

Aktien von U die au stabilen und ein star



AUF EIN WORT

„Zeit ist Geld“, heißt es immer so schön. Ich mag diesen Spruch nicht sonderlich, weil der Zusammenhang, in dem er verwendet wird, zumeist falsch ist. Zeit ist unbezahlbar, würde ich stattdessen sagen.

Zeit ist nicht zuletzt der mächtigste Verbündete bei der Geldanlage. Wer über viele Jahre in gut ausgewählte Anleihen oder Aktien investiert, braucht Kursschwankungen nicht zu fürchten. Denn über die Jahre verlieren selbst die größten Krisen ihren Schrecken, die Erinnerungen an sie verblassen. Was bleibt ist oft die Frage: „Weißt du noch, damals?“ Oder die Feststellung: „Ach, hätte ich doch ...“

Seit 25 Jahren gibt es nun Flossbach von Storch. Das ist, gemessen an dem, was die Welt schon erlebt hat, nicht allzu viel. Und uns, die wir uns als langfristig denkende Investoren verstehen, ist das nur allzu bewusst.

25 Jahre sind aber mehr als genug, um uns bei Ihnen, liebe Anlegerinnen und Anleger, liebe Geschäftspartnerinnen und Geschäftspartner, liebe Leserinnen und Leser, ausdrücklich zu bedanken! Ohne Ihr Vertrauen wäre Flossbach von Storch heute nicht das, was es ist. Dafür sind wir Ihnen sehr dankbar!

Ihr Zuspruch ist uns Verpflichtung und Ansporn zugleich, auch in den kommenden 25 Jahren unser Bestes zu geben. Wir sind zuversichtlich, dass es gelingen wird. Selbst wenn die Welt derzeit besonders verletzlich erscheint, der heimische Wirtschaftsstandort schwächer wirkt denn je und die Angst vor der Zukunft allerorten spürbar ist: Bleiben wir doch optimistisch!

Denn wenn uns die Zeit eines gelehrt hat, dann, dass Krisen immer auch Möglichkeiten innewohnen. Daran wird sich auch in Zukunft nichts ändern.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre!

Kurt v. Storch

Kurt von Storch
Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch AG

Für alle Fälle

Herangehensweise ist Resonanzarbeit.

Die Zukunft ist ungewiss. Dem ist nicht zu widersprechen. Und die Vergangenheit taugt selten als Blaupause für das, was kommen mag. Sie hilft, gewisse Dinge einordnen zu können, nicht mehr.

Umso wichtiger ist die Haltung eines Investors – wie geht er an eine Sache ran?

Und wie reagiert er auf Strukturbrüche, die so sicher kommen werden wie das Amen in der Kirche?

Was ist ihm wichtig bei der Beurteilung des Kapitalmarkts und einzelner Investments?

Kurzum: Was zeichnet erfolgreiche Geldanlage aus?

Letztendlich führen verschiedene Wege zum Ziel, zumal die Ziele variieren. Es braucht verschiedene Faktoren, um erfolgreich Geld anzulegen. Um die soll es im Folgenden gehen, ohne den Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben. Einer ist uns dabei besonders wichtig – weil er so oft unterschätzt wird: der Faktor Zeit.

Flossbach von Storch
POSITION 1/2024

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





Flossbach von Storch
POSITION
 1/2024

WELTBILD

- Konjunktur
- 6 **Das Geld wird knapp**
- Interview
- 12 **Weniger Gießkanne**
- Geldpolitik
- 16 **Die Rückkehr der Anleihewächter**
- Devisenmarkt
- 18 **Die Welt der Währungen**
- Die Welt in Charts
- 26 **Die letzte Instanz**
- Kolumne
- 28 **Mail aus Shanghai**

ANLAGESTRATEGIE

- Interview
- 30 **Nicht zu früh freuen**
- Anlageklassen
- 36 **Wozu noch Aktien?**
- Anleihen
- 40 **Der Zins ist zurück, aber anders**
- Nachhaltigkeit
- 46 **Mein Grün. Dein Grün. Unser Grün?**
- Titel
- 51 **Auf lange Sicht**
- 56 **Für alle Fälle**

KONTEXT

- Betriebliche Altersversorgung
- 67 **Die Lücke schließen**
- Gesellschaft
- 72 **Böse Überraschung**
- Immobilien
- 78 **Im Bermudadreieck**
- Nachruf
- 82 **Lehrer des Lebens**
- Instagram
- 86 **Eine Frage des Blickwinkels**
- Strategie & Strategie
- 88 **Peking koppelt ab**
- 90 Glossar

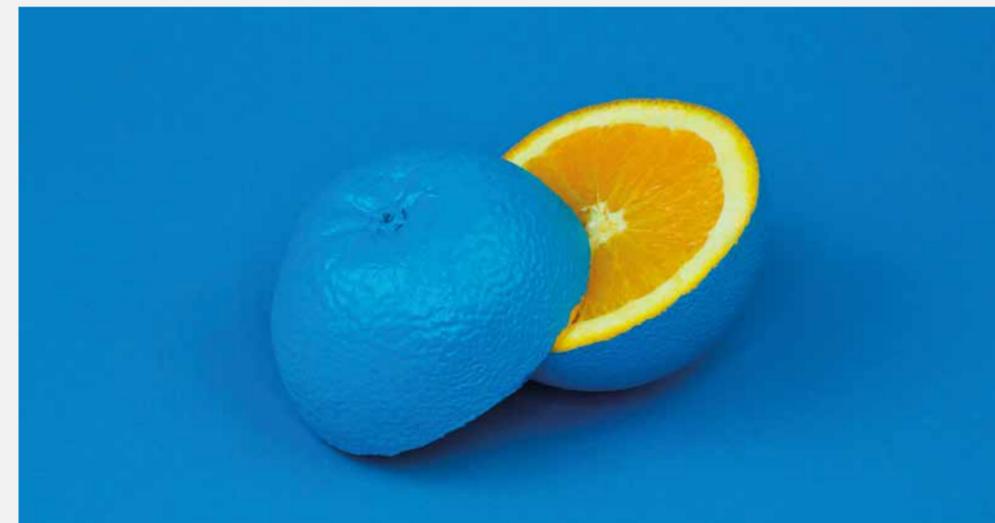


Devisenmarkt

Die Welt der Währungen

Der Devisenmarkt ist riesig – und undurchsichtig. Was Anleger wissen müssen.

18



Anleihen

Der Zins ist zurück, aber anders

Anleihen sind wieder attraktiv – aber nicht alle. Worauf Anleger achten sollten.

40



Gesellschaft

Böse Überraschung

Die Deutschen kennen die Inflationsgefahr, aber sie tun zu wenig dagegen.

72



von Frank Lipowski

DAS GELD WIRD KNAPP



Die Vereinigten Staaten gelten als
Vorzeigeland für Marktwirtschaft und Konsum.
Doch viele Bürger müssen
sich einschränken – weil die Kosten explodieren.

Wenn es um die globale Wirtschaft geht, geht es immer auch um die USA. Die größte Volkswirtschaft der Welt ist nicht nur Heimat der Weltleitwährung, sondern auch des größten Finanzsystems der Welt. In den vergangenen Jahren ging es stetig aufwärts – trotz Pandemie, Energiekrise, Inflation und historischer Zinswende.

Der private Konsum ist traditionell eine stabile Stütze der US-Wirtschaft. Egal ob online, in riesigen Einkaufszentren oder exklusiven Ladenstraßen – nirgendwo auf der Welt scheinen das Angebot und der Service so groß zu sein wie in den Vereinigten Staaten. „Shopping“ zählt zur amerikanischen Kultur, zumindest für diejenigen, die es sich leisten können (oder eine Kreditkarte dabeihaben).

So weit zumindest das Klischee. Wer etwas genauer hinschaut, bemerkt einige feine, aber zunehmend sichtbare Risse im Bild der heilen Konsumwelt. Oder anders formuliert: „Joe Blow“, also dem „typisch“ handelnden US-Verbraucher, droht das Geld auszugehen.

Dabei war die finanzielle Ausgangslage so gut wie seit Jahrzehnten nicht mehr. In der Pandemie waren die US-Verbraucher zum Sparen „gezwungen“ und haben gleichzeitig Schecks vom Staat bekommen; in einem zuvor nie da gewesenen Umfang. Der Anstieg der Sparreserven seit 2020 sucht seinesgleichen, wie man in Grafik 1 (auf der folgenden Seite) sehen kann. Rund zwei Billionen US-Dollar haben die US-Verbraucher in den ersten knapp zwölf Monaten der Pandemie (zwang-) gespart oder über Hilfsprogramme erhalten.

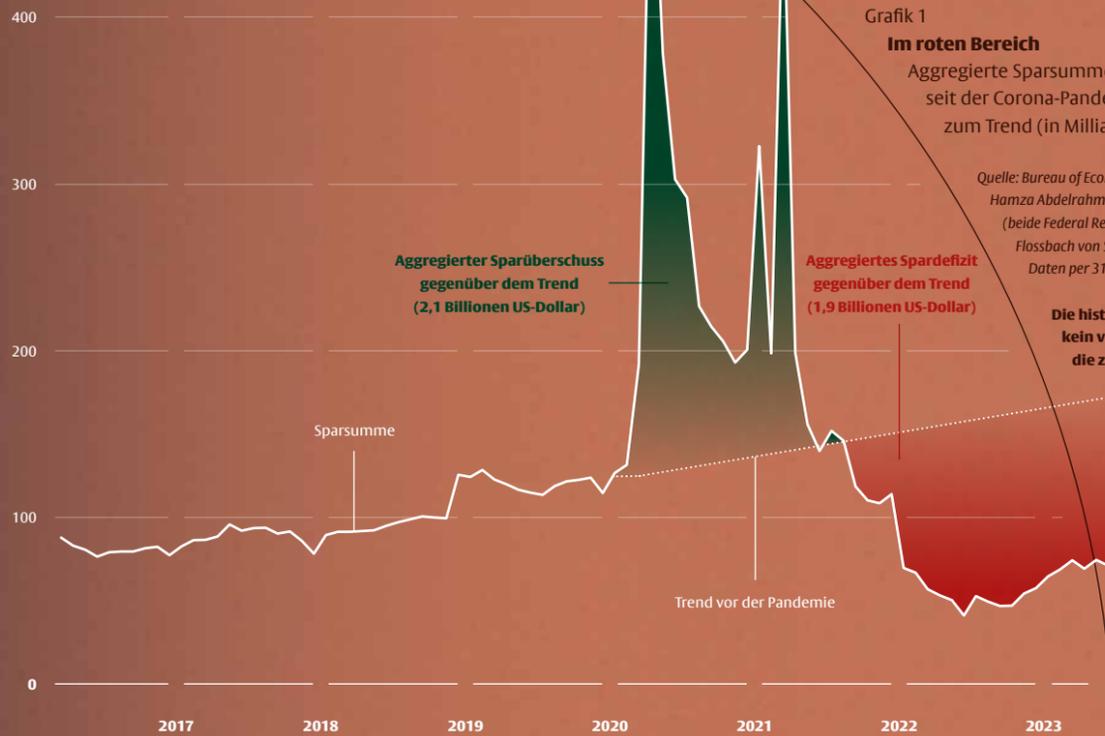
Als die Geschäfte, Restaurants und Urlaubsressorts wieder öffneten, ging es in die andere Richtung. Die Menschen hatten nach dem (vorläufigen) Corona-Ende einiges nachzuholen, gingen wieder „shoppen“. Ausgestattet mit einer stattlichen finanziellen Feuerkraft war der Konsument in dieser Phase vielmehr Preisnehmer als Preissetzer, mit den entsprechenden Folgen für die Inflation. Die Ersparnisse der US-Bürger sind jedoch endlich, auch das lässt sich an Grafik 1 erkennen.

Das fortschreitende „Entsparen“ der US-Haushalte liegt nicht nur an den steigenden Preisen für Öl, Lebensmittel und die vielen anderen Dingen des Alltags. Auch der Zins – nominal wie real – wird zunehmend zur Last für die US-Verbraucher. Dabei geht es nicht nur um den Kredit fürs Haus. Anders als noch vor zehn, zwanzig Jahren war die Zinsbindung für Hypothekenschuldner in den USA zuletzt sehr lang (in der Regel 30 Jahre). Das ist übrigens auch ein Grund, warum es – anders als in anderen Volkswirtschaften – bislang eher wenig Bewegung auf dem US-Wohnimmobilienmarkt gibt, einerseits. Andererseits sind Kaufimmobilien bei einem Hypothekenzins von rund acht Prozent für den Großteil der US-Amerikaner kaum mehr erschwinglich.

Viele US-Amerikaner haben aber nicht nur Hauskredite laufen, sondern verfügen auch über Kreditkarten, Leasingverträge oder Privatkredite. Die Zinsen auf Kreditkartenschulden aber sind laut der US-Notenbank →

**Wer etwas genauer
hinschaut, bemerkt
einige feine, aber
zunehmend sichtbare
Risse im Bild der
heilen Konsumwelt.
Oder anders formuliert:
„Joe Blow“, also dem
„typisch“ handelnden
US-Verbraucher, droht
das Geld auszugehen.**





Grafik 1

Im roten Bereich

Aggregierte Sparsumme der US-Verbraucher seit der Corona-Pandemie im Vergleich zum Trend (in Milliarden US-Dollar)

Quelle: Bureau of Economic Analysis, Hamza Abdelrahman & Luiz E. Oliveira (beide Federal Reserve Bank of San Francisco), Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2023

Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.



Grafik 2

Kredite werden teurer

Annualisierte persönliche Zinslast (ohne Immobilienfinanzierung) der US-Verbraucher im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt

Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED), Federal Reserve Bank of St. Louis, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2023

Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.

Geldpolitik hat immer auch Risiken und Nebenwirkungen. Die Zukunft wird zeigen, ob der Kampf gegen die Inflation, von dem letztlich natürlich vor allem die amerikanischen Bürger und Unternehmen profitieren sollen, auch erfolgreich ist.

Federal Reserve auf deutlich mehr als 20 Prozent gestiegen – und damit so hoch wie zuletzt vor gut 50 Jahren. Die persönliche Zinslast der Verbraucher wächst rasant, auch im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (vgl. Grafik 2).

Trotz des immer noch jungen Zinszyklus ist die Zinslast im Vergleich zur Wirtschaftsleistung bereits so hoch wie gewöhnlich vor einer scharfen Rezession. Verharren die Zinsen länger auf diesem Niveau, werden immer mehr Finanzierungen mit höheren Zinssätzen prolongiert – und der Spielraum der Verbraucher immer weiter eingeengt.

Dass der Schuldendienst die privaten Finanzen der US-Verbraucher zunehmend dominiert, zeigt auch das Absinken der Sparraten im Vergleich zum verfügbaren Einkommen. Im Moment sinkt dieser Wert auf Niveaus, die wir in den vergangenen 50 Jahren nur selten gesehen haben. Bei den meisten US-Verbrauchern sind die Sparguthaben aufgezehrt. Nur noch Sparer, die den oberen 20 Prozent der Einkommensverteilung zugerechnet werden, halten Sparguthaben und Geldmarktfonds, die nach Adjustierung der Inflation real höher sind als vor der Pandemie.

Damit nicht genug – aktuelle Daten der US-Notenbank Fed zeigen zudem, dass neben dem hohen Zins auch die zunehmend strengeren Kreditvergabekriterien der Banken die Verbraucher (und auch kleine wie große Unternehmen) belasten.

Wenn die Sparguthaben schwinden, Kredite immer teurer und restriktiver werden, müssen die Bürger auf die neue Lage reagieren. Der finanzielle Druck führt etwa dazu, dass immer mehr US-Amerikaner einen neuen (oder zusätzlichen) Job annehmen. Aus der finanziellen Notwendigkeit erwächst so ein zusätzliches Angebot auf dem Arbeitsmarkt. Das ist auch ein Grund dafür, dass die Arbeitslosenrate in den USA zuletzt nicht weiter gesunken ist, obwohl viele neue Jobs geschaffen werden.

Gleichfalls kann ein größeres Angebot auf dem Arbeitsmarkt den Druck auf die Lohnentwicklung reduzieren. Eine positive Entwicklung – zumindest aus Sicht der Notenbanker. Denn stetig steigende Löhne sind der ideale Treibstoff für Inflationsanstiege.

Die schlechtere ökonomische Lage vieler US-Amerikaner hat – zumindest aus langfristiger, ökonomischer Sicht – also auch etwas Gutes. Letztendlich ist all das von den Notenbankern gewollt – durch eine restriktive Geldpolitik den Arbeitsmarkt abkühlen, den Lohndruck dämpfen und so die Inflation in den Griff bekommen. Minutiös steuern lässt sich dieser Prozess allerdings nicht. Geldpolitik hat immer auch Risiken und Nebenwirkungen. Die Zukunft wird zeigen, ob der Kampf gegen die Inflation, von dem letztlich natürlich vor allem die amerikanischen Bürger und Unternehmen profitieren sollen, auch erfolgreich ist. ◆

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

Der Mittelstand gilt als Rückgrat der deutschen Wirtschaft. Doch die Umstellung auf E-Autos, der Fachkräftemangel und hohe Energiekosten machen vielen Autozulieferern zu schaffen. Ein Gespräch mit dem Unternehmer Axel Vollmann über den Standort Deutschland.

Weniger Gießkanne



Herr Vollmann, Sie tragen seit mehr als 30 Jahren die Verantwortung für die Vollmann Group.

Möchten Sie Ihr Unternehmen kurz vorstellen?

Sehr gerne. Wir sind ein Familienunternehmen in dritter Generation. Das heißt, ich bin die dritte Generation, und meine Frau und ich, wir freuen uns sehr, dass sich auch unsere beiden Töchter dafür entschieden haben, in die Verantwortung zu gehen. Mein Großvater und sein Bruder haben 1911 die Firma gegründet und Fassungen für die Edison-Glühlampen hergestellt. Das Unternehmen hat dann einige Krisen und zwei Weltkriege überstanden. Mein Vater hat nach dem Zweiten Weltkrieg mit wenigen Mitarbeitern die Produktion wieder gestartet und moderne Produktionstechniken eingeführt. Im Jahr 1985 bin ich dann ins Unternehmen eingetreten und habe wenige Jahre später die alleinige Verantwortung von der Familie übertragen bekommen. In Summe habe ich bis 2005 das Unternehmen als Zulieferer der Licht- und Leuchtenindustrie mit damals 350 Mitarbeitern erfolgreich weiterentwickelt, um dann feststellen zu müssen, dass die Globalisierung, insbesondere mit der Macht Chinas, uns keine dauerhafte Überlebenschance ließ. Ich habe dann als Alleingesellschafter (später mit unseren Töchtern) entschieden, die Branche durch gezielte Zukäufe zu wechseln und so haben wir unser Know-how als Großserienhersteller von Kunststoff- und Metallteilen genutzt, um in der Automobilindustrie Fuß zu fassen. Heute – noch nicht einmal 20 Jahre später – stecken Teile und Baugruppen aus unseren Werken in fast jedem Serienfahrzeug.

Gerade die Autohersteller werden durch die Klimawende hart getroffen. Die Antriebstechnik muss in wenigen Jahren komplett umgestellt werden. Wie schwierig ist das für Sie und den Standort Deutschland?

Die Automobilbranche ist in einer sehr schwierigen Phase der Transformation. Und es ist unsere wichtigste Branche als Industrienation. Es ist zudem ein äußerst wettbewerbsintensiver Bereich. Und dann kommt diese ausufernde Regulatorik hinzu. Viele Unternehmen in einer Größenordnung von 10, 20 Millionen Euro Umsatz sagen uns, sie schaffen das alles nicht mehr. Wir bringen solche Unternehmen gerne zusammen oder übernehmen diese und vernetzen sie unter einer Zentralverwaltung, die bei uns sehr effizient arbeitet. So können wir dann gemeinsam eine Produktivitätssteigerung

erreichen und zu unseren Kunden bringen. Denn ich kann ja dort nicht mit höheren Preisen kommen, sondern muss mich innerhalb der gesetzten Grenzen bewegen. Die Entwicklung mag nicht gut oder gesund sein. Aber letztlich ist es wohl der Weg, auf dem es weitergeht: Immer mehr Kleinere fallen aus und die Größeren werden größer.

Ihr Unternehmen ist sehr stark gewachsen.

Sie haben 2019 mit etwa 800 Arbeitnehmern rund 150 Millionen Euro Umsatz verbucht. Inzwischen sind Sie bei 400 Millionen Euro mit fast 2.000 Mitarbeitern. Und das trotz Corona-Krise. Was ist bei Ihnen passiert? Hat der Staat geholfen?

Das kann man in gewisser Weise wohl so sagen. Zunächst hat die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in der Pandemie rasch Geld bereitgestellt, damit die Wirtschaft wieder läuft und wir haben 22,5 Millionen Euro zu einem Zins von zwei Prozent bekommen. Das Geld hat die Hausbank besorgt. Ich finde, man kann mit den Banken auch in schwierigen Zeiten zu sehr vorteilhaften Regelungen kommen.

Und wieso war das Geld in dieser Phase für Sie wichtig?

Viele Unternehmen in unserer Branche sind stark unter Druck. Und so haben wir in den Jahren 2020 und 2021, innerhalb von 18 Monaten, drei Unternehmen mit sechs Standorten in drei Ländern gekauft. Dadurch hat sich unser Umsatz auf 300 Millionen Euro verdoppelt. Hinzu kam unser organisches Wachstum, weil wir viele neue Aufträge in allen Bereichen bekommen haben, insbesondere aber in Sachen E-Mobilität. Ja, und fairerweise muss man natürlich auch sagen, dass in unseren insgesamt nun 400 Millionen Euro Umsatz etwa 60 Millionen Euro wegen der Inflation stecken. Das sind gestiegene Materialteuerungszuschläge – kurz MTZ –, die wir eins zu eins an die Kunden weitergeben konnten, die aber auch abgesenkt werden, falls die Materialkosten, wie für 2024 prognostiziert, niedriger ausfallen sollten.

Zu den gestiegenen Kosten zählten sicher auch bei Ihnen die Ausgaben für Energie. Sind doch die Strompreise nach dem Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine rasant nach oben gegangen. Energie ist seither knapp. Ist das für Sie ein wichtiges Thema?

Als es diese explosionsartige Steigerung der Strompreise gab, hatten wir unseren Bedarf nicht über einen gefixten →

Preis eines Anbieters bezogen, sondern über die Strombörsen. Das war leider ein großer Nachteil. So verbrauchen wir etwa pro Jahr 20 Millionen Kilowattstunden Strom und bezahlten vor dem „Energieschock“ etwa 20 Cent, alles in allem. Wir reden also über etwa vier Millionen Euro Energiekosten im Jahr. 2022 haben wir etwa das Doppelte bezahlt. Das war schwierig und kostete Reserven, aber wir haben das gut verkraftet.

Wie ist es heute im Vergleich zu 2019 – also vor Corona?

Zu jener Zeit haben wir pro Kilowattstunde, eben über die Strombörsen, etwa drei Cent für den Arbeitspreis bezahlt. Dazu kam die EEG-Umlage mit sieben Cent pro Kilowattstunde plus Netzentgelt und Stromsteuer obendrauf, sodass wir unterm Strich eben bei jenen 20 Cent landeten. Heute zahlen wir für den Strom zwar elf Cent, also fast das Vierfache. Aber es gibt keine EEG-Umlage mehr, sodass wir unterm Strich in etwa wieder bei dem Preis sind, den ich vorher genannt habe. Für uns ist es so, wie es jetzt ist, vollkommen in Ordnung.

Jetzt hört man aber immer wieder Klagen der Industrie, die Stromkosten seien zu hoch. Ab 2024 soll daher für das Produzierende Gewerbe die Stromsteuer um 1,5 Cent auf das europäische Mindestniveau gesenkt werden. Halten Sie das für unnötig?

Also wir könnten dadurch rund 300.000 Euro im Jahr sparen. Trotzdem würde ich es besser finden, wenn stattdessen bessere Konditionen für die energieintensiven Betriebe hergestellt würden. Bei denen machen die Energiekosten mindestens zehn bis 15 Prozent vom Umsatz aus und sie haben schon vor der Energiekrise keine EEG-Umlage bezahlt. Woanders in der Welt, also beispielsweise in den USA oder China, liegt der Preis nur bei sieben Cent – „all in“. Es ist daher wichtig, dass der Standort Deutschland hier wettbewerbsfähig bleibt, etwa für die Aluminium-, die Kunststoff- oder die Stahlindustrie. Denn sollten diese Unternehmen mit der Grundstoffindustrie in ein anderes Land wechseln, dann sind wir als verarbeitende Industrie mit einer Verzögerung von einigen Jahren womöglich die nächsten.

Und das würde dann Deindustrialisierung bedeuten – und Arbeitsplätze kosten. Christiane Benner, die neue Vorsitzende der IG Metall, verfolgt nun die Strategie:

„Wir wollen weniger arbeiten, damit mehr Menschen in Arbeit bleiben.“ Lassen sich Ihre Betriebsräte davon inspirieren? Bei fast 2.000 Mitarbeitern haben Sie Betriebsräte, oder?

Doch, wir haben hier und da Betriebsräte im Unternehmen. Aber wir sind aus Tradition nicht tarifgebunden, was im Osten überlebenswichtig war, denn die Produktivität dort lag über fast zwei Jahrzehnte weit unter den Lohnvorstellungen der IG Metall. Und so machen wir es so, wie wir es für richtig halten. Die hohe Loyalität unserer Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter zum Unternehmen und zu unserer Familie zeigt uns, dass das gut ankommt. Es gibt einen sehr großen Zusammenhalt, kaum Fluktuation. Dabei kommuniziere ich den Mitarbeitern immer unsere Chancen und Probleme sehr offen.

Und finden Sie genügend Fachkräfte?

Wir bekommen immer wieder tolle Mitarbeiter, die sich dann hoffentlich möglichst lange bei uns wohlfühlen – auch junge Leute. Manche von ihnen sind zunächst schlechter ausgebildet als früher, aber wenn wir sie dann entsprechend nachschulen, dann bekommen wir das alle gemeinsam gut hin.

Sie erwarten also vonseiten des Staates hier keine Verbesserungen?

Das wäre schön. Dafür wären wohl alle dankbar. Aber ich denke, man muss sich manchmal in seinen Kokon einspinnen. Draußen ist eine verrückte Welt. Wir vertrauen lieber auf die eigene Kraft und nutzen unsere Chancen, die sich auch in Krisen bieten können.

Bei unserer Wirtschaftspolitik geht es derzeit wenig um Chancen und Erfolgsfaktoren. Dafür hört man häufig den Begriff der sozialen Gerechtigkeit. Ein Fehler?

Also ich glaube, man sollte den Begriff der sozialen Gerechtigkeit auch mal anders betrachten. Soziale Gerechtigkeit gilt ja nicht nur für die, die staatliche Transferleistungen bekommen. Diese Gerechtigkeit schulden wir auch denen, die von morgens bis abends dafür arbeiten, dass diese Leistungen bezahlt werden. Doch wir sehen immer nur die Leistungsempfänger, die vom Bundeshaushalt finanziert werden, also von den Steuerzahlern.

Sie glauben das Steuerniveau ist zu hoch?

Nehmen wir den Spitzensteuersatz. Unter Helmut Kohl, also bis in die 1990er-Jahre, gab es einen Steuersatz von 53 Prozent. Inzwischen liegt der höchste Satz nur noch bei 42 Prozent. Doch damals fielen nur Einkommen in die höchste Steuerklasse, die das 20-Fache des Durchschnittseinkommens überstiegen. Das wären derzeit etwas über 800.000 Euro. Heute zahlt man den höchsten Einkommensteuertarif bereits für den Einkommensteil, der über dem 1,4-Fachen des Durchschnittseinkommens liegt. Viele Mitarbeiter, die bei uns Weihnachtsgeld und Überstunden bezahlt bekommen, fallen bereits unter diese Regelung. Die Differenz zwischen Brutto und Netto ist also schon in dieser Einkommensklasse viel zu groß.

Arbeitnehmer müssten also mehr verdienen?

Netto, ja. Vor allem für junge Menschen sind die Lebenshaltungskosten hoch. An dieser Stelle würde ich gerne noch etwas ergänzen. Der Wettbewerb um Fachkräfte, insbesondere um die jüngeren, ist hart. Und das bringt mich wieder zum Thema Gewerkschaften. Ich mag dieses Prinzip Gießkanne nicht, also das gleiche Entlohnungsmodell für alle. Ich finde es viel besser, wenn ich die Menge an Geld – und damit meine ich vor allem das, was obendrauf kommt – gezielt auf Leistungsträger verteilen kann. Dafür scheue ich auch Auseinandersetzungen in den Betrieben nicht.

Und das bedeutet konkret?

Wenn wir neue Leute einstellen, verdienen einige mehr als manche Mitarbeiter, die bereits zehn oder 20 Jahre bei uns beschäftigt sind. Und dann kommt schon mal der eine oder andere mit diesem Thema auf mich zu. Dann sage ich ihm, dass der jüngere Kollege auch seine Zukunft sichert und dass wir alle – also er und ich – die jungen Leute brauchen. Er selbst, mit seinen meist um die 50 Jahren, lebt in der Regel in einer Wohnung, für die er wahrscheinlich nicht mehr als sechs Euro Miete pro Quadratmeter zahlt, weil er dort seit vielen Jahren lebt. Der junge Kollege aber muss heute mindestens 8,50 Euro für eine vergleichbare Wohnung bezahlen. Zudem sind beim Älteren die Kinder meist aus dem Haus, und die Ausgaben werden übersichtlich. Der Jüngere muss noch Kosten für Kita, Vorschule und Ausbildung schultern. Und dann legen sich die Fragen – zumeist. Schließlich müssen wir doch alle im Unternehmen am gleichen Strang ziehen.

Wir alle zusammen, das hört man auch oft in Berlin. So ist vor der Haushaltskrise eine Erhöhung für das Bürgergeld beschlossen worden, die nicht mehr rückgängig gemacht werden kann. Ist das Bürgergeld ein Standortnachteil?

Es verstärkt den Fachkräftemangel. Denn für das Bürgergeld gibt es keine Voraussetzungen, außer 18 Jahre alt zu sein. Man bekommt es problemlos; ohne Studienabschluss, Ausbildung, Lebenserfahrung – ganz anders als wenn man sich um einen attraktiven Job bewerben muss. Schlafen wird belohnt.

Mit anderen Worten: Es legen sich bei uns immer mehr Menschen in die soziale Hängematte?

Nein, sie werden dort von uns hineingelegt. Wobei ich beim Bürgergeld weniger ein Problem bei Singlehaushalten sehe. Doch mit dem Bezug von Sozialleistungen wird auch ein Regelsatz für Kinder bezahlt, der deutlich höher ist als das staatliche Kindergeld. Und dieser Anspruch steigt mit dem Alter der Kinder. Und so vergleichen viele Eltern mit steigender Kinderzahl ihr Einkommen aus all diesen Transferleistungen mit dem, was ihnen als Haushalt netto plus Kindergeld bleibt, wenn sie arbeiten gehen.

Als Fazit würden Sie also sagen, das Bürgergeld ist ...

... Agenda 2010 – aber umgekehrt.

Vielen Dank für das Gespräch.

i

ZUR PERSON

Axel Vollmann

trat nach einem Maschinenbau- und Wirtschaftsstudium 1985 in die Vollmann Group ein und wurde Hauptgeschäftsführer. Seit 2021 teilt er sich die Verantwortung mit seinen Töchtern Alexandra und Viktoria. Das Familienunternehmen aus Gevelsberg, Nordrhein-Westfalen, produziert hochwertige Komponenten aus Metall und Kunststoff für die Autoindustrie.

von Thomas Mayer



DIE RÜCKKEHR DER ANLEIHEWÄCHTER

Sie hatten großen Einfluss auf Krisen der 1990er-Jahre. Danach konnten diese Händler von Anleihen wenig ausrichten. Jetzt melden sie sich zurück und für die Zinszahlungen von Staaten droht Ungemach.

Dieser Artikel von Thomas Mayer erschien am 22. Oktober 2023 in der Wochenzeitung Welt am Sonntag. Prof. Dr. Thomas Mayer ist Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute.

Viele ältere Marktbeobachter können sich noch gut an die große Bondmarkt-Krise von 1994 erinnern. Nach einer bescheidenen Zinserhöhung der US-Notenbank Federal Reserve um einen Viertelprozentpunkt im Februar des Jahres kam es zu einem weltweiten Ausverkauf von Anleihen.

Die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen erhöhten sich von Ende 1993 bis Ende 1994 in den USA und Deutschland um zwei, in Italien sogar um 3,8 Prozentpunkte. Für die staatlichen Zinsausgaben ist jedoch der prozentuale Anstieg der Anleihezinsen ausschlaggebend: Dieser betrug in den drei Ländern zwischen 35 und 43 Prozent.

Erschrocken ergriff die damalige US-Regierung unter Präsident Bill Clinton fiskalische Sparmaßnahmen. *Clintons politischer Berater James Carville meinte dazu:*

Für diese bedrohlichen Bondanleger, die Anleihen verkauften und so die Renditen erhöhten, fand sich der Name „Bond Vigilantes“, was man mit „Anleihewächter“ übersetzen könnte.

Mit der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken in den frühen 2000er-Jahren und den danach folgenden großvolumigen Anleihekäufen insbesondere in den Pandemie-Jahren verschwanden die Bond Vigilantes. Gegen die Notenbanken konnten sie nichts ausrichten. Doch mit der Zinswende Anfang 2022 kamen sie zurück.

Von ihren Tiefpunkten 2019 und 2020 sind die 10-jährigen Renditen bis Ende September in Deutschland um 3,6, in den USA um 3,8 und in Italien um 4,2 Prozentpunkte gestiegen. Schon absolut gesehen sind diese Zuwächse deutlich größer als 1993 und 1994. Prozentual betrachtet gehen sie durch die Decke: mit 600 bis 800 Prozent in den USA und Italien und – aufgrund der negativen Ausgangsrendite – jenseits mathematischer Berechenbarkeit in Deutschland. Folge II der großen Bond-Krise übertrifft bereits jetzt Folge I bei Weitem.

ANLEIHEWÄCHTER BEDEUTETEN DAS ENDE VON LIZ TRUSS

Und die Bond Vigilantes haben bereits ein politisches Opfer erzwungen. Als die britische Premierministerin Liz Truss im September 2022 Steuersenkungen ohne Gegenfinanzierung ankündigte, schossen in Erwartung steigender Staatsschulden die Renditen britischer Staatsanleihen in die Höhe.

Truss musste zurücktreten und ging als die kurzlebigste britische Premierministerin in die Geschichte ein. Seither greifen die Vigilantes immer wieder ein, etwa in den sechs Wochen vor dem 6. Oktober. In dieser Zeit stieg die Rendite auf 10-jährige US-Staatsanleihen um 0,7 Prozentpunkte.

„Früher dachte ich, dass ich, wenn es eine Reinkarnation gäbe, als Präsident oder Papst oder als Baseballspieler mit einer Trefferquote von 400 wiederkommen wollte. Aber jetzt würde ich gerne als Anleihemarkt zurückkommen. Man kann jeden einschüchtern.“

Weitere Reaktionen der Anleihewächter dürften folgen. Die Konsequenzen werden schmerzhaft sein. Würden zum Beispiel die Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen auf dem gegenwärtigen Niveau verharren, bis die gesamte Staatsschuld damit verzinst werden muss, würden sich die Zinszahlungen der öffentlichen Hand in Deutschland verdreifachen. In Italien würden sie um 74 Prozent und in den USA um 57 Prozent steigen.

Eine Katastrophe wäre es, wenn die Anleiherenditen wieder auf das durchschnittliche Niveau der ersten Hälfte der 1990er-Jahre steigen würden. Die Zinszahlungen würden dann noch nie gesehene 27 Prozent der italienischen und 29 Prozent der US-amerikanischen gegenwärtigen Staatsausgaben ausmachen.

Da die hoch verschuldeten öffentlichen und auch die privaten Schuldner bei den Zinsniveaus der Vergangenheit nicht überleben könnten, werden die Zentralbanken den Bond Vigilantes früher oder später wieder den Kampf ansagen müssen. Mit der viel beschworenen Inflationsbekämpfung ist es dann wohl vorbei. ♦

DIE WELT DER WÄHRUNGEN

von Julian Marx

Jeden Tag werden Devisen im Gegenwert von mehreren Billionen US-Dollar gehandelt. Und doch bleibt die Welt der Währungen undurchsichtig. Eine Bestandsaufnahme.



Grafik 1
Nach dem Greenback kommt lange nichts
 Weltweiter Anteil am Devisenhandel im April 2022

Da der Handel eines Währungspaares immer zwei Währungen beinhaltet, beträgt der kumulierte Anteil aller Währungen an den gesamten Devisentransaktionen 200 Prozent.

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2023

Geld bestimmt unseren Alltag. In einer immer komplexeren Welt ist es ein unverzichtbares Transaktionsmittel. Lange Zeit dominierte das Bargeld. Zum Jahresende 2022 hatte das Eurosystem Banknoten im Gegenwert von 1.572 Milliarden Euro ausgegeben. Ein Großteil des Banknotenumlaufs ist dabei auf die hohe Bargeldaffinität in Deutschland zurückzuführen. So ist die Deutsche Bundesbank mit 900 Milliarden Euro an ausgegebenen Banknoten für den Großteil des Banknotenumlaufs im Euroraum verantwortlich. Doch Bargeld ist längst nicht mehr alles. Im Jahr 2022 wurden in der Eurozone insgesamt 126,6 Milliarden bargeldlose Transaktionen im Gegenwert von 234,3 Billionen Euro durchgeführt.

Aber nicht nur die Zahlungsströme innerhalb eines Währungsraums sind gigantisch. Auch der Devisenhandel hat unvorstellbare Dimensionen. Nach Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) wurden im April 2022 täglich Devisen im Gegenwert von rund 2.100 Milliarden US-Dollar über den Kassamarkt gehandelt. Der US-Dollar, auch Greenback genannt, prägt den Devisenhandel dabei wie keine zweite Währung. In knapp 86 Prozent aller Devisentransaktionen am Kassamarkt war der US-Dollar Teil des gehandelten Währungspaares. Mit großem Abstand folgt der Euro, der in immerhin 29 Prozent aller Fälle getauscht wurde (vgl. Grafik 1).

Dabei ist der Kassamarkt nur ein Teil des Devisenhandels – wenn auch ein bedeutender. So werden beispielsweise im Rahmen von Devisentermingeschäften täglich ebenfalls mehr als 1.000 Milliarden US-Dollar transferiert. Doch was steckt dahinter? Was treibt die Wertentwicklung einzelner Währungen? Wagen wir einen Blick in die undurchsichtige Welt der Währungen.

ZWEI KANÄLE BESTIMMEN DIE WÄHRUNGSENTWICKLUNG

Ob eine Währung auf- oder abwertet, bestimmen Angebot und Nachfrage am Devisenmarkt. Ein wesentlicher Treiber der Devisennachfrage ist dabei die Leistungsbilanz, die insbesondere den grenzüberschreitenden Handel von Waren und Dienstleistungen erfasst. Je mehr Waren ein Land exportiert, desto höher ist in der Regel auch die Nachfrage nach →

den heimischen Devisen. Schließlich müssen die bezogenen Güter auch bezahlt werden. Ceteris paribus wertet die heimische Währung im Fall von Exportüberschüssen also auf. Umgekehrt werten Währungen aus nettoimportierenden Währungsräumen tendenziell ab.

Aber ganz so einfach ist es in der Praxis dann doch wieder nicht: Denn der Außenhandel ist nur ein (wesentlicher) Faktor für die Währungsentwicklung. Das zeigt das Beispiel der USA beziehungsweise des US-Dollars. Seit 1990 haben die USA in nur einem Jahr einen Leistungsbilanzüberschuss erzielen können. Das war 1991. Ein bescheidener Überschuss von knapp drei Milliarden US-Dollar beziehungsweise 0,05 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) konnte seinerzeit verbucht werden. Seither hagelte es ausschließlich Leistungsbilanzdefizite, die im Durchschnitt bei drei Prozent des BIP lagen. Das seit 1992 angehäufte Leistungsbilanzdefizit beträgt in Summe gut 13.000 Milliarden US-Dollar.

Am Kurs des US-Dollars lässt sich das aber nicht ablesen. Im Vergleich zum japanischen Yen steht der Dollar heute auf einem Niveau, wo er auch im Jahr 1990 schon mal stand. Gegenüber dem chinesischen Renminbi hat er in diesem Zeitraum rund 50 Prozent aufgewertet. Das britische Pfund hat seit den 1990er-Jahren ebenfalls gegenüber dem US-Dollar abgewertet und der Euro steht im Vergleich zum Greenback etwa da, wo er bei Einführung des Euro-Buchgelds im Jahr 1999 notierte. Eine Schwachwährung ist der US-Dollar also wahrlich nicht. Trotz der chronischen und immensen Defizite im Außenhandel.

Geholfen hat die Kapitalbilanz – der zweite wesentliche Treiber der Devisennachfrage. Der US-Kapitalmarkt genießt im Ausland hohes Ansehen. Er ist nicht nur der weltweit größte Kapitalmarkt, sondern gilt zudem als besonders offen. Ausländische Investoren verfügen über einen guten Zugang zum US-Markt. Und so fragten Auslandsinvestoren über die Jahre zig Billionen US-Dollar nach, um sie in den USA investieren zu können.

Im Ergebnis hatten Auslandsinvestoren per Ende 2022 rund 45 Billionen US-Dollar in den USA investiert, während US-Bürger ihrerseits nur 29 Billionen US-Dollar außerhalb der USA angelegt hatten. Ein Großteil des negativen Saldos von 16 Billionen US-Dollar ist dabei auf eine große ausländische Investorenbasis zurückzuführen, die ihr Geld in US-Anleihen

steckt. So hielten Auslandsinvestoren Ende 2022 US-Anleihen im Gegenwert von 12,7 Billionen US-Dollar – 60 Prozent davon steckten sie in US-Staatsanleihen. Andersherum hatten US-Bürger nur knapp 3,8 Billionen US-Dollar in Anleihen außerhalb der USA investiert. Für den US-Dollar gilt also, dass die Attraktivität des US-Kapitalmarkts die erheblichen Defizite im Außenhandel bislang (über-)kompensieren konnte.

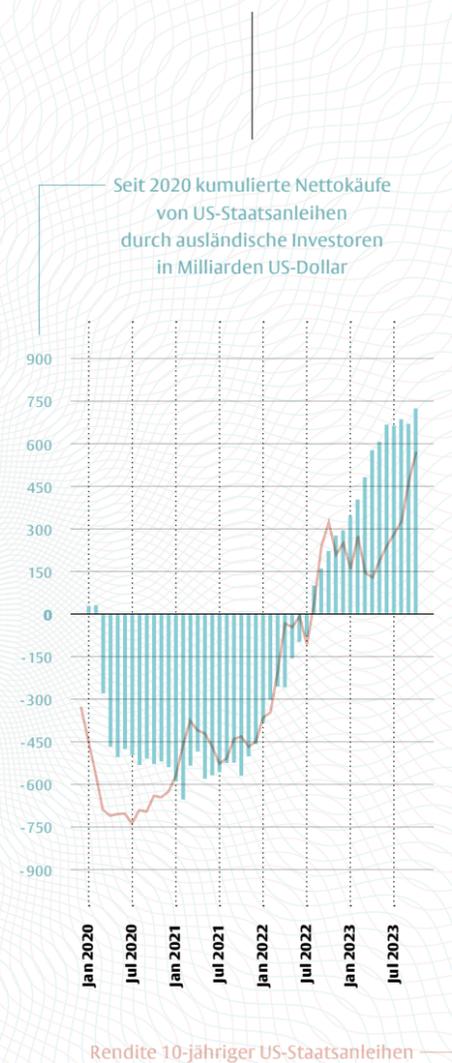
WAS KURZFRISTIG ZÄHLT

Die Entwicklung der Leistungsbilanz ist zumeist relativ träge. Bildet sie doch zuallererst den Handel von Waren und Dienstleistungen ab. Anpassungen bei den milliardenschweren Handelsströmen geschehen dabei nicht über Nacht. Länder wie Indien oder die Eurostaaten etwa zählen zu den großen Nettoenergieimporteuren des Planeten. In Europa weiß man nur zu gut, wie viele Jahre es dauert, um die Abhängigkeit der Wirtschaft von Öl- oder Gasimporten signifikant zu reduzieren. Auch Produktionsstätten und bestehende Lieferketten sind nicht einfach zu ersetzen. Damit ergeben sich große Veränderungen in der Leistungsbilanz in der Regel über längere Zeiträume.

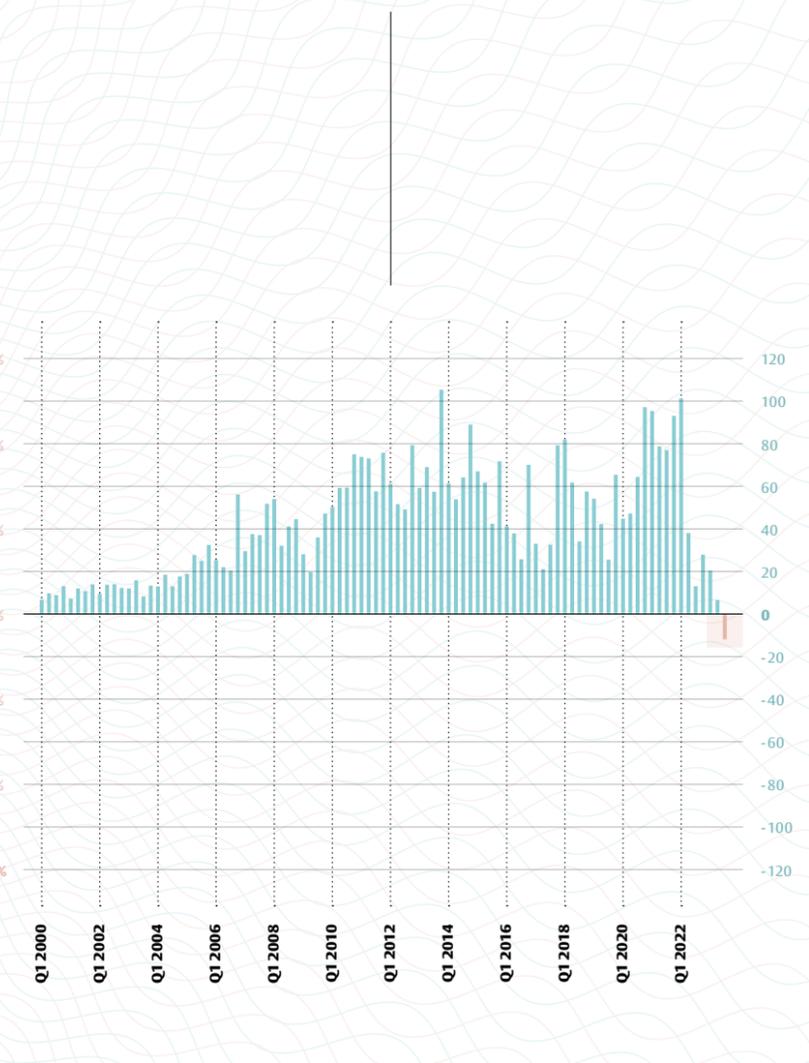
Deutliche kurzfristige Schwankungen in der Währungsentwicklung sind daher oftmals auf Veränderungen in der Kapitalbilanz zurückzuführen – wenn Investoren Hunderte Milliarden US-Dollar, Euro oder Yen zwischen den Währungsräumen verschieben. Haupttreiber für derartige Verschiebungen können ein verändertes Zinsniveau oder die Erwartung eines solchen sein.

Auch hier eignet sich der US-Kapitalmarkt als aussagekräftiges Beispiel. Während 10-jährige US-Staatsanleihen Ende 2021 rund 1,5 Prozent an jährlicher Rendite versprachen und die US-Leitzinsen noch bei null Prozent verharrten, hat sich das „Zinsbild“ in den USA seither drastisch verändert. Im Herbst 2023 warfen 10-jährige US-Staatsanleihen zwischenzeitlich fünf Prozent per annum ab, und auch das Leitzinsniveau in den USA lag zu diesem Zeitpunkt bei etwas mehr als fünf Prozent. Das gestiegene Renditeniveau sollte dann auch zahlreiche Auslandsinvestoren anlocken. Zwischen Dezember 2021 und Oktober 2023 erwarben sie US-Staatspapiere im Gegenwert von netto rund 1.181 Milliarden US-Dollar (vgl. Grafik 2).

Grafik 2
Wohin mit dem Geld?
Wertpapierinvestitionen sind ein wesentlicher Treiber der Währungsentwicklung



Grafik 3
Doch keine Einbahnstraße
Vierteljährliche Direktinvestitionen in China in Milliarden US-Dollar



Quellen aller Grafiken: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2023
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Ob das für die Käufe notwendige Geld zuvor schon in US-Dollar geparkt wurde, aus US-Aktien abgezogen wurde oder ob tatsächlich ein US-Dollar-Kauf stattgefunden hat, lässt sich hier zwar nicht ablesen. Gleichwohl ist offenkundig, dass billionenschwere Bewegungen am Kapitalmarkt die kurzfristige Währungsentwicklung erheblich beeinflussen können.

DER BLICK NACH VORN

Der Handel mit Waren und Dienstleistungen, grenzüberschreitende Direktinvestitionen oder der Wertpapierhandel – all das sind wesentliche Faktoren, die die Währungsnachfrage beeinflussen. Wagt man einen sehr langfristigen Blick nach vorne, könnte es hier jedoch zu spürbaren Verschiebungen in der Welt kommen. Die Region Asien-Pazifik hat in den vergangenen Jahrzehnten enorm an weltwirtschaftlichem Gewicht gewonnen. Lag der Anteil der Region an der Weltwirtschaftsleistung im Jahr 2010 noch bei 27,4 Prozent, stieg dieser bis 2020 auf 33,5 Prozent an. Nach Prognosen der Asian Development Bank könnte dieser Anteil bis 2050 sogar auf gut 50 Prozent klettern. Bleibt die Frage, ob eine derartige Verschiebung der Wirtschaftsmacht nicht auch ein signifikant verändertes Nutzungsverhalten bei den Währungen zur Folge hat?

Stand heute ist der US-Dollar die unangefochtene Nummer eins unter den Währungen. Per Ende 2022 waren noch immer 58 Prozent der weltweit von Notenbanken gehaltenen Fremdwährungsreserven in US-Dollar angelegt. Tendenz der vergangenen Jahre: sinkend.

Stand heute ist der US-Dollar die unangefochtene Nummer eins unter den Währungen. Per Ende 2022 waren noch immer 58 Prozent der weltweit von Notenbanken gehaltenen Fremdwährungsreserven in US-Dollar angelegt. Tendenz der vergangenen Jahre: sinkend. Vermutlich auch, weil sich im Zuge des Ukrainekriegs die Sorge verstärkte, dass US-Dollar-Reserven sanktioniert werden könnten. Einige Notenbanken könnten daher Anreize haben, ihre US-Dollar-Bestände auch zukünftig umzuschichten. Mit großem Abstand folgt der Euro, der Ende 2022 gut 20 Prozent der offiziellen Fremdwährungsreserven ausmachte. Auch bei Anleihen und Krediten in Fremdwährung genießt der US-Dollar unverändert ein hohes Ansehen. Dort lauten mehr als die Hälfte der Schulden auf US-Dollar.

KOMMT ES ZUM DUELL DER WÄHRUNGSGIGANTEN?

Mit einer Verlagerung der weltweiten Wirtschaftsaktivitäten in den asiatischen Raum spricht allerdings viel dafür, dass die internationale Relevanz asiatischer Währungen steigen dürfte. Dabei gilt der chinesische Renminbi als natürlicher Herausforderer des US-Dollars. Schließlich ist China schon heute die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt. Das Muster, wie etwa der Renminbi zukünftig profitieren kann, ist dabei eindeutig: Ein höherer chinesischer Anteil am weltweiten Handel erhöht – gemessen an den in Renminbi fakturierten Importen – zunächst die Nutzung des Renminbi im internationalen Zahlungsverkehr. Länder, die mehr Handel mit China treiben, dürften in der Folge auch mehr Renminbi-Reserven vorhalten. Damit könnte der Anteil des Renminbi an den Gesamtreserven in Zukunft steigen.

Allerdings bleibt mehr als unklar, wie stark und schnell eine Währung wie der Renminbi am Status des US-Dollars rütteln könnte. Eine Vielzahl von Faktoren kann hier eine Rolle spielen, die über die bloße Wirtschaftskraft einer Nation hinausgehen. Zum Beispiel (geo-)politische Interessen: Seit Jahren brodeln Territorialstreitigkeiten rund um China. Im Ostchinesischen Meer sehen China und Japan beispielsweise einige Inseln gleichermaßen als ihr Territorium an. Außerdem erkennt China das Urteil des Internationalen Schiedsgerichtshofs in Den Haag aus dem Jahr 2016 nicht an: Die philippinische Regierung hatte seinerzeit Klage

eingereicht, nachdem China Besitzansprüche im Südchinesischen Meer vermeldete. Noch prominenter sind die Auseinandersetzungen um den Inselstaat Taiwan, dessen Bevölkerung sich seit Jahren um die Möglichkeit einer chinesischen Invasion sorgt.

Aber auch der große Nachbar Indien liegt im Dauerclinch mit China. So ist der Grenzkonflikt zwischen den beiden asiatischen Großmächten bis heute ungelöst. Seit dem Grenzkrieg von 1962 kam es immer wieder zu Konflikten um den Verlauf der indo-chinesischen Grenze. In diesem Zusammenhang sollen im Juni 2020 bei Auseinandersetzungen im Galwan-Tal 20 indische Soldaten ums Leben gekommen sein.

Das zeigt, wie schwer es für China bereits im asiatischen Raum werden könnte, den Renminbi angesichts zahlreicher politischer Streitigkeiten als eine Art Leitwährung zu implementieren. Im Umgang mit westlichen Industrienationen dürfte dies ungleich schwerer werden. So gilt der seit Jahren schwelende Handelskonflikt mit den USA als Ausläufer eines Wettlaufs um die technologische und militärische Vormachtstellung auf der Welt.

Zudem kann die Bereitschaft, auf Renminbi lautende Reserven anzuhäufen, eingeschränkt werden, wenn die Möglichkeit, sie einzusetzen, begrenzt ist und sie bei Bedarf nicht ausreichend liquide sind. In diesem Zusammenhang wäre wohl eine vollständige Liberalisierung des chinesischen Kapitalmarkts vonnöten. Dennoch bleibt natürlich die Frage, wie wahrscheinlich ein solches Szenario ist. Denn eine zunehmende Öffnung der Kapitalmärkte ist auch immer mit Risiken für die eigene Währung verbunden. Offene Kapitalmärkte ziehen schließlich nicht nur das Kapital ausländischer Investoren an. Sie ermöglichen auch den heimischen Investoren, ihr Geld im Ausland anzulegen.

Dass Kapitalflüsse keine Einbahnstraße sind, musste die Volksrepublik erstmals im dritten Quartal 2023 erfahren, als Auslandsinvestoren ihre Direktinvestitionen in China reduzierten (vgl. Grafik 3 auf Seite 21). Eine Öffnung der Kapitalmärkte erhöht zwar die Handelsaktivität der eigenen Währung. Doch steigt damit das Risiko ausgeprägter Wechselkursschwankungen. Im Ergebnis mündet das nicht zwangsläufig in einer ausgeprägten Renminbi-Stärke.

ARBEITSTHESEN STATT PUNKTPROGNOSEN

Es bleibt ein hohes Maß an Unsicherheit, wie stark die Rolle von US-Dollar und Renminbi in einigen Dekaden sein wird. Auch die Möglichkeit eines bipolaren „Währungsgleichgewichts“ besteht: Mit einem US-Dollar und einem Renminbi, die beide eine hohe internationale Nutzung aufweisen und vielen Notenbanken als primäre Fremdwährungsreserven dienen. In den 1920er-Jahren gab es das in ähnlicher Form schon einmal. Im Jahr 1929 waren rund 97 Prozent aller öffentlichen Fremdwährungsschulden in US-Dollar oder in britischen Pfund denominated. Gut vierzig Prozent entfielen auf den US-Dollar und etwas weniger als sechzig Prozent auf das Pfund. Gleichzeitig waren der französische Franc, die Deutsche Mark oder auch der Schweizer Franken auf internationaler Ebene weitgehend irrelevant, wenngleich die deutsche und französische Wirtschaft eine beachtliche Größe hatten. Wie es auch kommen mag – Währungsprognosen bleiben mit Unsicherheit behaftet. Kurzfristig wie langfristig. Eine Vielzahl oftmals gegenläufiger Einflussfaktoren lässt sie zu einer kniffligen Übung werden. Und dennoch brauchen Investorinnen und Investoren Leitplanken, an denen sie sich orientieren können.

So ließe sich mit Blick auf beispielsweise den Schweizer Franken argumentieren, dass dieser als waschechte Hartwährung angesehen werden kann: Konstant hohe Leistungsbilanzüberschüsse in Verbindung mit dem Ruf eines sicheren Hafens sorgten dafür, dass der Schweizer Franken in diesem Jahrtausend spürbar gegenüber zahlreichen großen Währungen aufwertete (vgl. „Unter der Lupe – Schweizer Franken“). Gleichzeitig muss der Schweizer Franken in der Regel aber auch durch ein im internationalen Vergleich relativ niedriges Zinsniveau „erkaufft“ werden. Von daher gilt es, die Vor- und Nachteile einzelner Währungen im Portfoliokontext laufend abzuwägen. Eine gute Mischung hat in der Vergangenheit noch nie geschadet. ♦

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

UNTER DER LUPE

JAPANISCHER YEN

Japan, dessen Bevölkerung seit 2010 um gut drei Millionen Menschen schrumpfte, altert immer schneller. Der Bevölkerungsanteil der über 65-Jährigen kletterte seither von 23 auf 29 Prozent. Doch nicht nur die demografischen Herausforderungen sind offenkundig.

Auch die seit Jahrzehnten ultraexpansive Geldpolitik der Bank of Japan (BoJ) wird angesichts weltweit hoher Inflationsraten zum Auslaufmodell. Noch immer deckeln Japans Notenbanker die Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen – und das obwohl die Inflation in Japan seit August 2022 durchgehend drei Prozent oder mehr betrug. Dabei gilt ein Renditeniveau von einem Prozent bei 10-jährigen japanischen Staatsanleihen als Referenzpunkt, ab dem Japans Notenbanker bei Bedarf mit groß angelegten Staatsanleihekäufen intervenieren.

Insgesamt hielten Japans Notenbanker zuletzt rund vierzig Prozent der japanischen Staatsschulden. Das erscheint auch bitter nötig. Denn Japans Finanzminister schöpfen seit Jahrzehnten aus dem Vollen. So lag das jährliche Primärdefizit Japans (Staatsdefizit vor Zinskosten) in diesem Jahrtausend bei durchschnittlich 4,9 Prozent des BIP. Die Schuldentragfähigkeit des mit mehr als 250 Prozent des BIP verschuldeten Staats ist damit ganz eng an die freundliche Mithilfe der BoJ geknüpft. Im Ergebnis ist der japanische Yen für Freunde von Hartwährungen schon lange keine Wohlfühlwährung mehr.

CHINESISCHER RENMINBI

Die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit Chinas und die Attraktivität des chinesischen Absatzmarkts sind unbestritten. China ist nicht nur die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, im Jahr 2018 überstieg das chinesische Bruttoinlandsprodukt (in US-Dollar gemessen) sogar erstmals das der gesamten Eurozone. Zum Vergleich: Noch im Jahr 2000 betrug die chinesische Wirtschaftsleistung nur knapp ein Fünftel der Wirtschaftsleistung der Eurozone. Auch nach

vorne schauend wird der chinesischen Wirtschaft eine steigende Relevanz prognostiziert. Im Zuge einer zunehmenden Handelsverflechtung der chinesischen Wirtschaft könnte auch die Bedeutung des chinesischen Renminbi weiter ansteigen, wenn weltweit immer mehr Importe in Renminbi fakturiert würden.

Doch zur Wahrheit gehört auch, dass Investitionen in China derzeit dem Willen einer autokratischen Führung ausgesetzt sind. Daher wäre selbst im Fall einer zunehmenden Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts keineswegs sichergestellt, dass der Renminbi profitieren würde. Denn damit sind auch immer Risiken für die eigene Währung verbunden. Offene Kapitalmärkte ziehen schließlich nicht nur das Kapital ausländischer Investoren an. Sie ermöglichen auch den heimischen Investoren, ihr Geld im Ausland anzulegen. Dass Kapitalflüsse keine Einbahnstraße sind, musste China erstmals im dritten Quartal 2023 erfahren, als Auslandsinvestoren ihre Direktinvestitionen in China reduzierten.

Auch angesichts verschiedenster (geo-)politischer Interessen bleibt daher ein großes Fragezeichen, ob sich der Renminbi – trotz der wirtschaftlichen Stärke Chinas – eines Tages als alternative Leitwährung zum US-Dollar etablieren kann.

US-DOLLAR

Die US-Wirtschaft ist die größte und leistungsstärkste Volkswirtschaft der Welt. Auf sie entfällt derzeit rund ein Viertel der weltweiten Wirtschaftsleistung. Auch die internationale Nutzung des US-Dollars sucht ihresgleichen. Fast 60 Prozent aller weltweit von Notenbanken gehaltenen Fremdwährungsreserven lauten auf US-Dollar. Im internationalen Devisenhandel wird zudem keine Währung häufiger gehandelt als der US-Dollar. In mehr als 80 Prozent der Devisentransaktionen am Kassamarkt ist der US-Dollar Teil des gehandelten Währungspaares. Darüber hinaus verfügen US-Auslandsinvestoren über einen guten Zugang zum US-Kapitalmarkt. Ende 2022 hatten sie rund 45 Billionen US-Dollar in den USA investiert – vorwiegend über Direktinvestitionen oder Wertpapieranlagen. Insofern ist die Attraktivität des US-Kapitalmarkts wohl unbestritten.

Gleichwohl gibt es auch ein nicht unerhebliches Manko. So ist die US-Leistungsbilanz chronisch defizitär, was für sich genommen gegen eine strukturelle Aufwertung des US-Dollars sprechen würde. Das seit 1992 kumulierte Leistungsbilanzdefizit der USA beläuft sich auf gut 13.000 Milliarden US-Dollar. Im vergangenen Jahr lag das Leistungsbilanzdefizit bei rund drei Prozent des BIP. Der Hauptgrund: Die USA importieren deutlich mehr Waren, als sie exportieren. Das US-Defizit im Warenhandel betrug im vergangenen Jahr fast 90 Milliarden US-Dollar pro Monat.

EURO

Die Eurozone ist der Versuch, viele unterschiedliche Wirtschaftsräume mit jeweils anderen Bedürfnissen unter einem „geldpolitischen Hut“ zu vereinen. Das sorgt für Konfliktpotenzial. Bereits ein, ökonomisch gesehen, relatives Leichtgewicht wie Griechenland konnte die Eurozone vor einigen Jahren vor eine Zerreißprobe stellen. Gleichzeitig hat ein Euro-Schwergewicht wie Italien seit Jahrzehnten mit magerem Wirtschaftswachstum und hohen Staatsschulden zu kämpfen.

NORWEGISCHE KRONE

Norwegens Leistungsbilanz sucht ihresgleichen. In den Jahren 2000 bis 2022 lag der durchschnittliche Leistungsbilanzüberschuss bei gut 12 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Im Jahr 2022 waren es sogar unglaubliche 30 Prozent des BIP. Zurückzuführen ist die Stärke im Außenhandel auf Norwegens enorme Öl- und Gasexporte. Mit Abstand wichtigster Abnehmer ist die Europäische Union. Die Öl- und Gasexporte bedeuten für die rund 5,5 Millionen Einwohner des skandinavischen Landes einen enormen und auch langfristigen Wohlstandsgewinn.

Wer aber darauf spekuliert hätte, dass die norwegische Krone als Resultat der immensen Exportüberschüsse in der Vergangenheit spürbar aufgewertet hat, wäre einem Irrglauben unterlegen. Denn eine positive Leistungsbilanz allein bringt noch keine Währungsgewinne mit sich. In diesem Jahrtausend wertete die norwegische Krone um gut 30 Prozent gegenüber dem Euro ab.

Ein wesentlicher Grund dafür dürfte im billionenschweren Staatsfonds liegen, dessen Vermögen sich aus den Öl- und Gaseinnahmen speist und überwiegend im Ausland investiert wird. Zuletzt überstieg das verwaltete Vermögen die Marke von 15 Billionen Kronen. Das sind umgerechnet und pro Kopf mehr als 200.000 Euro an Fondsvermögen, die auf jeden Norweger entfallen. Viel Geld. Insbesondere wenn man bedenkt, dass es sich bei Norwegen um einen eher kleinen und illiquiden Währungsraum handelt.

Die immensen Portfolioinvestitionen im Ausland mildern den aus der Leistungsbilanz resultierenden Aufwertungsdruck der norwegischen Krone also nicht nur ab, sondern können ihn sogar überkompensieren. Insofern hängt die langfristige Währungsentwicklung der norwegischen Krone entscheidend davon ab, wie beziehungsweise wo der Staatsfonds sein Geld investiert.

Wenngleich der Euro und die Eurozone hausgemachte Bausteine haben, ist noch immer eine ordentliche wirtschaftliche Substanz im Euroraum gegeben. In Verbindung mit einer ausgeprägten Euro-Nutzung im internationalen Zahlungsverkehr bleibt die Suche nach restlos überzeugenden Alternativen anspruchsvoll.

SCHWEIZER FRANKEN

Sämtliche großen Währungen haben in diesem Jahrtausend spürbar an Wert gegenüber dem Franken eingebüßt: Der Euro und der US-Dollar rund 40 Prozent, das britische Pfund und der Yen sogar mehr als 50 Prozent.

So dürfte das reale Pro-Kopf-BIP Italiens im Jahr 2023 auf demselben Niveau gelegen haben wie 20 Jahre zuvor. Produktivitätswachstum: Fehlanzeige. Zudem sind Italiens Staatsschulden mit rund 144 Prozent des BIP die zweithöchsten in der Eurozone.

Die Europäische Zentralbank (EZB) bewegt sich daher auf einem schmalen Grat. Ihr primäres Mandat gilt der Preisstabilität. Allerdings ist diese Zielsetzung an wesentliche Nebenbedingungen geknüpft. Lässt sich das Mandat für die Preisstabilität doch nur erfüllen, wenn der Euro Bestand hat. Insofern kann der Kampf gegen auseinanderlaufende Staatsanleiherenditen beziehungsweise eine zunehmende Fragmentierung in der Eurozone oberste Priorität genießen. Im Ergebnis hat sich die EZB einen Handlungsspielraum eingeräumt, der deutliche Spuren der Staatsfinanzierung aufweist. Als wäre es nicht genug, dass das Eurosystem zuletzt noch immer gut ein Viertel der italienischen und spanischen Staatsschulden hielt, hat die EZB im Juli 2022 zudem ein neues Instrument ins Leben gerufen: Das „Transmission Protection Instrument“, in dessen Rahmen die EZB bei Bedarf unbegrenzt Staatsanleihen einzelner Mitgliedsstaaten kaufen kann.

Bei aller Kritik ist es aber auch angebracht, sich die Stärken des Euro in Erinnerung zu rufen. Die Eurozone ist noch immer einer der leistungsstärksten Wirtschaftsräume der Welt. Knapp 350 Millionen Bürger oder weniger als fünf Prozent der Weltbevölkerung erwirtschafteten im vergangenen Jahr rund 15 Prozent der Weltwirtschaftsleistung. Zudem erwirtschaftete die Eurozone zwischen 2012 und 2023 fast ausschließlich Leistungsbilanzüberschüsse. Nur im Jahr 2022 verhagelten die außergewöhnlichen Gas- und Ölpreisanstiege die Leistungsbilanz der Eurozone. Darüber hinaus verfügt der Euro über eine hohe internationale Nutzung. Nicht umsonst sind gut 20 Prozent aller von Notenbanken gehaltenen Fremdwährungsreserven in Euro denominiert.

Die Gründe für die Franken-Stärke sind vielfältig. Einerseits verfügt das Land über eine außerordentlich hohe Wirtschaftskraft mit überwiegend üppigen Leistungsbilanzüberschüssen, was die Franken-Nachfrage ankurbelt. So lag der Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz zwischen 2000 und 2022 in 20 von 23 Jahren bei mindestens fünf Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Daneben verfügt der Schweizer Franken über den Status eines „sicheren Hafens“. Bereits seit den 1920er-Jahren zeichnete sich der Franken durch eine monetäre und politische Stabilität aus, während in zahlreichen anderen Währungsräumen die De-facto-Aufgabe eines metallischen Währungssystems regelmäßig zur Staatsfinanzierung ausgenutzt wurde. Dieser über Dekaden erworbene Ruf hallt bis heute nach.

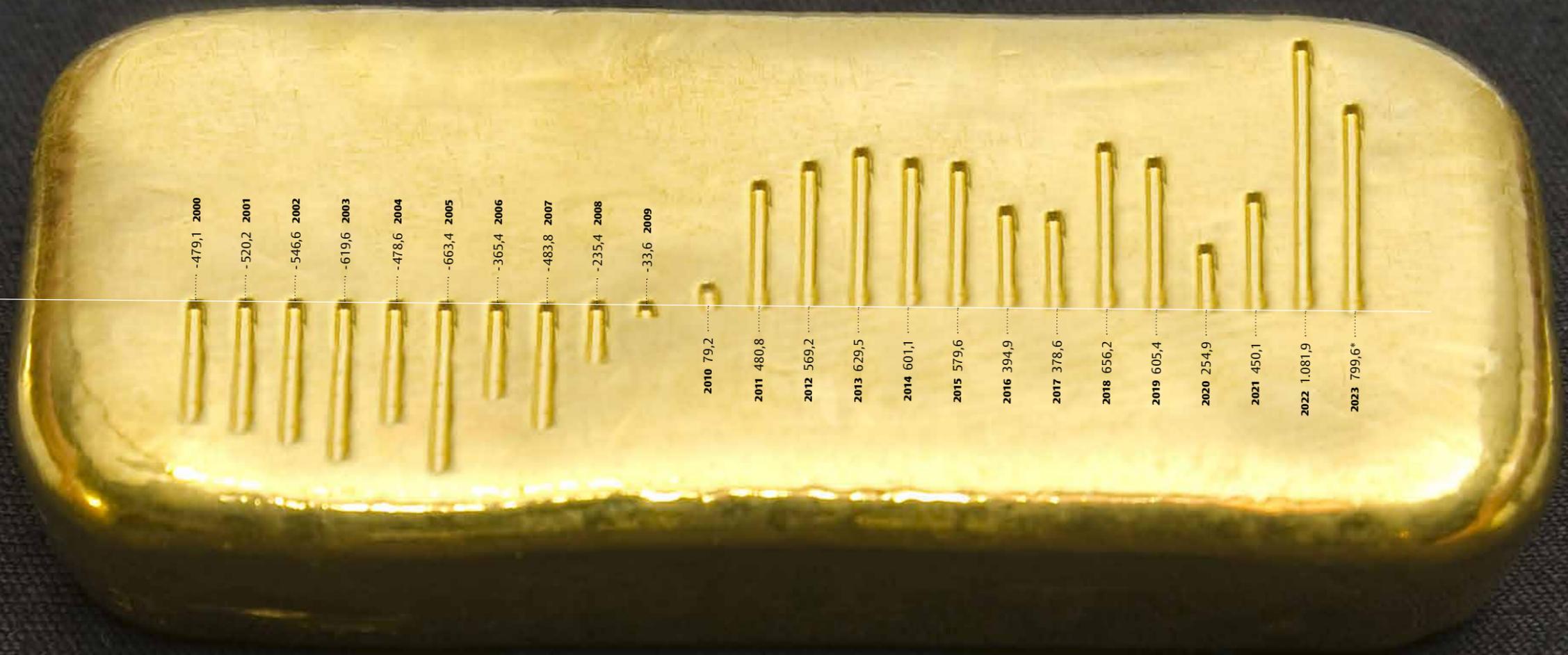
Der Wunsch von Anlegerinnen und Anlegern nach (Währungs-)Stabilität äußerte sich nicht zuletzt in den Devisenanlagen der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Bis ins vierte Quartal 2021 hatte die SNB Auslandsdevisen im Gegenwert von mehr als 966 Milliarden Schweizer Franken erworben, um den Aufwertungsdruck auf die heimische Währung abzumildern. Seither sind die Zinsen im Ausland stärker gestiegen als in der Schweiz, und die SNB konnte ihre Devisenbestände wieder um mehr als 200 Milliarden Franken reduzieren. In Summe ist der Franken wohl eine echte Hartwährung.

Die Zentralbanken kaufen Gold – so viel wie nie zuvor

Nettogoldkäufe und -verkäufe in Tonnen pro Jahr*

* Für das Jahr 2023 wurden nur die Zentralbankkäufe des ersten bis dritten Quartals berücksichtigt.

Quelle: Refinitiv, World Gold Council, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2023



Das gestiegene Zinsniveau dürfte den Goldpreis belasten. Erhöht es doch die Opportunitätskosten der Goldhaltung. Am Goldpreis lässt sich das aber nicht ablesen.

Gold wird häufig als „Krisenmetall“ bezeichnet. Doch dies sollte nicht die primäre Funktion von Gold in einem Portfolio sein. Denn der Goldpreis bewegt sich bei politischen Krisen oftmals nicht vom Fleck. Die Notierung geht aber fast immer dann nach oben, wenn es um die Sicherheit des Finanzsystems geht. Bei Insolvenzen großer Banken oder Versicherer – oder wenn die Stabilität von Zahlungsströmen oder Währungen bedroht ist. Aus unserer Sicht ist diese Funktion sehr wichtig. Gold ist unsere Feuerversicherung gegen die bekannten (und unbekannt) Risiken eines fragilen Finanzsystems.

Das Edelmetall ist für uns die Währung der letzten Instanz, die zwar keine Zinsen bringt, aber langfristig gegenüber Papiergeld aufwertet. Das gestiegene Zinsniveau dürfte den Goldpreis belasten, weil dies die Opportunitätskosten der Goldhaltung erhöht. Gemessen an 10-jährigen US-Staatsanleihen musste Gold zuletzt mit bis zu 5 Prozent an jährlichem Zinsertrag konkurrieren. Auch nach Abzug der Inflation konnten sich US-Anleger mit sogenannten „TIPS“, also inflationsgeschützten US-Staatsanleihen, in den vergangenen Monaten rund zwei Prozent Realrendite für einen Zeitraum von zehn Jahren sichern. Eine Entwicklung, die nicht ohne Folgen blieb. Zahlreiche Anleger haben das gelbe Edelmetall aus ihren Portfolios geworfen. Die weltweiten ETC-Goldbestände sind seit ihren Höchstständen im Frühjahr 2022 bis Oktober 2023 um mehr als 600 Tonnen geschrumpft.

Und der Goldpreis? Der schüttelte den Gegenwind von der Zinsseite ab und markierte im Dezember 2023 ein neues Allzeithoch bei mehr als 2.100 US-Dollar je Unze. Ein Faktor begünstigte die Goldpreisentwicklung vermutlich entscheidend: Die Goldnachfrage der globalen Notenbanken. Spätestens mit dem Ukrainekrieg wurde zahlreichen Geldpolitikern vor Augen geführt, dass ihre US-Dollar-Reserven Sanktionsrisiken ausgesetzt sind. In Zeiten, in denen vermehrt geopolitische Krisen zutage treten, dürfte das ein Grund sein, warum etwa eine türkische oder chinesische Zentralbank in den vergangenen Jahren wieder verstärkt beim Edelmetall zugriffen. Wie im Jahr 2022 könnten die Zentralbanken auch in 2023 wieder mehr als 1.000 Tonnen Gold nachgefragt haben (vgl. Grafik). Damit bleibt Gold die Währung der letzten Instanz, nicht nur für krisenerprobte Privatanleger – sondern offensichtlich auch für die Hüter der Papiergeldwährungen.

DIE LETZTE INSTANZ

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 drohende Austritte aus der Sozialversicherung.

Wie die Europäer plaudern auch wir gerne mit unserem Friseur. Dabei sprechen wir manchmal auch über persönliche Nöte. Und so erfuhr ich bei meinem Besuch, dass mein Coiffeur überlegt, künftig keine Sozialversicherung mehr zu zahlen, weil er sich die Beiträge nicht mehr leisten könne. Schon zuvor habe er mithilfe von Dienstleistern meist nur den Mindestbetrag überwiesen. Nachdem aber Shanghai die Bemessungsgrundlage für die Sozialversicherung auch in diesem Jahr um zwölf Prozent erhöhte, sei selbst der Mindestbetrag für ihn nicht mehr leistbar.

Grundsätzlich ist bei uns die Sozialversicherung, die die Beiträge zur Renten- und Krankenkasse umfasst, für jeden obligatorisch. Ein Ausstieg scheint auch schon deshalb keine gute Option zu sein, weil erst ein paar Jahre Mitgliedschaft dazu berechtigen, Immobilien oder Autos zu kaufen, im lokalen Haushaltsregister der Großstädte geführt zu werden, Renten zu beziehen oder im Ruhestand medizinische Ausgaben erstattet zu bekommen.

Dennoch ist immer öfter Ähnliches insbesondere von Geringverdienern und Soloselbstständigen zu hören. Auch die Begründung geht immer in dieselbe Richtung: „Ich kann es mir nur noch leisten, mich um meine Gegenwart zu kümmern. Die Zukunft ist zu teuer.“ Was steckt dahinter?

STAGNIERENDE EINKOMMEN, STEIGENDE BEITRÄGE

Bei uns sind die verfügbaren Durchschnittseinkommen über Jahrzehnte sehr stark gestiegen. Doch seit einigen Jahren fällt dieser Zuwachs nur noch einstellig aus, oder die Entwicklung ist rückläufig. Dennoch wird die Bemessungsgrundlage für die Sozialversicherung jedes Jahr zweistellig angehoben. Nur im Corona-Jahr 2020 gab es eine Pause.

Doch die Belastung der Beitragszahler ist enorm: So ist beispielsweise die Untergrenze der Bemessungsgrundlage seit 2018 in Shanghai von 4.300 Renminbi (etwa 550 Euro) monatlich auf inzwischen 7.310 Renminbi (etwa 940 Euro) gestiegen, also im Durchschnitt um elf Prozent per annum oder insgesamt um etwa 70 Prozent.

ENORME LAST FÜR NIEDRIGVERDIENER UND SELBSTSTÄNDIGE

Und dabei muss, anders als in Deutschland, auch derjenige Beiträge zahlen, der weniger als die Untergrenze verdient – und zwar in einer Höhe, als ob die Verdienstgrenze von 7.310 Renminbi bereits erreicht würde. Der Anteil der Arbeitnehmer in Shanghai liegt in solchen Fällen bei 700 Renminbi, Arbeitgeber zahlen 1.900 Renminbi. Wer nun selbstständig arbeitet, muss sowohl den Arbeitnehmer- als auch den Arbeitgeberanteil zahlen, also insgesamt 2.600 Renminbi. Das kann Niedrigverdiener oder Selbstständige mit wenig stabilen Einkommen also ganz schön in die Bredouille bringen. Es ist daher verständlich, wenn jemand in einer solchen Lage versucht, die Beiträge zu reduzieren.

Doch wieso ist es überhaupt möglich, weniger zu bezahlen? Dazu muss man wissen, dass die Sozialversicherung in China eine regionale Angelegenheit ist und jede Provinz eigene Beitragsbemessungsgrundlagen sowie Ober- und Untergrenzen festlegt. „Dienstleister“ helfen Versicherten, die dabei entstehenden regionalen Unterschiede zu nutzen. Viele Leute arbeiten etwa in der Stadt A, haben aber einen Arbeitsvertrag mit einem Unternehmen in der Stadt B, weil dort die Untergrenze der Bemessungsgrundlage wesentlich tiefer liegt.

Diese Praxis war zwar nie legal, wird aber geduldet, auch weil sie Unternehmen finanziell entlastet, die ja bei Niedrigverdienern einen höheren Beitragsanteil übernehmen müssen. Eine Studie eines HR-Dienstleisters, das „China Enterprise Social Insurance White Paper“, die seit 2012 jährlich veröffentlicht wird und für die etwa 5.000 Unternehmen befragt werden, zeigt, dass in den letzten Jahren nur knapp 30 Prozent der befragten Unternehmen die Sozialversicherungsbeiträge völlig konform mit den regionalen Bemessungsgrundlagen bezahlen konnten. Dieser Anteil ist seit 2020 noch weiter gesunken. Auch der Anteil von Unternehmen, die sich am lokalen Mindestlohn orientieren, hat abgenommen.

Die Beiträge also weiter zweistellig anzuheben, wenn die Löhne sich nicht mit nach oben entwickeln, funktioniert eben nicht. Um eine drohende Austrittswelle zu verhindern, sollte sich die Regierung daher etwas einfallen lassen. Als Gesellschaft mit immer mehr Rentenbeziehern können wir es uns einfach nicht leisten, immer mehr junge Beitragszahler zu verlieren. ♦

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.

Bert Flossbach über den Kampf der Notenbanken gegen die Inflation – und dessen Auswirkungen auf die Kapitalmärkte.

Nicht zu früh freuen



Herr Flossbach, wie würden Sie das vergangene Jahr beschreiben, aus Sicht des Investors?

Als gutes Anlagejahr. Zumal das nach dem ersten Quartal, nach den Pleiten einiger US-Regionalbanken, nicht unbedingt zu erwarten war.

Was hat 2023 besonders ausgezeichnet?

Der Gleichlauf der verschiedenen Anlageklassen hat einmal mehr verdeutlicht, welche Bedeutung die Zinsentwicklung für die Kapitalmärkte hat. Im Fokus stand, wie so oft in der jüngeren Vergangenheit, die Notenbankpolitik, genauer gesagt das Ausmaß möglicher Lockerungen der restriktiven Geldpolitik.

Die Börsen haben das Inflationsthema scheinbar abgehakt, sehen das Zwei-Prozent-Ziel der Notenbanken alsbald erreicht – teilen Sie den Optimismus?

Die Notenbanken haben zuletzt deutliche Fortschritte im Kampf gegen die Inflation gemacht, nehmen wir die Europäische Zentralbank EZB als Beispiel: Im Dezember stiegen die Verbraucherpreise in der Eurozone nur noch um 2,9 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Damit blieb die Inflation drei Monate in Folge unter der Marke von drei Prozent – immerhin. Aber: Der Rückgang ist auch auf Basiseffekte wie die gefallenen Energiepreise zurückzuführen. Die Kerninflation, also die Rate ohne die Preise für Nahrungsmittel und Energie, lag im Dezember mit 3,4 Prozent noch deutlicher oberhalb des Inflationsziels der EZB.

Was heißt das für Ihre persönlichen Erwartungen an die Notenbankpolitik?

Trotz der Fortschritte sollten wir nicht den Fehler machen und so tun, als wäre die Inflation bereits besiegt. Anders ausgedrückt: Wir sollten uns besser nicht zu früh freuen!

Die letzte Meile sei die schwerste, mahnen die Notenbanker ...

Dem würde ich nicht widersprechen. Sie versuchen, allzu optimistische Erwartungen an die Zinspolitik zu dämpfen. Würden sie zu früh den Fuß von der Bremse nehmen und stattdessen auf das Gaspedal treten, könnte das einen neuerlichen Inflationsschub auslösen – möglicherweise mit gravierenden Folgen.

Inwiefern?

Ein solcher Schwenk hätte eine fatale Signalwirkung, sinngemäß: Die Notenbanken haben die Sache nicht mehr im Griff!

Sie sprechen von der EZB.

Nein, auch von der US-Notenbank Federal Reserve.

Gemessen am U.S. Consumer Price Index ist die Inflationsrate in den USA von rund sechs Prozent zu Jahresbeginn auf 3,1 Prozent im November gesunken. Die Kerninflation fiel im gleichen Zeitraum von 5,5 Prozent auf 4,0 Prozent. Damit dürfte die US-Notenbank auch noch eine Wegstrecke zurücklegen müssen, oder?

So ist es. Zumal die US-Wirtschaft im dritten Quartal real um (annualisiert) 5,2 Prozent gewachsen ist! Der robuste Arbeitsmarkt und der hohe Lohn- und Preisdruck zeigen: besser sehr behutsam mit etwaigen Zinssenkungen umgehen.

Wer geht eher von der Bremse, EZB oder Fed?

Der Leitzins liegt in den USA bei 5,5 Prozent und damit 2,5 Prozentpunkte über der Inflationsrate; und die Realverzinsung 10-jähriger inflationsgeschützter US-Staatsanleihen ist mit knapp zwei Prozent deutlich höher als in der Eurozone. Heißt: Die Fed hat zumindest mehr Spielraum, den sie für erste kleinere Zinssenkungsschritte nutzen könnte, sollte sich der heimische Arbeitsmarkt deutlich abkühlen.

Wann könnten die Inflationsraten wieder auf, möglicherweise sogar unter das Zwei-Prozent-Ziel fallen?

Das lässt sich pauschal nicht sagen. Es gibt derzeit einige Faktoren, die inflationsdämpfend wirken. Die Lieferkettenprobleme etwa sind kein Thema mehr. In China mehren sich zudem die Anzeichen einer deutlichen Konjunkturabkühlung, was wiederum dämpfend wirkt auf das Weltwirtschaftswachstum und die Inflationserwartungen. Kurzfristig könnte der Inflationsdruck weiter abnehmen und den Notenbanken ein Fenster für Zinssenkungen öffnen. Langfristig sieht die Sache womöglich anders aus.

Wie meinen Sie das?

Es gibt strukturelle Inflationstreiber, die in den kommenden Jahren den „Inflationssockel“ erhöhen dürften.

Welche sind das?

Wir haben sie vor einer ganzen Weile schon die „drei D“ getauft: Demografie, Dekarbonisierung und De-globalisierung. Sie werden die Preise in kommenden Jahren treiben. Insofern könnte sich ein zeitnaher Rückgang der Inflation als Pyrrhussieg erweisen – ein Sieg, der letztlich eine Niederlage ist. Weil die Notenbanken viel zu früh wieder Gas geben. Und die Inflation dann umso stärker zurückkehrt.

Heißt aus Anlegersicht: Die Themen Inflation und Zins dürften auch in diesem Jahr das wichtigste Thema an den Kapitalmärkten bleiben?

Das ist so, ja.

Welche Rolle spielen die zunehmenden Konflikte in der Welt – der Nahe Osten, die Ukraine, China-Taiwan oder das Säbelraseln Nordkoreas? Nicht zu vergessen die bevorstehende US-Präsidentschaftswahl ...

Das Problem des Investors ist, dass er derlei Ereignisse, ihren Ausgang und die Auswirkungen nur

→ „Kurzfristig könnte der Inflationsdruck weiter abnehmen und den Notenbanken ein Fenster für Zinssenkungen öffnen. Langfristig sieht die Sache womöglich anders aus.“



„Die deutlich gestiegenen Schwankungen der Anleihekurse bieten immer wieder Gelegenheiten, sowohl beim Einstieg als auch bei der Mitnahme von Gewinnen.“

schwerlich vorhersagen kann. Wenn Sie täglich die Nachrichten verfolgen, wirken die Meldungen nicht nur verstörend, sondern höchst bedrohlich – und das sind sie mitunter auch. Das Leid der Menschen in der Ukraine oder im Nahen Osten ist unerträglich! Aber was wollen sie als Investor daraus machen? Aktien von Unternehmen kaufen, die vermeintlich von der jeweiligen Krise profitieren? So einfach ist die Sache leider nicht. Schlussendlich muss Geldanlage konstruktiv sein. Es bringt wenig, sich auf das Allerschlimmste, den Weltuntergang, vorzubereiten, etwas salopp gesagt. Bislang ist er ausgeblieben, und falls er irgendwann doch kommen sollte, haben wir andere Probleme.

Was tun Sie stattdessen?

Ein Investor muss in Szenarien denken, die Risiken im Blick halten. Alles andere wäre fahrlässig. Nichtsdestotrotz sind wir uns bewusst, dass wir vieles eben nicht wissen oder beeinflussen können. Wir versuchen stattdessen, unsere Portfolios so widerstandsfähig wie möglich zusammenzustellen. Qualitativ hochwertige Investments, zu nachvollziehbaren Preisen erworben, breit diversifiziert.

Wie sieht denn die Zusammensetzung der gemischten Portfolios aus?

Das hängt vom jeweiligen Portfolio ab. Grundsätzlich ist es so, dass wir – angesichts des inflationären Umfeldes – einen signifikanten Anteil der Vermögen in erstklassigen liquiden Sachwerten halten, allen voran in Aktien sehr guter Unternehmen, dazu Gold, physisch wie nicht physisch. Den Anleiheanteil haben wir in den vergangenen Monaten aufgestockt. Anders als noch vor zwei Jahren taugen Bonds wieder als verlässliche Renditequelle, wenngleich mit Einschränkungen.

Welche sind das?

Nach der jüngsten Kursrally sind die Preise von lang laufenden Anleihen „priced for perfection“; der Spielraum für Fehler ist zuletzt wieder kleiner,

die Fallhöhe größer geworden. Selbst wenn die niedrigeren Inflationserwartungen eintreten, ist das Potenzial für einen weiteren Rückgang der Renditen gering, denn die rund zwei Prozent, die 10-jährige Bundesanleihen zu Jahresbeginn abgeworfen haben, dürften kaum ausreichen, um einen angemessenen realen Ertrag zu erzielen.

Wie sieht es in anderen Eurostaaten aus?

Auch sie werfen derzeit kaum mehr ab, abgesehen von Spanien mit gut drei und Italien mit fast vier Prozent. Sollte die Inflation nicht – wie erwartet – zurückkommen, sind inflationsgeschützte Anleihen die bessere Wahl. Wenngleich auch hier die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Italienische Papiere bieten immerhin eine Realrendite von zwei Prozent, während inflationsgeschützte Bundesanleihen nur einen Realzins von null Prozent offerieren. Bezeichnenderweise hat das Bundesfinanzministerium beschlossen, zukünftig keine inflationsgeschützten Anleihen mehr zu emittieren, weil dies im Falle hoher Inflationsraten für den Staat zu teuer würde.

Also ist das Zeitfenster für Anleiheinvestments schon wieder geschlossen?

Nein, die deutlich gestiegenen Schwankungen der Anleihekurse bieten immer wieder Gelegenheiten, sowohl beim Einstieg als auch bei der Mitnahme von Gewinnen. Außerdem gibt es Marktsegmente mit höheren Renditen, die sich mit einem aktiv gemanagten Bondportfolio nutzen lassen.

Vielen Dank für das Gespräch.

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

von Kubilay Yalcin

Wozu noch Aktien?

Nach Zinsanhebungen im Rekordtempo sind Anleihen zu einer Konkurrenz für Aktien geworden. Warum sorgfältig ausgewählte Aktien von Qualitätsunternehmen selbstverständlich wichtig bleiben – und was zu beachten ist.

Mit der strafferen Geldpolitik sind Anleihen deutlich attraktiver geworden. Mehr als drei Prozent Zins werden bereits bei sicheren Papieren mit kürzeren Laufzeiten geboten, und so manche Anlegerin und so mancher Anleger mag sich die Frage stellen, ob es sich künftig überhaupt noch lohnt, das (vermeintliche) Risiko einer Aktienanlage einzugehen.

QUALITÄT, DIE SICH AUSZAHLT

Während nun Anleihen attraktiver geworden sind, drücken steigende Anleiherenditen auf die Bewertung von Aktien. Zumeist dauert es eine Weile, bis der Aktienmarkt das höhere Zinsniveau verdaut hat, wobei wir den größten Teil des Weges langsam hinter uns haben dürften. Doch selbst ein weiterer Zinsanstieg bedeutet mittel- bis langfristig nicht zwangsläufig fallende Aktienkurse – zumindest nicht für sorgfältig ausgewählte Qualitätsunternehmen, deren Gewinne nachhaltig steigen und die dadurch einen moderaten Bewertungsrückgang überkompensieren können. Denn die zugleich dauerhaft höheren Inflationsraten können Unternehmensumsätze und -erträge zumindest nominal erhöhen, sodass attraktive Realrenditen erzielt werden. Insbesondere im Falle anhaltend hoher oder steigender Inflationsraten bieten Beteiligungen an Unternehmen damit – anders als Anleihen – eine gute Chance auf attraktive Realrenditen, die langfristig höher ausfallen sollten als bei Anleihen.

Eine hohe Qualität der Unternehmen zählt zu unseren wichtigsten Anlageleitlinien. Qualität ist bei uns so definiert, dass wir von diesen Unternehmen auch in Zukunft mit hoher Wahrscheinlichkeit attraktive Erträge erwarten. Denn langfristig folgt die Kursentwicklung von Aktien den Unternehmensgewinnen, wobei kurzfristig Kurseinschläge auch bei Qualitätsunternehmen nicht vermieden werden können. Und gerade bei düsteren Marktstimmungen ist es wichtig, auf die Güte des Geschäftsmodells vertrauen zu können. Je höher die Qualität, desto schneller erholen sich meist auch die Aktien – das hat zumindest die Entwicklung in verschiedenen Marktabschwungsphasen wie etwa in der Finanz- oder Corona-Krise gezeigt. →

Insbesondere im Falle anhaltend hoher oder steigender Inflationsraten bieten Beteiligungen an Unternehmen eine gute Chance auf attraktive Realrenditen, die langfristig höher ausfallen sollten als bei Anleihen.

UNTERNEHMENS AUSWAHL IN DER PRAXIS

Um Qualitätsunternehmen zu finden, reicht es nicht, einfach nur Kennzahlen zu vergleichen. Auch der isolierte Blick auf Trends, welche das Geschehen immer wieder zu bestimmen scheinen, greift zu kurz. So entwickelten sich beispielsweise vor der Finanzkrise die Gewinne vieler US-Banken über Jahre kontinuierlich nach oben. Doch diese Entwicklung war mitunter getrieben von Erfolgen im Handel mit strukturierten Wertpapieren, kombiniert mit sehr wenig Eigenkapital und riskanten Positionen im Eigenhandel. Die Gewinne basierten also auf Geschäftsmodellen, welche besonders anfällig für Krisen waren. Ähnlich verhielt es sich bereits um die Jahrtausendwende, als die Fantasien auf zukünftige Gewinne einiger Technologie-Unternehmen den kritischen Blick auf die eigentlichen Werttreiber eines Unternehmens verdrängt hatten.

Bei der Unternehmensauswahl nehmen wir daher Geschäftsmodelle genau unter die Lupe, versuchen die Erfolgsfaktoren zu verstehen und mittels Szenarioanalysen die Zukunft abzuschätzen. Gesucht sind Unternehmen, die mit besonders hoher Wahrscheinlichkeit künftig attraktive Erträge liefern können. Dabei setzen wir vorwiegend auf Unternehmen, die Produkte oder Dienstleistungen anbieten, die aus Sicht der Kunden nicht nur einen großen Mehrwert, sondern auch starke Alleinstellungsmerkmale haben und damit nicht leicht zu ersetzen sind.

DIE ROLLE AUSSICHTSREICHER BRANCHEN

Grundsätzlich finden wir Qualitätsunternehmen weltweit und in fast allen Branchen, in denen zumindest Nischen nachhaltig aussichtsreiches Wachstum bieten. Da wir jedoch Unternehmen bevorzugen, die ihr Geschick selbst in der Hand haben und deren Erfolg weniger von Marktentwicklungen abhängt, sind Unternehmen aus besonders konjunktursensiblen Bereichen in unseren Portfolios unterrepräsentiert.

Manche Investoren spekulieren hingegen gezielt auf die Rotation ausgewählter Sektoren, also darauf, dass unterschiedliche Branchen im Ablauf des Konjunkturzyklus unterschiedlich stark von der wirtschaftlichen Entwicklung profitieren, was entsprechend von den Finanzmärkten goutiert wird. Bei einem vermeintlichen Aufschwung investieren sie also in prozyklische Branchen, die stark von der anspringenden Konjunktur profitieren, beispielsweise in Investitionsgüterproduzenten oder in die Rohstoffbranche. Wenn der Boom sich dann dem Ende zuneigt und sich bei den prozyklischen Werten eine schlechtere Geschäftsentwicklung abzeichnet, ist bei dieser Strategie das Umschichten in konjunkturunabhängige, antizyklische Sektoren angesagt, zum Beispiel in Nahrungsmittelhersteller oder die Pharmabranche.

Das Problem: Für eine erfolgreiche Umsetzung sind Prognosen zu treffen. Doch letztlich ist es extrem schwierig, vorherzusagen, wann eine neue Marktphase erreicht wird. Punktprognosen sind nahezu unmöglich; insbesondere für einen

kurzen Zeithorizont. Nur in der längeren Frist lassen sich Entwicklungen mit einiger Wahrscheinlichkeit abschätzen.

Investoren, die das ignorieren und beispielsweise auf einen weiter steigenden Ölpreis oder weiter steigende Zinsen setzen, finden sich in einer Vabanque-Situation wieder – also in einer Wette auf das Ungewisse. Das hat mit unserer Anlagestrategie, die darauf ausgerichtet ist, vor allem am langfristigen Erfolg von Unternehmen teilzuhaben, allerdings nichts zu tun. Wir wählen Unternehmen nach fundamentalen Kriterien aus, wobei dabei auch die Fähigkeit der Geschäftsführung im Fokus steht, mit Krisen umzugehen.

IN KRISEN KOMMT ES AUF MANAGEMENT UND GESCHÄFTSMODELL AN

In schwierigen Zeiten werden wir häufig gefragt, warum wir relativ selten Aktien austauschen. Doch wir sind überzeugt, dass die Auswahl von nachhaltig erfolgreichen Geschäftsmodellen und Managementteams das beste Risikomanagement für uns darstellt. Wir erwarten von Unternehmen mit Topqualität, dass das Management auf Herausforderungen an den Märkten zum Vorteil des Unternehmens reagiert.

Ein Beispiel dafür sind einige namhafte Technologieunternehmen, die wir bereits seit einiger Zeit im Portfolio halten. Sie haben Eigenschaften wie hohes strukturell bedingtes Wachstum und eine gute Verhandlungsposition gegenüber Kunden und Lieferanten, da ihre Produkte oft schwer zu ersetzen sind. In der Corona-Krise hatte der Sektor hohe Erwartungen hinsichtlich des Digitalisierungstempos geweckt – die Kurse vieler Aktien aus diesem Bereich sind damals stark gestiegen. Da sich eine stark steigende Nachfrage abzuzeichnen schien, baute so mancher IT-Konzern im großen Stil Kapazitäten auf. Doch es kam anders. Die Einschätzung einer sehr hohen Nachfrage nach digitalen Dienstleistungen erwies sich (zumindest in dem erwarteten Umfang) zunächst als falsch.

Diese Unternehmen haben jedoch rasch auf die ursprünglich falsche Einschätzung reagiert und Kapazitäten wieder reduziert. Gleichzeitig war der Sektor deutlich weniger durch die inflationsbedingte, allgemeine Kostenexplosion betroffen, sodass die Margen im Zusammenspiel mit einer noch immer wachsenden Nachfrage und geringeren Kosten letztlich sogar wieder steigen konnten.

Es gibt jedoch Geschäftsjahre, wo selbst das Ergebnis von sehr sorgfältig ausgewählten Qualitätsaktien hinter dem Gesamtmarkt zurückbleibt. Auch können die Kurse kurzfristig sehr wohl einbrechen. Denn auf kurze Sicht bestimmen oft Marktstimmungen die Entwicklungen. Geduld ist für Anleger daher unerlässlich.

Langfristig zählen aber die wirtschaftlichen Fakten. Mit sorgfältig ausgewählten Qualitätsunternehmen im Portfolio können Anlegerinnen und Anleger zuversichtlich in die Zukunft blicken. ◆

Wir erwarten von Unternehmen mit Topqualität, dass das Management auf Herausforderungen an den Märkten zum Vorteil des Unternehmens reagiert.

Kubilay Yalcin ist Portfolio Director Equities bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

DER ZINS IST ZURÜCK

von Sven Langenhan

Anleihen sind wieder attraktiv.
Wer davon profitieren möchte,
sollte aber nicht alles auf eine Karte setzen.

A photograph of a whole orange and a sliced orange on a blue background. The text 'ABER ANDERS' is overlaid in yellow on the whole orange.

ABER ANDERS →

Gerade in turbulenten Zeiten entfalten gute Nachrichten eine wohltuende Wirkung. Mit Blick auf die Geldanlage gilt das zurzeit wohl vor allem für die Rückkehr des Zinses. Die Zeiten, in denen Sparerinnen und Sparer „Strafzinsen“ für ihre Bankeinlagen bezahlen mussten, sind vorbei. Zwei, drei oder sogar vier Prozent Rendite – und das ohne große Risiken oder Aufwand? Wer möchte da nicht dabei sein ...

Doch leider ist es – wie so oft im Leben – dann doch nicht so einfach, wie es auf den ersten Blick erscheinen mag. Wie bei so vielen anderen Fällen, bei denen etwas besonders einfach und lukrativ erscheint, gibt es einen Haken. Leider ist das aktuell auch bei Anlagen in Zinstiteln der Fall.

Die Zinsen sind zwar zurück und das ist eine gute Nachricht. Das allein reicht aber nicht. Denn die Voraussetzungen, um am Anleihemarkt erfolgreich zu sein, haben sich in den vergangenen Jahren massiv verändert. Eine Rückkehr zu alten Mustern ist wenig Erfolg versprechend. Das gute alte „Kuponschneiden“, also einen oder mehrere Einzeltitel bis zur Fälligkeit zu halten und sich über die berechenbaren und regelmäßigen Ausschüttungen zu freuen, passt (leider) nicht mehr in die heutige Anlagewelt. „Buy and hold“ birgt, zumindest aus unserer Sicht, einige Risiken.

Das gilt insbesondere mit Blick auf die eigentliche Funktion der Anlageklasse. Anleihen sollten immer Teil eines gut gemischten Portfolios sein. Diversifikation, also die Streuung von Risiken, beinhaltet auch eine Anlage in verschiedene Anlageklassen, zu denen etwa Aktien zählen. Hier können Anleihen ihren wahren Zweck erfüllen: Schwankungen abzufedern und zu langfristig konstanten Erträgen beizutragen.

Im aktuellen Umfeld können Anleihen, auch dank der gestiegenen Zinsen, die als eine Art Risikopuffer funktionieren, diesen Zweck (wieder) erfüllen. Bisläng war das noch nicht nötig; in den vergangenen Wochen und Monaten haben Anlegerinnen und Anleger den Diversifikationseffekt von Anleihen nicht wirklich gebraucht. Die Märkte befanden sich (noch) in einem „Perfekte-Welt-Szenario“. Mit sinkenden Inflationszahlen und einer, zumindest in den USA, immer noch starken Wirtschaft. Wenn die Renditen fielen und die Kurse der Anleihen stiegen, entwickelten sich die Aktienmärkte gleichfalls stark nach oben. „Win-win“, „Goldilocks“ – oder wie auch immer man ein Marktumfeld beschreiben mag, in dem alle Anlageklassen gut laufen: Diversifizierung brauchen Anleger da nicht.

Aber die Zeiten können sich rasch wieder ändern. Wenn es an der Börse mal wieder krachen sollte, dann können Anleger von der stabilisierenden Wirkung des gestiegenen Zinsniveaus und einem möglichen Nachfrageschub bei sicheren Anleihen profitieren.

Die Voraussetzungen, um am Anleihemarkt erfolgreich zu sein, haben sich in den vergangenen Jahren massiv verändert. Eine Rückkehr zu alten Mustern ist wenig Erfolg versprechend.

REALISTISCHE RENDITEN

Der Blick nach vorne zeigt: Die richtige Antwort auf ein anhaltend schwieriges Marktumfeld mit starken Schwankungen bleibt Active Income, also ein flexibler, aktiver und globaler Ansatz, der alle möglichen Marktszenarien (und nicht nur eines) berücksichtigt. In der Geldanlage geht es immer darum, im Laufe der Zeit über alle wahrscheinlichen Szenarien hinweg möglichst positiv abzuschneiden. Niemandem gelingt es, zu jedem Zeitpunkt immer das richtige Szenario zu treffen. Der Wunsch, jederzeit das allerbeste Einzelergebnis erzielen zu wollen, geht in der Regel schief. Investoren sollten, in Kenntnis eigener Fehlbarkeit, immer für unterschiedliche Szenarien gerüstet sein. Das unterscheidet sie von Spekulanten, die ihr Geld nur auf eine mögliche Marktentwicklung setzen. Treffen Erwartungen nicht ein, dann drohen hohe Verluste. Wir vergleichen Investieren gerne mit einem Marathon. Den gewinnt in der Regel niemand, der auf einzelnen Teilen der Strecke durch besondere Sprintqualitäten auffällt. Es gibt auch keine Medaillen für Etappensiege in bestimmten Streckenabschnitten. Viel wichtiger ist es, das Tempo durchhalten zu können und am Ende das Feld anzuführen.

Natürlich kennt niemand die Zukunft. Und Schwarze Schwäne, also überraschende, undenkbar Szenarien (man denke etwa an die Corona-Pandemie), haben schon immer die Finanzmärkte bewegt. Was sind derzeit aber mögliche, realistische Szenarien, auf die sich unsere Anleihefondsmanager einstellen?

1. Vielleicht zeigt das entschlossene Handeln der Zentralbanken in Kombination mit der sukzessive längeren Wirkzeit der höheren Zinsen (und der Tatsache, dass die während der Pandemie aufgebauten Ersparnisse der Konsumentinnen und Konsumenten allmählich dahinschwanden) eine negative Wirkung auf das Wachstum. Vielleicht droht sogar eine härtere Landung der Wirtschaft, als sich viele aktuell erhoffen? Dann könnte es in einigen Bereichen der (Finanz-)Wirtschaft „unschön“ werden. Regionale Banken in den USA könnten wegen der zu hohen Risiken in ihren Anleihe- und Kreditbeständen erneut in Schwierigkeiten geraten. Droht dann ein mögliches Übergreifen der Krise auf den Rest der Welt? Das lässt sich derzeit nicht seriös vorhersagen. Unserer Ansicht nach sollte das Risiko eines möglichen „Politikfehlers“ der Zentralbanken, der das komplexe Wirtschafts- und Finanzsystem in veritable Schwierigkeiten bringen könnte, zumindest nicht unterschätzt werden. Besser, man ist darauf vorbereitet – sowohl mit Blick auf die Laufzeiten der Anleihen in einem Portfolio als auch auf die Kreditqualität der Emittenten.
2. Vielleicht bleibt uns aber auch die „perfekte Welt mit rosa Einhörnern auf tiefgrünem Gras“, also ein positives Marktumfeld ohne größere Krisen, länger erhalten. Etwa wenn die Inflation unter Kontrolle ist, der weltweite Konsum hoch bleibt und die Weltwirtschaft (abgesehen von einigen „Verlierern“, wie zurzeit etwa Deutschland) stark bleibt. Dann könnten die Renditen von Anleihen noch →

Investoren sollten, in Kenntnis eigener Fehlbarkeit, immer für unterschiedliche Szenarien gerüstet sein. Das unterscheidet sie von Spekulanten, die ihr Geld nur auf eine mögliche Marktentwicklung setzen.

einige Zeit auf einem hohen Niveau bleiben, bevor die Zentralbanken sie auf ein neutraleres Niveau zurückführen dürften. In einem solchen Szenario ist eine über einen längeren Zeitraum gehaltene, auskömmliche Rendite ebenfalls von Vorteil. Die laufenden Kuponerträge bereichern dann ein gut gemischtes Portfolio. Oder mit anderen Worten: Anleihen würden eine ausreichende Basisrendite liefern und damit ihre Aufgabe erfüllen, die sie vor der Zeit des Null- und Negativzinsumfelds schon einmal hatten.

3. Vielleicht steigen die (globalen) Zinssätze aber auch wieder an. Unter Umständen sogar sehr deutlich. Das kann unserer Ansicht nach vor allem dann geschehen, wenn die Inflation – und vor allem die Inflationserwartungen – an den Finanzmärkten wieder hochgehen. Ansonsten würden die vor allem in den USA ohnehin schon recht hohen Realrenditen, welche sich aus der Differenz von Nominalrenditen und eingepreisten Inflationserwartungen bei inflationsgeschützten Anleihen ergeben, auf solch hohe Niveaus ansteigen, dass die daraus resultierende relative Attraktivität der Anlageklasse (mit den entsprechenden Nachfrageeffekten) den Realzins quasi automatisch begrenzen. In diesem Szenario erscheint eine erhöhte Duration, welche – vereinfacht gesagt – die durchschnittlichen Restlaufzeiten der Titel in einem Anleiheportfolio abbildet, natürlich nicht wirklich von Vorteil – einerseits. Andererseits kann man das Risiko längerer Laufzeiten, die im Falle von Zinsbewegungen an den Märkten wie ein Hebel auf die Kurse von Anleihen wirken, durch die geschickte Auswahl der Einzeltitel begrenzen. Dafür könnten sich, zumindest in diesem Szenario, etwa lang laufende, inflationsgesicherte US-Staatsanleihen (TIPS) anbieten. Mögliche negative Auswirkungen weiter steigender Zinsen können so abgefedert werden. Darüber hinaus sollte die Kreditqualität der Emittenten nicht allzu schlecht sein. Höhere Kosten für Kredite dürfen für sie kein ernsthaftes Problem darstellen. Positiv: Selbst in diesem negativen Umfeld können die bereits recht hohen Renditen der Bonds im Bestand mögliche Kursverluste in einem Umfeld steigender Zinsen abfedern.

Natürlich möchten wir für alle Börsenwetter gerüstet sein. Dabei sollte man gleichfalls mögliche Chancen im Blick behalten. Aus unserer Sicht war das Umfeld für Anleihen in den vergangenen Jahren, vielleicht sogar Jahrzehnten, noch nie so gut wie jetzt. Das derzeitige Verhältnis von Risiken und Ertragsaussichten erscheint uns nicht nur kurzfristig, sondern vielleicht auch für viele Jahre positiv. Auch wenn die Anleger wohl noch einige Marktschwankungen in Kauf nehmen müssen, sehen wir kein Szenario, in dem Anlegerinnen und Anleger am Ende als große Verlierer dastehen – zumindest, wenn sie flexibel und umsichtig agieren. ◆

Sven Langenhan ist Portfolio Director Fixed Income bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

Aus unserer Sicht war
das Umfeld für
Anleihen in den
vergangenen Jahren,
vielleicht sogar
Jahrzehnten, noch nie
so gut wie jetzt.

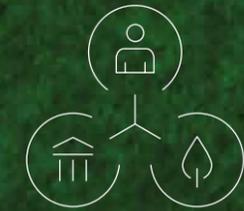


MEIN GRÜN.

UNSER GRÜN?

DEIN GRÜN.

von Theresa Eyerund



ESG* und Nachhaltigkeit sind in der Finanzbranche (und darüber hinaus) mit Konflikten und Frust verbunden. Das liegt auch daran, dass die menschliche Psyche sich nach Eindeutigkeit sehnt. Die kann es bei den Themen aber gar nicht geben, auch wenn Regulierer, Ratinganbieter oder Marketingexperten sie vorgaukeln.

* ESG steht für die Begriffe „Environmental“, „Social“ und „Governance“.

Stellen Sie sich vor, Sie überfliegen im Wirtschaftsteil einer großen Tageszeitung die Überschriften und lesen einen Titel wie „Windradproduzent erhält aus Nachhaltigkeitsgründen keinen Kredit“. Was ist Ihr erster Gedanke? Verwunderung, Unverständnis, Neugier?

Die spontane Bewertung einer Situation oder Information prägt unser längerfristiges Vertrauen und Verständnis mehr, als wir annehmen. Auch bei relativ neuartigen Begriffen wie Green Bonds, Klimafonds oder Green Finance haben wir üblicherweise eine erste Vorstellung dessen, was sich dahinter im besten Fall verbergen sollte. Aber was, wenn dieser Eindruck auf den zweiten Blick täuscht?

Das Bild, das mit „grün“ assoziiert wird, stellt meist nur einen Aspekt dessen dar, was gemeinhin als nachhaltig verstanden wird. Nachhaltigkeitsdefinitionen besagen üblicherweise, dass ökologische, soziale und wirtschaftliche Aspekte vereint werden sollen. Diese Vielschichtigkeit erzeugt Komplexität.

Unabhängig davon, wie viele und welche Dimensionen eine Nachhaltigkeitsdefinition vereinen möchte – immer geht es um Ziele, die gesellschaftlich als wünschenswert angesehen werden. Doch was ein gesellschaftlich wünschenswertes Produkt oder eine positive Aktivität ist, hängt immer von der jeweiligen Perspektive ab. Dabei spielen verschiedene Aspekte eine Rolle, etwa die politische Überzeugung, der Kenntnisstand, persönliche Erfahrungen, die Herkunft, Alter oder Einkommen. Nicht zu vergessen das Weltgeschehen um uns herum. Der Blick auf das Thema Nachhaltigkeit ist in Kriegs- und Krisenzeiten ein anderer.

EINE FRAGE DES BLICKWINKELS

Hinzu kommt, dass die Nachhaltigkeitsdimensionen unabhängig voneinander sein können und unter Umständen sogar im Konflikt zueinander stehen. Umweltschutzmaßnahmen erzeugen mit hoher Wahrscheinlichkeit Kosten, die die wirtschaftliche Dimension eines Unternehmens oder einer Person negativ beeinträchtigen können.

Wirtschaftlich erforderliche Kosteneinsparungen hingegen erfordern unter Umständen Entlassungen, die soziale Belange negativ beeinflussen. Auch wenn keine direkten Konflikte

zwischen den Dimensionen entstehen, können sie leicht gegeneinander ausgespielt werden. Einem Unternehmen, das zwar umfangreiche ökologische Maßnahmen umsetzt, kann trotzdem vorgeworfen werden, in sozialen Belangen Versäumnisse zu haben. Welcher Aspekt priorisiert oder höher gewichtet wird, ist eine Frage der Methodik oder – wie zuvor beschrieben – des Blickwinkels.

Bezogen auf Unternehmen kommt ein weiterer verkomplizierender Faktor hinzu: Ihr Nachhaltigkeitsbild in der Öffentlichkeit kann sich auf zwei Aspekte beziehen – die Produkte und Dienstleistungen, die es anbietet, oder die Herstellungsbedingungen im eigenen Betrieb und entlang der Wertschöpfungskette.

Ist ein nachhaltiges Unternehmen eines, das aktuell erwünschte Produkte wie Elektroautos anbietet? Oder ist ein nachhaltiges Unternehmen eines, dem es gelingt, Produkte und Dienstleistungen mit wenig Ressourceneinsatz und unter möglichst guten Bedingungen herzustellen? Mitunter können zwischen beiden Wirkungsbereichen erhebliche Differenzen liegen.

JENSEITS VON GUT UND BÖSE

Anders ausgedrückt: Eine klare Einteilung in Gut und Böse, sauber und dreckig, schwarz und weiß ist beim Thema Nachhaltigkeit nicht möglich. Dabei könnte man meinen, dass Menschen in der Lage sind, sehr viel komplexere Probleme zu lösen, oder etwa nicht?

Mehrdeutigkeit (Ambiguität) ist ein Zustand, den die menschliche Psyche nur schwer ertragen kann. Die Fähigkeit, mehrdeutige beziehungsweise widersprüchliche Sachverhalte, ungewisse und unsichere Situationen zu akzeptieren, zu ertragen und nicht als bedrohlich zu empfinden, wird auch als Ambiguitätstoleranz beschrieben. Diese aufrechtzuerhalten ist sehr anstrengend und führt oft zu keiner klaren Handlungsableitung.

Menschen versuchen deshalb, widersprüchliche Informationen aufzulösen oder sie von vornherein zu ignorieren. Das erfüllt zwei wesentliche Zwecke: Kognitive Ressourcen sparen und ein positives Selbstbild erhalten.

EINDEUTIG MEHRDEUTIG!

Der Drang nach Eindeutigkeit geht so weit, dass Menschen dazu neigen, Informationen zu ignorieren, die nicht zu ihren Vorstellungen passen und diejenigen stärker wahrzunehmen, die zu ihrem bereits etablierten Weltbild passen.

Habe ich mit einem Anbieter oder einem Unternehmen gute Erfahrungen gemacht (das gilt nicht nur für ESG-Themen!), besteht die Tendenz, Informationen, die auf einen verantwortungsvollen Umgang mit Ressourcen hinweisen, stärker wahrzunehmen als gegenteilige Informationen. Andersherum werden positive Informationen zu einem Unternehmen oder Anbieter, der von vornherein als „zweifelhaft“ oder „schmutzig“ abgespeichert wurde, unbewusst ignoriert oder relativiert.

Insbesondere dann, wenn wir keine Zeit (oder Lust) haben, uns intensiver damit zu beschäftigen, nutzen wir gedankliche Abkürzungen, um zu einem schnellen und ausreichend gut empfundenen Urteil zu gelangen. Der Halo-Effekt besagt, dass Menschen dazu neigen, auf Basis einer Eigenschaft einer Person auf andere Eigenschaften zu schließen, auch wenn diese nichts miteinander zu tun haben. Wird ein Mensch als sympathisch eingeschätzt, gilt er gleichermaßen als umgänglich und führungsstark.

Der „Heiligenschein („Halo“)" überstrahlt die Person in unserer Wahrnehmung. Gleichzeitig können die Teufelshörner („Horn“), die wir einer Person aufgrund eines negativen Merkmals aufsetzen, nur schwer von anderen Persönlichkeitsbereichen getrennt werden.

Im ESG-Kontext kann das dazu führen, dass ein besonders ökologisches Image eines Unternehmens uns vermuten lässt, dass dieses auch in sozialen oder wirtschaftlichen Belangen positiv ist. Wir tendieren dazu, eine kohärente Einschätzung zu erzeugen.

Immer dann, wenn es um schnelle Einschätzungen geht, suchen wir nach Hinweisen und knüpfen sie an vorhandene Informationen. Das bedeutet nicht, dass einmal gefestigte Meinungen nicht mehr geändert werden, aber unser psychologisches Immunsystem unternimmt allerlei kreative

Versuche, widersprüchliche Informationen erst einmal so zu gewichten und einzuordnen, dass sie keine Bedrohung für unser Selbst-beziehungsweise unser Weltbild darstellen.

WIR MACHEN ES UNS (ZU) EINFACH ...

Nachhaltigkeit ist vielschichtig – das ist keine neue Erkenntnis. Umso nachvollziehbarer ist der Versuch, das Thema greifbarer zu machen, indem versucht wird, es zu vereinfachen. Besonders erfolgreich sind darin die Ratinganbieter.

Ähnlich wie der Nutri-Score beziehungsweise die Lebensmittel-Ampel ist ein ESG-Label/-Siegel/-Rating der Versuch, verschiedene in unterschiedlichem Maße positive oder negative Eigenschaften auf einen einzelnen Wert zu verdichten. Der Nutri-Score weist Lebensmitteln in den Eigenschaften Energie, Zucker, gesättigte Fettsäuren und Natrium/Salz jeweils Punkte zu und berechnet daraus eine Note von A bis E. Eine ausgewogene Ernährung besteht aber nicht nur aus A-Produkten (Lachs hat beispielsweise einen Nutri-Score von D!). Ein Vergleich unterschiedlicher Lebensmittelkategorien wie Milchprodukte und Müslis ist ebenfalls wenig aussagekräftig. ESG-Ratings verdichten Informationen aus den Bereichen Ökologie, Soziales und Governance und erstellen daraus einen Score von zum Beispiel A bis E.

Der Wunsch nach Eindeutigkeit und Einfachheit erklärt die große Popularität von Rankings, Ratings und Siegeln. Denn diese verdichten viele Informationen zu einer einfachen Zahl oder einem einfachen Buchstaben. Unser Gehirn bekommt so eine schnelle Antwort – es muss nicht erst nach Informationen suchen und diese abwägen. Welche Methodik hinter einem Ranking oder Rating steckt und ob bestimmte Aspekte überhaupt numerisch einzuordnen sind, ist zunächst irrelevant.

Eine andere Form der Vereinfachung, der wir uns gerne bedienen, sind Kriterienkataloge, die eine klare Einwertung vornehmen. Im Finanzsektor als Taxonomie bekannt. Ziel der EU-Taxonomie ist es, wirtschaftliche Aktivitäten zu identifizieren, die als nachhaltig eingestuft werden, um Kapitalströme in diese Bereiche zu lenken. Damit ist ein politischer Aushandlungsprozess verbunden, an dessen Ende eine Entscheidung steht, die zwar nicht von allen geteilt wird, aber in einem transparenten Prozess errungen wurde und damit fürs Erste gilt. →

Vereinfachungen, Definitionen und klare Vorgaben sind wichtig, um dem Thema Nachhaltigkeit die nötige Griffbarkeit zu verleihen. Zu viel Unsicherheit und Überforderung können zu Zögerlichkeit und Verharrungstendenzen führen.

Alles, was auf dieser Liste steht, wird als nachhaltig betrachtet. Ohne dass im Umkehrschluss gelten muss, dass alles, was nicht darauf steht, nicht nachhaltig wäre. Da sich die Taxonomie aktuell nur auf ökologische Aspekte bezieht, gibt es zumindest das Problem der Vielschichtigkeit nicht. Das Problem des Blickwinkels wird durch die Einordnung ebenfalls zur Seite geschoben.

Dass dieser Prozess nicht immer harmonisch verläuft, konnte man an der Diskussion zur Einordnung von Stromerzeugung aus Atomkraft und Gas erkennen. Hier gab es viel Für und Wider. Am Ende wurden beide Technologien unter bestimmten Bedingungen als notwendige Übergangstechnologien und damit als nachhaltig im Sinne der Taxonomie eingeordnet.

Diese Beispiele verdeutlichen: Vereinfachungen, Definitionen und klare Vorgaben sind wichtig, um dem Thema Nachhaltigkeit die nötige Griffbarkeit zu verleihen. Zu viel Unsicherheit und Überforderung – das zeigen Beobachtungen zum Konsumentenverhalten – können auch zu Zögerlichkeit und Verharrungstendenzen führen. Die scheinbare Klarheit schützt aber nicht vor Erklärungsbedürftigkeit und Frust.

ES MUSS DIFFERENZIIERT BLEIBEN

ESG-Rankings eignen sich für eine schnelle, ungefähre Einschätzung, nicht aber für ein differenziertes Bild unterschiedlicher Eigenschaften. Werden Scores unhinterfragt genutzt, droht ein Vertrauensverlust.

Für Investoren kann es zum Beispiel sehr enttäuschend sein, wenn ein Unternehmen mit einem guten ESG-Rating plötzlich in einen großen Skandal verwickelt ist, auch wenn das Risiko für den Skandal durch das Rating gar nicht betrachtet wurde. Denn hier entsteht erneut kognitive Dissonanz. Die neue Information passt nicht zu unserem bestehenden Unternehmensbild. Ein typischer Reflex ist, die Qualität des Ratings infrage zu stellen, statt sich einzugestehen, dass es schlicht ungeeignet war, um sich ein umfangreiches Urteil zu bilden.

Frust entsteht zudem, wenn Investoren in Impact-Fonds oder nachhaltige Produkte investiert haben, diese aber langfristig eine schlechtere Rendite erzielen als „konventionelle“ oder „dreckige“ Fonds. Kaum etwas erzeugt in Experimenten zu Gemeinschaftsgütern mehr Frust, als das Gefühl zu haben, man trage selbst in hohem Maße zum Gemeinschaftsziel bei, alle anderen drückten sich aber nicht nur vor ihrem Beitrag, sondern profitierten auch noch von dem, den man selbst leistet. Die sogenannte „Tragödie der Gemeinschaftsgüter“ (tragedy of the commons) zeigt, wie schnell darauf eine Abwärtsspirale folgt, in der am Ende keiner mehr Ressourcen einsetzen möchte, um Gemeinschaftsziele zu erreichen. Entsprechend profitiert auch keiner mehr vom Nutzen dieser Ziele. Ein Zustand, der für alle Verluste bringt.

Da auch Frust kein Zustand ist, den Menschen lange ertragen können (und wollen), sind die (psychologischen) Reaktionen mitunter drastisch. Eine völlige Abkehr und Ablehnung der Integration von Nachhaltigkeitskriterien oder die moralische Überhöhung und uneingeschränkte Priorisierung des Themas, die dann wiederum Reaktanz an anderer Stelle erzeugt. Beide Reaktionen können den eigentlichen Zweck, wirtschaftliche Aktivitäten in Einklang mit gesellschaftlich wünschenswerten Zielen zu bringen, gefährden. Transparenz und Dialog über die jeweiligen Verständnisse und Ansichten – mein Grün und dein Grün – und die Bereitschaft neue Informationen in die eigenen Ansichten zu integrieren, sind daher unerlässlich, um weiter konstruktiv an einer nachhaltigeren Welt zu arbeiten. ◆

Theresa Eyerund ist Research Analystin bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

Das von politisc
Titel Anlagestrategie
wirtschaftlich
Unsicherheiten
Umfeld erforder
storen interie
Demut

Allmählich werden
Anleihen zu einer
evidenten Alternative

Die neuen
Werte

"Alte Money hat Woe"

Alte
das so
Lange
Bonds

→ AUF LANGE SICHT

La Zukunftsfolie

Es ist
Hoch
Länge
Länge
Länge

auch wir müssen
uns möglichen
Disruptionen stellen
und unser Weltbild
sowie unsere
Anlagestrategie
ständig überdenken

Value
what you get



Zeit ist der entscheidende Faktor bei der Geldanlage. Geduld ist gefragt. Was so einfach klingt, ist doch so schwer. Ein Plädoyer für eine langfristig ausgerichtete Anlagestrategie.

Meist sind es die schlechten Dinge, die im Gedächtnis bleiben. Der Schwarze Montag beispielsweise. Oder die Terroranschläge vom 11. September 2001 und der, wenn auch von anderen Faktoren ausgelöste, Wirtschaftsabschwung in den folgenden Jahren. Nicht weniger präsent sind der Untergang der US-Investmentbank Lehman Brothers (2008) und seine Folgen. Oder der Ausbruch eines neuartigen Corona-Virus Ende 2019. Allesamt Ereignisse, die die Börsen in den vergangenen Jahrzehnten erzittern ließen und weltweit Vermögen in Höhe von Billionen Euro vernichtet haben – zumindest vorübergehend.

Umso unruhiger werden Anleger in diesen Tagen: Wegen der „Zinswende“ und ihrer möglichen Folgen. Wegen der Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten. Oder der bevorstehenden US-Präsidentschaftswahl und des weiter schwelenden, sich möglicherweise zuspitzenden Konflikts zwischen den USA und China. Angesichts der gesammelten Erfahrungen liegt der Schluss nahe, dass der nächste Börsencrash nicht lange auf sich warten lässt. Alles eine Frage der Zeit. Der deutliche Kursanstieg zuletzt? Ein letztes Halali!

KEINE ANGST VOR CRASH-PROGNOSEN

Doch ist die Zukunft ungewiss. Niemand kann sie vorhersagen – auch wenn immer so getan wird, von den allseits bekannten Crash-Vorhersehern und Untergangspropheten. Ihr Geschäftsmodell ist es, den Crash herbeizureden – ihn jedes Jahr aufs Neue vorauszusagen. Eine sehr komfortable Ausgangslage im Übrigen, denn irgendwann werden sie recht bekommen. Deswegen ist der Crash-Prophet im Allgemeinen auch weit besser beleumundet als derjenige, der davon ausgeht, dass die Aktienkurse weiter steigen werden. Letzterer ist schnell als hoffnungsloser Optimist verschrien, als Traumtänzer. Er fällt wesentlich härter, wenn er mit seiner Prognose daneben liegt.

Das hängt nicht zuletzt mit der Psyche der Anleger zusammen. Es gibt verschiedene Studien zu diesem Thema, etwa die der beiden Psychologen Daniel Kahneman und Amos Tversky. Bereits vor mehr als 40 Jahren haben sie nachgewiesen, dass Verluste Anleger weitaus stärker „schmerzen“, als sie Gewinne „erfreuen“. Ein

Einfaches Rezept gegen chronische Verlustängste: der Blick auf die langfristige Aktienentwicklung

Verlust von hundert Euro ist gefühlt demnach eine höhere „Wertveränderung“ als ein Gewinn in gleicher Höhe. Das führt dazu, dass Anleger an der Börse schnell überreagieren, wenn es mal hektischer zugeht – oder ihr aus Angst vor möglichen Verlusten ganz fernbleiben.

WAS GEGEN VERLUSTÄNGSTE HILFT

Dabei gäbe es ein vergleichsweise einfaches Rezept gegen die chronischen Verlustängste: den Blick auf die langfristige Aktienkursentwicklung, in Grafik 1 exemplarisch dargestellt durch den US-amerikanischen S&P-500-Index, einen der bedeutendsten Indizes der Welt. Die Einschlüge im Zeitverlauf, die zum jeweiligen Zeitpunkt stets als sehr einschneidende Ereignisse wahrgenommen werden und damit in der Rückschau abschreckend wirken, relativieren sich, je länger der Zeitraum ist, den wir betrachten. Nichts anderes sollten Anleger tun, wenn sie in Aktien investieren. Geduld haben. Nicht jeden Tag auf die Kurse schauen. Kurzum: Sich nicht so schnell verrückt machen lassen vom Börsengetöse und hektischen Hin und Her.

Das setzt voraus, Zeit zu haben. Denn nur wer Zeit hat, kann auch geduldig sein – und warten. Wer also in Aktien investieren möchte, sollte auf das Geld, das er investiert, mindestens fünf Jahre verzichten können, besser noch deutlich länger, zehn Jahre und mehr. Von Warren Buffett, dem weltbekannten Investor aus Omaha, Nebraska, stammt der Hinweis, man solle doch tunlichst günstig kaufen und besser nie wieder verkaufen. Treffender lässt sich der Zeitfaktor bei der Geldanlage nicht umschreiben.

In der Vergangenheit war es vergleichsweise unwahrscheinlich, dass Anleger über einen Zeitraum von zehn Jahren Verluste mit einem breit diversifizierten Aktienportfolio erlitten haben. Anders ausgedrückt: Je länger der Anlagehorizont, umso größer die Chance auf auskömmliche Renditen. Das ist gerade für junge Menschen ermutigend, die etwas für ihre Altersvorsorge (nennen wir es doch besser „Zukunftsvorsorge“) zurücklegen möchten und entsprechend Zeit haben.

Wer dagegen einen Anlagehorizont hat, der deutlich kürzer ist, ein oder zwei Jahre zum Beispiel, sollte dem Aktienmarkt besser fernbleiben. Das kann im Zweifel nur schiefgehen.

WAS WIRKLICH GEFÄHRLICH FÜR ANLEGER IST

Das Problem für Anleger ist, dass es selten zuvor wichtiger war, in Aktien zu investieren, als heute. Die Zinsen sind zuletzt gestiegen, kräftig zum Teil, zweifellos. Dennoch werden sie – angesichts der Inflationsaussichten – in den allermeisten Fällen nur schwerlich reichen, die Kaufkraft eines Vermögens langfristig zu

erhalten. Andersherum: Die Kaufkraft schwindet, auch wenn das Guthaben auf dem Sparbuch, also die Zahl, nicht kleiner wird. Keine schönen Aussichten.

Wer sein Vermögen langfristig zumindest erhalten möchte, kommt unseres Erachtens nicht umhin, einen Teil seines Vermögens in liquide Sachwerte zu investieren, allen voran in Aktien erstklassiger Unternehmen, statt es aufs Sparbuch oder Tagesgeldkonto zu packen. Nicht zuletzt als Schutz vor der schleichenden Enteignung.

Zudem sollten sich Anleger fragen, ob es sinnvoll ist, in einer Welt stetig wachsender Schulden all ihr Geld an Banken zu verleihen. Oder wäre es nicht besser, sich an Unternehmen, also Produktivkapital, zu beteiligen und damit Sachwerte zu kaufen? An den Gewinnen in Form von Dividenden teilzuhaben?

Ein gutes Beispiel für einen langfristigen Investmentansatz ist der Norwegische Staatsfonds, der seit 1996 die Erträge aus den Öl- und Gasgeschäften des Landes für die Altersvorsorge der Norweger zurücklegt – ein Großteil des Geldes ist in Aktien investiert. Oder die Schweizerische Nationalbank (SNB). Um die eigene Währung, den Franken, zu schwächen, haben die Notenbanker in den vergangenen Jahren immer wieder massiv in Fremdwährungen investiert. In US-Dollar und Euro. Und zwar nicht, indem sie allein in Anleihen aus den jeweiligen Währungsräumen investiert haben, sondern auch in Aktien.

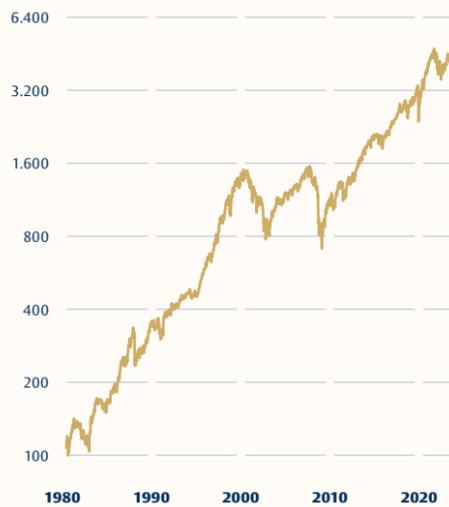
AUF SONDERANGEBOTE WARTEN

Investoren, die Zeit haben, müssen sich vor Kursschwankungen nicht fürchten, nicht einmal vor deutlichen Rücksetzern, vorausgesetzt, die Qualität der Unternehmen stimmt, in die sie investieren. Die Kernkompetenz eines Investors besteht darin, permanent Chancen und Risiken potenzieller und bereits bestehender Anlagen abzuwägen.

Das wiederum setzt ein kaufmännisch geprägtes Risikoverständnis voraus, das nicht selten der Risikointerpretation an den Finanzmärkten entgegensteht. Ein deutlicher Kursrückgang etwa erhöht die Volatilität (Kursschwankungen) einer Aktie. Aus Sicht von Anhängern der Portfoliotheorie steigt damit auch das Risiko, obwohl der Preis nun viel niedriger ist. Für den kaufmännisch denkenden Investor dagegen ist es umgekehrt: Ein tieferer Einstiegskurs bedeutet ein geringeres Risiko, weil er das Renditepotenzial erhöht – vorausgesetzt, an der Substanz des Unternehmens hat sich nichts verändert.

Kursschwankungen sind aus seiner Sicht nichts Böses. Im Gegenteil. Sie bescheeren ihm von Zeit zu Zeit Sonderangebote – das gilt für Aktien und Anleihen gleichermaßen. Der Gewinn liegt bekanntlich (auch) im Einkauf. So gesehen dürfte eine Korrektur an den Börsen für den langfristig denkenden Investor eine gute Gelegenheit sein.

Investoren,
die Zeit haben,
müssen sich vor
Kursschwankungen
nicht fürchten,
nicht einmal
vor deutlichen
Rücksetzern.



Grafik 1

**Allen Krisen zum Trotz –
Anlageerfolg hängt nicht zuletzt davon ab,
wie viel Zeit Sie Ihrer Anlagestrategie geben**
S&P-500-Index (log. Skalierung)

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2023
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

FÜR ALLE FÄLLE

Vor 25 Jahren gründeten Bert Flossbach und Kurt von Storch die Flossbach von Storch AG. Die Jahrtausendwende, Aufstieg und Fall der Dotcoms, prägt sie bis heute. Eine Reise in die Vergangenheit – und zurück in die Zukunft.

Wort W...
 5700
 800



langfristig
denkende
Investoren

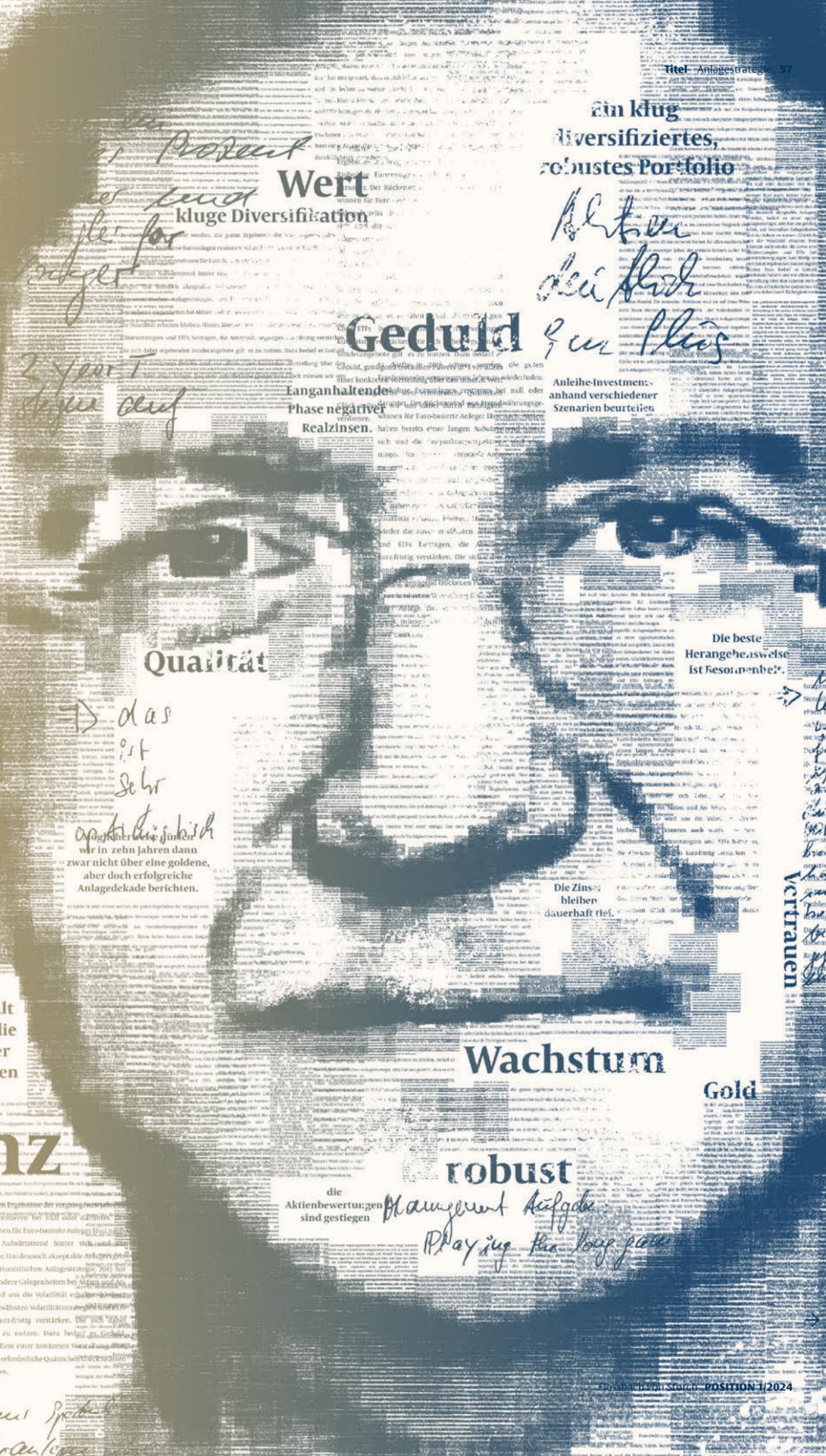
Es dürfte in 2016 schwer werden, die besten Fremdanlagen zu reiten. Der Rückenwind aus Fremdwährungs- und Euro-basierte Anleger haben bereits einen langen Aufwärtstrend erlebt und die Konjunkturperspektiven für die nächsten Jahre sind eher bescheiden. Ein konkretes Angebot für Euro-basierte Anleger ist die Ab-leihen zu wahren, die Volatilität erhalten bleiben. Hierin können sich wieder die zu... und ETRs be... kurzfristig ver... Sonderangebot Geduld, genügend... einer Anlage... Glück müssen verdienen.

Partikel
 die...
 f...
 blocke
 zu...
 für den
 Kapitalerhalt
 langfristig die
 Aktien guter
 Unternehmen

Solvenz

Es dürfte in 2016 schwer werden, die besten Fremdanlagen zu reiten. Der Rückenwind aus Fremdwährungs- und Euro-basierte Anleger haben bereits einen langen Aufwärtstrend erlebt und die Konjunkturperspektiven sind eher mager. Um dennoch akzeptable An-lagen zu erzielen, bedarf es einer opportunistischen Anlagestrategie. Dies ist... leihen zu warten. Glücklicherweise wird uns die Volatilität erhalten bleiben. Hierin können sich wieder die zu... und ETRs be... kurzfristig ver... Sonderangebot Geduld, genügend... einer Anlage... Glück müssen verdienen.

Langfristig denken
 Produktive Kapital statt nur Spekulation
 Portfolio nicht zu diversifizieren



Produkt
 Wert
 kluge Diversifikation

2 Jahre
 steigen auf

Geduld

Langanhaltende
 Phase negativer
 Realzinsen.

Qualität

Das ist sehr qualitativ und wir in zehn Jahren dann zwar nicht über eine goldene, aber doch erfolgreiche Anlagedekade berichten.

Ein klug
 diversifiziertes,
 robustes Portfolio

Robert
 der
 für

Anleihe-Investmen-
 anhand verschiedener
 Szenarien beurteilen

Die beste
 Herangehensweise
 ist Resonanz!

Die Zins-
 bleiben
 dauerhaft tief.

Wachstum

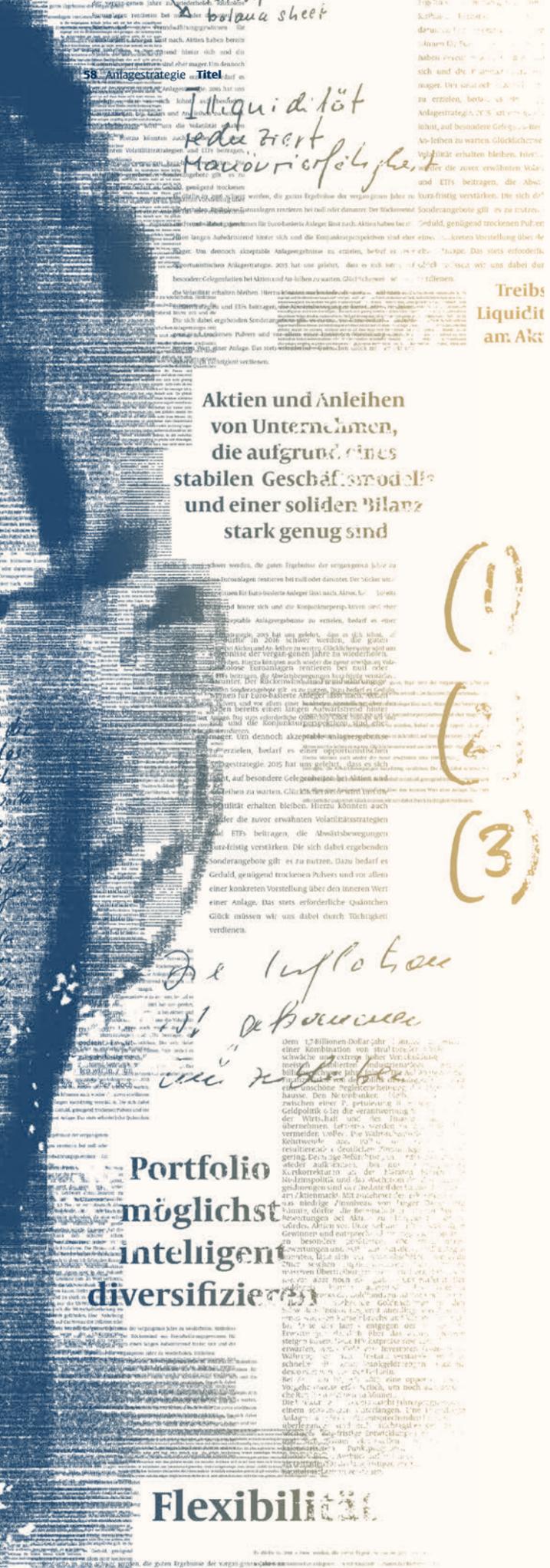
Gold

robust

die
 Aktienbewertung
 sind gestiegen

Blau gerant Aufgabe
 Phasing the long run

Vertrauen



Das erste Jahr der Flossbach von Storch AG bringt ihren Kunden ein zweistelliges Kursplus. Was aus heutiger Perspektive mehr als respektabel klingt, ist damals ein Problem. Denn zeitgleich klettern die Aktienkurse von Technologie-Unternehmen, in Deutschland abgebildet durch den Nemax 50, den Neue-Markt-Index, auf aberwitzige Kursniveaus. Und selbst der deutsche Aktien- und Leitindex, der Dax, scheint kein Halten mehr zu kennen, einem noch vergleichsweise jungen Index-Mitglied sei Dank: der Deutschen Telekom. Obwohl das Konzernergebnis damals deutlich schlechter ausgefallen ist als im Jahr zuvor, steigt die Aktie über zwölf Monate um sage und schreibe 150 Prozent!

Die Erwartungen der Anleger sind damals riesig. Reich über Nacht – besser noch schneller. Bert Flossbach und Kurt von Storch müssen viele Fragen beantworten, allen voran, warum sie so zurückhaltend sind bei Investments in Tech-Unternehmen? Schließlich läge im Internet die Zukunft.

„Die explosive Kursentwicklung vieler Technologie- und Internetunternehmen, die in vielen Fällen zu Kursgewinnen von mehr als 100 Prozent geführt hat, dürfte das größte Kursfeuerwerk, aber in manchen Fällen auch die größte Übertreibung aller Zeiten sein“, schreibt Bert Flossbach noch in seinem Kapitalmarktbericht zum Jahr 1999.

„SO ETWAS SOLLTE UNS NICHT NOCH EINMAL PASSIEREN“

Doch der Druck der Kunden wächst mit jedem Punkt, den Nasdaq und Nemax steigen. Irgendwann ist er kaum mehr auszuhalten; schließlich will das junge Unternehmen seine Kunden nicht vergraulen. Noch sind es so viele nicht. Anno 2000 werden deshalb die Portfolios umgebaut. Einige Konsumgüterhersteller müssen US-Techunternehmen weichen. Ja, dem Internet gehört die Zukunft.

Es dauert nicht lange – und die Zukunft wird von der Gegenwart überholt. Die Dotcom-Euphorie verfliegt.

Spätestens als Terroristen am 11. September 2001 zwei Flugzeuge in das World Trade Center in New York steuern, hat die Welt andere Probleme. „Diese Erfahrung hat uns Demut gelehrt“, sagt Kurt von Storch heute. „Wir mussten uns

eingestehen, Teil einer Blase gewesen zu sein. So etwas sollte uns nicht noch einmal passieren.“

Die Jahrtausendwende, insbesondere die Jahre danach, prägen das Unternehmen. Anfang 2003 sinken die Aktienkurse immer tiefer. Die USA marschieren in den Irak ein; ihre Wirtschaft steckt zudem tief in der Rezession. Kaum besser sieht es in Europa aus. Insbesondere Deutschland und dessen Unternehmen haben Probleme. Vom kranken Mann Europas ist die Rede, mehr noch als heute. Die Erinnerungen an die geplatzte Internetblase und „9/11“ sind allgegenwärtig. Der quälend lange Abgesang auf den Aktienmarkt zermürbt die Aktionäre. Viele geben entnervt auf.

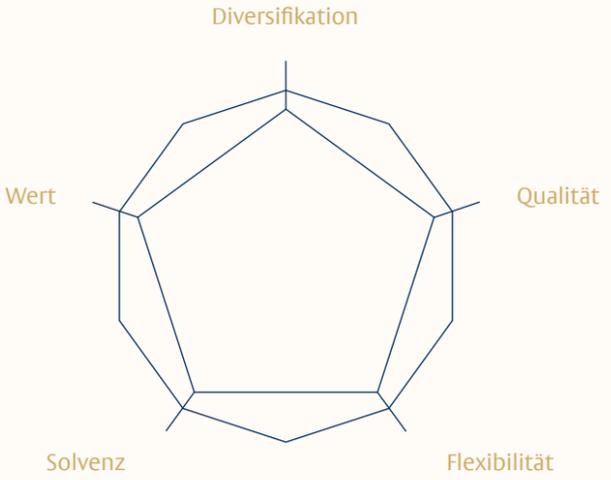
Flossbach von Storch betreut zu dieser Zeit ausschließlich Vermögen von wohlhabenden Privatpersonen, viele Unternehmer darunter. Aus Euphorie ist längst Panik geworden. „Die Kunden haben uns damals gefragt, ob es eine Anlage gäbe, die gegen sämtliche Krisen und Katastrophen immun sei“, sagt Kurt von Storch. „Unsere Antwort darauf: Es gibt sie nicht – auch wenn wir das gerne hätten.“

BRANDMAUERN ERRICHTEN

Risiken lassen sich nicht immer vermeiden. Für jede Anlage gibt es Katastrophenszenarien, die Anleger nur schwerlich vorhersagen können. Was man aber tun kann, ist, zu versuchen, die Risiken zu verstehen und Gefahren, denen ein Vermögen langfristig ausgesetzt ist, zu umschiffen. Brandmauern errichten.

Bei Flossbach von Storch entsteht in jenen Jahren das Flossbach von Storch - Pentagramm, fünf Leitlinien, die sich in der Praxis bewähren und an denen sich alle Anlageentscheidungen messen lassen müssen. Wer sich konsequent daran halte, sagt von Storch, werde seiner Überzeugung nach mit seinem Vermögen langfristig keinen Schiffbruch erleiden (vgl. Grafik 1). Bert Flossbach spricht – bezogen auf die Anlagestrategie – von einer „Strategie für alle Fälle“.

Diversifikation ist einer dieser fünf ehernen Grundsätze, womöglich der wichtigste. Ein Vermögen sollte stets breit aufgestellt sein. Nicht alles auf das Sparbuch. Nicht alles in Anleihen. Und auch nicht alles in Aktien oder Edelmetalle.



Grafik 1 Das Flossbach von Storch - Pentagramm Fünf Leitlinien für die Anlageentscheidung

In der Diversifikation spiegelt sich die Einsicht des Investors wider, die Zukunft nicht vorhersagen zu können, sich aber – so gut es geht – wappnen zu wollen. Für all das, was kommen könnte.

Diversifikation bedeutet aber nicht nur, sein Vermögen auf verschiedene Anlageklassen und Einzeltitel aufzuteilen. Das wäre zu kurz gedacht. Ein Vermögen sinnvoll zu streuen, bedeutet auch, es auf verschiedene Währungsräume aufzuteilen. Ein Investor aus dem Euroraum beispielsweise tut gut daran, nicht all sein Geld in der Heimatwährung zu disponieren, sondern auch in „robusteren“ Währungen – in Währungsräumen, die weniger verschuldet sind, grob vereinfacht.

Währungen haben aber noch eine weitere Komponente. Es geht nicht nur darum, in welcher eine Anleihe oder Aktie, die ein Investor erwirbt, notieren. Sondern auch darum, in welchen Währungen ein Unternehmen, dessen Aktie oder Anleihe ein Investor hält, den Großteil seines Geschäfts abwickelt. Für die Gewinnaussichten eines Konzerns aus der Eurozone, der den Großteil seiner Umsätze im US-Dollarraum erzielt (und über die US-Währung abrechnet), ist die Währungsentwicklung sehr bedeutsam. Auch das muss ein Investor bei seinen Anlageentscheidungen berücksichtigen.

Aber selbst wenn er all das getan hat – das Vermögen aufgeteilt auf verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel und Währungen –, muss er die einzelnen Bausteine noch sinnvoll zusammenfügen. Wie hoch sollte der Aktienanteil bemessen sein, um die Wahrscheinlichkeit, die Kaufkraft eines Vermögens über die Jahre zu erhalten, möglichst zu erhöhen? Was bedeutet das für den Rentenanteil, der die Portfolioentwicklung stabilisieren soll? Und wie hoch muss der Goldanteil (auch in Relation zu den anderen Anlageklassen) sein, damit das Edelmetall seiner Versicherungsfunktion gerecht werden kann? Und nicht zuletzt: Wie viel Schwankung kann ein Anleger ertragen?

Die Komposition eines Portfolios leitet sich aus dem Kapitalmarktumfeld ab – und sie sollte sich im Zeitverlauf flexibel anpassen lassen. Das Umfeld kann sich schließlich ändern, besser: Es wird sich ändern.

PREIS IST NICHT GLEICH WERT

Ganz wesentliches Merkmal einer robusten Anlagestrategie sollte zudem die **Qualität** der Anlagen sein, in die ein Anleger investiert. Wetten auf kurzfristige Trends sind an der Börse zumeist ein Glücksspiel und haben nichts mit langfristigem Investieren gemein. Viel wichtiger ist es, auf die Substanz einer Anlage zu schauen, die Höhe der Erträge, die sie langfristig abwirft, und vor allem deren Vorhersehbarkeit.

Investoren sollten sich deshalb stets fragen, wie robust das Geschäftsmodell und damit die Erträge einer Firma sind, die sie erwirtschaftet. Ist das Management fähig oder besteht es mehrheitlich aus Dampfplauderern und Ankündigungsweltmeistern? Qualität setzt sich langfristig durch – das gilt auch bei der Geldanlage. Im Krisenfall gilt es erst recht! Im Fokus eines Investors sollten deshalb Unternehmen stehen, deren Geschäftsmodelle und Bilanzen so stark sind, dass sie selbst größere Krisen weitgehend schadlos überstehen. Die bestenfalls gestärkt aus ihnen hervorgehen.

Flexibilität ist ebenfalls wichtig. Nur wer ein Liquiditätspolster hat, ist in der Lage, Anlagegelegenheiten zu nutzen, sollten sie sich ihm bieten. Früher oder später wird genau das passieren. Das allein reicht aber nicht aus. Der Begriff Flexibilität und damit auch der Begriff Liquidität sollten weiter ausgelegt werden: Jede Anlage, die interessant sein könnte für einen Investor, muss vor Erwerb daraufhin geprüft werden, wie leicht sie sich bei Bedarf veräußern lässt. Was nützt ein ansonsten sehr interessantes Investment, wenn es im Ernstfall keinen Markt dafür gibt?

Anleger sollten zudem auf **Solvenz** achten. Die eigene, aber auch die Solvenz desjenigen, dessen Aktien oder Anleihen sie kaufen. Solvenz ist die Voraussetzung für Unabhängigkeit und Handlungsfähigkeit; hohe Schulden dagegen sind die häufigste Ursache für den Konkurs und den Verlust eines Vermögens. Auch das zeigt sich in Krisenphasen umso deutlicher.

Der Preis ist das, was man zahlt – der **Wert**, was man dafür bekommt. Wie gute Kaufleute das beim An- und Verkauf

ihrer Waren tun, sollten Anleger den Wert der Unternehmen, in die sie investieren möchten, genaustens prüfen. Ist der Preis möglicherweise viel höher, als die Anlage wert ist? Oder ist der Preis angemessen, besser sogar niedriger als der tatsächliche Wert? Anleger sollten sich niemals von den Übertreibungen an den Börsen leiten lassen, sondern stets den Blick auf den wahren Wert einer Anlage richten.

EIN INVESTMENT, DAS NERVEN SCHONEN SOLL

Diversifikation, Qualität, Flexibilität, Solvenz und Wert – diese Grundsätze gelten seither für alle Mandate und Publikumsfonds der Flossbach von Storch AG – und damit nicht zuletzt für die Multiple-Opportunities-Strategie, ihre heute bekannteste Strategie. Sie ist Spiegelbild der Unternehmensphilosophie.

Gedacht ist die Strategie zunächst für das Vermögen der Unternehmensgründer und ihrer Familien, für Freunde und Verwandte. Heute stecken in ihr rund 35 Milliarden Euro, das Geld von mehr als einer Million Anleger, nicht nur aus Deutschland, sondern aus verschiedenen Ländern in Europa. Aus Spanien, Italien, Belgien, der Schweiz, Portugal, Österreich, Luxemburg oder Liechtenstein.

Keine Strategie aus dem Hause Flossbach von Storch hat den Anspruch, einen Index zu schlagen (welchen auch immer); die Fondsmanager orientieren sich auch an keinem. Ziel ist es vielmehr, langfristig auskömmliche Renditen für die Anleger zu erwirtschaften. Das gilt auch für die Multiple-Opportunities-Strategie. In guten Börsenjahren, insbesondere in Rallyphasen, wird die Strategie dem breiten Markt vermutlich hinterherlaufen; in schlechten dagegen soll sie (deutlich) besser abschneiden. Ein Basisinvestment, das weltweit Renditepotenziale zu heben versucht und in turbulenten Börsenzeiten die Nerven der Anleger schont – so gut es geht.

Genau das macht die Strategie in den folgenden Jahren; die ehernen Investment-Grundsätze bewähren sich. Als 2008 in den USA der Immobilienmarkt kollabiert, muss die junge Multiple-Opportunities-Strategie zeigen, dass diese auch großen Börsenstürmen standhalten kann.

Keine Strategie
aus dem Hause
Flossbach von Storch
hat den Anspruch,
einen Index zu schlagen.
Ziel ist es vielmehr,
langfristig auskömmliche
Renditen für die Anleger
zu erwirtschaften.



Grafik 2
Euro in Gefahr, Teil 1
Renditeentwicklung 10-jähriger griechischer Staatsanleihen



Grafik 3
Euro in Gefahr, Teil 2
Renditeentwicklung 10-jähriger Euro-Staatsanleihen

Quellen: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2023
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die Finanzkrise ist eine „Jahrhundertkrise“. Jahrelang hatten Banken, allen voran die US-Institute, in großem Stil Hypothekendarlehen minderer Qualität zu strukturierten Wertpapieren zusammengepackt und an Investoren in aller Welt verkauft. Die großen Ratingagenturen wiederum hatten diesen Papieren erstklassige Noten ausgestellt. Die Nachfrage war riesig – angesichts der Ratings und der Aussicht auf opulente Renditen.

„DAS SPARBUCH IST SICHER“

Als die US-Zinsen steigen, fallen die Hypothekenkredite reihenweise aus, und das Kartenhaus beginnt, in sich zusammenzustürzen. Eine Katastrophe im Zeitraffer. Bert Flossbach notiert: „Und aus einem Bündel Mist einen Klumpen Gold zu formen, war (wieder einmal) nicht gelungen.“

Erinnerungen an die Große Depression in den 1930er-Jahren werden wach. Banken fallen in der Folge, weltweit, so wie die US-Ikone Lehman Brothers. Oder müssen verstaatlicht werden, etwa die deutsche Hypo Real Estate. An den internationalen Börsen kollabieren die Kurse.

Am 5. Oktober, auf dem Höhepunkt der Krise, sehen sich die damalige Bundeskanzlerin, Angela Merkel, und ihr Bundesfinanzminister, Peer Steinbrück, gezwungen, vor laufenden Kameras und nebeneinander im Blitzlichtgewitter stehend, eine Garantie für alle Konto-, Spar-, und Terminguthaben abzugeben. Frei nach dem Motto: Die Einlagen sind sicher, liebe Sparerinnen und Sparer! Nur gut, dass diese „Garantie“ (bis heute) nicht getestet wird ...

Ende 2008 stehen beim MSCI World Index Verluste von fast 40 Prozent zu Buche. Auch Unternehmensanleihen kommen unter die Räder – und einige Staatsanleihen von Staaten aus der Euro-Peripherie. Auch die Multiple-Opportunities-Strategie verliert, aber deutlich weniger als der breite Markt.

EINE TRAGÖDIE, NICHT NUR FÜR GRIECHENLAND

Viel wichtiger ist: Das Portfolio ist in seiner Gesamtheit robust, die Qualität der Einzeltitel hoch. Was dazu führt, dass die Strategie an der rasanten Kurserholung in der zweiten Jahreshälfte 2009 ordentlich partizipiert. Denn Aktien von

guten Unternehmen sind unserer Meinung nach wie „Stehaufmännchen“: Auch ihre Kurse fallen, wenn es an der Börse turbulent wird, mitunter deutlich; sie erholen sich aber in der Regel wesentlich schneller als die von weniger guten Unternehmen. Ende des Jahres wird ein Plus von gut 39 Prozent zu Buche stehen.

Bert Flossbach hatte – aus Sorge um die Stabilität des Banken- und Finanzwesens – nicht nur Finanzaktien frühzeitig verkauft, sondern auch konsequent Bankguthaben gegen sichere Bundesanleihen mit kurzen Laufzeiten getauscht.

2010 beruhigt sich die Finanzkrise, das Größte scheint überstanden, und die Konjunktur nimmt Fahrt auf, wenngleich Restzweifel bleiben. Ist das Größte wirklich überstanden? Im ersten Kapitalmarktbericht des Jahres schreibt Bert Flossbach: „Die Notenbanken haben das Finanzsystem vordergründig stabilisiert und den Zins für sichere Anlagen verschwinden lassen. Sie haben aber auch die Staatsverschuldung auf ein nie gekanntes Ausmaß getrieben.“

Als bald werden die Folgen in Griechenland sichtbar. Bereits Ende 2009 beträgt die Staatsschuldenquote des Euro-Mitglieds 129 Prozent; deren Refinanzierung wird immer schwieriger, denn die Renditen für griechische Staatsanleihen klettern und klettern. Die Zweifel der Investoren wachsen.

Bert Flossbach fliegt nach Athen, um sich ein Bild vor Ort zu machen. Als er in den Abendstunden des 22. Aprils auf dem Flughafen landet, liegen die Renditen 2-jähriger griechischer Anleihen bereits bei zehn Prozent. Tags darauf ruft die griechische Regierung erstmals nach Hilfe! Flossbach spricht mit zahlreichen Unternehmern, Politikern, mit Menschen auf den Straßen. Sein Urteil fällt eindeutig aus: Eine Pleite Griechenlands ist unvermeidlich, unbegrenzte (Finanz-)Hilfe nicht unbedingt hilfreich, weil sie vor allem den Spekulanten hilft – und nicht den Griechen.

Es folgt ein Rettungspaket dem anderen ...

Neben Griechenland rücken weitere Eurostaaten in den Fokus der Investoren: Portugal, Irland, Spanien, Italien (vgl. Grafiken 2 und 3). Aus der Finanzkrise ist eine Staatsschuldenkrise, ist längst eine Krise des Euros geworden.

WAS IMMER ES KOSTE ...

Und die Krise droht zu eskalieren. Bis Mario Draghi, der frischgebackene Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), die Märkte zur Ordnung ruft. Fast beiläufig sagt er im Sommer 2012 bei einer Rede in London, dass die EZB alles tun werde, was nötig sei, um den Euro zu retten. „Whatever it takes“, koste es, was es wolle. Der Halbsatz wird in die Geschichtsbücher eingehen.

Die Worte verfehlen ihre Wirkung nicht. Die Risikoaufschläge für Anleihen der hoch verschuldeten Euroländer fallen in der Folgezeit deutlich zurück. Der Euro ist sicher, bis auf Weiteres.

Draghis Rettungsversprechen soll den Regierungen Zeit verschaffen, notwendige Reformen zu verabschieden und die Eurozone wetterfest zu machen. Zumindest ist das die Erwartung des EZB-Chefs damals. Die wird allerdings nicht erfüllt werden ...

Die Multiple-Opportunities-Strategie übersteht die Eurokrise schadlos. Was abermals hilft, ist der Qualitätsfokus, insbesondere bezogen auf den Aktienanteil – und nicht zuletzt: Gold. Das Edelmetall gilt bei Flossbach von Storch als Währung der letzten Instanz, als Versicherung gegen die bekannten und unbekanntenen Risiken des Finanzsystems. Gold ist immer dann stark, wenn Währungen schwach sind. Und der Euro ist damals sehr schwach. In den gemischten Portfolios des Unternehmens stecken im Sommer 2010 deutlich mehr als zehn Prozent in Gold.

Außerdem helfen – einmal mehr – die Leitlinien des Pentagramms. Nehmen wir beispielsweise das Postulat der Diversifikation: Ein Investor aus der Eurozone sollte nicht sämtliches Vermögen in der Gemeinschaftswährung disponieren. Deren Schwächen werden in jenen Jahren unter dem Brennglas seziert. Deswegen sichert das Fondsmanagement Fremdwährungen, US-Dollar, Schweizer Franken oder norwegische Krone beispielsweise, ganz bewusst nicht vollständig ab. Damals wie heute nicht, auch wenn der Euroraum im Jahre 2023 weitgehend stabilisiert erscheint; die Risiken einer sehr heterogenen Währungsgemeinschaft bestehen weiterhin.

Dass es die Eurozone noch gibt, ist insbesondere (man könnte auch sagen: allein) ein Verdienst der EZB. Mit unzähligen Rettungspaketen und großvolumigen Anleihekäufen schafft sie in den Folgejahren nicht nur den Zins ab, sondern hält die rasant wachsenden Schulden der Eurostaaten finanzierbar. Wenn Geld nichts kostet, tun Schulden nicht weh. Für die Regierungen der Eurostaaten ist das ein Segen. Es braucht keine Reformen oder Sparanstrengungen. Wahlen lassen sich viel leichter gewinnen, indem Geschenke verteilt werden. Die EZB wird zu einer Art Schattenregierung der Eurozone, ihr Chef, Mario Draghi, zum Schattenkanzler.

WENN SCHULDEN NICHTS KOSTEN

Die massiven Anleihekäufe begründen Vertreter der Notenbank stets mit der Gefahr einer Deflation innerhalb der Eurozone. Dass sie vor allem die Finanzminister der Mitgliedsstaaten entlasten, sagt niemand öffentlich. Staatsfinanzierung ist der EZB eigentlich untersagt ...

Im Rahmen eines Pressestammtischs in Frankfurt warnt Bert Flossbach in jenen Tagen vor den Folgen der ultralockeren Geldpolitik. Die massive Ausweitung der Geldmenge werde über kurz oder lang die Inflationsraten in die Höhe treiben – das wiederum könnte zu gesellschaftlichen Verwerfungen führen. Der Fokus der Anlagestrategie bleibt denn auch bestehen: erstklassige liquide Sachwerte, allen voran Aktien und Gold. Schutz gegen eine mögliche Inflation!

Es sind jedoch nicht die Verbraucherpreise, die in den folgenden Jahren steigen, zumindest noch nicht, sondern die Vermögenspreise: Aktien, Anleihen oder Immobilien. Das Flossbach von Storch Research Institute, ein unabhängiger Thinktank, der 2014 von Prof. Thomas Mayer, dem ehemaligen Chefvolkswirt der Deutschen Bank, mitgegründet wird, erhebt fortan regelmäßig den Vermögenspreisindex – und der steigt in den folgenden Jahren von einem Hoch zum nächsten (vgl. Grafik 4). Der Zins ist die Gravitationskraft an den internationalen Kapitalmärkten. Er bestimmt die Bewertungen sämtlicher Anlagen. Die sind tendenziell umso höher, je niedriger der Zins ist.

2016 fällt die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen erstmals unter null. Banken erheben Strafzinsen auf Kontoguthaben.

So etwas hat es zuvor noch nie gegeben. Willkommen in der neuen Welt! Willkommen in Absurdistan!

DAS LIEBLINGSBEISPIEL: DER BREXIT

In jenen Jahren geht es für Investoren vor allem darum, Wichtiges von Unwichtigem zu unterscheiden. Mit „Signal and Noise“ überschreibt Bert Flossbach einen seiner Kapitalmarktberichte. Wobei die Unterscheidung sich allein auf die potenziellen Kapitalmarkt-Auswirkungen bezieht – und andere Dimensionen bewusst ausblendet.

Nehmen wir die Entscheidung der Briten, nicht länger Teil der Europäischen Union sein zu wollen, unser Lieblingsbeispiel. Für die Kapitalmärkte hatte die Brexit-Entscheidung von 2016 langfristig keinerlei Bedeutung – für die politische Bedeutung Europas in der Welt dagegen sehr wohl.

Oder Russlands völkerrechtswidrige Annexion der Krim im Jahr 2014. Die Börsen haben den Einmarsch seinerzeit zur Kenntnis genommen, nicht viel mehr. Die Kursdelle war schnell wieder ausgebügelt. Aus (geo-)politischer Sicht ließe sich dagegen anfügen: Schon damals hätte den europäischen Regierungen, insbesondere der deutschen, klar werden müssen, dass Russland, allen voran Präsident Wladimir Putin, nicht der verlässliche Partner gewesen ist, den die meisten stets in ihm gesehen haben. Womöglich hätte der Angriff Russlands auf die Ukraine 2022 verhindert werden können, wenngleich das reine Spekulation ist.

SIGNAL AND NOISE

Unter dem Strich sind die Jahre 2014 bis 2019 gute Jahre für Kapitalanleger, so sie denn Unwichtiges von Wichtigem (der Zins ist die Gravitationskraft!) zu trennen vermögen und nicht versuchen, jede Wendung zu antizipieren; wohl wissend, dass das viel leichter klingt, als es in Wahrheit ist.

Zum Bruch kommt es 2020, in vielerlei Hinsicht. Ein kleines Corona-Virus, Sars-Cov-2, zwingt die Welt in die eigenen vier Wände und damit die Weltwirtschaft in die Knie. Millionen Menschen sterben weltweit, das öffentliche Leben kommt zeitweise vollständig zum Erliegen. An den Börsen fallen die Aktienkurse so schnell wie niemals zuvor. Innerhalb

weniger Wochen verliert der MSCI World Index 34 Prozent (vgl. Grafik 5).

Als das Virus sich im Februar auch in Europa breitmacht, sichert Bert Flossbach einen großen Teil der Aktien der Multiple-Opportunities-Strategie über den Terminmarkt ab. Dabei ist er grundsätzlich zurückhaltend, was den Einsatz von Absicherungsinstrumenten betrifft. Doch diese Krise ist anders als alle anderen zuvor. Vorsicht ist geboten. Besser auf Sicht navigieren. Die deutlichen Kursverluste lassen sich so einigermaßen gut abfedern. Auch Gold hilft in dieser Phase.

Die Wende an den Kapitalmärkten kommt schneller, als sich zunächst vermuten lässt. Bereits im Frühjahr klettern die Kurse kräftig. Einmal mehr treten die Notenbanker als Retter auf den Plan. Gemeinsam mit den Regierungen gehen sie „all in“, wie Bert Flossbach in seinem Kapitalmarktbericht kommentiert. Gewaltige Hilfspakete werden geschnürt, die Anleihekaufprogramme abermals ausgeweitet. Allein die US-Regierung stellt im ersten Quartal zwei Billionen US-Dollar zur Verfügung. Das Geld wird teilweise direkt an die US-Haushalte verteilt.

WIE EINE FLASCHE KETCHUP

Die Sicherungen in der Multiple-Opportunities-Strategie werden ab Sommer nach und nach aufgelöst. Im Nachhinein muss man sagen: etwas zu zögerlich. Vielleicht auch etwas zu spät. So wird ein Teil der rasanten Aufwärtsbewegung verpasst. Bert Flossbach und sein Team nehmen das in Kauf. Es gibt in jener Phase schlicht zu viele Unwägbarkeiten bezogen auf den Pandemie-Verlauf. Was ist, wenn das Virus weitere, noch viel aggressivere Varianten hervorbringt und die Impfstoff-Forschung damit überholt? In diesem Umfeld sollte niemand den Timing-Helden spielen. Viel wichtiger ist, das Vermögen der Kunden zu erhalten.

Der Krisencocktail aus Pandemie, Ukrainekrieg und lockerer Geldpolitik sorgt zudem für einen Bruch in der Inflationsentwicklung. Sind zuvor allen voran die Vermögenspreise gestiegen, ziehen nun die Verbraucherpreise nach. Und das sehr kräftig, innerhalb der Eurozone um zeitweise mehr als zehn Prozent. Wie Ketchup, der plötzlich aus einer Flasche „schießt“. Derartige Inflationsraten hatte es zuletzt in den 1970er-Jahren gegeben.



Grafik 4
Die Vermögenspreise laufen vor ...
... die Verbraucherpreise folgen
(beide indiziert auf Q1 2015 = 100)



Grafik 5
Die Welt steht still, die Börsen taumeln
Covid-19 löst Panik an den Aktienmärkten aus – aber nur kurz
MSCI World Index inkl. Nettodividenden in Euro
(indiziert auf den 1. Januar 2019 = 100)

Quellen: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2023
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Weil die Pandemie weltweit Lieferketten zerstört hat und so das Güterangebot verknappt. Weil Russlands brutaler Krieg in der Ukraine die Energiepreise in die Höhe schnellen lässt. Und weil die ultralockere Geldpolitik – in Kombination mit den gewaltigen Staatshilfen – dafür sorgt, dass die Menschen genug Geld in der Tasche haben. Das nutzen sie nach dem Ende der Corona-Lockdowns, um knapp gewordene Güter zu kaufen – und treiben so deren Preise in die Höhe.

Die großen Notenbanken, allen voran die EZB, sehen in dem Inflationsanstieg zunächst ein vorübergehendes Phänomen. Alles bald wieder vorbei, keine Sorge. Sie täuschen sich – und sind gezwungen, eilig zu reagieren. In anderthalb Jahren heben sie im Kampf gegen die Inflation ihre Leitzinsen so schnell und so kräftig an wie noch niemals zuvor. Die EZB von 0 auf 4,5 Prozent. Die US Notenbank Federal Reserve (Fed) sogar von einer Spanne zwischen 0 und 0,25 Prozent auf eine zwischen 5,25 und 5,5 Prozent. Der Zins ist die Gravitationskraft an den Märkten ...

NAHE „NULL“ IST NICHT (MEHR) VIEL ZU HOLEN

Unmittelbar trifft es die Anleihekurse: Eine Anfang Januar 2022 aufgelegte 10-jährige Bundesanleihe verliert bis Jahresende mehr als 20 Prozent, ein 30-jähriges Papier fast 50 Prozent. Selbst 5-jährige Bundesobligationen fallen um elf Prozent, allesamt einmalig schlechte Anlageergebnisse. Ein historischer Crash am Anleihemarkt! Er trifft nicht zuletzt die eher vorsichtigen Anleger; jene, die den Aktienmarkt meiden – weil sie Kursschwankungen fürchten ...

Die Multiple-Opportunities-Strategie hat zu diesem Zeitpunkt keine Anleihen mehr an Bord. Bert Flossbach hat die letzten 2021 verkauft. Nahe der Nulllinie ist das Chance-Risiko-Profil von Anleihen denkbar schlecht gewesen, vorsichtig ausgedrückt. Insofern trifft der Anleihe-Crash die Anleger nicht. Auch Gold und der hohe Anteil US-Dollar helfen in dieser Phase.

Wenngleich das nur ein schwacher Trost ist. Denn auch die Aktienkurse geraten 2022 kräftig unter Druck, allen voran die Techunternehmen, die zuvor im besonderen Maße von den niedrigen Zinsen profitiert haben. Zusätzliches Wachstum lässt sich eben leichter finanzieren, wenn Kredite günstig

sind. Aber auch Aktien von Unternehmen aus eher defensiven, weniger zyklischen Branchen leiden. Deren Bewertungen sind in den Jahren zuvor nicht zuletzt deshalb gestiegen, weil Investoren in ihnen eine Art „Zinersatz“ gesehen haben. Kehrt der Zins zurück, braucht es weniger Ersatz.

Der deutlichen Kurskorrektur am Aktienmarkt kann sich die Multiple-Opportunities-Strategie nicht vollständig entziehen. Was erklärbar, aber dennoch ärgerlich ist, da viele Entscheidungen, etwa die, gänzlich auf Anleihen zu verzichten, richtig gewesen sind.

Nichtsdestotrotz wird es immer wieder Kalenderjahre geben, die nicht nach Plan verlaufen. Wichtiger ist die Entwicklung „auf lange Sicht“. Und der langfristige Investor sieht nicht zuletzt die Renditepotenziale, die Korrekturen innewohnen.

Im Fazit seines Kapitalmarktberichts zum Gesamtjahr 2022 schreibt Bert Flossbach: *„Das Chance-Risiko-Profil vieler Anlagen hat sich nach vorne schauend verbessert. Dies gilt auch für Teile des Anleihemarkts, in denen sich wieder Erträge erwirtschaften lassen, die auch die Inflation ausgleichen. Als langfristige 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.“*

2023 wird ein besserer Jahrgang. Die Aktienmärkte legen zu, ebenso der Goldpreis. Und auch mit Anleihen lassen sich wieder ordentliche Erträge erzielen. Die Zusammensetzung der Multiple-Opportunities-Strategie hat sich denn auch verschoben. Zwar machen Aktien und Gold immer noch den Großteil aus; der Anleiheanteil beträgt zum Jahresende aber wieder mehr als zehn Prozent. Ein Großteil davon entfällt auf erstklassige, kurz laufende Staatsanleihen, die als attraktiv verzinsten Kasseersatz dienen. Dazu ausgewählte Unternehmensbonds und sogenannte Hybridanleihen.

Schlussendlich ist auch der Jahrgang 2023 nicht mehr als eine Momentaufnahme. Oder anders ausgedrückt: Einzelne Kalenderjahre sind für die Beurteilung, ob eine Anlagestrategie funktioniert, also langfristig erfolgreich ist, schlicht ungeeignet.

Viel wichtiger ist die Summe sehr vieler Momentaufnahmen.





Die Lücke sch

Die gesetzliche Rentenversicherung
allein wird den Lebensstandard
künftiger Rentnerinnen und Rentner nicht erhalten.

Kurt von Storch, Gründer und Vorstand
der Flossbach von Storch AG,
über Möglichkeiten, zusätzlich Vermögen
für den Ruhestand aufzubauen.

hließen

Herr von Storch, was halten Sie von der Aktienrente?

Ein Schritt in die richtige Richtung. Aktien bieten langfristig das größte Renditepotenzial. Insofern ist es nicht nur sinnvoll, sondern notwendig, sie sehr viel stärker bei der Altersvorsorge zu nutzen.

Das klingt, als seien Sie nicht gänzlich überzeugt ...

Der demografische Wandel überfordert die Fähigkeiten der gesetzlichen Rentenversicherung bei Weitem – und ich bezweifle, dass die Summen, über die im Falle der Aktienrente gesprochen wird, ausreichen werden, um das grundsätzliche Problem bei der Altersvorsorge zu lösen und die „Rentenlücke“ zu schließen.

Warum wagt die Regierung nicht mehr bei dem Thema?

Da bin ich der falsche Ansprechpartner. Fakt ist, dass Aktien in Deutschland nach wie vor keine besonders starke Lobby haben. Sie gelten vielen Menschen, Politikern inklusive, immer noch als Teufelszeug. Und deshalb hieß es bisher immer wieder Finger weg! Die Aktienrente ist ein erster, ein richtiger Schritt. Nicht mehr, aber auch nicht weniger.

Ist die Erwartungshaltung an die Politik möglicherweise zu groß?

Das kann und mag ich nicht bewerten. Der demografische Wandel ist ein langwieriger Prozess – deshalb wurde und wird er auch allzu gerne ignoriert; im Ergebnis ist er aber unbittlich. Immer mehr Rentnern steht künftig eine schwindende Anzahl Beitragszahler gegenüber. Für viele Menschen wird die gesetzliche Rente deshalb nicht ausreichen, um den Lebensstandard zu halten. Altersarmut könnte zu einem großen Problem für unsere Gesellschaft werden. Insofern ist die Politik gefragt, dem entgegenzuwirken. Durch einen sinnvollen Rahmen, durch kluge Reformen der sozialen Sicherungssysteme.

Und jeder Einzelne ...

... ist natürlich auch gefragt, für das Alter vorzusorgen – nach eigenen Möglichkeiten. Ich sage bewusst nach eigenen Möglichkeiten, weil eben nicht jeder jeden Monat Hunderte oder gar Tausende Euro zur Verfügung hat, die er für die Altersvorsorge erübrigen kann. Deshalb sind auch die Unternehmen in der Pflicht. Die betriebliche Altersversorgung – kurz bAV – ist ein sehr gutes Instrument; nur wird sie in Deutschland viel zu selten sinnvoll eingesetzt.

Wie kommen Sie zu der Einschätzung?

Ein Blick über die Landesgrenzen hinaus reicht völlig aus.

Haben Sie ein konkretes Beispiel?

Nehmen wir die Niederlande: Neun von zehn Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern verfügen dort über eine betriebliche Altersversorgung, was – in Summe – ein Rentenniveau ergibt, das rund 80 Prozent des Erwerbseinkommens entspricht. In Deutschland liegt die Verbreitung der bAV bei 54 Prozent; das durchschnittliche Rentenniveau beträgt dann auch lediglich 52 Prozent. Wir haben also durchaus Luft nach oben ...

Demnach gibt es eine betriebliche Altersversorgung bei Flossbach von Storch?

Ja, das ist Teil unserer sozialen Verantwortung – und letztlich in unserem ureigenen Interesse.

Was genau ist Ihr ureigenes Interesse?

Der demografische Wandel ist nicht allein eine Herausforderung für die gesetzliche Rentenversicherung, sondern auch für den Arbeitsmarkt. Er verschärft den Fachkräftemangel. Wir brauchen gute, talentierte Leute. Und die bekommen wir in Zukunft nur, wenn wir ihnen einen attraktiven Arbeitsplatz bieten. Dazu gehört eben auch eine betriebliche Altersversorgung, die langfristig ausreichend Renditepotenzial hat und zu der das Unternehmen einen ordentlichen Teil beisteuert. →



„Eine moderne bAV ist ein sehr gutes Argument im Werben um Mitarbeiter.“

Müssten das nicht viele Unternehmer so sehen?
Ich würde davon ausgehen, dass die meisten das tun.

Aber warum ist die bAV dann so wenig verbreitet in Deutschland?

Da gibt es sicherlich mehr als nur den einen Grund. Wo möglich tun sich die Unternehmen schwer, das zu ihnen passende Angebot zu finden. Vielleicht ist auch die Abwicklung schlicht zu kompliziert. Wir Deutsche tun uns jedenfalls meist leicht damit, den administrativen Aufwand immer weiter zu vergrößern – bis ins kleinste Detail. Letztlich, und da bin ich mir ganz sicher, braucht es aber die bAV, um dem Problem der Altersarmut zu begegnen.

Wird das Problem ihrer Meinung nach nicht ernst genommen?

Ich würde sagen: Es wird massiv unterschätzt, immer noch. Und ich mag mir eine Gesellschaft, in der später viele Ältere an nichts anderes denken müssen als wie sie über die Runden kommen, nicht vorstellen. Wir brauchen einen gemeinsamen, einen großen Kraftakt: Der Staat muss den Rahmen vorgeben, jeder Einzelne muss nach eigenen Möglichkeiten und vor allem zeitig beginnen, vorzusorgen – und die Unternehmen müssen ihren Teil beitragen. Auch sie haben eine gesellschaftliche Verantwortung.

Lassen Sie uns ganz konkret über die bAV bei Flossbach von Storch sprechen – wie ist die ausgestaltet?

Als wertpapiergebundene Direktzusage, die wir mittels unserer ganzheitlichen Vermögensverwaltung abbilden. Dabei setzen wir auf eine aktive, globale und langfristig ausgerichtete Anlagestrategie.

Wieso eignet sich Ihrer Meinung nach diese Art der Anlage für die bAV?

Die Rahmenbedingungen der bAV sind wie gemacht für Investitionen in Wertpapiere. Durch den langfristigen An-

gehorizont spielen zwischenzeitliche Kursschwankungen keine allzu große Rolle – und der „Zinseszins“ kann über die Zeit seine volle Wirkung entfalten. Darüber hinaus muss sich der Vorsorgesparer wohlfühlen. Dies schafft man nicht zuletzt durch Transparenz und Nachvollziehbarkeit. Daher ist unsere bAV jederzeit über einen digitalen Zugang einsehbar. In welche Anlageklassen und Einzeltitel wird investiert, in welchen Weltregionen – all das kann mit wenigen Klicks nachverfolgt werden.

Könnten andere Unternehmen ihre Altersvorsorge auch über die Flossbach von Storch bAV abwickeln?

Das ist problemlos möglich – und insbesondere für mittelständische Unternehmen geeignet. Für sie gilt, was auch für uns als Unternehmen gilt: Eine moderne bAV ist ein sehr gutes Argument im Werben um Mitarbeiter. Aber auch für Gesellschafter-Geschäftsführer kann sie interessant sein – die steuerfreien Einzahlungen eignen sich sehr gut, um im Ruhestand den gewohnten Lebensstandard halten zu können. Außerdem gibt es die Möglichkeit, bestehende – aber noch nicht rückgedeckte – Zusagen in unsere bAV-Lösung zu übertragen. Die erwirtschaftete Rendite hilft bei der Finanzierung des versprochenen Ruhestandskapitals, und dank des Saldierungsgebots verschwindet die Rückstellung bei adäquater Gestaltung aus der Bilanz.

Wie hoch ist der laufende Verwaltungsaufwand für die Unternehmen?

Wir stellen den Personalabteilungen eine Verwaltungssoftware zur Verfügung, die eine bequeme Administration erlaubt. Insofern würde ich sagen: Der Aufwand ist vergleichsweise überschaubar. Vielleicht noch ein Wort zur Transparenz: Die gilt auch bei der Vergütung – wesentliche Bestandteile der Dienstleistung werden mit einer fixen All-in-Gebühr abgegolten.

Vielen Dank für das Gespräch.

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

BÖSE



ÜBERRASCHUNG

von Yannick Döller

Die Deutschen fürchten
Inflation mehr als Krieg.
Und was tun sie dagegen?
Vermutlich nicht genug ...

Die Inflation frisst über die Jahre das Sparvermögen der Deutschen. Da helfen auch die zuletzt gestiegenen Zinsen wenig. In den meisten Fällen reichen die Renditen nicht, um den Kaufkraftverlust langfristig zu kompensieren.

Dabei fürchten die Deutschen die Inflation mehr als alles andere, als Krieg oder die Folgen des Klimawandels beispielsweise, wie eine Umfrage des größten deutschen Marktforschungsinstituts GfK im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute ergeben hat. 2000 Deutsche hatten die Meinungsforscher im vergangenen Jahr nach ihren größten Sorgen befragt (vgl. [Grafik 1 auf der folgenden Seite](#)).

Den Deutschen ist demnach sehr wohl bewusst, dass die Inflation die größte Gefahr für ihr Vermögen und damit ihren Wohlstand darstellt, wie [Grafik 2](#) verdeutlicht.

Die meisten gehen zudem davon aus, dass die Inflation nicht so schnell verschwinden wird. Die Mehrheit erwartet in den kommenden zwei bis drei Jahren eine Teuerungsrate zwischen vier und sechs Prozent; nur eine Minderheit glaubt stattdessen, dass es der Europäischen Zentralbank (EZB) gelingt, die Inflation auf das erklärte Inflationsziel von zwei Prozent zu drücken. Andersherum: Weit mehr Befragte rechnen damit, dass die Inflationsraten in den kommenden Jahren abermals auf acht Prozent oder noch mehr steigen werden (vgl. [Grafik 3 auf der folgenden Seite](#)).

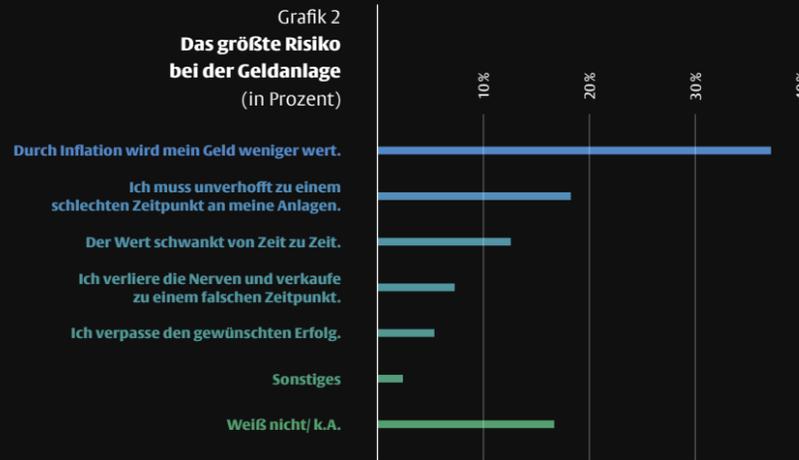
Schlussendlich sind sich die Deutschen der Inflationsgefahr nur allzu bewusst. Die Frage ist, was machen sie daraus?

Die Meinungsforscher wollten deshalb von den Befragten wissen, was sie tun würden, wenn sie für ein Neugeborenes – das eigene Kind oder Enkelkind – Geld anlegen müssten. Jeden Monat 100 Euro, bis zum 18. Lebensjahr, also langfristig. Viele bevorzugten klassische Zinsanlagen – Tages- und Festgeldkonten, Sparbücher oder Lebensversicherungen. Acht Prozent gaben gar das unverzinst Girokonto an – trotz deutlich gestiegener Inflationszahlen! Aktien dagegen, liquide Sachwerte, die über einen so langen Zeitraum das größte Renditenpotenzial bieten, und deshalb am ehesten geeignet sind, einen etwaigen Kaufkraftverlust zu kompensieren, zogen gerade einmal 20 Prozent in Betracht (vgl. [Grafik 4 auf Seite 83](#)). →

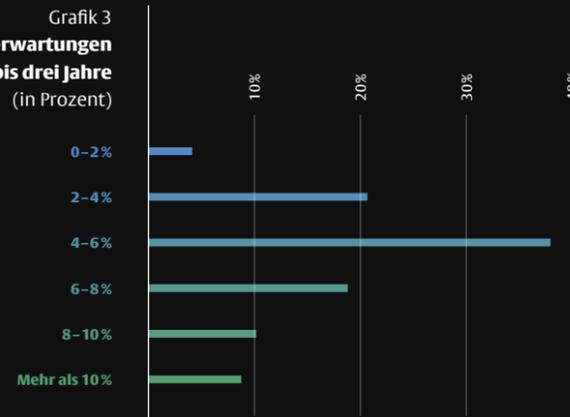
Grafik 1
Starke oder sehr starke Sorgen über folgende Krisen
 (in Prozent)



Grafik 2
Das größte Risiko bei der Geldanlage
 (in Prozent)



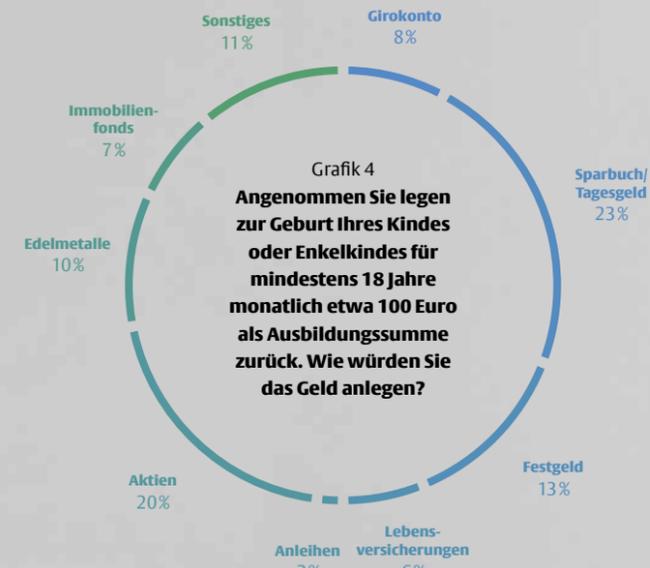
Grafik 3
Inflationserwartungen für die nächsten zwei bis drei Jahre
 (in Prozent)



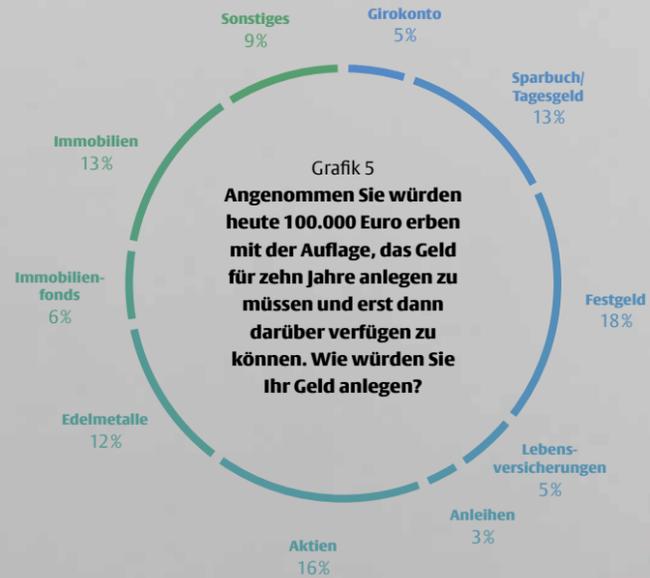
Inflation ist die größte Sorge der Deutschen.

Quelle aller Grafiken: GfK im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute, Daten per Juli 2023

Grafik 4
Angenommen Sie legen zur Geburt Ihres Kindes oder Enkelkindes für mindestens 18 Jahre monatlich etwa 100 Euro als Ausbildungssumme zurück. Wie würden Sie das Geld anlegen?



Grafik 5
Angenommen Sie würden heute 100.000 Euro erben mit der Auflage, das Geld für zehn Jahre anlegen zu müssen und erst dann darüber verfügen zu können. Wie würden Sie Ihr Geld anlegen?



Quelle aller Grafiken: GfK im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute, Daten per Juli 2023

Ganz ähnlich antworteten die Befragten auf die Frage, was sie denn mit 100.000 Euro Erbschaft anstellen würden, wenn sie das Geld mindestens zehn Jahre anlegen müssten (vgl. Grafik 5 auf der vorherigen Seite). Auch hier schlägt das Festgeld (18 Prozent) die Aktie (16 Prozent).

Kurzum: Die Deutschen wissen nur allzu gut um die Gefahr der Inflation, ziehen aber mitunter die falschen Schlüsse, zumindest viele. Weil es noch etwas gibt, das sie offenbar noch mehr fürchten – mehr als Krieg, Klimawandel und die Inflation: Aktien!

Von den Meinungsforschern gefragt, was sie denn mit dem Begriff verbänden, antwortete die Mehrheit „Spekulation“ und „Risiko“ (vgl. Grafik 6). Aktieninvestments als Glücksspiel, die Börse ein Kasino. Kann nur schiefgehen ...

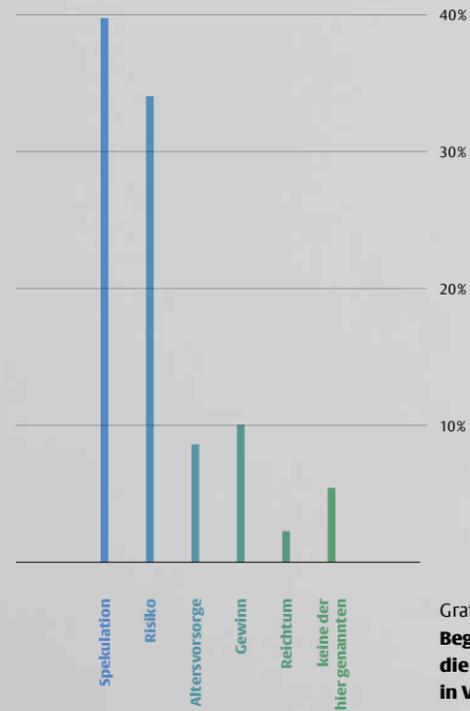
Das Problem ist: Viele Anleger, insbesondere die deutschen, können nicht mit Kursschwankungen umgehen. Sie ertragen es nicht, wenn ihr Vermögenswert schwankt. Um fünf, um zehn, in turbulenten Zeiten womöglich um 30 oder 40 Prozent. Auch das hat es schon gegeben. Viele wünschen sich stattdessen eine Geldanlage, bei der nichts schwankt (vgl. Grafik 7). Da wären wir dann bei Sparbuch oder Tagesgeldkonto ...

Das noch größere Problem ist: Schwankungen sind langfristig der Preis für eine höhere Rendite. Und höhere Renditen braucht es dringend, um über die Jahre die Inflation und damit den Kaufkraftverlust mindestens zu kompensieren. Wer Kursschwankungen nicht erträgt und deshalb vollständig meidet, hat das Rennen mit der Inflation verloren, ehe es so richtig begonnen hat.

Problematisch ist das insbesondere bei der Altersvorsorge, also über einen sehr langen Anlagezeitraum. Dabei ist das Vorsorgesparen geradezu prädestiniert für eine deutlich höhere Aktienquote. Je länger Anleger ihrem Vermögen Zeit geben, geduldig sind, umso unbedeutender werden die zwischenzeitlichen Kursrücksetzer. Ein Blick auf die 30-Jahres-Charts großer Aktienindizes dürfte als Beleg genügen.

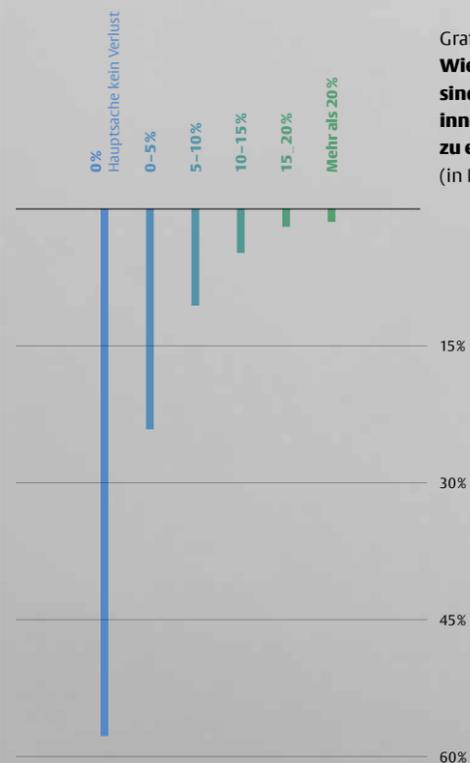
Zeit ist ihr stärkster Verbündeter ... ◆

Yannick Döller arbeitet als freier Journalist.

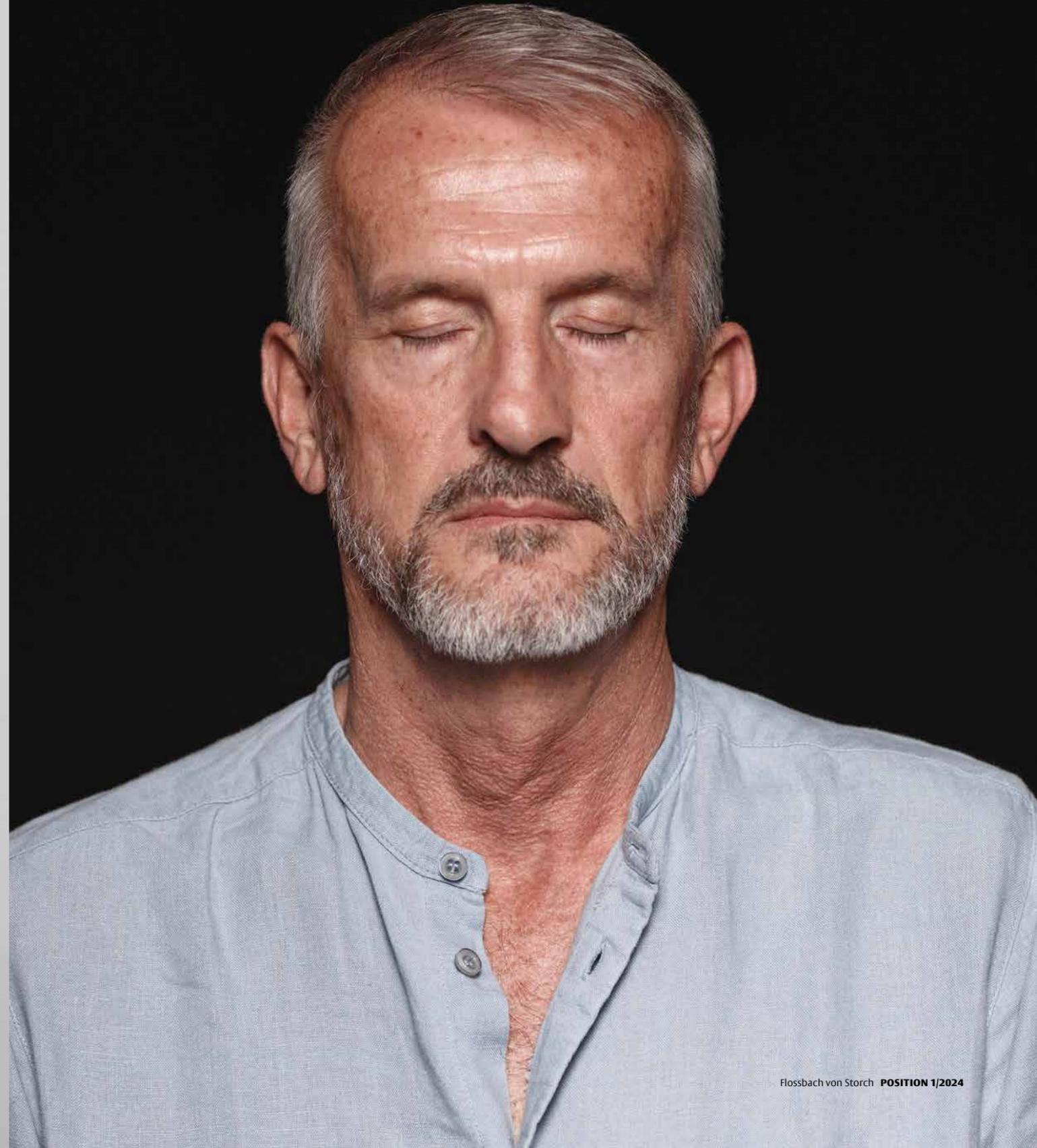


Grafik 6
Begriffe, die mit Aktien in Verbindung gebracht werden
(in Prozent)

Quelle aller Grafiken: GfK im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute, Daten per Juli 2023



Grafik 7
Wie viel Verlust sind Sie bereit, innerhalb eines Jahres zu ertragen?
(in Prozent)



Die Krise am deutschen Immobilienmarkt könnte sich zuspitzen.
Das liegt nicht nur an den deutlich gestiegenen Kreditzinsen.
Der Versuch einer Analyse eines intransparenten Marktes.

von Christof Schürmann

Nur 26 Minuten mit dem Fahrrad zum Audimax der Universität, eine Viertelstunde Fahrt mit der Bahn bis zum Ruhrstadion und nur wenige Schritte bis zum „Bermuda3Eck“, der Partyeile der Stadt: Die Wohnung in der Annastraße in Bochum ist ideal für Studierende – und auf den ersten Blick sogar bezahlbar. Exakt 399,91 Euro will der Vermieter haben, kalt, für genau 52,55 Quadratmeter.

Der Vermieter ist Vonovia und hat nicht nur seinen Sitz in der Ruhrgebiets-Metropole, sondern sponsert auch das bekannte Fußballstadion an der Castroper Straße und den ortsansässigen Verein für Leibesübungen gleich mit. Dieser VfL spielt sogar mal wieder erste Liga – und ist auch Nicht-Fußballfans spätestens seit der Vertonung von Herbert Grönemeyers Werk „4630 Bochum“ bekannt.

Erstligareif sind auch die Nebenkosten, die Vonovia für die Wohnung tief im Westen veranschlagt. Die liegen in der Annastraße nämlich exakt so hoch wie die Kaltmiete. Das macht dann also insgesamt 798,82 Euro warm – und lässt sich wohl eher von einer Zweier-WG als von einem Einsiedler-Studio stemmen.

Vielleicht wäre es für angehende Akademiker da sogar sinnvoller, bei einem der zum Verkauf stehenden Objekte zuzuschlagen, die Vonovia ebenfalls anbietet. Bei Preisen von 58.000 Euro bis zu 163.000 Euro wäre das theoretisch vielleicht auch machbar – allerdings sind viele der 42 Vonovia-Kaufobjekte in Bochum vermietet und explizit für sogenannte „Kapitalanleger“ gedacht. Da scheidet der gemeine Student dann eher aus.

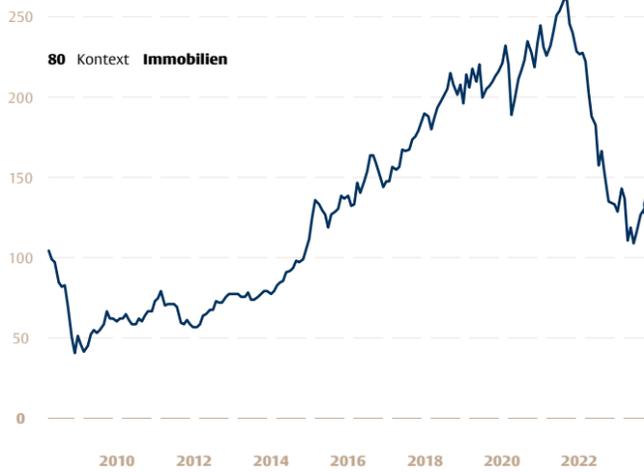
Das Beispiel zeigt: Für Deutschlands größten Wohnungskonzern mit seinen 618.516 bewirtschafteten, davon 548.080 eigenen Wohnungen ist das Geschäft oft ziemlich granular. Das bindet Kapazitäten in einer Zeit, wo zwar die Vermietung problemlos (der Leerstand bei Vonovia liegt bei nur 2,2 Prozent), aber alles andere so kompliziert ist wie lange nicht. Schlagworte wie energetische Sanierung, Zinsanstieg, Käuferstreik und politische Enteignungsfantasien machen die Runde. Und das gilt sicher nicht nur für Vonovia.

EIN KOMPLEXER UND INTRANSPARENTER MARKT

Wer den Status quo und die Aussichten des deutschen Immobilienmarktes analysieren möchte, der findet wegen dieser komplexen Ausgangssituation wertvolle Informationen bei börsennotierten Konzernen wie Vonovia. Hier ist die Transparenz im Vergleich zu den zahlreichen geschlossenen Immobilien-Gesellschaften oder -Fonds noch am größten.

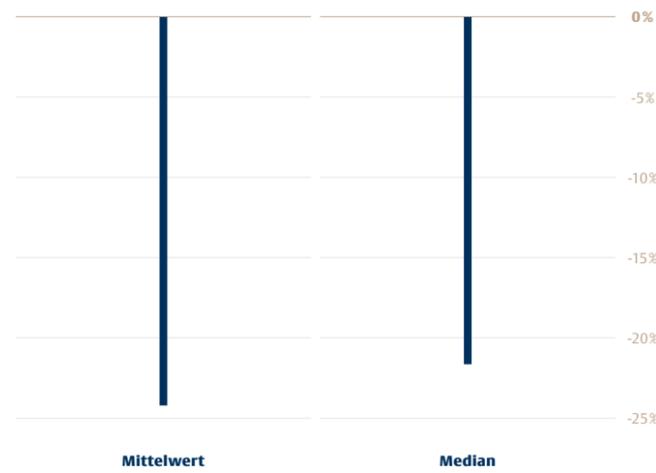
Der Großteil der börsennotierten Unternehmen Deutschlands ist im Index Daxsubsector All Real Estate enthalten. Dessen Verlauf zeigt nicht zwingend den Zustand des deutschen Häusermarktes, sondern vielmehr die Einschätzung von Investoren mit Fokus auf Wohn-, Büro- und Handelsimmobilien.

Die Wertentwicklung des Index spiegelt denn auch wenig überraschend den „Boom and Bust“, den Aufstieg und Fall am deutschen Immobilienmarkt wider. Nach einem Wertzuwachs →



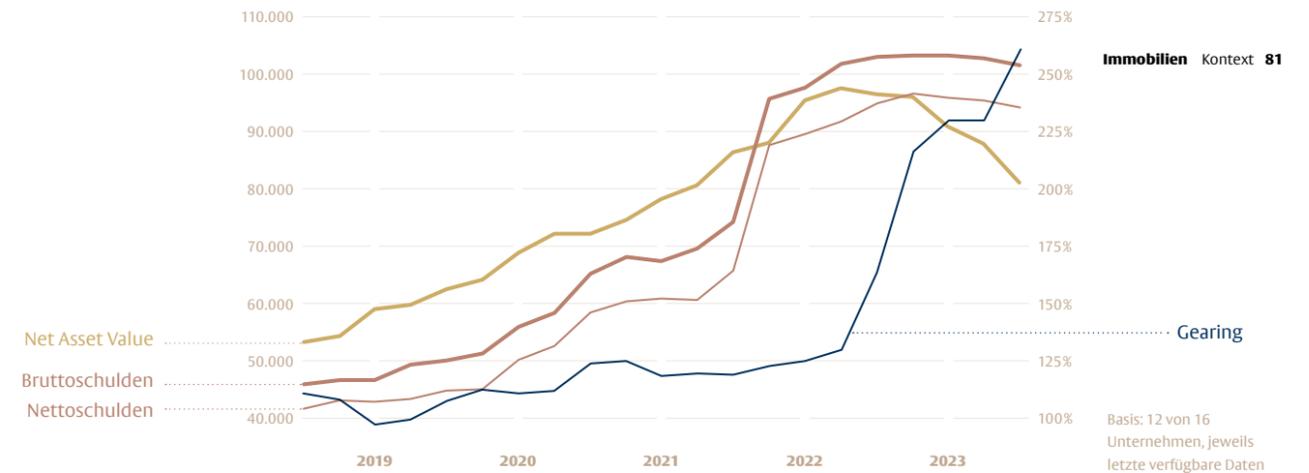
Grafik 1
Markante Kursbewegungen
Wertentwicklung des Daxsubsector All Real Estate seit Auflage des Index (in Punkten)

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 31. Oktober 2023



Grafik 2
Massive Wertverluste
Entwicklung der Nettoinventarwerte je Aktie ausgewählter Immobilienunternehmen, gemessen an ihren Hochs (in Prozent)

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 31. Oktober 2023



Grafik 3
Wertverluste und nahezu gleichbleibende Schulden haben die Schuldenquote stark nach oben getrieben
Net Asset Value und Schulden (in Millionen Euro, linke Achse) sowie Gearing (in Prozent, rechte Achse) der ausgewählten Immobilienunternehmen

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 31. Oktober 2023

inklusive Dividenden von in der Spitze mehr als 500 Prozent von seinem Finanzkrisentief im Jahr 2008 ist der Index seit seinem Hoch vor gut zwei Jahren um bis zu 60 Prozent abgestürzt. Der Index hat damit den größeren Teil seiner vorherigen Gewinne wieder abgegeben und notiert aktuell nur rund ein Viertel höher als bei der Einführung im Frühjahr 2008 (vgl. Grafik 1).

Wer jedoch auf Basis der im Index gelisteten Unternehmen den Zustand des Marktes beschreiben möchte, der stößt auf einige Schwierigkeiten. So ist hier etwa auch die bundesweit wegen der gegen sie gerichteten Enteignungsanstrengungen politischer Aktivisten vor allem in Berlin bekannte Deutsche Wohnen vertreten. Der Streubesitz im Aktienbestand liegt bei diesem Unternehmen aber nur noch bei gut 13 Prozent, der große Rest bei Konkurrent Vonovia, der die Tochter voll in seiner Bilanz konsolidiert. Korrekturen des Index erscheinen deshalb notwendig.

Damit nicht genug: Um bei der Analyse die Doppelzählung von Schulden, Eigenkapital oder Anlagevermögen zu vermeiden, müssen zwangsläufig Unternehmen wegfallen, deren Bilanzpositionen in einem anderen Konzern aufgehen, so etwa auch die zur Berliner Aroundtown gehörenden Grand City Properties (Anteil 59 Prozent) oder WCM (Anteil der TLG Immobilien: 97,61 Prozent). TLG wiederum geht ebenfalls in Aroundtown auf (Anteil 82,39 Prozent). Außerdem gehören Unternehmen wie der Auktionator Deutsche Grundstücksauktionen zwar zum Index, spielen aber für diese Bestandsaufnahme keine Rolle.

Zudem ist es ein weiteres Problem, dass nicht bei allen Unternehmen aktuelle oder testierte Bilanzen vorliegen. Der Mangel eines Testats ist für diesen Überblick kein Ausschlusskriterium – bedingt aber, dass die Zahlen möglicherweise etwas anders sind, als sie sich im Aggregat darstellen.

So hat die deutsche Finanzaufsicht Bafin bei ihrer Bilanzkontrolle des Konzernabschlusses 2019 der deutschen Adler Real Estate, einer Tochtergesellschaft der Adler Group (Anteil 96,9 Prozent), mehrere Rechnungslegungsfehler festgestellt. Unter anderem seien dadurch insgesamt die Bilanzsumme um 3,9 Milliarden und das Gesamtergebnis um 543 Millionen Euro zu hoch ausgewiesen worden. Adler widerspricht dem.

Um Verzerrungen zu vermeiden, wurden auch kleine Immobilienfirmen mit geringen Umsätzen und weniger als 500 Millionen Euro an Bruttoschulden, deren Daten teils unvollständig oder veraltet sind, nicht berücksichtigt. Am Ende bleiben von 31 Index-Unternehmen 16 übrig. Diese stehen für rund 93 bis 94 Prozent der Erlöse und Schulden aller Index-Unternehmen unter der Berücksichtigung der bilanziellen Konsolidierungen. Sie sind also repräsentativ.

EINE BRANCHE UNTER DRUCK

Nicht nur der Index, auch andere öffentlich zur Verfügung stehenden Daten zeigen, wie stark die Branche unter Druck steht. So haben sich die Nettoinventarwerte je Aktie von ihrem Hoch aus um mehr als ein Fünftel verringert (vgl. Grafik 2).

Nahezu parallel hat sich der absolute Net Asset Value (NAV) entwickelt. Dieser in der Bilanz ausgewiesene Marktwert aller Immobilien, Beteiligungen und sonstigen Vermögen abzüglich Verbindlichkeiten liegt aber immer noch deutlich über dem Stand von vor fünf Jahren (goldene Linie in Grafik 3). Auf hohem Niveau, und dabei deutlich mehr als doppelt so hoch wie vor fünf Jahren, verharren dagegen die Schulden (rote Linien in Grafik 3).

Hohe Schulden sind wohl in keiner Branche bedrohlicher als im Immobiliensektor. Denn mögliche Einnahmen lassen sich aufgrund langfristiger Verträge oder gesetzlicher Vorgaben bei Wohnimmobilien nur langsam und in Grenzen steigern.

Letztlich sind natürlich alle Immobilienkonzerne vom Zinsanstieg überproportional getroffen. Selbst ein Bluechip-Unternehmen wie der Dax-Konzern Vonovia müsste gemessen an den aktuellen Marktniveaus seiner Anleihen für zwölf Monate oder drei Jahre rund fünf Prozent Zinsen bieten, bei längeren Laufzeiten noch mehr. Papiere von BMW oder Siemens, ebenfalls Dax-Mitglieder, rentieren dagegen um einen beziehungsweise um mehr als einen Prozentpunkt pro Jahr niedriger. Über eine bessere Bonität ließen sich künftige Zinslasten drücken. Dies aber ist für die Immobilienunternehmen – gemessen am Status quo – unrealistisch. Das zeigt schon ein Blick auf das sogenannte „Gearing“, das Verhältnis aus Schulden zu Eigenkapital, das seit Frühjahr 2022 nach oben geschneit ist (blaue Linie in Grafik 3).

Das ist in Zeiten steigender Zinsen ein Problem, da die Kreditkosten steigen – ebenso wie die Risikobewertungen der Kreditgeber für die Darlehen der Branche.

Nicht nur private Häuslebauer stehen derzeit vor einigen Herausforderungen. Der Blick auf die zuletzt veröffentlichten Gewinn- und Bilanzdaten zeigt, dass auch die deutschen Immobilienunternehmen (im Durchschnitt) unter Druck stehen. Und das, obwohl sich die gestiegenen Zinsen noch lange nicht vollständig entfaltet haben, weil viele niedrig verzinsten Altkredite noch weiter laufen.

Die Prognose, dass sich die ein oder andere Bilanz als nicht mehr weiter belastbar erweisen könnte und sogar Insolvenzen drohen, erscheint leider nicht mehr allzu gewagt.

Das ist ein Problem. Denn ein Überschwappen einer größeren Immobilienkrise auf Banken und Sparkassen kann niemand ausschließen. Insbesondere bei Gewerbeimmobilien gibt es volumenschwere Engagements. Die Krise am Häusermarkt, sie ist wahrscheinlich noch lange nicht vorbei. ♦

Christof Schürmann ist Senior Research Analyst des Flossbach von Storch Research Institute in Köln.

LEHRER DES LEBENS

von Ludwig Palm

Charles T. Munger,
genannt Charlie,
ist im Alter
von 99 Jahren
gestorben.
Erinnerungen an
einen brillianten
Investor und
wunderbaren
Menschen.

Als ich Anfang Dezember vom Tode Charlie Mungers erfuhr, war ich erschüttert. Vermutlich hatte ich gehofft, das Leben, Charlies Leben, würde niemals enden, wo es doch schon so lange währte. Immer so weiter ... Eine sehr naive Vorstellung, ich weiß. Charles T. Munger, der ewige Investor, so kurz vor seinem 100. Geburtstag. Es wäre sicherlich eine schöne Feier geworden, am 1. Januar 2024!

Ich habe an den folgenden Tagen immer wieder und lange über Charlie nachdenken müssen. Über seine Klugheit, sein freundliches und außergewöhnlich interessiertes Wesen. Mit jedem weiteren Moment des Nachdenkens wich die Bestürzung einem Gefühl von Dankbarkeit.

Zumal ich das große Glück hatte, Charlie in seinem Haus in Los Angeles besuchen zu dürfen. Im März 2015 war das – eine Begegnung, die ich niemals vergessen werde. Ich werde oft gefragt, wie es dazu kam:

Ich bin regelmäßiger Besucher der Hauptversammlung von Berkshire Hathaway in Omaha, Nebraska – jenem Unternehmen, das Charlie gemeinsam mit seinem Freund Warren Buffett groß gemacht hat. Bei einem der früheren Aktionärstreffen lernte ich Charlies Schwiegertochter kennen, Mandy Lowell. Ich kam mit ihr ins Gespräch. Sie sagte, sie möchte mich gerne zu Charlie zum Abendessen einladen. Ihm würde sicherlich gefallen, dass ich ein deutscher Ingenieur sei und mit einer Chinesin verheiratet bin. Charlie mochte Ingenieure – und er mochte Deutschland und China.

WAS ZEICHNET EINEN GUTEN INVESTOR AUS?

Ich hatte Charlies Publikationen und Reden in Poor Charlie's Almanack gelesen – über

gute Unternehmen, eine sinnvolle, weil langfristige Anlagestrategie, über Dinge, die einen guten Investor ausmachen. Zudem trieben mich meine eigenen Investmentgedanken um. Sollte ich beispielsweise in Technologie-Unternehmen investieren, wo Charlie und Warren ihnen gegenüber eher verhalten eingestellt waren? Zu gerne hätte ich mit Charlie darüber gesprochen.

Irgendwann rief Mandy bei mir an und fragte, ob ich nicht Lust habe, nach Los Angeles zu kommen, um Charlie zu besuchen. Natürlich hatte ich Lust – sehr große sogar! Aber einen ebenso großen Respekt, mindestens.

Nachdem ich gelandet war und mich im Hotel akklimatisiert hatte, bekam ich eine Nachricht von Mandy: Sie sei bei Charlie eingetroffen, schrieb sie – bei ihm zu Hause. Ich solle um 18.00 Uhr vorbeikommen. Prima, dachte ich, er ist zu Hause! Dann habe ich den weiten Weg aus Deutschland nicht umsonst gemacht ...

Ich war aufgeregt, mein Magen kribbelte. Wie sieht Charlies Haus wohl aus? Wer öffnet mir die Tür? Wie sollte ich mich verhalten – und worüber mit ihm sprechen?

UNKOMPLIZIERT, FREUNDLICH UND BEScheiden

Dabei gab es keinen Grund, nervös zu sein. Charlie war anders als die meisten Menschen, die ich bisher kennenlernen durfte, das ja; sehr viel interessierter, deshalb intelligenter und weiser. Aber er war eben auch ganz „normal“: unkompliziert, freundlich und bescheiden.

Als ich bei seinem schönen, aber keineswegs extravaganten Haus eintraf, öffnete sein Butler die Tür und führte mich in die →

„Die Schule
des Lebens
kennt keine
Semester-
begrenzung.“

Bibliothek. Dort saß Charlie über einer Bauzeichnung für Studentenwohnheime gebeugt. Er überlegte, ob es aus Platzgründen nicht ratsam sei, auf Fenster in den Schlafräumen zu verzichten; um stattdessen mehr Platz für größere Gemeinschaftsräume zu haben. Er plante deshalb in den Studentenräumen LED-Lampen samt Lüftung ein, anstelle von Fenstern. Daraus entspann sich dann eine lebhaftige Diskussion darüber, wie wichtig Licht und frische Luft für das Wohlbefinden seien.

Über Kapitalmarktthemen haben wir dagegen nur am Rande gesprochen, über das Investieren im Allgemeinen. Darüber hinaus ging es um gute Bücher, herausragende Persönlichkeiten – deren Biografien. Über die Welt und ihre Herausforderungen. Die Bibliothek dürfte der Ort gewesen sein, an dem Charlie mit Abstand die meiste Zeit seines Lebens verbracht hat. Ein Ort des Wissens. Sein Durst danach schien unendlich und zugleich seine kraftvollste Antriebsquelle.

BRAUCHEN STUDENTENWOHNHEIME LICHT?

Danach gingen wir in sein Esszimmer und aßen gemeinsam zu Abend. Während der anderthalb Stunden hatte ich Gelegenheit, alle meine Fragen zu stellen. Charlie beantwortete jede.

Ich war beeindruckt, wie tief er in den Details zahlreicher Unternehmen steckte – Unternehmen aus aller Welt. Und ja, für uns junge Leute sei es völlig okay, in Technologie-Titel zu investieren. Er wolle auf seine alten Tage aber nicht mehr damit anfangen, obwohl er sich auch sehr gut im Technologie-Sektor auskannte. Sein Enkel arbeitet für Google, und Charlie hatte mehrfach deren Hauptquartier besucht. Ich schrieb fleißig mit.

Nach dem Essen sagte Charlie: „Lass uns wieder zurück in die Bibliothek gehen, dort ist es gemütlicher.“ An seinem Lieblingsort ließen wir den Abend ausklingen.

Charlie pflegte stets zu sagen, dass die Schule des Lebens keine Semesterbegrenzung kenne. Er selbst verstand sich – bescheiden, wie er war – als ewiger Schüler. Ich dagegen würde behaupten, dass Charlie nicht nur Schüler, sondern vielmehr Lehrer war. Ein Lehrer des Lebens.

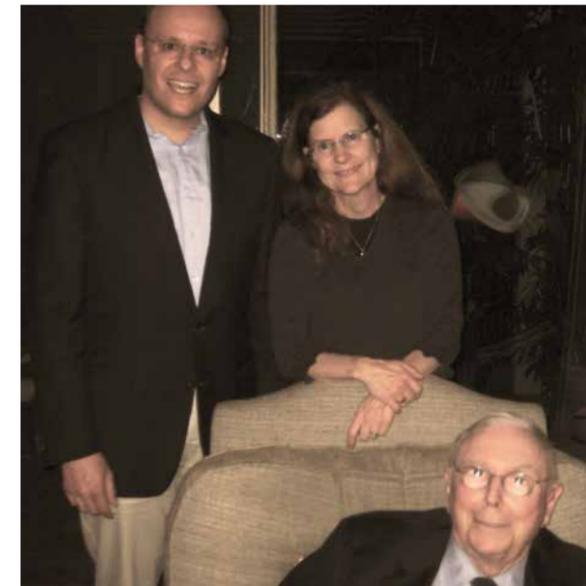
Viele haben von seinem Wissen und seinem Scharfsinn profitiert, allen voran sein kongenialer Partner Warren Buffett. Gemeinsam haben sie über viele Jahrzehnte und Krisen hinweg Berkshire zu dem gemacht hat, was es heute ist: ein wunderbares und bedeutendes Unternehmen!

Es war Charlie, der Buffett einst davon überzeugte, seinen Anlagestil zu verändern: Statt passable Unternehmen zu guten Preisen zu kaufen, sei es langfristig besser, exzellente Unternehmen zu passablen Preisen zu kaufen. Buffett folgte, auch wenn es ihm anfangs schwerfiel.

Viele Jahre später sagte er über seinen Partner: „Es war die Kraft von Charlies Verstand. Er hat meinen Horizont erweitert.“

Charlie wird Buffett fehlen, er wird Berkshire fehlen, so viel steht fest. Er wird so vielen fehlen. Der Himmel dagegen freut sich über einen, der wie kein Zweiter gute von schlechten Unternehmen unterscheiden kann. Und überdies noch so viel mehr weiß. ♦

Ludwig Palm ist Portfoliomanager
bei der Flossbach von Storch AG in Köln.



Ludwig – Mandy – Charlie
Los Angeles, März 2015

EINE FRAGE DES BLICKWINKELS



Lineare oder logarithmische Aktiencharts – was ist die „klügere“ Darstellung?

Die meisten Charts, die uns begegnen, sind linear dargestellt. Was bedeutet das? Dabei zeigt die vertikale Achse die absoluten Abstände zwischen zwei Kursen an.

Angenommen, der Kurs einer Aktie ist seit ihrem Börsengang von 10 auf 1.000 Euro gestiegen, dann würde ein Anstieg im ersten Jahr von 10 auf 20 Euro (nominal 10 Euro) in einem linearen Chart im Vergleich zu einem „krassen“ Anstieg von 500 auf 1.000 Euro (nominal 500 Euro) im Jahr 2022 sehr viel kleiner aussehen. Als wäre die Aktie nicht von der Stelle gekommen!

Wenn Sie mitgerechnet haben, erkennen Sie vielleicht schon den Nachteil dieser „optischen Übertreibung“: Es ist sehr schwer zu sehen, dass die Rendite in beiden Fällen 100 Prozent beträgt, sich der Kurs der Aktie und damit Ihr Geld verdoppelt hat.

Linear dargestellt wirkt derselbe Anstieg also im Zeitverlauf viel „dramatischer“, also steiler, und damit überzeugender. Sie könnten sich daher unbewusst aufgrund der Skalierung und weniger wegen der eigentlichen Performance der Aktie für oder gegen einen Kauf entscheiden.

An dieser Stelle kommt der logarithmische Chart ins Spiel. Entscheidender Unterschied: Die Abstände auf der vertikalen Achse zeigen jetzt nicht mehr den absoluten Abstand zwischen zwei Werten an, sondern die prozentuale Veränderung. Derselbe Kursverlauf erscheint nun – bei steigenden Kursen – flacher.

Zurück zur Eingangsfrage. Es ist ganz einfach, denn beides ist richtig. Allerdings ist, wenn Sie langfristig investieren wollen, die logarithmische Darstellung aussagekräftiger, weil Sie als Investor ja die prozentuale Rendite von einem zum nächsten Punkt interessiert.

Logarithmische Charts geben Ihnen einen guten Überblick über den gesamten Preisverlauf, und Sie können selbst länger zurückliegende Kursschwankungen gut erkennen.

PS: Erkennen Sie die Aktie? Schreiben Sie uns gerne an socialmedia@fvsag.com, und wir verraten Ihnen, ob Sie richtig liegen.

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



Instagram
flossbachvonstorch

Peking koppelt ab

China ist dem Westen zunehmend fremd. Die Begeisterung für die schier unendlich scheinenden ökonomischen Möglichkeiten ist Misstrauen gewichen. Wie sehen das eigentlich die Chinesen?



LEHR: Du warst kürzlich in China, Philipp – warum eigentlich?

VORNDRAN: Da geht es schon los: Warum eigentlich nicht! China ist aus europäischer, insbesondere der deutschen Perspektive einer der wichtigsten Handelspartner. Mich fasziniert das Land, seit jeher.

LEHR: Wie würdest Du China beschreiben?

VORNDRAN: Nehmen wir Shanghai als Beispiel: Die Stadt ist erwachsen geworden! Ihre Infrastruktur übertrifft die in den westlichen Staaten mitunter deutlich. Das Wilde, das Aufstrebende der frühen 2000er-Jahre, also all das, was wir aus Fernsehreportagen über boomende Schwellenländer kennen – die vielen Mofas und laut hupenden Kleintransporter – sind passé.

LEHR: Stattdessen?

VORNDRAN: Sind die Straßen Shanghais heruntergeregelt; der Verkehr pulsiert gleichmäßig, aber bei Weitem nicht mehr so stark. Am Fenster des Taxis ziehen Parks und Alleen vorbei. Das Stadt-

bild ist viel mehr grün als grau. Dazu passt: Ein nicht unerheblicher Teil der Autos wird von E-Motoren angetrieben, auch das Taxi. Die Hersteller? Viele sind mittlerweile chinesisch.

LEHR: Du warst in der Vergangenheit häufiger dort. Hat sich das Land verändert?

VORNDRAN: Definitiv ja.

LEHR: Inwiefern?

VORNDRAN: China ist sich selbst genug.

LEHR: Wie meinst Du das?

VORNDRAN: Mit Englisch kommst Du heute nicht weiter, nicht mal in Shanghai. Wer kein Mandarin spricht, braucht einen Übersetzer. Das war mal anders. Und wer bezahlen will, Fahrkarten etwa für die U-Bahn oder die Rechnung im Restaurant, der braucht Alipay oder WeChat Pay, am besten verlinkt mit einem chinesischen Konto. Westliche Kreditkarten werden kaum noch akzeptiert. Die imaginäre chinesische Mauer scheint höher zu sein, als es von ihrer anderen, der westlichen Seite aus aussieht.

LEHR: Dazu passt auch, dass Chinesen immer weniger reisen.

VORNDRAN: So ist es. Chinesische Reisegruppen waren einst berüchtigt im Westen. Von Jahr zu Jahr wurden sie mehr – bis Corona kam. Seither bleiben die Chinesen daheim. Auch auf Druck der Parteiführung.

LEHR: Wie beurteilst Du die Entwicklung?

VORNDRAN: Peking koppelt ab – und das ist nicht gut so.

LEHR: Du sprichst Mandarin.

Was sagen denn die Chinesen dazu?

VORNDRAN: Ich spreche leidlich, also keine falschen Erwartungen! Aber es hilft, um Fragen zu stellen, insbesondere den jüngeren Chinesen – ihnen gehört die Zukunft. Was schnell klar wird: Die gefühlte Distanz zum Westen ist heute deutlich größer als früher. Fragen zu den Beziehungen zu Europa oder den USA wurden meist mit einer Gegenfrage beantwortet.

LEHR: Die lautete wie?

VORNDRAN: „Was haben wir euch eigentlich getan?“

LEHR: Und, was meinen die Befragten?

VORNDRAN: Dass die Staaten des Westens vor allem eines haben, nämlich Angst, ihre Macht und ihren Einfluss zu verlieren. So einfach ist das.

LEHR: Das war mal anders ...

VORNDRAN: Ich kann mich noch gut an die Finanzkrisen-Zeit erinnern – 2007, 2008. Damals diskutierten Ökonomen über eine mögliche Entkopplung der Schwellenländer von den Industrienationen. Insbesondere China wurde als Konjunkturlokomotive hervorgehoben. Die Weltwirtschaft ist immer weiter verschmolzen. Die Globalisierung näherte sich ihrem Höhepunkt. Heute, zwei US-Präsidenten, eine Pandemie und ein Krieg in der Ukraine später, erscheint der Begriff „Entkopplung“ in einem anderen, einem gedimmten Licht. Die Globalisierung wird rückabgewickelt.

Strategie & Strategie

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

Falls Sie das Thema „China“ interessiert: In unserem Newsroom finden Sie eine sechsteilige Video-Interviewserie mit Philipp Vorndran und Thomas Lehr:

**INNENANSICHTEN
AUS CHINA**

flossbachvonstorch.de/de/newsroom



Glossar

Fachbegriffe kurz erklärt

Aktie – Die Aktie ist ein Wertpapier, das den Inhaber zum Miteigentümer einer Aktiengesellschaft macht. Mit dem Kauf der Aktie erwirbt der Aktionär einen Anteil am Grundkapital des Unternehmens.

Aktienindex – Ein Aktienindex ist ein Indikator für die durchschnittliche Preisentwicklung des Aktienkorbs eines Landes, einer Region oder auch einzelner Branchen und bildet das Preisniveau der ausgewählten Aktien ab.

Anlageklasse – Finanzprodukte mit ähnlichen Eigenschaften lassen sich in verschiedenen Gruppen zusammenfassen. Klassische Anlageklassen sind etwa Aktien, Anleihen, Immobilien oder Edelmetalle.

Anleihe (Bond) – Wertpapier, mit dem der Herausgeber einen Kredit am Kapitalmarkt aufnehmen kann. Anleihen können in unterschiedlichen Währungen und Laufzeiten begeben werden.

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

Buy-and-hold-Ansatz – „Buy and hold“ ist eine Investmentstrategie. Dabei werden Wertpapiere einmal erworben und dann langfristig im Depot behalten.

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.

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.

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

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

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

Portfolio – Bestand an Wertpapieren im Depot.

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

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Publikation dient unter anderem als Werbemittel.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage- Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar.

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

Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen der Zugang zu den darin enthaltenen Informationen nicht zulässig ist (z. B. aufgrund der geltenden Gesetzgebung).

Diese Publikation unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Publikation ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig. Es ist dann der Umfang der Gestattung zu beachten und ein Hinweis auf die Herkunft der Vervielfältigung und die Rechte von Flossbach von Storch anzubringen.

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

Ein umfangreiches Glossar zu Themen und Begriffen finden Sie auch auf www.flossbachvonstorch.com/glossar.

© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

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, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt,
Marcus Stollenwerk, Kurt von Storch

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

Redaktionsschluss: 8. Januar 2024

DE 112 0124 XXXX DE

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

Redaktion:

Yannick Döller, Theresa Eyerund, Dr. Bert Flossbach,
Jens Hagen, Dörte Jochims, Carina Kontio,
Sven Langenhan, Thomas Lehr, Shenwei Li,
Frank Lipowski, Prof. Dr. Thomas Mayer, Julian Marx,
Laura Oberbörsch, Ludwig Palm, Christian Panster,
Christof Schürmann, Kurt von Storch, Philipp Vorndran,
Kubilay Yalcin

Design: Markus Taubeneck, Carolin Euskirchen
und Heller & C

Druck: TheissenKopp GmbH

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Carolin Euskirchen, Illustration (Cover, S. 2); © Marc Comes, CHB-P (S. 3); © Markus Taubeneck (S. 5 oben); © davisuko, unsplash (S. 5 mittig); © Koldunov, iStockphoto (S. 5 unten); © Adam Nir, unsplash (S. 6, 9); © Funke Foto Services, Imago Images (S. 12); © Damon Hall, unsplash (S. 16); © Ivanco Vlad, iStockphoto / Markus Taubeneck, Illustration (S. 18–25); © altmodern, iStockphoto (S. 26–27); © Jinhe Li (S. 28); © Marcus Becker, sichtplan (S. 30–34); © kristaps-grundsteins, unsplash (S. 36–38); © davisuko, unsplash (S. 41); © Alex Gruber, unsplash (S. 45); © Svetlana Sarapultseva, iStockphoto (S. 46–50); © Carolin Euskirchen, Illustration (S. 51–52, S. 57–58); © Károly Effenberger (S. 67, 70); © Koldunov, iStockphoto (S. 72); © monkeybusinessimages, iStockphoto (S. 74); © Prostock-Studio, iStockphoto (S. 75); © Jacob Lund, iStockphoto (S. 77); © Daniel Bausch, unsplash (S. 78); © Ludwig Palm (S. 85); © Kayra Secran, unsplash (S. 86–87); © Marc Comes, CHB-P (S. 88–89, Rückseite)

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

Konsequent unabhängig



Flossbach von Storch