufhalten kann, wird dort seit 2017 das Renteneintrittsalter schrittweise zügig angehoben. Im Jahr 2024 soll es bei 67 Jahren liegen. Deutschland plant, dies erst sieben Jahre später zu erreichen. Darüber hinaus sind uns die Niederlande bei kapitalgedeckten Zusatzversicherungen voraus. Während die gesetzliche Rente das Existenzminimum im Alter sichert, sorgt die betriebliche Altersvorsorge für den Erhalt des Lebensstandards. Für 90 Prozent der Angestellten ergeben sich in Summe im Durchschnitt Altersbezüge in Höhe von 80 Prozent des letzten Gehalts.

Instrumente für den Einzelnen, in Form von betrieblicher oder privater Altersvorsorge zusätzlich vorzusorgen, gibt es auch in Deutschland genug. Aufgaben der Politik könnten in diesem Zusammenhang ein weiterer Abbau der Regulatorik zu Beitragsgarantien, eine erweiterte steuerliche Förderung des Sparens und die Aufhebung der Trennung von betrieblicher und privater Altersvorsorge sein. Detaillierte Vorschläge hierzu liegen beispielsweise von der CFA Society Germany, einem Berufsverband für professionelle Investmentmanager, vor.



Von der Existenzsicherung zur Sicherung des Lebensstandards im Alter

Als Zusatzversicherung zur staatlichen Existenzsicherung im Alter bietet sich eine kapitalgedeckte, gesetzliche Aktienrente an. In diesem Modell werden die Beiträge der Arbeitnehmer nicht auf die Rentner umgelegt, sondern dem einzelnen Sparer zugerechnet und am Kapitalmarkt bis zu seinem Renteneintritt angelegt. Im Alter erfolgt dann die Auszahlung auf Basis der geleisteten Beiträge und der Entwicklung des Kapitalmarkts. Die aktuellen Bestrebungen der Ampelregierung unter dem Titel „Aktienrente“ haben damit aber, soweit bekannt, wenig zu tun. In der gegenwärtig bekannten Form wäre die „Aktienrente“ lediglich der Versuch, kreditfinanziert am Aktienmarkt einen Zugewinn zur Umlageversicherung zu erwirtschaften.

Dass eine echte Aktienrente einen wesentlichen Beitrag zur Sicherung des Lebensstandards leisten kann, zeigen die Erfahrungen anderer Länder. In den 80er-Jahren wurde zunächst in Chile und danach auch in anderen südamerikanischen Ländern die Rente vom Umlageverfahren auf Kapitaldeckung umgestellt. Beachtet man die dort gemachten Erfahrungen zu Umstellungs- und Verwaltungskosten sowie Rentenhöhen, scheint dieser Weg erfolgsversprechend. Den in Chile durchschnittlich benötigten 4,7 Prozent des BIP für die Umstellung entsprächen in Deutschland etwa 170 Milliarden Euro. Davon ist der aktuelle Steuerzuschuss für die Zusatzrente gar nicht mehr so weit entfernt.

In Schweden und den Niederlanden handeln Gewerkschaften und Arbeitnehmer im Rahmen von Tarifverhandlungen die Konditionen betrieblicher Altersvorsorge, insbesondere auch die Möglichkeiten in der Kapitalanlage, aus. Die ausgehandelte Lösung ist dann obligatorisch für alle Tarifangestellten. Zum Teil bestehen innerhalb eines festgelegten Rahmens Wahlmöglichkeiten bei der Kapitalanlage. Selbstständige und Nichttarifangestellte sind von dieser Lösung zwar nicht erfasst, aufgrund der Abdeckungsraten von 90 Prozent erscheint es uns trotzdem angemessen, von einer privaten Pflichtversicherung zu sprechen. Die schwedische Lösung gilt als verwaltungsschlank und in den Niederlanden erreichen Rentner (in Kombination mit der klassischen Umlage) bis zu 80 Prozent ihres letzten Gehalts.



Die Arbeitslosenversicherung ist eine Lebensstandardversicherung

Bei Verlust des Arbeitsplatzes würde das Bürgergeld auch ohne staatliche Arbeitslosenversicherung das Existenzminimum des Einzelnen sichern. Eine unbedingte Notwendigkeit seitens des Staates zur Versicherung von Arbeitslosigkeit besteht somit nicht. Allerdings gibt es wohl eine Nachfrage nach zeitlich begrenzter Versicherung des Lebensstandards im Falle von Arbeitslosigkeit. Ob eine solche Versicherung von der Privatwirtschaft angeboten würde, ist nicht sicher. Allerdings muss eine solche Versicherung auch nicht zwingend vom Staat angeboten werden.

Nach der Bismarckschen Sozialgesetzgebung, mit der in den Jahren 1883–1889 die Unfall-, Kranken- und Rentenversicherung eingeführt wurde, unternahmen die deutschen Gewerkschaften bis zum Ersten Weltkrieg den Versuch, selbst eine Arbeitslosenversicherung zu organisieren. Mit Kriegsbeginn wurde dieser Versuch zunichte und nach Kriegsende nicht wieder aufgenommen. Stattdessen führte der Staat 1927 per Gesetz eine staatliche Versicherung ein. Wäre die Arbeitslosenversicherung jedoch in gewerkschaftliche Hände übergegangen, wären die Interessen der Arbeitslosen bei Tarifverhandlungen bis heute besser berücksichtigt worden. Stattdessen hat die staatliche Arbeitslosenversicherung dazu beigetragen, dass bei Lohnverhandlungen vor allem die Interessen der Beschäftigten berücksichtigt werden.

Während der Corona-Pandemie war überdies oft zu hören, dass ohne finanzielle Hilfe in Form von gelockerten Regelungen beim Kurzarbeitergeld die deutsche Wirtschaft nachhaltig beschädigt würde. Die fast 50 Milliarden zusätzlicher Ausgaben galten als gut angelegt. Was ohne diese Hilfen passiert wäre, werden wir nie erfahren, und die Situation unterliegt verschiedensten Einflussfaktoren. Ein Vergleich mit den USA, die vergleichbare Regelungen nicht in diesem Ausmaß kennen, zeigt jedoch: Fehlendes Kurzarbeitergeld sorgte dort nicht für einen Zusammenbruch der Wirtschaft. Das Bruttoinlandsprodukt von Beginn der Pandemie Anfang 2020 bis Juli 2022 stieg in den USA real um 2,2 Prozent jährlich, während in Deutschland nur 0,07 Prozent zu Buche stehen und auch der Einbruch zu Beginn der Pandemie fiel dort nicht stärker aus als bei uns.

Das deutsche Modell der Kurzarbeit hat in Europa Schule gemacht und wurde im SURE-Programm der Europäischen Kommission auf Ebene der Europäischen Union institutionalisiert. Tatsächlich liegt sein Nutzen aber vor allem in der Stabilisierung der Beschäftigung in klassischen Konjunkturabschwüngen ohne strukturelle Verwerfungen der Wirtschaft. Ist der Abschwung aber mit strukturellen Veränderungen verbunden, zementiert das Kurzarbeitsmodell überkommene Wirtschaftsstrukturen und verringert das künftige Potenzialwachstum der Wirtschaft.



Die Arbeitsplatzversicherung kostet Wachstum

Es stellt sich somit die grundsätzliche Frage, ob eine aktive Politik des Staates als Versicherer bestehender Arbeitsplätze (Kampfruf „Arbeitsplatzsicherung“) nicht mehr Schaden anrichtet als ein einfaches Unterlassen beziehungsweise schlichtes Nichtstun. Hierzu liefert auch die jüngere deutsche Wirtschaftsgeschichte Anhaltspunkte.

Im vergangenen Jahr jährte sich die Insolvenz des Baukonzerns Holzmann zum 20. Mal. Der endgültigen Pleite war drei Jahre zuvor eine medienwirksame Rettung unter Federführung des damaligen Bundeskanzlers Gerhard Schröder vorausgegangen. Das Auftreten als Versicherer der letzten Instanz hatte für den Kanzler den Vorteil sich als „Macher“ zu profilieren. Für die Manager und Arbeitnehmer des Konzerns bedeutete es (kurzfristig) finanzielle Stabilität und Erhalt der Arbeitsplätze. Für die Allgemeinheit bedeutete es allerdings aufgrund einer seitens der Politik abgegebenen Staatsbürgschaft in Höhe von 250 Millionen D-Mark ein erhebliches Kostenrisiko.

Gerechtfertigt wurde dies seitens der Politik mit gesamtwirtschaftlicher und gesellschaftlicher Verantwortung, sprich vermuteten (tiefgreifenden) negativen Auswirkungen einer Insolvenz auf die gesamte Volkswirtschaft. Drei Jahre nach der vermeintlichen Rettung zeigte uns die Geschichte jedoch ein anderes Bild: Bei der endgültigen Insolvenz von Holzmann im Jahr 2002 blieben flächendeckende Verwerfungen in Deutschlands Wirtschaft und Gesellschaft aus. Profitable Teile des Unternehmens wurden verkauft und unter neuen Eigentumsverhältnissen weiterbetrieben, andere geschlossen. Die vormals dort Beschäftigten fanden in der Regel neue Arbeitsplätze. Es bleibt der Eindruck, dass eine Insolvenz drei Jahre früher ohne Einmischung der Politik zumindest nicht schlechter und für die Gesellschaft mit weniger Risiken verbunden gewesen wäre.

Das Prinzip ist damals wie bei den zu Beginn besprochenen aktuellen Beispielen stets das gleiche: Unter dem Versprechen scheinbarer Stabilisierung und Sicherheit versichert die Politik nachträglich Lebensrisiken Einzelner. Den Preis oder genauer die Versicherungsprämie bezahlt die Gesellschaft.

Ganz abgesehen davon, dass solches Verhalten die finanziellen Spielräume unserer Kinder und Enkel erheblich einschränkt und den nötigen Strukturwandel behindert, entsteht durch wiederholtes Nachversichern ein Gefühl der Unverantwortlichkeit beim Einzelnen. Dies geschieht sicher nicht von heute auf morgen, sickert aber über Jahre in die Köpfe der Menschen. Die Bereitschaft des Einzelnen, Risiken zu übernehmen, schwindet. Im Krisenfall richtet sich der Blick dann zunehmend zu Vater Staat. Wenn der aber (irgendwann) nicht mehr liefert, wird die Luft dünn.

Motivationshilfe zur Eigenverantwortung?

Der mittlerweile etablierte Begriff „Nudging“ (frei übersetzt: „leichter Rippenstoß“) wurde vom amerikanischen Ökonomen Richard Thaler und seinem Landsmann dem Juristen Cass Sunstein erstmals im Jahr 2008 geprägt. Er steht für Entscheidungsprozesse in deren Verlauf Menschen ohne Druck, Zwang oder ökonomische Anreize zu einem gewünschten Verhalten bewegt werden sollen. Der Einzelne besitzt zwar die vollständige Wahlfreiheit, das gewünschte Verhalten ist jedoch einfacher erreichbar als die Alternative oder wird als erstrebenswert beziehungsweise „der gesellschaftlichen Norm entsprechend“ dargestellt. In Cafeterien werden beispielsweise gesunde Lebensmittel leichter zugänglich gemacht als ungesunde.

Eine Möglichkeit betrieblicher Altersvorsorge in den USA sind grundsätzlich freiwillige Einzahlungen in sogenannte 401(k)-Pläne. Thaler und der Verhaltensökonom Shlomo Benartzi entwickelten Mechanismen, um die Sparbeiträge der Mitarbeiter einzelner Unternehmen zu erhöhen. Das Programm hat drei Hauptideen: Erstens wird die Teilnahme am Sparplan oder die Erhöhung der Sparrate erst in der Zukunft, meist zum Zeitpunkt der nächsten Gehaltserhöhung wirksam. Dadurch ist mit dem Beginn des Sparens beziehungsweise der Erhöhung der Rate keine Minderung des ausgezahlten Gehalts verknüpft. Zweitens erhöhen sich im weiteren Verlauf des Programms die Sparraten mit

jeder weiteren Gehaltserhöhung bis zu einer festen Grenze, sofern der Sparer nicht interveniert – eine Art der Standardsetzung, die zur stetigen Erhöhung der Sparraten beitragen soll. Drittens ist der Arbeitnehmer jederzeit frei, aus dem Programm auszusteigen. Sonst wäre es kein „Nudging“. In einer Abwandlung des Modells nehmen neueingestellte Arbeitnehmer zusätzlich automatisch am Sparen teil, sofern sie nicht ausdrücklich widersprechen. Implementationen zeigen eine Erhöhung der Teilnehmer- und Sparraten. „Nudging“ ist also eine erfolgsversprechende Alternative.

Während Thaler Beeinflussung durch „Nudging“ als „libertarian paternalism“ bezeichnet und darauf hinweist, dass kein Prozess vollkommen ergebnisneutral ist, bezeichnen Kritiker „Nudging“ schlicht als Bevormundung des Einzelnen. Legt man die ideologische Brille jedoch zur Seite, könnte man „Nudging“ auch als einen Versuch sehen, diejenigen, die Eigenverantwortung scheuen, zu deren Übernahme zu bringen. Wer zur Übernahme von Eigenverantwortung ohnehin bereit ist, wird das „Nudging“ durchschauen und kann selbstständig handeln.

Eine Frage der Einstellung

Mit steigendem Wohlstand und der Alterung der Gesellschaft wuchs in Deutschland (und anderen europäischen Ländern) der Wunsch nach Absicherung des Status quo. Die Politik hat das in ihrer Macht stehende getan, diesen Wunsch zu erfüllen – und dabei einen Versicherungsstaat geschaffen.

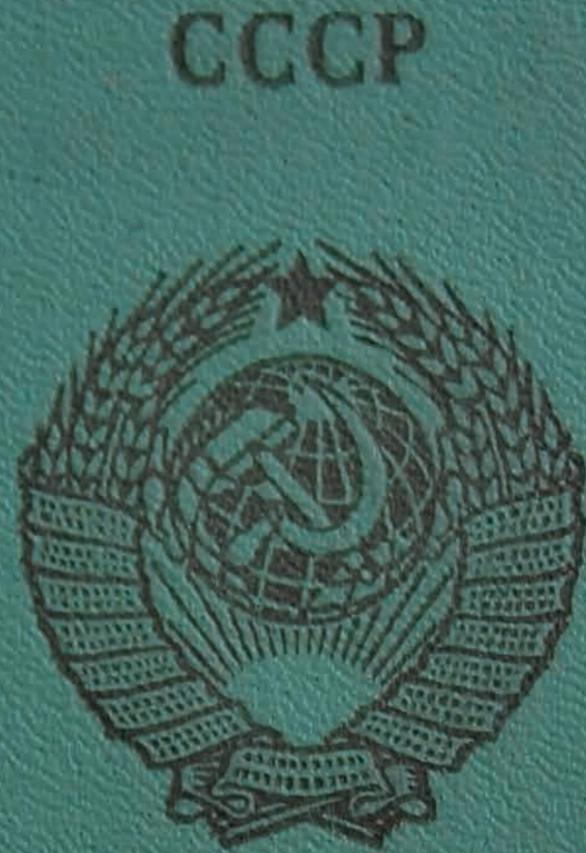
Doch der Staat ist strukturell unfähig, Verantwortlichkeit dauerhaft zu übernehmen. Das liegt wohl auch an einer auf Machterwerb und Machterhalt gerichteten Handlungslogik der Politik. Schlechte Nachrichten verkaufen sich bei Wahlen nicht gut. Die Folge kann eine Diffusion von Verantwortung sein, die Probleme langfristig erhöht, statt sie pragmatisch mit Blick auf die Realitäten zu lösen. Ein Staat, der die Eigenverantwortlichkeit der Bürger auf marode Sicherungssysteme abwälzt, gerät aber irgendwann vom Regen in die Traufe.



DER WIRTSCHAFTSBLICK



Wir sind auch im Bereich Social Media aktiv und haben unsere Präsenz 2022 auf Instagram ausgebaut, um den Kontakt mit unseren Leserinnen und Lesern zu intensivieren. Sie finden dort frisch aufbereitete Inhalte zu den Themen Finanzen, Börse und Geldanlage. Außerdem wollen wir die Gesichter hinter Flossbach von Storch vorstellen und Ihnen zeigen, wie wir arbeiten.



Vor etwa 100 Jahren wurde die Sowjetunion gegründet. Der russische Präsident hat mehrfach deren Auflösung bedauert. Doch eine Zeitreise zeigt, dass sie für die Zivilbevölkerung Russlands vor allem mit Leid und großer Not verbunden war.

von Julian Marx

Auch wenn die Feierlichkeiten zum 100. Jahrestag der Gründung der Sowjetunion in Moskau verhalten ausfielen, hat der russische Präsident Wladimir Putin die Auflösung der Sowjetunion zum Jahreswechsel 1991/92 mehrfach als „die größte Tragödie des 20. Jahrhunderts“ bezeichnet.

Viele Russen dürften das anders sehen (auch wenn sie ihre Meinung wohl eher für sich behalten). Eine Zeitreise aus der Perspektive eines Normalbürgers zeigt, dass verbreitete Armut und Ungleichheit keineswegs nur ein postsowjetisches Phänomen sind. Und über weite Zeiträume war die wirtschaftliche Not für breite Teile der Bevölkerung wohl noch nicht einmal das Schlimmste.

BLUTIGE ANFÄNGE

Am 30. Dezember 1922 gründeten etwa 2.200 Delegierte der vier Sowjetrepubliken Russland, Ukraine, Weißrussland und Transkaukasien im Bolschoi-Theater in Moskau die Union der Sozialistischen Sowjetrepubliken – kurz UdSSR oder Sowjetunion. Ein blutiger Bürgerkrieg lag hinter ihnen. Nun hatten sie sich verpflichtet, gemeinsam den Weg über den Sozialismus zum Kommunismus zu gehen. Russland hatte die Weichen bereits früher gestellt.

So hatte der Hungerwinter 1916/17 die Februarrevolution ausgelöst und Zar Nikolaus II. musste abdanken. Im November 1917 übernahm dann Wladimir Iljitsch Lenin, der Anführer der Bolschewisten, die Macht von bürgerlichen Kräften.

Er erklärte Russlands Beteiligung am Ersten Weltkrieg für beendet, alles Land zu Staatseigentum und sich selbst zur Spitze des Staates.

Ein Bürgerkrieg begann und Millionen Menschen kamen in den Folgejahren auf Schlachtfeldern um, aber auch durch Terror und Seuchen. Dabei kämpften die „Roten“, die Bolschewiki, gegen die „Weißen“, ein Sammelbecken aller anderen politischen Kräfte, um die Macht. Doch war der Bürgerkrieg weit mehr als nur der Kampf zweier politischer Lager.

Er war vor allem auch ein Krieg gegen die „Grünen“, die Bauern. Zu diesem Zeitpunkt waren rund 80 Prozent der Bevölkerung, und damit auch der Durchschnittsrusse, Bauern. Die meisten waren erst 1861 aus der Leibeigenschaft befreit worden und hatten binnen 49 Jahren neben der Steuerlast ein kleines Stück Ackerland abbezahlt. Viele von ihnen mussten sich zusätzlich als Knechte verdingen. Während des Bürgerkriegs litten sie unter Zwangsrekrutierungen und horrenden Getreideforderungen der Roten Armee.

Daraufhin flohen zahlreiche Bauern in die Wälder, um sich zusammenschließen und ihre Vorstellung eines gerechten Staats zu verteidigen. Fast 1,2 Millionen Fahnenflüchtige wurden aufgespürt, Tausende von ihnen erschossen. Eine Hungersnot anno 1920/21, die aus einer schlechten Ernte und der Konfiszierung sämtlichen Getreides durch die Bolschewisten resultierte, brach ihren Widerstand schließlich. Fünf Millionen Menschen sollen verhungert sein. →

Разочаровывающая безнадежность

[rəzətʃɪ'rovivəjʉɕɪjə b'ɪznə'd'ʉznəs'tʃ]

Bittere Hoffnungslosigkeit



Wladimir Iljitsch Lenin (links, Vorsitzender Rat der Volkskommissare) und Josef Stalin (Generalsekretär Zentralkomitee KPR) während eines Treffens in Gorki im August 1922

Erst mit der Neuen Ökonomischen Politik (NÖP), die den „Kriegskommunismus“ beendete, entspannte sich die Lage. Sie wurde 1921 eingeführt und ließ die Privatwirtschaft und den Privathandel wieder zu. Zudem wurden Arbeiterfakultäten gegründet, die Ausbildung von Frauen gefördert und die Elektrifizierung in Angriff genommen.

1924 starb Lenin und Josef Stalin konnte sich in einem mehrjährigen Machtkampf durchsetzen. Unter seiner Ägide sollte der Terror neue Dimensionen erreichen.

Jahrzehnte des Terrors

Was sich im Januar 1937 im Oktobersaal des Moskauer Gewerkschaftshauses abspielte, las sich nach der Berichterstattung der sowjetischen Regierungszeitung „Iswestija“ wie ein großes Fest: „Die besten Vertreter der sowjetischen Gesellschaft füllen den Gerichtssaal. Orden funkeln an der Brust von Arbeitern, Piloten und Wissenschaftlern.“

Doch zum Feiern war hier niemandem zumute. Beim „Prozess gegen das sowjetfeindliche trotzkistische Zentrum“ handelte es sich um den Auftakt eines wahren Blutauschusses im Jahr 1937, bei dem Stalin Taktgeber war. Er nutzte die Moskauer Prozesse in den Jahren 1936, 1937 und 1938 zur „Legitimation“ einer breit angelegten Säuberungsaktion: Zwischen Herbst 1936 und Winter 1938 soll die sowjetische Geheimpolizei NKWD mehr als anderthalb Millionen Menschen verhaftet und etwa 700.000 Menschen erschossen haben.

Bereits Ende der 1920er-Jahre hatte Stalin mit „Säuberungsaktionen“ gegen vermeintliche Gegner begonnen. Betroffene



Mitglieder der ersten sowjetischen Regierung und des Präsidiums des Zentralen Exekutivkomitees am 1. Juni 1923.

ne wurden häufig mit gefälschten Vorwürfen in Schau- und Geheimprozessen zum Tod oder zu Lagerhaft und Zwangsarbeit verurteilt.

Spätestens ab 1929 war dann kaum jemand vor Terror gefeit – schon gar nicht die Bauern und damit Durchschnittsbürger der Sowjetunion. Stalin hatte 1928 die NÖP durch die Kommandowirtschaft ersetzt. Innerhalb von zehn Jahren sollte die Sowjetunion, die damals noch kaum industrialisiert war, denselben Entwicklungsstand wie die westlichen Länder erreichen. Finanzieren sollten das die Bauern.

Bei der nun forcierten Zwangskollektivierung der Landwirtschaft wurden Höfe enteignet. Viele Bauernfamilien, die wohlhabend galten (Kulaken), aber auch solche, die von ihrem Besitz leben konnten (Mittelbauern), wurden verhaftet. Die meisten landeten in Straflagern (Gulags) oder wurden in unwirtliche Landstriche zwangsumgesiedelt. Diese Gulags waren in der Stalin-Ära ein blutiger, aber wichtiger Wirtschaftszweig. Durch den Einsatz von Millionen Zwangsarbeitern entstanden Kraftwerke, Wasserstraßen, Eisenbahnabschnitte. Auch im Bergbau und der Holzwirtschaft erledigten Zwangsarbeiter bis in die 1950er-Jahre einen wichtigen Anteil der Arbeit.

Der Zweite Weltkrieg brachte weiteres Leid. Zunächst hatte sich Stalin auf die Seite Adolf Hitlers gestellt, und die Rote Armee besetzte ab 1939 Ostpolen sowie Teile von Rumänien und startete mit Finnland einen Winterkrieg. Der deutsche Überfall auf die Sowjetunion forderte dann ab 1941 dort Millionen Menschenleben. Schätzungen gehen von 25 bis 30 Millionen sowjetischen Kriegstoten aus.



Josef Stalin (links) und Nikita Chruschtschow (rechts) begrüßen 1951 die Maidemonstranten am Lenin-Mausoleum.

Doch auch nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs war das Elend in der Sowjetunion nicht vorbei. Obwohl 1946 ein Dürrejahr gewesen war, ließ Stalin erhebliche Getreidemengen exportieren. Weitere Millionen Tonnen blieben in den Speichern, selbst als die Not immer größer wurde und rund zwei Millionen Menschen verhungerten.

Bis zu seinem Tod am 5. März 1953 hatte Stalin ein solches Klima aus Angst und Schrecken geschaffen, dass die Ärzte, die ihn in den Tagen nach seinem Schlaganfall behandelten, sich kaum getraut haben sollen, den halbseitig Gelähmten anzufassen.

Die wirtschaftliche Situation hatte sich in der Stalin-Ära laut Statistik zwar verbessert. In den 1940er-Jahren zählten nicht mehr drei Prozent wie 1917, sondern 24 Prozent der Erwerbstätigen zum Arbeiterstand. Zahlreiche Kraftwerke, wichtige Wasserstraßen und Eisenbahnen waren gebaut worden. Der Ausbau der Schwer- und Rüstungsindustrie war zudem im Zweiten Weltkrieg essenziell für den Sieg der Alliierten.

Die meisten Bürger Russlands lebten jedoch, mit Ausnahme der Eliten, Anfang der 1950er-Jahre in armen und bedrängten Verhältnissen. So teilten sich städtische Familien zu dieser Zeit oftmals ein Zimmer – und das meist mit drei Generationen. Bei der Landbevölkerung waren Holzhütten ohne Strom und Kanalisation die Regel. Als besonders arm galt die Bauernschaft seit der Zwangskollektivierung. Angestellte der Kolchosen erhielten damals de facto nicht einmal Lohn für ihre Arbeit, sondern ihr Stück Hofland sicherte die Existenz.



Der Erste Sekretär des Zentralkomitees der KPdSU, Nikita Chruschtschow, besichtigt 1964 den Staatsbetrieb Moskowskij.

REFORMEN, REFORMEN, REFORMEN

Im Oktober 1957 gab es Grund zur Freude. Mit Sputnik 1 hatte die Sowjetunion den ersten Satelliten der Welt erfolgreich ins All geschossen. Von dort sendete er Signale in den „geschockten“ Westen, die der UdSSR diese Technik nicht zugetraut hätten. Der Wettlauf in der Raumfahrt war eröffnet und sollte für Nikita Chruschtschow, der nach Stalins Tod zum mächtigsten Mann im Kreml aufgestiegen war, zur medienwirksamen Wunderwaffe im Kalten Krieg werden.

Chruschtschow hatte nach Stalins Tod dafür gesorgt, dass die zahlreichen Repressalien, die die sowjetische Bevölkerung unter Stalin erleiden musste, ein rasches Ende erfuhren. Schnellgerichte und Folter wurden abgeschafft. Auch die Arbeitslager, deren Zahl zuletzt bei mehr als 200 gelegen haben soll, wurden in großen Teilen rückabgewickelt. In den ersten fünf Jahren nach Stalins Tod wurden rund vier Millionen Menschen entlassen.

Mit dem Westen begann er eine Tauwetter-Politik der friedlichen Koexistenz. So schloss er mit Österreich 1955 den Staatsvertrag, der dem Land die Souveränität garantierte. Dennoch blieb er im Westen vor allem als Hardliner in Erinnerung, der in den 1950er-Jahren Aufstände in der DDR, in Ungarn und Polen blutig niederschlugen und 1961 die Berliner Mauer bauen ließ.

In der Sowjetunion war er Reformier. Hier war die Versorgung der Bevölkerung mit Lebensmitteln eines der dringendsten Probleme. Immerhin war durch die Zusammenlegung zahlreicher Agrarbetriebe die Zahl der Kolchosen von 91.200 (im Jahr 1953) auf 67.700 (im Jahr 1958) reduziert, →



Ikones Bild der Zeitgeschichte: Leonid Iljitsch Breschnew und Erich Honecker begrüßen sich anlässlich der Feier zum 30. Geburtstag der DDR in Ostberlin mit einem Bruderkuss.

die Getreideernte um 75 Prozent gesteigert worden. Mit Größe und Technik wollte Chruschtschow nun die USA bei der Produktion überholen.

Im großen Stil ließ er landwirtschaftliche Flächen in Kasachstan und Sibirien erschließen und Getreide anbauen, sodass die Produktion in den ersten Jahren tatsächlich beträchtlich stieg. Doch schon bald ließen die Erträge nach. Die Böden eigneten sich nicht als Acker, die Ernten enttäuschten und Anfang der 1960er-Jahre musste Getreide aus den USA importiert werden.

Im industriellen Bereich setzte Chruschtschow auf den Ausbau des Produktionsgütersektors und des Rüstungsbereichs. Hier wurden beachtliche Fortschritte erzielt, wie der Start der Sputniks belegt. Hingegen blieb etwa die Erzeugung von Konsumgütern hinter den Erwartungen zurück. Daneben ließ Chruschtschow 1956 den massenhaften Wohnungsbau verkünden. Um Wohnraum zu gewinnen, wurden Fabriken für Fertigteile ins Leben gerufen. Der standardisierte Plattenbau sollte einige Jahrzehnte später für die meisten Familien einen enormen Komfortgewinn bedeuten.

Auch Lohn- und Rentenreformen führte er durch:

- 1955 etwa wurde der Mindestlohn für Arbeiter und Arbeiterinnen von zehn auf 30 Rubel im Monat erhöht. Kurz darauf wurde eine Mindestrente für Arbeiter und Arbeiterinnen von 30 Rubeln im Monat eingeführt.
- Die Kolchosbauern fanden sich nach wie vor am unteren Ende der Nahrungskette wieder. Ihnen wurde erstmals im Juli 1964 eine Mindestrente von zwölf Rubeln im Monat zugesprochen.



Der Generalsekretär der Kommunistischen Partei der Sowjetunion und Präsident der UdSSR Michail Gorbatschow (links) gemeinsam mit Fidel Castro auf dem Flughafen von Havanna.

Dennoch stellten sich kaum Erfolge seiner Reformpolitik ein – und weil er zahlreiche Gefolgsleute mit seinem Reformeiher verprellte, sprach sich die Mehrheit des Zentralkomitees im Oktober 1964 für einen Machtwechsel aus.

GOLDENE STAGNATION UNTER BRESCHNEW

Chruschtschows Nachfolger wurde Leonid Breschnew, der von 1964 bis 1982 Generalsekretär der Kommunistischen Partei war. Diese Ära gilt als Zeitalter der Stagnation – und des Wettrüstens.

Bereits die erste Maiparade nach der Machtübernahme Breschnews betonte die Bedeutung des Militärs. Zum 20. Jahrestag des Sieges über das Deutsche Reich fand am 9. Mai 1965 erstmals seit 1945 wieder eine große Parade auf dem Roten Platz statt. Selbst Stalin wurde angesichts des Siegeskults teilweise wieder rehabilitiert. 1968 schlug Breschnew den Prager Frühling, in dessen Rahmen die Tschechoslowakei ihre Freundschaft mit der Sowjetunion hinterfragte, dann blutig nieder. Danach galt im Sowjetimperium die Breschnew-Doktrin, die es erlaubte, militärisch zu intervenieren, wenn der Sozialismus als „in Gefahr“ angesehen wurde.

Die Produktion wuchs unter der Ägide von Breschnew deutlich langsamer als in den ersten Nachkriegsjahren und blieb immer weiter hinter den selbst gesteckten Zielen zurück. Die Produktivität der Industrie war in den USA etwa zwei- bis zweieinhalbmal höher. In der Landwirtschaft war sie sogar etwa viermal so hoch. Breschnew erhöhte zwar die Investitionen in ländlichen Regionen und gewährte Betrieben mehr Autonomie. Daneben wurden Abkommen mit westlichen Firmen



Grafik 1 **Warten auf das Glück** – Die Mobilität der Bevölkerung als Spiegelbild des Wohlstands

Quelle: U.S. Bureau of Economic Analysis, Central Intelligence Agency, World Bank – World Development Indicators, Flossbach von Storch, Daten per 28. Februar 2023

geschlossen: Beispielsweise vereinbarte das Autoministerium im Jahr 1966 eine Kooperation mit dem italienischen Unternehmen Fiat, die den Bau einer Autofabrik an der Wolga vorsah. Doch die Maßnahmen wirkten kaum. Ein Großteil der sowjetischen Bevölkerung erlebte die Breschnew-Ära dennoch als die „goldenen Jahre“, in denen ihr Wohlstand wuchs.

So verfügten 1980 von der Stadtbevölkerung 80 Prozent der Familien über eine eigene Wohnung, meist in einem Plattenbau. Sie umfasste meist anderthalb oder zwei Zimmer, hatte Zentralheizung und ein Bad. Man kaufte nach und nach einen Plattenspieler, einen Fernseher, einen Kühlschrank. Auf dem Land gab es hingegen immer noch in nur zehn Prozent aller Häuser ein Badezimmer und fließend Wasser.

Doch die Wartezeiten für ein Auto blieben legendär. Nicht von ungefähr: Im Jahr 1975 wurden in der Sowjetunion etwa fünf Autos je 1.000 Einwohner produziert, ebenso zehn Jahre später (vgl. Grafik 1). In den USA waren die Verkaufszahlen mit etwa 50 beziehungsweise 65 gut zehnmal so hoch.

Trotz des geringen volkswirtschaftlichen Wachstums leistete sich die UdSSR zu Zeiten Breschnews ein Wettrüsten mit den USA. Doch der Anspruch, in Konkurrenz mit den USA zu treten, war kostspielig. Um Einfluss zu gewinnen, wurden auch zahlreiche Länder mit Lieferungen versorgt. Nordvietnam etwa bezog während des Vietnamkriegs 75 bis 80 Prozent seiner materiellen Hilfe aus der Sowjetunion. Die heimische Wirtschaft war angesichts derartiger Belastungen zunehmend überfordert. Schon bald konnten die zur Verfügung stehenden Ressourcen mit den wachsenden Ansprüchen der „kontrollierten“ Territorien nicht länger Schritt halten.

GLASNOST UND PERESTROIKA

Die weitgehende wirtschaftliche Stagnation unter Breschnew wurde von der Parteiführung bewusst akzeptiert, weil sich das Politbüro vor dem Ende der Stabilität fürchtete. Die „Stabilität in den Kadern“ hatte jedoch eine Gerontokratie zur Folge, eine Herrschaft der Alten. Nach Breschnews Tod im November 1982 gab es in nicht einmal drei Jahren bis zum März 1985 mit Breschnew, seinem Nachfolger Juri Andropow und dessen Nachfolger Konstantin Tschernenko drei Staatsbegräbnisse.

Michail Gorbatschow, damals 54, übernahm im Frühjahr 1985 das Amt des Generalsekretärs und verkündete sein Programm der Perestroika, des Umbaus, begleitet von einer Politik der Glasnost, der Transparenz.

In wirtschaftlicher Hinsicht wollte er ähnlich wie bei der NÖP unter Lenin die Kräfte von Angebot und Nachfrage nutzen, um den Sozialismus zu reformieren. Um die schon seit den 1960er-Jahren geforderte Erneuerung des industriellen Maschinenparks zu erreichen, förderte der Staat seit dem 1. Januar 1987 Joint Ventures mit westlichen Firmen. Den Betrieben gewährte er wie schon unter Breschnew mehr Autonomie. Doch wieder ließ dies vor allem die Löhne exzessiv steigen, sodass die Schere zwischen Kaufkraft und Warenangebot weiterwuchs. Damit spitzte sich die wirtschaftliche Lage immer mehr zu. Sinnbildlich zeigt eine Arbeitsniederlegung von 500.000 Bergarbeitern während der Wirtschaftskrise 1989, dass die Arbeiter damals nicht über ihre Löhne klagten, sondern über das fehlende Angebot an Konsumgütern. Ihre Forderung nach Seife, ihr Anspruch auf körperliche Sauberkeit, war symbolträchtig. →



Grafik 2 **Neustart mit Hindernissen** – Reales Bruttoinlandsprodukt ehemaliger Sowjetrepubliken (indexiert auf 1992 = 100)

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 28. Februar 2023

Zu allem Übel ließ die höhere Redefreiheit im Rahmen der Glasnost Kritik immer lauter werden. So wurde selbst das Einparteiensystem infrage gestellt. Zudem hatte die Kommunistische Partei stets propagiert, dass die Völker in der Sowjetunion friedlich und freiwillig zusammenlebten. Doch dieser Mythos wurde im Rahmen von Glasnost und Perestroika entlarvt: Im Februar 1988 etwabrach zwischen Armenien und Aserbaidschan der Bergkarabach-Konflikt aus, seit Sommer 1988 prangerten die baltischen Staaten ihre gewaltsame Eingliederung in die Sowjetunion im Jahr 1940 an und forderten ein Ende des Zuzuges von Russen. Die wachsenden Autonomiebestrebungen in mehreren Sowjetrepubliken verstärkten damit die Fliehkräfte innerhalb der Sowjetunion.

Ihr Ende besiegelte ein versuchter Putsch gegen Gorbatschow im August 1991. Nachdem er seit April mit neun Sowjetrepubliken über einen neuen Unionsvertrag verhandelt hatte, war er Anfang August 1991 in den Urlaub gefahren. Allerdings waren die Mitglieder des Sicherheitsrates über die Freiheiten, die Gorbatschow den Republiken einräumen wollte, entsetzt und beschlossen daher, den Notstand auszurufen und versuchten Gorbatschow zum Rücktritt zu zwingen.

Der Putschversuch scheiterte am Widerstand des ersten russischen Präsidenten Boris Jelzin, der im Juni 1991 gewählt worden war. Die Sowjetunion und deren Machtapparat waren aber nicht länger tragbar. Am 21. Dezember 1991 unterzeichneten elf Sowjetrepubliken das Gründungsdokument der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS). Damit wurde die Sowjetunion in die Geschichtsbücher verbannt. Am 25. Dezember 1991 trat Gorbatschow zurück, sechs Tage später wurde die Sowjetunion offiziell aufgelöst.

WIRTSCHAFTLICHER NIEDERGANG DER 1990ER-JAHRE

15 neue Staaten gingen 1992 aus der Auflösung der Sowjetunion hervor, darunter die Russische Föderation. Das Auseinanderbrechen der Wirtschaftsverbindungen zwischen den ehemaligen Sowjetstaaten stürzte Russland in eine tiefe Krise. Erst elf Jahre später sollte das Niveau der Wirtschaftsleistung von 1992 wieder erreicht werden (vgl. Grafik 2).

Offiziell begann nun der Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft und Jelzin gab zum 2. Januar 1992 über Nacht 80 Prozent der bis dahin staatlich geregelten Preise für Produktionsgüter und 90 Prozent der Konsumgüterpreise frei. Binnen eines Jahres stiegen die Verbraucherpreise um 1.526 Prozent und die Ersparnisse der Russen lösten sich in Luft auf. Renten und staatliche Löhne reichten nicht mehr, um die Lebenshaltungskosten zu decken. Der Schwarzmarkt blühte.

1992 ordnete Jelzin auch an, die Staatsunternehmen auf die Bevölkerung aufzuteilen. Bei dieser Massenprivatisierung konnte jeder gegen eine geringe Gebühr Vouchers (Privatisierungsschecks über Anteilsrechte an einem Unternehmen) erhalten. Aufgrund des instabilen makroökonomischen Umfelds und der hohen Rechtsunsicherheit hatte die Privatisierung in Russland aber nicht den gewünschten Erfolg. Die gesamtwirtschaftliche Produktion verringerte sich zwischen 1989 und 1998 etwa um die Hälfte. Das Land wurde 1998 zahlungsunfähig. Die Folgen waren katastrophal. Staatliche Sozialleistungen, einschließlich der Renten, sanken unter das Existenzminimum. In Russland lebten



Boris Jelzin hält eine Rede auf dem zweiten Kongress der Volksdeputierten der UdSSR im Dezember 1989.

1999 nach russischen Angaben 30 Prozent der Bevölkerung unterhalb der Armutsgrenze. Die Weltbank schätzte diesen Anteil sogar auf mehr als 40 Prozent. Die durchschnittliche Lebenserwartung sank.

Die erheblichen Einschnitte, die auch die russische Bevölkerung nach dem Ende der Sowjetunion erlebte, waren der Nährboden für eine anschließende Sowjetnostalgie. Gerade die großen Bevölkerungsteile, die in Armut lebten, sehnten sich nach der sozialen Sicherheit vergangener Tage. In diesem Umfeld konnte sich der heutige Präsident Russlands, Wladimir Putin, profilieren. Im Jahr 2000 gewann Putin die Wahl zum Präsidenten und stieg zum mächtigsten Mann Russlands auf.

ZURÜCK IN DIE DÜSTERNIS

Nach Putins Amtsantritt ging es für Russlands Wirtschaft zunächst deutlich bergauf. Das reale Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt verdoppelte sich zwischen 1999 und 2008 nahezu. Der monatliche Durchschnittslohn stieg in diesen Jahren von umgerechnet etwa 62 Euro auf 475 Euro und die Arbeitslosenquote halbierte sich auf etwa sechs Prozent. Im Gleichlauf mit der positiven Wirtschaftsentwicklung markierte auch Putins Beliebtheit im Jahr 2008 einen vorläufigen Höhepunkt: Umfragen des Lewada-Zentrums zufolge lag die Zustimmung der russischen Bevölkerung zur Amtsführung Putins bei 83 Prozent.

Doch seit der Finanzkrise 2008 verlangsamte sich das Wachstum in Russland. Ohne wirtschaftliche Erfolge bröckelte der Rückhalt für Putin. Seine Zustimmungswerte erreichten 2013



Wladimir Putin, 1994, als erster stellvertretender Vorsitzender der Regierung von St. Petersburg und Vorsitzender des Ausschusses für Außenbeziehungen.

einen Tiefpunkt. Seither konnte Russlands Wirtschaft nicht annähernd an die Wachstumsraten zu Jahrtausendbeginn anknüpfen. Zwischen 2013 und 2021 wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt Russlands durchschnittlich um ein Prozent pro Jahr. Damit ist Russlands Bevölkerung in der Breite unverändert arm. Die durchschnittliche Rente lag 2021 bei weniger als 200 Euro pro Monat.

Auf Putins Beliebtheit hatte die schwache Wirtschaftsentwicklung der vergangenen Jahre allerdings keine allzu negativen Auswirkungen. Im Gegenteil ging es für ihn nach der Annexion der Krim im März 2014 wieder steil bergauf. Denn der „Schutz“ russischer Minderheiten im Ausland fand im Inland viele Befürworter. Acht Jahre später folgte der Überfall auf die Ukraine. Militärische Übergriffe in Tschetschenien und Georgien waren vorausgegangen.

Und damit schließt sich der Kreis zu den dunkelsten Zeiten der Sowjetunion. Auch zu Zeiten Stalins spielte das Wohl der Bevölkerung eine untergeordnete Rolle. Der Einzelne ist der Willkür der Macht schutzlos ausgeliefert. Für viele eine zutiefst deprimierende Entwicklung, aus der sie kaum einen Ausweg sehen. „Russische Depression“ nennen es Exilrussen. ♦

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

„Wie hoch ist Ihr Fremdwährungsanteil?“

Die restriktivere Geldpolitik der Notenbanken rückt nicht zuletzt die verschiedenen Währungen in den Fokus – und damit die Frage, welche „stabil“ ist und welche weniger? Thomas Lehr und Philipp Vorndran über die Weltleitwährung, den US-Dollar, und eine, die es mal werden wollte: den Euro.

Im vergangenen Jahr hat der US-Dollar deutlich gegenüber dem Euro aufgewertet, zuletzt war es eher andersherum – welche von beiden Währungen ist denn nun die „härtere“?

VORNDRAN: Ich würde vorschlagen, wir lassen die kurzfristigen Bewegungen mal beiseite; die lassen sich ohnehin nicht antizipieren.

Dann anders gefragt: Welche von beiden ist die zukunfts-tauglichere?

VORNDRAN: Der US-Dollar.
LEHR: Der Euro ist und bleibt ein fragiles Gebilde; die EZB wird sich, um die Währungsgemeinschaft zusammenzuhalten, stets an den schwächsten Mitgliedern orientieren müssen – anders geht es nicht. Das muss sie auch bei der Inflationsbekämpfung berücksichtigen.
VORNDRAN: Oder andersherum: Die Beinfreiheit der US-Notenbank ist größer, weil die USA – anders als die Eurozone – ein homogener Währungsverbund sind.

Was bedeutet das für den europäischen Anleger?

LEHR: Er sollte sich der strukturellen Schwäche seiner Währung bewusst sein – und eben nicht das gesamte Vermögen in Euro disponieren.

Aber wie sollte er konkret vorgehen?

VORNDRAN: Zu Beginn sollte immer die Bestandsaufnahme stehen, frei nach dem Motto: Wie hoch ist denn eigentlich aktuell mein Fremdwährungsanteil? Das zu beantworten ist gar nicht so einfach.

Dann bitte helfen ...

LEHR: Schauen wir uns das eigene Vermögen an: Das Gehalt fließt in Euro, die Immobilie in Euro. Sparbuch, Tagesgeld, kapitalbildende Lebensversicherung auch. Komplizierter wird es bei Fonds. Nehmen wir an, Sie haben einen Teil Ihres Vermögens in einen Aktienfonds einer deutschen Fondsgesellschaft gesteckt und prüfen den aktuellen Wert

auf Ihrem Depotkontoauszug, ...

VORNDRAN: ... höchstwahrscheinlich steht dort auch eine Zahl mit dem Zusatz Euro dahinter. Also alles in Euro?

LEHR: Kann sein, muss aber nicht. Es kommt weniger darauf an, in welcher Währung der Fonds notiert, sondern in welche Währungen er investiert. Wenn es ein globaler Aktienfonds ist, dann wird der Euro womöglich nur einen kleinen Teil des Währungsmix ausmachen.

Könnt ihr vielleicht ein konkretes Beispiel geben?

VORNDRAN: Ich möchte 10.000 Euro in – Achtung, das ist keine Kaufempfehlung! – einen uns bekannten Aktienfonds investieren. Der Fondspreis notiert zwar in Euro, der Fonds investiert aber weltweit. Schauen wir uns deshalb das Factsheet an. Das findet sich normalerweise auf der Website der Fondsgesellschaft, mit den wichtigsten Informationen darin.

LEHR: Zum Monatsende notieren 69 Prozent der in unserem Beispielfonds

vertretenen Aktien in US-Dollar – und nur 13 Prozent in Euro. Dazu gibt es noch kanadische Dollar, etwa fünf Prozent, Franken vier und Hongkong-Dollar drei Prozent. Kleinere Anteile haben indische Rupie, britisches Pfund oder dänische Krone.

Das funktioniert aber nur, wenn der Fondsmanager das Währungsrisiko nicht absichert ...

LEHR: Die Information ist natürlich wichtig. Wenn er sich gegen Währungsschwankungen absichert, und das standardmäßig, was der eine oder andere auch tut, dann ist's natürlich nichts mit der Währungsdiversifikation.

VORNDRAN: Aber auch diese Information gibt das Factsheet her – ob abgesichert wird oder nicht. In unserem Beispielfonds sind die Angaben „nach Absicherung“.

Viele Anleger verbinden das Wort Fremdwährung stets mit dem Wort Risiko ...

VORNDRAN: Das trifft vor allem auf die Deutschen zu, die immer noch denken, der Euro sei ähnlich stark wie die D-Mark. Ist er aber nicht.

LEHR: Ich würde deshalb eher von „Währungschance“ sprechen.

Strategie & Strategie

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



Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Glossar

Fachbegriffe kurz erklärt

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

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.

Baisse – Baisse ist der Ausdruck für einen anhaltenden Kursrückgang an der Börse, der auch als Bärenmarkt bezeichnet wird. Das Gegenteil ist die Hausse.

Bloomberg Barclays Global-Aggregate Index – Index, der die Wertentwicklung von Anleihen mit Investmentgrade widerspiegelt. Er setzt sich aus Staats- und Unternehmensanleihen aus mehr als 20 Ländern (Industrie- und Schwellenländer) zusammen und umfasst über 20.000 Anleihen.

Bruttoinlandsprodukt (BIP) – Wert aller Waren und Dienstleistungen, die in einem Jahr innerhalb einer Volkswirtschaft produziert werden.

Corporate Governance – Corporate Governance ist ein rechtlicher und faktischer Ordnungsrahmen für die Leitung und Kontrolle eines Unternehmens und befasst sich mit der Frage, wie ein Unternehmen möglichst gut und verantwortungsvoll geführt und seine interne Organisation so gestaltet werden kann, dass Fehlentwicklungen möglichst früh erkannt und vermieden werden können. Ziel dabei ist, die Anreizstrukturen verschiedener Interessengruppen eines Unternehmens (im engen Sinn: Management und Eigentümer; im weiteren Sinn: zusätzlich Angestellte, Fremdkapitalgeber, Lieferanten sowie soziales und ökologisches Umfeld) möglichst gut in Einklang zu bringen.

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

FOTONACHWEIS

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Bildrechte: ©Markus Taubeneck, Illustration (Cover); ©master1305, Adobe Stock (S. 2); ©Marc Comes, CHB-P (S. 3); ©Patrick McManaman, unsplash (S. 5 oben); ©Marc Comes, CHB-P (S. 5 mittig); ©mtcurado, iStockphoto (S. 5 unten); ©Patrick McManaman, unsplash (S. 6–8, S. 17); ©Marc Comes, CHB-P (S. 18, 23); ©Brendan Smialowski – Pool via CNP/MediaPunch, Picture Alliance (S. 24–27); ©Jinhe Li (S. 30); ©Markus Taubeneck, Illustration (S. 32–33); ©master1305, Adobe Stock (S. 34); ©globalmoments, iStockphoto (S. 36 oben); ©Delmaine Donson, iStockphoto (S. 36 mittig); ©Viktor Cap, iStockphoto (S. 36 unten); ©Marc Comes, CHB-P (S. 40); ©Meiying Ng, unsplash (S. 44–51); ©humam, unsplash (S. 52, 53); ©Marc Comes, CHB-P (S. 56); ©Tamer Gunal, iStockphoto (S. 60–62); ©Kayra Sercan, unsplash (S. 75); ©mtcurado, iStockphoto (S. 76–83); ©Ria Novosti, Imago Images (S. 78, S. 79 links); ©TASS, Valentin Sobolev, Imago Images (S. 79 rechts); ©Sven Simon, Imago Images (S. 80 links); ©ITAR-TASS, Imago Images (S. 80 rechts, S. 83 links); ©Russian Look, Imago Images (S. 83 rechts); ©Mare Comes, CHB-P (S. 84–85, Rückseite)

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Dax 40 Index – Aktienindex, der die Wertentwicklung der 40 nach Marktkapitalisierung größten und umsatzstärksten deutschen Aktien abbildet. Der Dax wird als Kurs- und Performanceindex berechnet.

Diversifikation – Die Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel, Regionen, Branchen und Währungsräume – mit dem Zweck, durch eine breite Streuung mögliche Einzelrisiken in der Geldanlage zu reduzieren.

Dividende – Ausgeschüttete Gewinne eines Unternehmens an seine Aktionäre.

Duration – Die Duration gibt die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer einer Geldanlage in einem festverzinslichen Wertpapier wieder und ist somit der gewichtete Mittelwert der Zeitpunkte, zu denen der Anleger Zahlungen aus einem Wertpapier erhält.

Euro Stoxx 50 Index – Aktienindex, der die Entwicklung am europäischen Aktienmarkt abbildet und 50 der größten börsennotierten Unternehmen aus neun Ländern der Eurozone umfasst.

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

Federal Funds Rate – Von der Notenbank vorgegebener Zinssatz, zu dem sich US-Finanzinstitute „über Nacht“ untereinander ihre überschüssigen Reserven ausleihen.

Federal Funds Target Rate – Der Zinssatz, den das Federal Open Market Committee (FOMC) als amerikanischen Leitzins festlegt und durch Offenmarktgeschäfte durchsetzt.

Geldmenge – Als Geldmenge bezeichnet man den Geldbestand der Nichtbanken. Sie ist eine wichtige ökonomische Größe, die Hinweise auf die zukünftige Preisentwicklung liefert. Da der Übergang zwischen Geld als Zahlungsmittel und Geld als Wertaufbewahrungsmittel fließend ist, werden je nach zugrunde liegender Fragestellung verschiedene Geldmengen definiert.

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

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

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

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

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

MSCI World Index – Der Aktienindex bildet die Entwicklung an den Börsen der Industrieländer ab. Basis sind mehr als 1.600 Aktien aus 23 Ländern.

Portfolio – Bestand an Wertpapieren im Depot.

Rally/Börsenrally – Beschreibt in kurzer Zeit stark steigende Kurse an den Kapitalmärkten.

Realzins – Der Zins, der nach Abzug der Inflationsrate real übrig bleibt.

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.

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

Stock Based Compensation – Bei der „aktienbasierten Vergütung“ nutzen Unternehmen Aktienoptionen als Teil der Entlohnung bestimmter Mitarbeiter (insbesondere von Führungskräften).

TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operations) – Langfristige Refinanzierungen, die den Banken von der EZB angeboten werden, um die Kreditvergabe zu erleichtern und günstiger zu gestalten.

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

RECHTLICHER HINWEIS

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Die in diesem Dokument 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 diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.

Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung. Aussagen zu steuerlichen oder rechtlichen Themen ersetzen nicht die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater.

Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität, Wohnsitz oder sonstige Umstände den Zugang zu den darin enthaltenen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten.

Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieses Dokuments unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von Flossbach von Storch selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei Flossbach von Storch. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung von Flossbach von Storch nicht gestattet.

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

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

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

© 2023 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

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

Vorstand:
Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen

Umsatzsteuer-ID: DE 200 075 205
Handelsregister: HRB 30 768 (Amtsgericht Köln)
Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24–28
60439 Frankfurt am Main, Deutschland
Graurheindorfer Straße 108
53117 Bonn, Deutschland
www.bafin.de

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Redaktionsschluss: 1. März 2023

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Ein Aktienindex zeigt die Entwicklung des Aktienkurses

Redaktion:
Yannick Döller, Dr. Sven Ebert, Dr. Bert Flossbach, Stephan Fritz, Jens Hagen, Dörte Jochims, Carina Kontio, Thomas Lehr, Kai Lehmann, Shenwei Li, Frank Lipowski, Julian Marx, Prof. Dr. Thomas Mayer, Laura Oberbörsch, Christian Panster, Kurt von Storch, Philipp Vorndran, Kubilay Yalcin

Design: Markus Taubeneck, Carolin Euskirchen und Heller & C
Druck: Kopp Druck und Medienservice GmbH

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

Konsequent unabhängig



Flossbach von Storch