

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren

EUROPA

Regeln ohne Wert

GOLD

Rätsel einer Rally

MULTI ASSET

Rückkehr oder ...

MUSEUM



„Denn eins ist sicher: die (gesetzliche) Rente!“
Das klingt für die jüngere Generation, als wäre es die Liedzeile
aus einem mittelprächtigen Schlager der 1980er-Jahre.
Tatsächlich ist es einer der wohl bekanntesten Wahlkampflogans
einer Volkspartei in jenen Tagen gewesen.

Heute wissen die allermeisten: Denn eins ist sicher – die Rente ist es nicht!
Schon gar nicht für all jene Beitragszahlerinnen und -zahler, die sich in 30 oder 40 Jahren
in den wohlverdienten Ruhestand verabschieden möchten.

Es gibt schlicht zu viele Alte – und zu wenige Junge. Diese über Jahrzehnte gewachsene
und deshalb kaum mehr umzukehrende Unwucht bringt das System der Verteilung
an seine Grenzen. Weil das so ist, muss der Staat schon heute Löcher stopfen, die künftig
kaum mehr zu stopfen sein werden.

Längst wird klar: Nicht nur die Rente vieler Menschen und damit deren sorgenfreier
Lebensabend ist in Gefahr, sondern der Wohlstand einer ganzen Volkswirtschaft.



Flossbach von Storch
POSITION 2/2024

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



AUF EIN WORT

Die meisten Damen und Herren jenseits der 40 dürften Norbert Blüms Wahlkampf-Gassenhauer (1986) von der sicheren Rente kennen. Zumal der frühere, leider bereits verstorbene Arbeitsminister ihn mantraartig wiederholt hat. So oft, dass er vielen nicht nur im Gedächtnis geblieben ist, sondern dort auch Wirkung entfaltet hat: Ja, die Rente ist sicher, kein Zweifel!

Sie ist es nicht, so viel lässt sich aus heutiger Perspektive sagen, leider. Denn die Politik hat den demografischen Wandel, die schleichende Bevölkerungsalterung, schlicht unterschätzt, aus unterschiedlichen Gründen. Und die Rechnung dafür wird „gesalzen“ ausfallen. Für künftige Rentnergenerationen, denen kaum genug bleibt für einen geruhsamen Lebensabend. Aber auch für die Jungen, die ungleich mehr in die Rentenkasse einzahlen müssen für das wenige, das sie später zu erwarten haben. Nicht zuletzt für die Volkswirtschaft als Ganzes, deren Wettbewerbsfähigkeit erodiert, wenn der Staat die chronisch

leere Rentenkasse mit Unsummen subventionieren muss, statt das Geld in die Zukunft des Landes zu investieren – in Bildung oder die (digitale) Infrastruktur.

Es ist allerhöchste Zeit, die Rente auf ein breiteres Fundament zu stellen. Die „Aktienrente“ beziehungsweise das „Generationenkapital“ ist ein Schritt in die richtige Richtung, mehr aber nicht. Es braucht nicht weniger als einen Kraftakt! Es braucht mehr private Altersvorsorge. Es braucht mehr betriebliche Altersversorgung. Ich weiß, als Vertreter eines Hauses, das seinen Kundinnen und Kunden beides anbietet, taue ich nicht als unabhängiger Zeuge.

Schlussendlich geht es aber um viel mehr als meine persönlichen Interessen. Es geht um die Zukunft Deutschlands. Um die Zukunft unserer Kinder und Enkelkinder. Um den gesellschaftlichen Zusammenhalt.

Machen wir etwas daraus!

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre!

Kurt von Storch
Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch AG

WELTBILD

- Titel
6 **Im Museum**
- Kolumne
14 **Mail aus Shanghai**
- Europäische Union
16 **Lose Versprechen**
- Notenbanken
20 **Rote Zahlen**
- Die Welt in Charts
26 **Plötzlicher Preiseinbruch**



Europäische Union

Lose Versprechen

Die Maastricht-Kriterien werden immer wieder gebrochen. Bald soll alles besser werden – wirklich?

16

ANLAGESTRATEGIE

- Aktien
28 **Was Qualität kostet**
- Interview
32 **„Die Luft wird dünner“**
- Gold
36 **Rätsel einer Rally**
- Kapitalmarkt
38 **Multi Asset ist ... immer noch da!**
- Psychologie
42 **Des Teufels Advokat**
- Gastbeitrag
46 **Euphorie & Verzweiflung**
- Unternehmensanalyse
52 **Unterm Strich**
- ETFs
56 **Warum nicht einfach mal in ETFs investieren?**



Aktien

Was Qualität kostet

Gute Unternehmen haben ihren Preis. Anleger und Anlegerinnen sollten aber nicht jeden zahlen.

28

DOSSIER

- Automobilität
59 **Chinesische Bedrohung**

KONTEXT

- Bildung
67 **Wunsch & Wirklichkeit**
- History
72 **Ein langer Weg**
- Aktienkultur
82 **Dabeibleiben ist alles**
- Instagram
86 **Performance- oder Kursindex: Worauf achten?**
- Strategie & Strategie
88 **„Wie eine Feuerversicherung“**
- Glossar
90



History

Ein langer Weg

Investieren in Schwellenländer – eine Geschichte mit Höhen und Tiefen. Und was daraus folgt ...

72

Flossbach von Storch
POSITION
2/2024

IM

MUSEUM

von Philipp Vorndran

Die Rente ist sicher. Früher war dieser Wahlkampfslogan der „Renner“. Heute wirkt er aus der Zeit gefallen. Die Rente ist nicht sicher. Den meisten dürfte das mittlerweile klar sein. Ohne Reform des Rentensystems sieht es düster aus. Höchste Zeit, etwas dagegen zu unternehmen.

Die Zukunft einer Gesellschaft lässt sich am Zustand ihres Rentensystems ablesen. Nehmen wir Deutschland als Beispiel: Das Rentenniveau ist in den vergangenen Jahren kontinuierlich gesunken, die staatlichen Zuschüsse gleichzeitig gestiegen. Altersarmut wird für viele Menschen ein Thema werden, wenn es das nicht schon ist – ein Problem für den Zusammenhalt der Gesellschaft.

Wie konnte es nur so weit kommen?

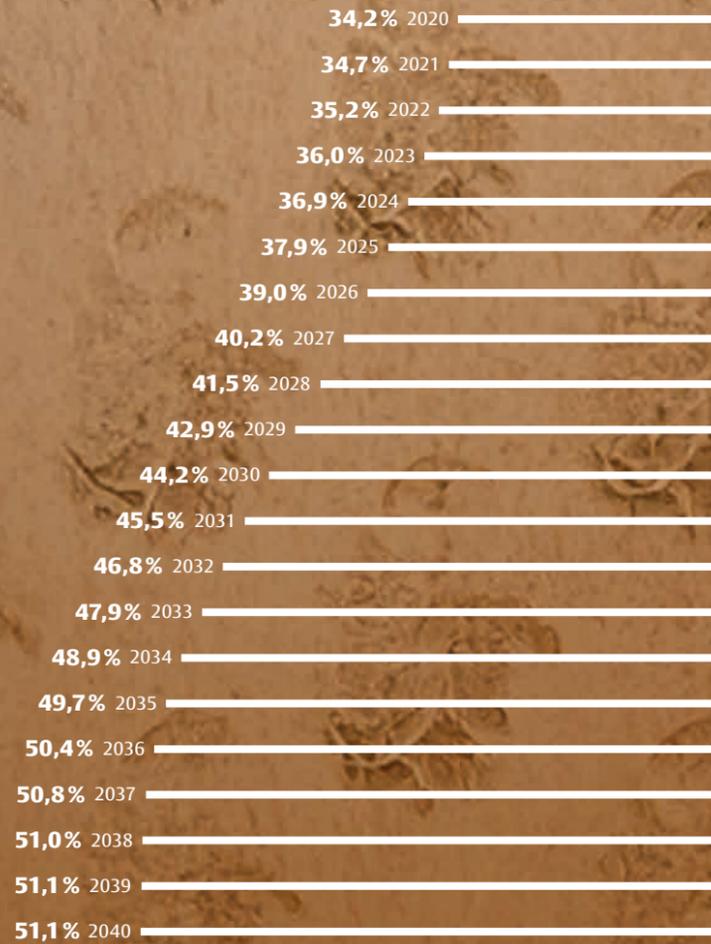
1957 wurde das bis dahin kapitalgedeckte Rentensystem durch ein umlagefinanziertes System ersetzt. Die Erwerbstätigen, die Jungen, zahlen seither für die Renten der Alten in die gesetzliche Rentenkasse ein – und hoffen, dass ihre Kinder es ihnen später gleich tun werden. Eine Abmachung zwischen Jung und Alt.

So sollte es auf ewig sein. Der Generationenvertrag, ein Vertrag, der zwar niemals ratifiziert wurde, aber doch zum unverrückbaren Wertekonstrukt der Nachkriegspolitik hierzulande gehört. Ähnlich funktioniert das Rentensystem in anderen Eurostaaten, in Spanien beispielsweise.

GESELLSCHAFTSSTRUKTUREN VERÄNDERN SICH

Das Problem dabei: Gesellschaften wandeln sich. Heute werden weniger Kinder geboren als in den 1950er-Jahren – und die Menschen leben deutlich länger. Im Ergebnis gibt es in den Industriestaaten (in Relation) viel mehr Alte als früher und weniger Junge, also mehr Rentenempfänger und weniger -zahler. Dieser Trend wird sich sogar noch beschleunigen, denn die sogenannten Babyboomer, die Vertreter der geburtenstarken Jahrgänge 1955 bis 1969, verabschieden sich nach und nach in die Rente ...

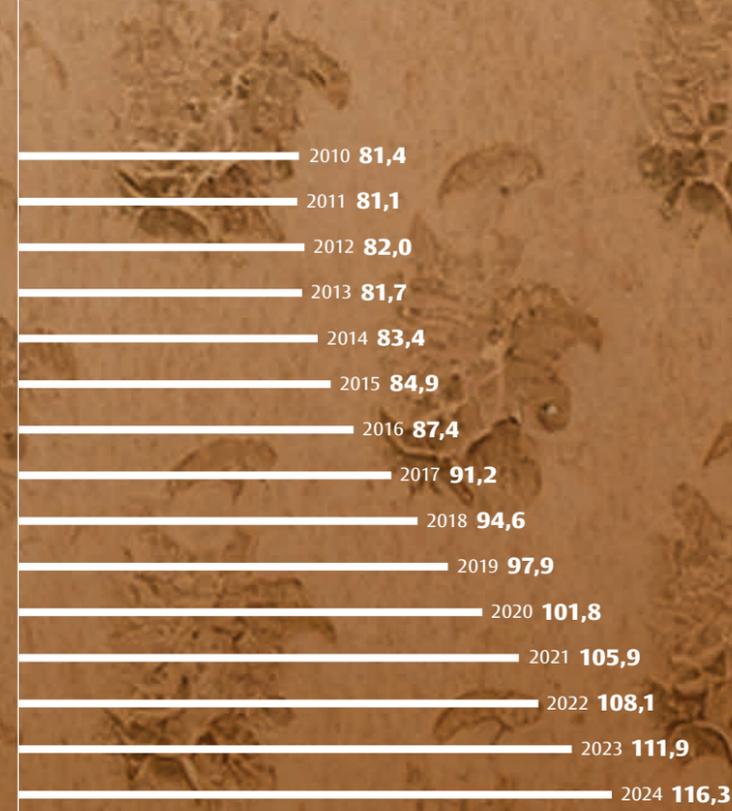
Der sogenannte Altenquotient misst das Kräfteverhältnis zwischen beiden Gruppen, den Jungen und den Alten, und damit nicht zuletzt die Belastbarkeit des umlagefinanzierten Rentensystems. 1950 betrug der Quotient nach Angaben der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) 16; das heißt, auf 100 Personen im Erwerbsalter kamen 16 Personen im Rentenalter. Heute liegt



Grafik 1
Weniger Junge, mehr Alte
Spürbarer Anstieg des Altersquotienten in Deutschland

Anzahl der über 65-Jährigen im Verhältnis zur Anzahl der Personen im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64 Jahre)

Quelle: UN World Population Prospects 2022, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2024



Grafik 2
Fass ohne Boden

Der Bundeshaushalt wird zunehmend durch Rentenzuschüsse belastet

Bundesmittel an die Rentenversicherung in Milliarden Euro (Soll-Zahlen für die Jahre 2023 und 2024)

Quelle: Bundesministerium der Finanzen, Deutsche Rentenversicherung, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2024

der Altenquotient schon bei 36, also mehr als doppelt so hoch. Mitte der 2030er-Jahre werden es mehr als 50 sein. Auf zwei Menschen im erwerbsfähigen Alter, von denen längst nicht alle erwerbstätig sein werden, kommt also ein Rentner (vgl. Grafik 1). In den Jahren danach dürfte es kaum besser werden. Dazu passen die jüngst veröffentlichten Daten, dass die Geburtenrate in Deutschland zuletzt wieder zurückgefallen ist, auf 1,36 Kinder je Frau im gebärfähigen Alter – und damit auf das tiefste Niveau seit 2009. Im Jahr zuvor betrug die Geburtenrate noch 1,46.

Das Umlageverfahren der gesetzlichen Rentenversicherung stößt damit zunehmend an seine Grenzen. Ablesen lässt sich das zuallererst am Rentenniveau; das liegt gerade noch bei 48 Prozent des durchschnittlichen Lohnniveaus in Deutschland, vorausgesetzt, es wurden vor Eintritt in den Ruhestand 45 Jahre in die Rentenkasse eingezahlt. Diese verbliebenen 48 Prozent sollen, so ist es aktuell im Gesetzentwurf zum Rentenpaket II nachzulesen, zumindest dauerhaft garantiert werden. Das soll einigermaßen beruhigend auf die kommenden Rentnergenerationen wirken, tut es aber nicht.

LÖCHER STOPFEN, DIE NICHT ZU STOPFEN SIND

Denn schon jetzt bezuschusst der Bund die Rentenkasse mit Milliarden Euro – Jahr für Jahr. Mehr als 115 Milliarden werden es in diesem Jahr sein. Erstmals durchbrochen wurde die 100-Milliarden-Euro-Marke bereits 2020 (vgl. Grafik 2). Nach den Vorausberechnungen meiner Kollegen aus dem Research Institute könnten es 2030 rund 180 Milliarden und 2035 bereits 240 Milliarden Euro sein. Die Milliarden für die Beamtenpensionen sind da noch nicht mit drin ...

Es ist, als würde man Wasser aus einem leckgeschlagenen Ruderboot schöpfen, immer schneller und schneller. Ein vermutlich hoffnungsloses Unterfangen. Irgendwann setzt die Erschöpfung ein – und das Wasser gewinnt. Weil der Fehler im Falle der Rentenkasse im System liegt.

Ein System, das niemals grundlegend reformiert und den Gegebenheiten angepasst wurde. Stattdessen wurde etwas justiert, herumgedoktert, optimiert. 1992 und 2006 sind →

beispielweise die Altersgrenzen heraufgesetzt und das Rentenniveau gesenkt worden; das neuerliche Rentenpaket, die vermeintliche Rentengarantie, sortiert sich nahtlos in die Reihe der „Reförmchen“ ein, auch wenn diese in der Vergangenheit stets als großer Wurf gefeiert wurden.

Das grundlegende Problem, die dem Umlagesystem innewohnende Schwäche, auf ausreichend Beitragszahler angewiesen zu sein, ist damit allerdings kaum zu beheben. Der demografische Wandel arbeitet langsam, dafür unerbittlich. Ist der Zug erst losgefahren, lässt er sich kaum mehr stoppen.

Wie so vieles im Leben wurde und wird das Thema Bevölkerungsalterung sowie deren langfristige Auswirkungen verdrängt und die Lösung der Probleme auf die lange Bank geschoben. Regierungsparteien, aber auch solche, die es werden wollen, denken in Legislaturperioden, keinen Tag länger. Das ist menschlich, zweifelsohne, aber gefährlich. Frei nach dem Motto: Was kümmern mich Dinge, die so weit in der Zukunft liegen? Wichtig ist schließlich, im Hier und Jetzt eine gute Figur abzugeben. Zumal der eigene Ruhestand in den allermeisten Fällen sauber durchfinanziert sein dürfte.

ES WERDEN GESCHENKE VERTEILT

Statt die Rentenkasse zukunftstauglich zu machen, ist sie im Laufe der Jahrzehnte zu einem Selbstbedienungsladen gekommen. Ganz gleich, aus welchen Farbspielen die Regierungen auch bestanden haben, es wurden großzügige Geschenke verteilt – an unterschiedliche Wählerklientelen, ohne dass den Auszahlungen adäquate Beitragszahlungen gegenüberstanden hätten. Die Mütterrente ist so ein Beispiel gewesen, bei Weitem aber nicht das einzige. Als wäre der demografische Wandel nicht schon genug Last für das Umlagesystem.

Für die wohlmeinenden Geschenke an die eigenen Wählergruppen müssen am Ende die Jungen geradestehen. Die Bundesbank schätzt, dass der Beitragssatz bis zum Jahr 2070 ohne grundlegende Reform von derzeit 18,6 auf mehr als 30 Prozent steigen dürfte. Das sind keine erbaulichen Aussichten für die Beitragszahler von morgen, wenngleich die Prognosen eher theoretischer Natur sein dürften.

Denn die Beiträge immer weiter anzuheben, ist keine Option für die Regierenden, wenn sie es denn bleiben wollen. Genauso wie das Renteneintrittsalter immer weiter heraufzusetzen oder die Renten stetig zu kürzen. Die letztgenannten Optionen dürften in Zukunft am Willen einer stetig wachsenden Wählergruppe scheitern: der Gruppe der Alten. Was bleibt, ist die dauerhafte Alimentierung der Rentenkasse durch den Bund. Und auch das ist eine gewaltige Hypothek für die jüngeren Generationen. Denn die Alimentierung hat ihren Preis, in doppelter Hinsicht.

Mehr als 20 Prozent des Bundeshaushalts entfallen mittlerweile auf Zuschüsse zur Rentenversicherung, Tendenz rasant steigend. Das Geld fehlt an anderer Stelle – für Investitionen in die (digitale) Infrastruktur oder das Bildungssystem. Und das ist womöglich der weit höhere Preis, den die jüngeren Generationen zu zahlen haben: Denn je mehr Geld in das soziale Sicherungssystem fließt, also für konsumtive Zwecke ausgegeben wird, umso weniger bleibt für Investitionen in die Zukunft des heimischen Wirtschaftsstandorts übrig, in hochwertige Arbeitsplätze und damit die Zukunft unserer Kinder und Enkelkinder.

WIR BRAUCHEN ERFINDERGEIST

Wir haben keine gewaltigen Rohstoffvorkommen, die wir zu hohen Preisen in alle Welt verschiffen könnten. Was wir haben, sind Erfindergeist, Ingenieurskunst und Unternehmertum. Die können aber nur gedeihen, wenn sie an erstklassigen Universitäten gefördert und gefordert werden. Sie können nur zur Anwendung kommen, wenn Unternehmer und all jene, die es womöglich werden wollen, nicht malträtiert werden von einer Bürokratie, die weltweit ihresgleichen sucht, im schlechtesten Sinne. Sondern sie stattdessen auf eine Infrastruktur zurückgreifen können, die international wettbewerbsfähig ist. Auf ein modernes Straßen- und Schienennetz sowie – nicht zu vergessen – schnelles, leistungsstarkes und verlässliches Internet. Vor einigen Jahren wurde die Digitalisierung als oberste Regierungspflicht proklamiert, mehr aber auch nicht. In den Amtsstuben der Republik ist das Fax immer noch ein allseits beliebter Kommunikationskanal.

Ich reise gerne und viel, insbesondere im asiatischen Raum. Auf meinen Reisen ist mir wichtig, ein Gespür dafür zu bekommen, wie andere Gesellschaften funktionieren. Was zeichnet sie aus, was unterscheidet sie von dem, was wir daheim haben und erleben. Wie steht es um Innovation und technischen Fortschritt? Ich erinnere mich noch gut und gerne an jene Zeiten, als wir auf Reisen waren und dachten, wie gut es doch laufe in der Heimat. Wie pünktlich und verlässlich die öffentlichen Verkehrsmittel seien, wie vorzeigbar die heimische Infrastruktur und wie beruhigend fortschrittlich das Gesundheitswesen.

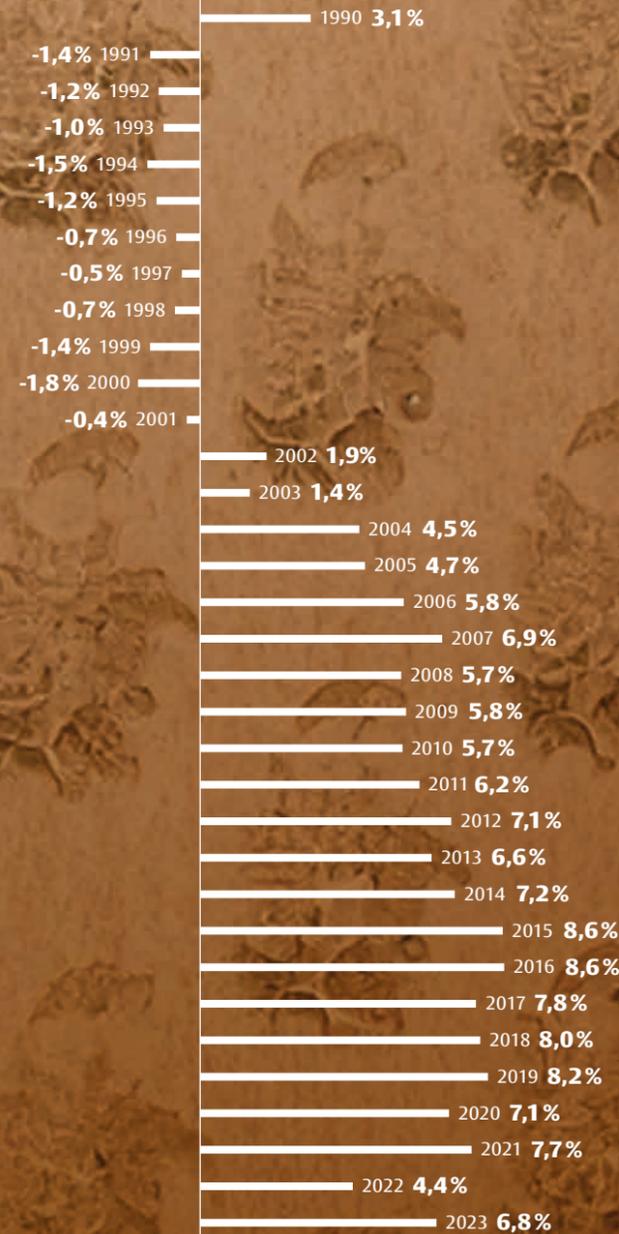
Heute ist die Perspektive eine andere. Ich gehe durch Tokio, Shanghai, Hongkong, Singapur oder Dubai – und staune. Ich staune darüber, wie rückständig wir daheim mittlerweile wirken. Andere Volkswirtschaften haben nicht nur aufgeholt, sie haben uns längst eingeholt und überholt. Es gab Zeiten, in denen hätte ich ein deutsches Krankenhaus dem im Ausland stets vorgezogen, so denn ein Aufenthalt nötig gewesen wäre. Heute täte ich das nicht mehr.

Deutschland wirkt zunehmend museal und dysfunktional. Sein Gesundheitssystem, die Deutsche Bahn, Behörden, Infrastruktur – einst wurden wir dafür gelobt und bewundert. Heute werden wir immer häufiger belächelt. Dazu passen auch die Erzählungen von vielen Mittelständlern, mit denen ich regelmäßig diskutiere. Viele sorgen sich um die Zukunft, halten Investitionen zurück, mehr noch: sie prüfen, ins Ausland zu verlagern. Das ist keine gute Entwicklung.

ERST VERDIENEN, DANN VERTEILEN

Unser großes Glück ist, dass Deutschland immer noch ein vergleichsweise wohlhabendes Land ist (vgl. Grafik 3). Ein Land, das aber – nicht zuletzt wegen des demografischen Wandels – zunehmend von seiner Substanz zehrt. Irgendwann, in nicht allzu ferner Zukunft, ist der Speck weg. Und dann?

Wir sollten es besser nicht so weit kommen lassen, sondern uns stattdessen daran erinnern, dass alles, was wir an sozialen Wohltaten verteilen, zunächst erwirtschaftet werden →



Grafik 3
(Noch) wohlhabend
Deutschland kann von seiner Substanz zehren, aber nicht ewig ...

Leistungsbilanzsaldo Deutschlands in Prozent des Bruttoinlandsprodukts

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2024

muss. Mit dieser Erkenntnis, so banal sie auch klingen mag, wäre schon viel gewonnen. Wir brauchen Realismus und Aufbruchstimmung gleichermaßen, keine „Der-Letzte-macht-das-Licht-aus-Mentalität“. Nach uns (Babyboomern) bitte nicht die Sintflut! Die Jungen werden sonst mit den Füßen abstimmen. Denn eines ist gewiss: Die Welt hat mehr zu bieten als Hamburg, München, Berlin, Frankfurt oder Köln ...

Umso wichtiger ist die Lösung des Rentenproblems. Nicht allein um künftige Rentnergenerationen vor der Altersarmut zu bewahren, sondern auch um zu verhindern, dass immer mehr Steuersubstrat in den sozialen Sicherungssystemen versickert, weil sich die Regierenden nicht trauen eine Reform anzupacken, die diesen Namen auch verdienen würde. Aber was tun?

Wir brauchen auch in Deutschland ein verpflichtendes Drei-Säulen-Modell aus gesetzlicher Rentenversicherung, betrieblicher Altersversorgung und privater Altersversorgung. Niemand darf es sich leisten können/müssen, allein auf den gesetzlichen Teil zu vertrauen.

Die betriebliche Altersversorgung (bAV) ist, wie ich finde, dabei die am meisten unterschätzte Säule. Ein Blick in die Niederlande reicht aus, um das zu verdeutlichen: 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 gerade mal 54 Prozent, das durchschnittliche Rentenniveau, wie zuvor beschrieben, deutlich darunter ...

Natürlich sind auch die Unternehmerinnen und Unternehmer gefragt; sie müssen ihrer gesellschaftlichen Verantwortung gerecht werden. Zumal es in ihrem ureigenen Interesse ist, der eigenen Belegschaft ein bAV-Angebot zu unterbreiten. Denn der demografische Wandel ist nicht allein eine Herausforderung für die gesetzliche Rentenversicherung, sondern auch für den Arbeitsmarkt. Er verschärft den Fachkräftemangel. Und wir brauchen gute, talentierte Leute. Die bekommen wir aber in Zukunft nur, wenn wir ihnen einen attraktiven Arbeitsplatz bieten.

Dazu gehört eben auch eine betriebliche Altersversorgung, die langfristig ausreichend Renditepotenzial bietet und zu der das Unternehmen einen ordentlichen Teil beisteuert. Bei Flossbach von Storch haben wir so eine bAV. Die Kolleginnen und Kollegen aus der Personalabteilung scherzen regelmäßig, dass neue Mitarbeiter zuweilen die Vereinbarung zur Entgeltumwandlung früher unterschrieben zurückgeben als den Arbeitsvertrag.

Aus der öffentlichen Debatte ist die bAV dagegen weitgehend verschwunden. Leider muss man sagen. Stattdessen wird vor allem über die vermeintliche Rentengarantie des neuen Rentenpakets diskutiert – und über die Pläne zur „Aktienrente“.

Die ist zweifellos ein Schritt in die richtige Richtung. Nur sind die Summen, die dabei in Rede stehen, gemessen am Finanzbedarf der gesetzlichen Rentenkasse, ein Tropfen auf den heißen Stein. Es braucht mehr davon, viel mehr. Und es braucht nicht zuletzt deshalb viel mehr, weil der Schritt in Richtung Kapitalmarkt mit Blick auf den Zustand der gesetzlichen Rente sehr spät kommt.

Ich habe neulich in einem der typischen TV-Talk-Formate den Ausführungen einer jungen Dame gelauscht, ihres Zeichens Vorsitzende der Jugendorganisation einer Regierungspartei. Es ging um die „Aktienrente“, vor allem aber darum, dass Aktien Teufelszeug seien. Zitat: „Wir sollten besser nicht mit etwas so Wichtigem wie der Rente zocken!“, sagte sie mehrfach. So sehen es führende deutsche Nachwuchspolitiker, als Zockerei. Ich muss gestehen, ich kann das schwer aushalten (vgl. S. 13). Die Politik hat demnach nicht nur ein Umsetzungs-, sondern obendrein ein Erkenntnisproblem.

Die Wahrheit ist: Ohne die kapitalgedeckte Altersvorsorge zu stärken, ganz gleich ob als betriebliche, private oder staatliche Variante, ist eine generationengerechte Rente nicht mehr zu erreichen. Punkt.

Das sollte, das muss man wissen. Und dann muss man wollen. ♦

Philipp Vorndran ist Partner bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

BILDUNG

Eine gute Ausbildung erhöht die Chancen, einen spannenden, ordentlich bezahlten Beruf zu ergreifen, was wiederum die Möglichkeiten erweitert, privat für das Alter vorzusorgen, über die Jahre Vermögen aufzubauen und die Abhängigkeit von der gesetzlichen Rente zu verringern. Kurzum: Wer gut verdient, kann auch mehr sparen. Ein banaler Zusammenhang. Wobei uns auch klar ist, dass eine Gesellschaft nicht nur aus Ingenieuren und Ärzten besteht, auch niemals bestehen wird. Für all diejenigen, die keine oder nur wenige finanzielle Mittel haben, privat vorzusorgen, muss es eine andere Möglichkeit geben.

Wir sind keine Bildungspolitiker, maßen uns also nicht an, die Ausbildungsqualität hierzulande in Gänze zu beurteilen. Was wir uns aber schon zutrauen, ist eine Einschätzung, was unseren eigenen Bereich betrifft: das Wissen über Finanzen und Wirtschaft. Und da fällt unsere Einschätzung leider wenig positiv aus. Warum sollte es auch anders sein? In der Schule finden diese Themen schließlich kaum statt. Wir haben selbst Kinder, die die Schulbank drücken beziehungsweise gedrückt haben und damit einen relativ guten Einblick, was sie von dort mitbekommen – oder eben auch nicht.

Dabei ist Wirtschaft viel zu wichtig, als dass man sie in der Schule aussparen könnte. Für jeden Einzelnen, die Schülerinnen und Schüler, aber auch die Gesellschaft als Ganzes. Wer weiß, wie wichtig Einkommen ist, der kann auch den Wert einer Berufsunfähigkeitsversicherung einschätzen. Und wer weiß, wie der Zinseszinsseffekt funktioniert, kann ermessen, wie hilfreich es ist, frühzeitig damit zu beginnen, für die Zukunft vorzusorgen. Das wäre die Perspektive der Schülerinnen und Schüler.

Und die gesamtgesellschaftliche? Nehmen wir an, ein Großteil der Menschen wüsste, was die Notenbankpolitik bewirkt und wie wichtig Altersvorsorge ist, gerade für kommende Generationen. Sie würden sich entsprechend verhalten, sich langfristig lieber an guten Unternehmen beteiligen, statt es einer Bank aus „wer weiß woher“ zu leihen, nur weil die für Neukunden, wenn auch nur für ein Jahr, 0,2 Prozentpunkte mehr Zinsen auf das Tagesgeldkonto offeriert.

Der Gesellschaft käme das zugute, weil Altersarmut in Zukunft womöglich gar kein so großes Problem wäre. Es käme ihr zugute, dass viele Menschen, Aktionäre, plötzlich unternehmerisch dächten, sich mit wirtschaftlichen Zusammenhängen auseinandersetzen, statt blind auf Vater Staat zu vertrauen. Im Großen wie im Kleinen. Womöglich würde das den Unternehmergeist wecken. Neue Ideen würden entwickelt – neue Projekte und letztlich neue Produkte. Es würde geforscht und entwickelt. Womöglich entstünden neue, interessante Arbeitsplätze, was gut für die Gesellschaft und wiederum jeden Einzelnen wäre.

Gesellschaft und Wirtschaft sind keine Gegensätze, ganz im Gegenteil. Sie brauchen und befruchten einander. Ludwig Erhard wusste beides wie kein Zweiter zu versöhnen, wobei es eigentlich gar keiner Versöhnung bedürfen sollte. Soziale Marktwirtschaft hieß sein Konzept, noch heute ist es allgegenwärtig, nur wurde es immer weiter ausgehöhlt, haben sich die (politischen) Schwerpunkte immer weiter verschoben – mehr Soziales, immer weniger Wirtschaft. Dass es eine gesunde, prosperierende Wirtschaft braucht, um eben jene, sehr wichtigen sozialen Ausgleichsmechanismen zu finanzieren, wird dabei leider allzu oft vergessen.

BEDEUTET
FORTSCHRITT

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 die Folgen der Immobilienkrise für Wohnungskäufer und -käuferinnen.

Obwohl sich das Drama lange abzeichnete, war es ein Paukenschlag, als Ende Januar der chinesische Immobilienentwickler Evergrande in die Insolvenz rutschte. Der Konzern steht mit 300 Milliarden US-Dollar bei Schuldnern in der Kreide – davon 280 Milliarden in China. Und es war nicht der erste Fall. Erst im Oktober 2023 war bekannt geworden, dass auch der Entwickler Country Garden überfällige Schulden hat. Unterm Strich dürften viele Tausend Wohnungskäufer betroffen sein. Dennoch hört man kaum etwas von ihnen.

Das war 2022, als mehrere kleine Entwickler Insolvenz anmelden mussten, anders. Damals zitterten viele Menschen, die lange auf eine Wohnung gespart haben, um ihre Anzahlung und Bilder von Betroffenen, die in unfertige Wohnungen eingezogen waren, gingen um die Welt.

Denn bei Neubauten funktioniert ein Wohnungskauf in China anders als in Deutschland. Bei uns ist das „Presale“-Modell üblich: Dabei sind etwa 30 Prozent der Kaufsumme bei Vertragsabschluss und damit vor der Wohnungsübergabe an den Entwickler zu überweisen. Auch der Wohnungskredit

läuft ab diesem Zeitpunkt. Danach dauert es in der Regel zwei Jahre, bis die Wohnung bezugsfertig ist. Wohnungskäufer müssen in dieser Zeit die Miete für die alte Wohnung plus die Kreditrate stemmen.

Wie also geht es den Wohnungskäufern, die von den jüngsten Pleiten im Immobiliensektor betroffen sind? Was zeigen Beiträge in den chinesischen sozialen Medien? Hier zu recherchieren, mag kein systematischer, wissenschaftlich fundierter Ansatz sein. Nichtsdestotrotz liefern die Beiträge aus unserer Sicht ein relativ glaubwürdiges Bild. Hier das Ergebnis einer entsprechenden Suche mit Begriffen wie „Evergrande“, „Country Garden“ und „Fertigstellung“:

- **Es wird weitergebaut.** Die meisten Käufer berichten, dass die jeweilige Lokalregierung eingegriffen hat und sie die Projekte fertig bauen lässt. Einige Wohnungen sind bezugsfähig. Bei Bauvorhaben, die noch nicht fertig sind, berichten viele, dass sie vom Entwickler zumindest einen Termin erhalten haben. Und das scheint nicht nur für Wohneinheiten der international bekannten Evergrande und Country Garden zu gelten, sondern auch bei weniger bekannten Namen.
- **Baustopp bei Gewerbeimmobilien.** Ausnahmen sind gemischte Projekte, bei denen also Wohneinheiten mit Gewerbeimmobilien oder Hotel-Resorts kombiniert gebaut werden. Hier kümmert sich die Lokalregierung meist um die Wohneinheiten, nicht jedoch um die gewerblich genutzten Objekte. Diese Bereiche dürften wohl oft Bauruinen bleiben, was den Wert der Wohneinheiten womöglich schmälert.
- **Abstriche fast immer nötig.** „Fertig gebaut“ beinhaltet zudem kein 100-Prozent-Leistungsversprechen. So müssen eigentlich alle Neubauten in China seit 2017 vor der Übergabe auch beim Innenausbau fertiggestellt sein. Der Boden muss also gelegt, Strom- und Wasserleitungen einsatzfähig sein. Angesichts der Finanzmittelknappheit müssen viele Käufer hier Abstriche machen und selbst für die Fertigstellung sorgen. Auch die zuvor versprochenen Ausstattungen in den öffentlichen Bereichen

wie Pflanzen oder ein Spielplatz fehlen häufig. Manche Käufer haben dafür immerhin einen freien Parkplatz als Entschädigung bekommen.

- **Weniger Etagen als geplant.** Zudem wird immer wieder über Fälle berichtet, bei denen ein unfertiges Wohngebäude ursprünglich zum Beispiel 30 Etagen haben sollte. Nun werden aber nur 20 Etagen gebaut. Käufer von Wohneinheiten auf der 21. bis 30. Etage wird dann oft eine Einheit in einem alternativen Wohnprojekt als Entschädigung angeboten oder sie bekommen das gezahlte Geld (Anzahlung und bereits getilgte Hypotheken) zurück und können den Kaufvertrag stornieren.
- **Hypothekenspauses meist möglich.** Ein großes Problem ist für viele Betroffene, dass die Bearbeitung von problematischen Projekten oft besonders lange dauert. Denn neben den offensichtlich finanziellen Gründen sind meist viele Parteien involviert und die jeweiligen Verantwortungen nicht klar definiert. Geschäftsbanken sind meist willig, betroffenen Käufern eine Frist zu gewähren, in der Hypotheken nicht getilgt werden müssen. Hier sind aber manche Käufer skeptisch.

Unterm Strich entstand der Eindruck, dass wohl fast alle problematischen Wohnprojekte am Ende erfolgreich abgeschlossen werden.

Das Vertrauen in das chinesische „Presale“-Modell hat aber Risse bekommen: Zum einen müssen die meisten Betroffenen Abstriche hinnehmen, für die sie nicht entschädigt werden. Zum anderen haben dagegen Banken und Regulatoren beim „Presale“-Modell ihren Überwachungsjob offenbar nicht gut gemacht, ohne dafür bestraft zu werden. Auf längere Sicht könnte das Modell womöglich sogar vom Markt verschwinden. Einige Provinzen haben bereits angekündigt, dass Wohnungen ab einem bestimmten Zeitpunkt nur als „Spot“-Produkte zu verkaufen sind, also erst nachdem sie fertiggestellt sind. Auch soll das Angebot von Sozialwohnungen schnell steigen. ♦

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.

L O S E VERSPRECHEN

von Julian Marx

In der Europäischen Union werden die Maastricht-Kriterien von mehreren Mitgliedsstaaten nicht eingehalten – und das schon seit vielen Jahren. Neue Haushaltsregeln sollen nun für Besserung sorgen. Eine Analyse.

ZEHN, NEUN, ACHT, SIEBEN ...

Was wie ein Countdown vor einem Raketenstart klingt, hat nichts mit Raumfahrtbemühungen zu tun. Bei den genannten Ziffern handelt es sich um die Haushaltsdefizite Italiens. Es fehlen nur noch die Prozentzeichen. In den vergangenen vier Jahren ist die Neuverschuldung des Landes von zehn auf sieben Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gefallen. Die Tendenz ist zwar positiv, immerhin ist der Trend rückläufig. Dennoch ist Italien der EU-Mitgliedsstaat, der seit Ausbruch der Corona-Pandemie im Jahr 2020 die höchsten Defizite eingefahren hat.

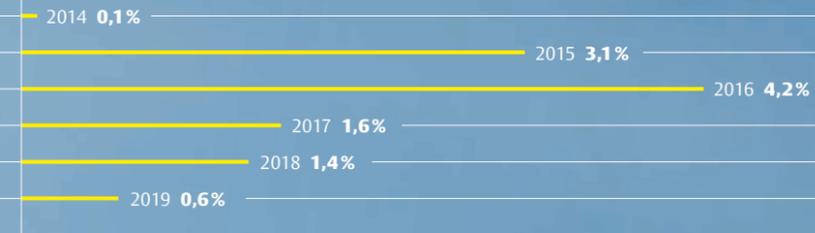
Allerdings sind hohe Haushaltsdefizite nicht allein ein italienisches Phänomen. Auch andere Mitgliedsstaaten haben mit ausufernden Schuldenbergen zu kämpfen. Im Fall der Europäischen Union (EU) lag die Staatsverschuldung mit etwa 82 Prozent des BIP zuletzt weiter auf historisch hohen Niveaus. Die Staatsschuldenquote der 20 Eurostaaten war mit rund 89 Prozent sogar noch ein Stockwerk höher. Dabei gab es bei der Gründung der Europäischen Union eine deutlich andere Vereinbarung.

Am 7. Februar 1992 haben die zwölf Staats- und Regierungschefs der damaligen Europäischen Gemeinschaft im niederländischen Maastricht nicht nur das Vertragswerk zur Gründung der EU und zur Einführung einer Wirtschafts- und Währungsunion beschlossen, sondern eben auch die Maas-

tricht-Kriterien vereinbart, die Staaten der Wirtschafts- und Währungsunion erfüllen sollten. Ziel war es, dass sich die Mitgliedsländer auch dadurch wirtschaftlich aneinander annähern sollten, was die Grundlage für eine gemeinsame Währungspolitik darstellt. Nach diesen Maastricht-Kriterien sollte die maximale jährliche Neuverschuldung der EU-Staaten drei Prozent des BIP nicht überschreiten. Zudem wurde eine Staatsschuldenquote von höchstens 60 Prozent des BIP vorgesehen. Doch immer wieder haben Euroländer die Regeln gebrochen.

So blieb Frankreichs Haushaltsdefizit zwischen 1995 und 2023 in nur sieben Jahren unterhalb der Drei-Prozent-Grenze. Portugals Regierungen beendeten erstmals im Jahr 2007 ein Haushaltsjahr mit einem Defizit, das (knapp) unterhalb der Marke von drei Prozent blieb. Auch für das hoch verschuldete Belgien und für Italien, die bereits Ende der 1990er-Jahre eine Staatsverschuldung jenseits der 100 Prozent des BIP auswiesen, waren bereits bei der Gründung der Währungsunion Ausnahmen gemacht worden. In Griechenland stimmten beim Beitritt die Zahlen offenbar nicht. Ohnehin ist die Defizit-Grenze an dem Land wohl komplett vorbeigegangen. Zwischen 1995 und 2015 lag das durchschnittliche griechische Haushaltsdefizit jährlich bei 7,9 Prozent. Ab 2016 konnte die Regierung in Athen zwar für einige Jahre sogar einen Haushaltsüberschuss vorweisen. Doch dieser hing eng mit den milliardenschweren zinsvergünstigten Krediten zusammen, die Griechenland im Zuge der Eurokrise erhielt.

— Differenz zwischen prognostiziertem* und tatsächlichem Realwachstum in Griechenland (in Prozentpunkten)



Grafik 1

Wenn es nur so einfach wäre ...
Die Europäische Kommission hat die griechischen Wachstumsperspektiven kontinuierlich überschätzt

* Bei den Prognosen handelt es sich jeweils um die Herbstprognose der Europäischen Kommission des Vorjahres. Beispiel: Beim prognostizierten Realwachstum für das Jahr 2014 handelt es sich um die Prognose aus dem Herbst 2012.

Quelle: Eurostat, Europäische Kommission, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2024

Und so verfügen mit Belgien, Frankreich, Griechenland, Italien, Portugal und Spanien sechs EU-Mitgliedsstaaten, die zusammen für mehr als 40 Prozent der EU-Wirtschaftsleistung stehen, inzwischen über eine Staatsschuldenquote, die sogar 100 Prozent des BIP übersteigt. Die Fiskaldisziplin von zahlreichen EU-Mitgliedsstaaten wurde also äußerst lax gehandhabt. In der Corona-Krise wurden die Regeln sogar bis Ende 2023 ausgesetzt und heftig über deren Sinnhaftigkeit debattiert. Daher wurde vor einiger Zeit ein neuer Anlauf gestartet.

DIE NEUEN REGELN IM CHECK

Im Februar war es dann so weit. Valdis Dombrovskis, Exekutiv-Vizepräsident der Europäischen Kommission, begrüßte die politische Einigung über einen neuen EU-Rahmen, den das Europäische Parlament im April billigte. Nach seiner Ansicht werden die Vorschriften die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen verbessern und ein nachhaltiges Wachstum fördern. Nach den Erfahrungen der vergangenen Jahre bleibt die Frage: Ist dieser Optimismus gerechtfertigt?

Auf den ersten Blick bleiben wesentliche Eckpfeiler unverändert und die Maastricht-Kriterien von der bevorstehenden Reform unberührt. Dabei sind beide Grenzen inhaltlich umstritten. Mehrfach wurde moniert, dass es für diese Regeln keine wissenschaftliche Fundierung gibt. Was sich durch den neuen EU-Rahmen ändern soll, ist einzig der Weg, wie die Einhaltung von Schuldenstands- und Defizit-Grenze künftig gewährleistet werden soll.

1. STÄRKERE NATIONALE VERANTWORTUNG UND ANPASSUNGSPHASEN

Zukünftig soll es eine mehrjährige „Anpassungsphase“ geben, in dem der Schuldenstand eines stark verschuldeten

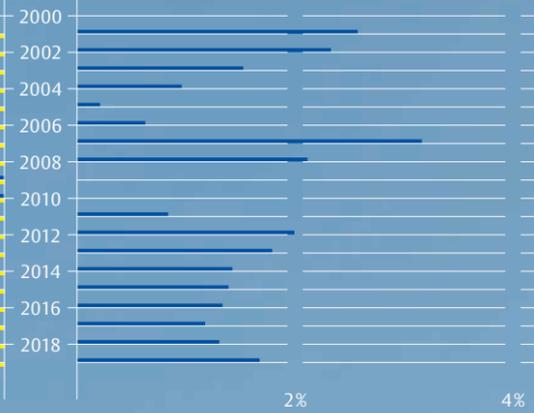
Mitgliedsstaats durch geeignete Maßnahmen auf einen nachhaltigen Abwärtspfad gebracht werden soll. Dabei kann eine üblicherweise vierjährige Anpassungsphase aus jedem Grund, den der Rat der EU für angemessen hält, um drei Jahre verlängert werden.

Weitere Faktoren sollen ebenfalls für mehr Flexibilität sorgen. So soll die nationale Eigenverantwortung gestärkt werden, indem den Mitgliedsstaaten bei der Festlegung ihrer eigenen haushaltspolitischen Anpassungspfade und bei ihren Reform- und Investitionszusagen ein größerer Spielraum eingeräumt wird. In diesem Zusammenhang haben Mitgliedstaaten auch die Möglichkeit, die Einreichung eines überarbeiteten nationalen Plans zu beantragen, wenn objektive Umstände dessen Umsetzung verhindern – beispielsweise bei einem Regierungswechsel.

Diese Vorgaben erscheinen, zumindest nach unserer Einschätzung, problematisch. Ein möglicher Kritikpunkt lautet, dass ein Regierungswechsel eine Überarbeitung des nationalen Plans nach sich ziehen kann – für sich genommen erscheint dieser Aspekt zunächst nachvollziehbar. Allerdings ist im Fall einer bis zu siebenjährigen Anpassungsphase äußerst fraglich, wie viele Regierungen eine solche Anpassungsphase überhaupt von Anfang bis Ende begleiten können. Im Ergebnis könnten die vereinbarten Pfade einer ungewollt hohen Dynamik unterliegen. Kontinuität und Planungssicherheit bringt das nicht. Zudem können (zu) große Spielräume der Mitgliedsstaaten dem Wunsch nach mehr Haushaltsdisziplin sogar entgegenwirken: Einerseits darf grundsätzlich angezweifelt werden, ob Staaten, die sich bislang schon über viele Jahre nicht an die Maastricht-Kriterien gehalten haben, angesichts eines höheren Grades an Eigenverantwortung zu mehr Kostendisziplin animiert werden können. Andererseits bleibt von Fall zu Fall zu ergründen, inwiefern etwaige mehrjährige

Haushaltssaldo Italiens

Primärsaldo Italiens



Grafik 2
Auf den Kopf gestellt
Italiens Haushaltssaldo
verschlechtert sich massiv unter
Berücksichtigung der Zinskosten

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch,
Daten per 31. März 2024

Planungen und Prognosen, die den Anpassungspfaden zugrunde gelegt werden, valide sind.

Denn wie das Beispiel Griechenland zeigt, haben mehrjährige Wirtschaftsprognosen ihre Tücken und sind mitunter sehr unsicher. So hat die Europäische Kommission das Wirtschaftswachstum Griechenlands von 2014 bis 2019 in ihren jeweiligen Herbstgutachten jährlich vorab geschätzt. In Summe lag die tatsächliche Wirtschaftsleistung dann aber um mehr als zehn Prozentpunkte niedriger (vgl. Grafik 1). Dabei stand die Corona-Pandemie, die einen unerwarteten Wirtschaftseinbruch historischen Ausmaßes bereithielt, erst noch bevor.

2. DIE UMSETZUNGSREGELN SOLLEN EINFACHER WERDEN

Die geplanten mehrjährigen Anpassungspfade sollen überwacht werden. Die konkrete Umsetzung sieht vor, dass sich die haushaltspolitische Überwachung dabei auf einen einzigen operativen Indikator stützen soll – auf die Nettoprimärausgaben – also jene Staatsausgaben, die insbesondere die zu leistenden Zinsausgaben des Staates ausklammern. Doch die Beurteilung der haushaltspolitischen Lage eines Mitgliedsstaates darauf zu reduzieren, ist problematisch, wie der Bundesrechnungshof bereits im vergangenen Jahr kritisierte.

Warum, zeigt erneut das Beispiel Italien: Zwischen 2000 und 2019 erwirtschafteten Italiens Regierungen in 18 von 20 Jahren einen Primärüberschuss (Haushaltssaldo vor Zinsausgaben). Der Primärüberschuss fiel mit durchschnittlich 1,4 Prozent des BIP sogar recht üppig aus. Nach Berücksichtigung der Zinsausgaben standen hingegen ausschließliche Haushaltsdefizite zu Buche, die im Schnitt rund drei Prozent des BIP betragen (vgl. Grafik 2). Eine Vereinfachung der haushaltspolitischen Überwachung auf einen Indikator, der die hochrelevanten

Zinskosten ausklammert, wird somit einer ganzheitlichen Betrachtung der Staatsfinanzen wohl kaum gerecht.

3. BERICHTSPFLICHTEN UND DEFIZITVERFAHREN SOLLEN BEI DER DURCHSETZUNG HELFEN

Was bringen aber Regeln, wenn sich keiner an sie hält? Das ist die entscheidende Frage, die sich die Europäische Kommission stellen muss, nachdem die Maastricht-Kriterien in der Vergangenheit wenig Bindungswirkung entfaltet haben. Nach vorne schauend sollen zwei Maßnahmen helfen, die Regeln besser durchzusetzen. Zum einen sind die betroffenen Mitgliedsstaaten angehalten, fortan einen alljährlichen Bericht über ihre Fortschritte bei der Erfüllung der gemachten Zusagen vorzulegen. Zum anderen wird die Kommission ein „Kontrollkonto“ einrichten, um Abweichungen vom vereinbarten haushaltspolitischen Pfad zu erfassen. Überschreitet der Saldo des Kontrollkontos eine numerische Schwelle und liegt der Schuldenstand des Mitgliedsstaats bei über 60 Prozent des BIP, so erstellt die Kommission einen Bericht, in dem geprüft wird, ob ein Defizitverfahren eingeleitet werden sollte. Im Extremfall kann ein solches Defizitverfahren in einer Strafzahlung münden.

Der Versuch zur Disziplinierung mittels Defizitverfahren ist nicht neu. Doch bisher fehlte immer der politische Wille, es anzuwenden und Strafzahlungen durchzusetzen, um die Einhaltung der Maastricht-Kriterien einzufordern. Warum sollte sich das in Zukunft ändern?

Zumal der Kommission bei der Beurteilung, ob ein übermäßiges Defizit vorliegt, großzügige Freiheiten eingeräumt werden. Beispielsweise können staatliche Investitionen bei der Beurteilung positiv berücksichtigt werden. So werden alle nationalen Ausgaben für die Kofinanzierung von EU-finanzierten

Programmen von der Ausgabenberechnung einer Regierung ausgeschlossen, was mehr Anreize für Investitionen schaffen soll. Verbessert sich also die haushaltspolitische Lage aus den „richtigen“ Gründen nicht, weil etwa in die Verteidigung und Militärhilfen oder in den Ausbau erneuerbarer Energien investiert wurde, kann die Kommission trotz eines zu hohen Defizits beide Augen zudrücken.

Zudem kann ein Defizitverfahren politisch bedrohlich sein. Wie würden etwa finanzielle Sanktionen auf ein chronisch defizitäres Frankreich wirken, das im Jahr 2022 mit rund zehn Milliarden Euro der zweitgrößte Nettozahler unter den Mitgliedsstaaten war. EU-Kritiker in Frankreich hätten ein gefundenes Fressen, wenn eine Institution, die französische Steuerzahler entscheidend mitfinanzieren, Strafzahlungen gegen ebendiese Steuerzahler verhängen. Auch dies ist und bleibt ein Dilemma.

ERSCHWERENDE BELASTUNGEN FÜR EINE KONSOLIDIERUNG

Das jüngst veröffentlichte Rahmenwerk zu den neuen EU-Haushaltsregeln wirft also viele Fragen auf. Nach vorne schauend kommt erschwerend hinzu, dass die finanziellen Belastungen der Staaten eher zu- als abnehmen dürften, was eine Konsolidierung der Staatsfinanzen erschwert.

Große Teile der EU-Mitgliedsstaaten müssen perspektivisch mit teils deutlich steigenden demografischen Lasten rechnen: In Deutschland wird die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64 Jahre) bis 2035 um schätzungsweise rund zehn Prozent schrumpfen. In Italien könnte der Rückgang sogar 13 Prozent betragen. Steigende Sozialausgaben in Form deutlich anziehender Rentenleistungen könnten also auf einen sich verschärfenden Fachkräftemangel treffen.

Bleiben die Maastricht-Kriterien nur lose Versprechen, werden die Zentralbanken den hoch verschuldeten Staaten wohl langfristig als Sparringspartner zur Seite stehen (müssen).

Zudem hat der Ukrainekrieg die Sicherheitsarchitektur in Europa infrage gestellt und dürfte nachhaltig höhere Ausgaben erfordern. So wird auch die Nato-Zielmarke, die jährliche Verteidigungsausgaben in Höhe von zwei Prozent des BIP vorsieht, mittlerweile als weitaus verbindlicher wahrgenommen als noch vor einigen Jahren.

NEUER EU-RAHMEN KEIN GROSSER WURF

Die Bemühungen der EU, die Fiskalregeln zu überarbeiten und glaubhaft durchzusetzen, sind damit zwar grundsätzlich lobenswert. Denn gerade in Zeiten gestiegener Zinsen schränken hohe Staatsschulden die finanzielle Handlungsfähigkeit der Fiskalpolitik wieder stärker ein. Doch diese Chance scheint vertan.

Denn die neuen Haushaltsregeln sind nicht der große Wurf. Erhebliche Ermessensspielräume nähren Zweifel an einer nachhaltigen und glaubwürdigen Einhaltung der Maastricht-Kriterien. In Kombination mit den erwartbaren, steigenden Belastungen könnten die Drei-Prozent-Defizit-Grenze und die angestrebte Schuldenquote von 60 Prozent des BIP auch zukünftig nur lose Versprechen bleiben.

Wie geht es also weiter? Die gewünschte Konsolidierung der Staatsfinanzen bleibt in jedem Fall höchst unsicher. Unklar bleibt, inwiefern tatsächlich Reformanreize geschaffen werden und eine Priorisierung der Staatsausgaben gelingen kann. Bleiben die Maastricht-Kriterien nur lose Versprechen, werden die Zentralbanken den hoch verschuldeten Staaten wohl langfristig als Sparringspartner zur Seite stehen (müssen). Nur sie sind in der Lage, die Schuldentragfähigkeit der Mitgliedsstaaten durch tiefe Realzinsen sicherzustellen – trotz riesiger Schuldenberge. ◆

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

von Julian Marx

ROTE ZAHLEN

Weltweit erleiden Notenbanken
milliardenschwere Verluste.
Damit steht ihr Ruf auf dem Spiel.
Eine Bestandsaufnahme.

Sie schaffen Geld aus dem Nichts und hantieren seit der Finanzkrise mit Billionenbeträgen. Gigantische Wertpapierberge prägen heute ihre Bilanzen. Die Notenbanken hatten in den vergangenen Krisen eine denkbar einfache Reaktionsfunktion: Je größer die Krise war, desto größer war auch die anschließende Geldflut. Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) blähte ihre Notenbankbilanz als Reaktion auf die Corona-Pandemie zeitweise auf knapp 9 Billionen US-Dollar auf. Auch die Bilanzsumme des Eurosystems erreichte neue Rekordstände und kletterte im Sommer 2022 auf rund 8,8 Billionen Euro.

Die große Geldschwemme der vergangenen Dekaden blieb nicht ohne Folgen. Denn die Unterstützung von Haushalten, Unternehmen und Staaten mit billigem Geld birgt Risiken. Das zeigt sich auch in den Notenbankbilanzen. Hier materialisiert sich jetzt eine folgerichtige, wenn auch unerwünschte Nebenwirkung.

DIE ZINSWENDE WIRD TEUER

Ein Blick auf die Bilanz des Eurosystems ließ jüngst nichts Gutes erahnen. Zwar ist die Bilanzsumme seit den Höchstständen vor zwei Jahren geschrumpft. Doch noch immer beliefen sich die Aktiva zuletzt auf insgesamt rund 6.500 Milliarden Euro. Davon entfielen gut 4.500 Milliarden Euro auf Wertpapiere, die ausschließlich zu geldpolitischen Zwecken gehalten werden. Gleichzeitig lagen auf der Passivseite knapp 3.400 Milliarden Euro an Bankeinlagen.

Dadurch hat sich das Eurosystem – aufgrund der mangelnden Fristenkongruenz von Aktiv- und Passivseite – ein erhebliches Zinsänderungsrisiko in die eigene Bilanz gelegt. Denn der Großteil der Wertpapiere hat eine Laufzeit von vielen Jahren. Im Schnitt lag die Restlaufzeit zuletzt bei gut sieben Jahren. Beim Erwerb dieser Papiere waren das allgemeine Rendite- beziehungsweise Zinsniveau vergleichsweise niedrig. Das niedrige Renditeniveau der Papiere war allerdings unproblematisch, solange die Europäische Zentralbank (EZB) auf die Bankeinlagen in ihrer Bilanz kaum Zinsen zahlen musste oder zeitweise sogar einen Strafzins von den Banken verlangte.

Doch bekanntermaßen zwangen die historisch hohen Inflationsraten der vergangenen Jahre die EZB zu einer außergewöhnlichen Zinswende. Innerhalb von 15 Monaten schoss das Leitzinsniveau der EZB um 4,5 Prozentpunkte nach oben. Die letzte Zinserhöhung datiert vom 14. September 2023. Nun zeigen sich die Folgen der Zinsunterschieds-Problematik deutlich in der Gewinn- und Verlustrechnung der Euro-Notenbanken.

Auf der Aktivseite stehen insbesondere die Wertpapiere, die zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert werden und somit mit den niedrigen Renditen des Kaufzeitpunkts in den Büchern stehen. Auf der Passivseite der Bilanz finden →

9

Billionen US-Dollar
Fed

Notenbankbilanzsumme 2022

EZB

Billionen Euro

8,8

sich vor allem die billionenschweren Bankeinlagen, die zuletzt mit stattlichen 4,0 Prozent verzinst wurden. Das Resultat ist ein negatives Zinsergebnis, das für die EZB und die nationalen Notenbanken des Eurosystems zur Belastungsprobe wird. Damit befinden sie sich weltweit in (weniger) guter Gesellschaft.

DAS ENDE DES GELDREGENS

Das Mandat der Notenbanken ist eigentlich eindeutig. Das primäre geldpolitische Ziel ist die Preisstabilität. Auch die Entwicklung von Arbeitsmarkt und Wirtschaft spielen bei zahlreichen Notenbanken eine entscheidende Rolle. Doch gewinnorientiert arbeiten Notenbanken nicht. Vielmehr sind jegliche Gewinne und Verluste Nebenerscheinungen ihrer Geldpolitik, wie die EZB auf ihrer Homepage schreibt. Insofern war der wirtschaftliche Erfolg der Notenbanken in der Vergangenheit stets das Ergebnis der Geldpolitik, nie aber das geldpolitische Ziel.

Zahlreichen Regierungen dürfte die fehlende Gewinnorientierung der Notenbanken egal gewesen sein. Für sie waren die Notenbankgewinne vielmehr eine willkommene Einkommensquelle. Die Bundesbank konnte zwischen 1980 und 2019 40 Jahre in Folge Gewinne erwirtschaften und führte in diesem Zeitraum insgesamt 185 Milliarden Euro an den Bund ab. Andere Notenbanken des Eurosystems haben die Staatskassen ebenfalls gut gefüllt. Die Banca d'Italia beispielsweise schüttete zwischen 2010 und 2022 rund 41 Milliarden Euro an den italienischen Staat aus. Hinzu kamen Steuerzahlungen über knapp 17 Milliarden Euro. Die Banque de France leistete im gleichen Zeitraum gut 51 Milliarden Euro an Dividenden- und Steuerzahlungen.

Auch andernorts wurden in großem Stil Gewinne ausgeschüttet. Die Fed hat seit 2010 mehr als 1.000 Milliarden US-Dollar ans US-Finanzministerium überwiesen. Doch damit ist vorerst Schluss. Denn die Zinswende hat die Notenbankbilanzen erfasst.

Als eine der ersten Notenbanken traf es die Reserve Bank of Australia, deren Geschäftsjahr am 30. Juni eines Jahres endet. Als die australische Notenbank im Sommer 2022 ihre Bücher öffnete, musste sie herbe Verluste offenlegen. Bei einer Bilanzsumme von gut 600 Milliarden australischen Dollar wies das Institut einen Verlust von fast 37 Milliarden australischen Dollar aus. Die Reserven konnten den Verlust nicht ausgleichen und so nahmen die Notenbanker einen Verlustvortrag in Höhe von 21 Milliarden australischen Dollar mit ins neue Jahr. Warum die australische Notenbank so hart von der Zinswende getroffen wurde? Anders als eine EZB oder Fed bilanziert sie ihre Wertpapiere zu Marktwerten. Als die Renditen im Zuge der Zinswende massiv anstiegen, resultierte dies in erheblichen Kursverlusten der Anleihebestände.

Aufgrund der unterschiedlichen Bilanzierungsweise fallen die (Kurs-)Verluste bei EZB und Fed nicht unmittelbar an, sondern sie verschieben sie in die Zukunft und strecken sie über einen längeren Zeitraum. An der misslichen Lage ändert dies aber nichts.

So stellten die meisten der zwölf US-Reserve-Banken, die dem Federal Reserve System angehören, ihre wöchentlichen Gewinnabführungen an das US-Finanzministerium im September 2022 ein. Seither bauen sie Verlustvorträge auf. Im restlichen Jahr 2022 waren es „nur“ 16,6 Milliarden US-Dollar. Ungleich schwerer wog 2023, als weitere 116,7 Milliarden US-Dollar an Verlustvorträgen aufgebaut wurden.

Auch hierzulande wiegen die Belastungen schwer. Bei der Vorstellung des Jahresabschlusses 2023 wies Bundesbank-Präsident Joachim Nagel dann auch unverblümt darauf hin, dass die Deutsche Bundesbank erwarte, längere Zeit keine Gewinne mehr ausschütten zu können. Für das vergangene Jahr konnte die Deutsche Bundesbank zwar noch ein ausgeglichenes Bilanzergebnis ausweisen. Das gelang aber nur, weil der Jahresfehlbetrag von 21,6 Milliarden Euro insbesondere durch das vollständige Auflösen ihrer Wagnisrückstellung in Höhe von 19,2 Milliarden Euro ausgeglichen werden konnte. Nach vorne schauend wird dies nicht mehr möglich sein. Daher plant die Deutsche Bundesbank, kommende Verluste vorzutragen und durch zukünftige Gewinne auszugleichen.

DIE FINANZIELLE UNABHÄNGIGKEIT IST NICHT GEFÄHRDET

Nach und nach schlagen die Verluste auf die Bilanzen durch. Die Verlustvorträge der australischen Notenbank beliefen sich zum Ende des zurückliegenden Geschäftsjahres auf 26,8 Milliarden australische Dollar und mündeten in einem negativen Eigenkapital von 17,7 Milliarden australischen Dollar. Die US-Notenbank hatte Ende 2023 bereits 133 Milliarden US-Dollar an Verlustvorträgen angehäuft und die Deutsche Bundesbank wird voraussichtlich 2024 beginnen, ihrerseits Verlustvorträge aufzubauen, nachdem nahezu sämtliche Rückstellungen und Rücklagen aufgebraucht sind. Ein Problem für die Notenbanken?

Zwar können künftige Belastungen die bilanzielle Situation der Notenbanken weiter verschlechtern. Dennoch muss sich vermutlich niemand um die Handlungsfähigkeit der Zentralbanken sorgen. Denn Zentralbanken können nicht illiquide werden. Aufgrund des Notenmonopols verfügen sie – anders als normale Unternehmen – über einen Finanzierungsvorteil und können ihr Eigenkapital nach Verlusten langfristig immer wieder aufbauen. Eine Erfahrung, die die Deutsche Bundesbank bereits in den 1970er-Jahren machte, als sie in sieben von zehn Jahren Verluste schrieb. Damals mussten die Notenbanker nach dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse hohe Abschreibungen auf ihre Fremdwährungsbestände vornehmen. →

Der wirtschaftliche Erfolg der Notenbanken war in der Vergangenheit stets das Ergebnis der Geldpolitik, nie aber das geldpolitische Ziel.

58

Milliarden Euro
Banca d'Italia

Dividenden- und
Steuerzahlungen
zwischen 2010 und 2022

Banque de France
Milliarden Euro

51

Australische
Notenbank

17,7

Milliarden australische Dollar

**Negatives Eigenkapital
im zurückliegenden
Geschäftsjahr**

Hinzu kommt, dass die bilanzielle Situation der Notenbanken derzeit weniger angespannt ist, als es etwaige Verlustvorträge vermuten lassen würden. Einerseits verfügen zahlreiche Zentralbanken über erhebliche stille Reserven. Beispielsweise wies das Eurosystem zuletzt nur 105 Milliarden Euro an Kapital und Rücklagen aus. Gleichzeitig verfügen Bundesbank & Co. aber über massive Goldbestände, deren Preiszuwächse der vergangenen Jahrzehnte nicht erfolgswirksam erfasst wurden und keinen Anstieg des Eigenkapitals zur Folge hatten. Allein im vergangenen Jahr stieg der Marktwert der Goldbestände des Eurosystems um 56 Milliarden Euro. Reflektiert wird der höhere Goldpreis im „Ausgleichsposten aus Neubewertung“, der Ende 2023 auf 635 Milliarden Euro kletterte und damit das Sechsfache des ausgewiesenen Eigenkapitals beträgt.

Theoretisch ließe sich darüber hinaus argumentieren, dass das Notenmonopol der Notenbanken einen immateriellen Vermögenswert darstellt, den die Notenbankbilanzen überhaupt nicht erfassen. In Summe ist die Bilanzqualität zahlreicher Notenbanken daher höher, als es ein kurzer Blick aufs Eigenkapital oder auf mögliche Verlustvorträge nahelegen.

WELCHE ROLLE SPIELEN ZENTRALBANKVERLUSTE?

Das Notenmonopol schützt vor Illiquidität und könnte den Eindruck nahelegen, dass Gewinne und Verluste für die Zentralbanken überhaupt keine Rolle spielen. Ganz so einfach ist es aber nicht. Zwar ist die Verlusttragfähigkeit der Notenbanken theoretisch unendlich groß. Nichtsdestotrotz sollten Verluste nicht dauerhaft angelegt sein. Denn in diesem Fall wäre eine Zentralbank gezwungen, Geld zu schöpfen, um die laufenden Kosten zu decken. Dadurch verliert eine Zentralbank aber die Kontrolle über die Geldpolitik, und es entstehen Inflationsgefahren. Wenn eine Zentralbank die Preisstabilität in einem solchen Szenario nicht mehr gewährleisten kann, verliert sie letztlich ihre Glaubwürdigkeit und womöglich auch ihre Unabhängigkeit.

Ein solches Szenario ist derzeit aber nicht absehbar. Grundsätzlich spricht zudem viel dafür, dass die Notenbanken mittelfristig wieder zu Gewinnen zurückkehren sollten und ihr Eigenkapital bei Bedarf wieder aufbauen können. Denn für Zentralbanken – im Gegensatz zu privaten Unternehmen – ist die Finanzierung des Banknotenumlaufs dank des Notenmonopols im Normalfall praktisch gratis, während die Aktiva einer Zentralbank wie bei privaten Unternehmen Erträge erwirtschaften. Angesichts weltweit positiver Zinsen sollte sich die Gewinnsituation der Notenbanken daher wieder entspannen.

Zugegebenermaßen bleibt nach vorne schauend das „Risiko“ bestehen, dass die Notenbankbilanzen dauerhaft auf erhöhten Niveaus verbleiben werden. Die

US-Notenbank hat bereits angekündigt, dass sie mit einer im historischen Vergleich höheren Bilanzsumme plant. Damit bleiben auch Zinsänderungsrisiken zu einem gewissen Grad erhalten. Während die langfristigen Gewinnpotenziale einer Notenbank unbestritten sind, könnten die Notenbankgewinne bei erhöhten Zinsänderungsrisiken perspektivisch aber stärker schwanken.

Um das Zinsänderungsrisiko nach vorne schauend zu reduzieren, äußerte US-Notenbanker Christopher Waller die Überlegung, zukünftig wieder mehr kurz laufende US-Staatsanleihen zu halten, deren Verzinsung näher am US-Leitzinsniveau ist. Denn sogenannte „Treasury Bills“ – US-Staatspapiere mit bis zu einem Jahr Laufzeit – machten jüngst weniger als fünf Prozent aller von der Fed gehaltenen Staatsanleihen aus.

Ob eine Laufzeitverkürzung der Aktivseite aber tatsächlich eine valide Option ist, muss von Notenbank zu Notenbank einzeln überprüft werden. Entscheidend ist, dass hieraus keine negativen Implikationen für das primäre Mandat der Preisstabilität resultieren.

DER GUTE RUF

Die Zinswende der vergangenen Jahre bescherte zahlreichen Notenbanken Milliardenverluste. Weitere Verlustjahre könnten bevorstehen. Einige Regierungen werden sich in Geduld üben müssen, ehe ihre nationale Notenbank sie wieder mit jährlichen Gewinnausschüttungen versorgt.

Der Ruf der Zentralbanken sollte darunter aber nicht leiden. Einerseits schränken vorübergehende Verluste ihre Handlungsfähigkeit nicht ein. Unendlich zahlungsfähig sind sie schon per definitionem – dem Notenmonopol sei Dank. Auch erscheint die bilanzielle Situation zahlreicher Notenbanken angesichts erheblicher stiller Reserven weitaus weniger angespannt, als es milliardenschwere Fehlbeträge vermuten lassen. Hinzu kommt, dass die Notenbanken mittelfristig wieder zu Gewinnen zurückfinden dürften. Schließlich sind die Bereitstellungskosten des Banknotenumlaufs kaum der Rede wert, während dem umlaufenden Bargeld auf der Aktivseite zinstragende Papiere gegenüberstehen.

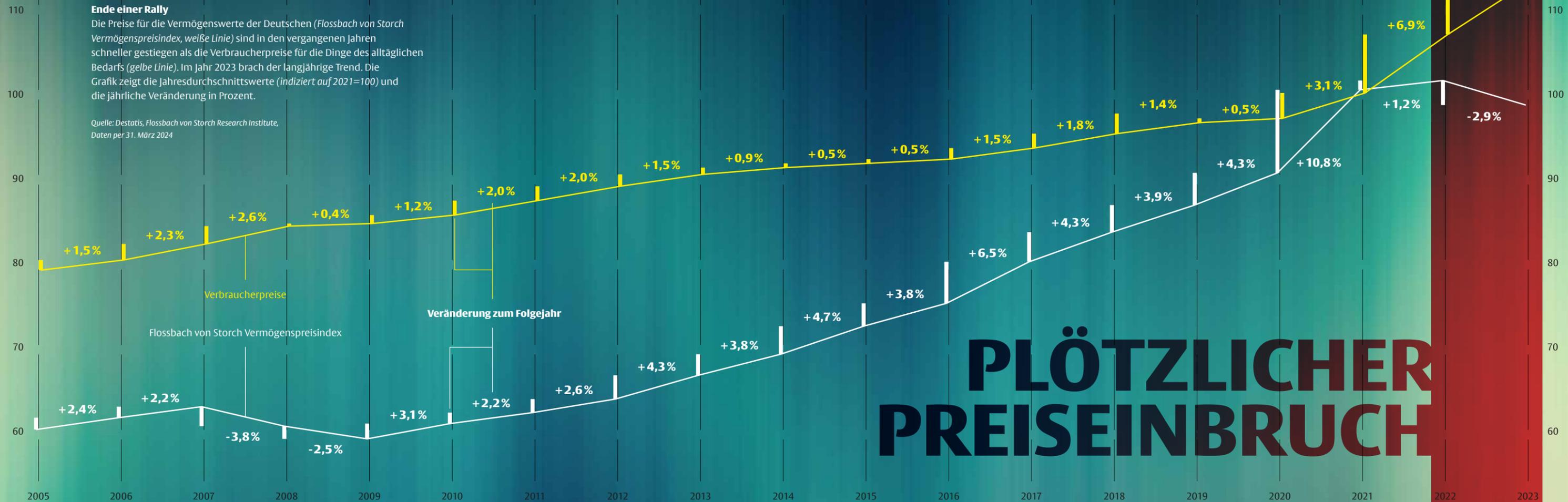
Und noch ein weiteres Argument spricht für die Notenbanken. Denn sie fühlen sich dieser Tage zuallererst ihrem Inflationsziel verpflichtet. Damit nehmen sie die selbstverschuldeten Verluste bereitwillig in Kauf. Und ist es nicht das, was von ihnen erwartet wird: die Inflationsraten herunterzubringen? So gesehen können die Verluste der Reputation der Notenbanken sogar zuträglich sein. Bemühten sie sich zuletzt doch nur, ihr Mandat zu erfüllen – ohne Rücksicht auf Verluste. ♦

Deutsche
Bundesbank

185

Milliarden Euro

**Ausschüttungen
an den Bund im Zeitraum
von 40 Jahren**



PLÖTZLICHER PREISEINBRUCH

Nach einer jahrelangen Rally sanken die Preise für die Vermögenswerte der Deutschen im vergangenen Jahr. Das lag vor allem an den rasant gestiegenen Zinsen.

Wohlstand entsteht nicht plötzlich, sondern ist in der Regel ein Ergebnis harter Arbeit – und einiger durchdachter Anlageentscheidungen. In den vergangenen Jahrzehnten konnten Anleger dabei wenig falsch machen. Die Preise für die Vermögenswerte, die die Deutschen besitzen, stiegen über die Jahre deutlich an. Vor allem Sachwerte wie Immobilien und Aktien entwickelten sich positiv. Das zeigt der Vermögenspreisindex des Flossbach von Storch Research Institute, der seit dem Jahr 2005 um gut 60 Prozent stieg (siehe Grafik). Vermögende konnten sich freuen – denn der Preisanstieg war auch real deutlich positiv, da die Verbraucherpreise unter anderem für Lebensmittel, Wohnkosten und Reisen nicht annähernd so schnell stiegen.

Im vergangenen Jahr kam es dann aber zu einem Einbruch. „Wir sahen zuletzt eine Deflation der Vermögenspreise“, sagt Philipp Immenkötter, Senior Research Analyst des unabhängigen Instituts. Einerseits wurden die Dinge des täglichen Bedarfs deutlich teurer, die Verbraucherpreisinflation lag 2023 im Durchschnitt bei sechs Prozent. Gleichfalls sanken die Preise für Vermögenswerte, die die Deutschen besitzen, im Jahresschnitt um 2,9 Prozent.

Der Vermögenspreisindex erfasst die Preisentwicklung des Vermögens, das sich im Eigentum privater deutscher Haushalte befindet. Immobilien stellen mit Abstand den größten Posten (63,7 Prozent) dar, gefolgt von Betriebsvermögen (11,5 Prozent) sowie Spar- und Sichteinlagen (10,4 Prozent). Die negative Entwicklung im vergangenen Jahr liegt somit auch an der Vermögensgewichtung der Deutschen.

IMMOBILIENPREISE SINKEN DEUTLICH

Der größte Posten im Vermögen der Deutschen, Immobilien, wurde im Jahresschnitt 2023 (gemessen an den Preisindizes von vdpResearch) um 5,1 Prozent günstiger. Das ist der stärkste Preisverfall dieser Anlageklasse seit Beginn der Zeitreihe. Besonders stark war der Einbruch im Segment der Büro- und Einzelhandelsimmobilien, die jedoch nur einen geringen Umfang des privaten Immobilienvermögens ausmachen. Aber auch die Preise für selbst genutzte Wohnimmobilien, wie Eigentumshäuser und -wohnungen gaben deutlich im Preis nach.

„Das vergangene Krisenjahr zeigte, dass es auch bei den vermeintlich so sicheren Immobilien zu deutlichen Preisschwankungen kommen kann“, erklärt Immenkötter. Vor allem der rasante Anstieg der Hypothekenzinsen drückte die Verkaufspreise, da mögliche Käufer für ihren Kredit signifikant mehr

ausgeben mussten als in den Jahren davor. Hinzu kamen neue Vorgaben zu energetischen Sanierungen und eine steigende Attraktivität sicherer Anlagealternativen wie Anleihen, die deutlich höher rentierten. Einen wesentlich besseren Schnitt machten Aktionäre. 2023 legten die Preise für das Aktienvermögen der privaten Haushalte im Jahresschnitt um 8,1 Prozent zu.

Auch wenn die jüngsten Bewegungen bei den Vermögenspreisen wenig erfreulich waren, sollten sie Anleger nicht grundsätzlich verunsichern. Der Aufbau eines Vermögens benötigt viele Jahrzehnte, oftmals auch Generationen. Bewegungen in einzelnen Kalenderjahren sollten daher immer mit dem nötigen Abstand interpretiert werden.

Die aktuellen Analysen zum Flossbach von Storch Vermögenspreisindex finden Sie auf der Internetseite des Flossbach von Storch Research Institute: www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com

WAS QUALITÄT KOSTET

Die Aktienauswahl ist eine eigene Disziplin, mit unterschiedlichen Fallstricken. Warum manches Unternehmen „geschenkt“ noch zu teuer ist – und das großartigste nicht unbedingt ein gutes Investment sein muss.

Um die Chancen und Risiken eines Investments möglichst realistisch einschätzen zu können, muss man ein plausibles Qualitätsurteil über das Unternehmen treffen. Die Qualität hat zwei Dimensionen: zum einen die fundamentale Basis und zum anderen die Wachstumsperspektive. Davon hängt ab, ob die Aktie überhaupt als Investment in Betracht kommt und wenn ja, welchen Preis man dafür zu zahlen bereit ist.

Die fundamentale Basis eines Unternehmens lässt sich als dessen Robustheit (Widerstandsfähigkeit gegen Krisen) und Resilienz (Anpassungsfähigkeit) beschreiben, was sich vor allem in der Ertragssicherheit niederschlägt. Wie stark wirken Konjunkturzyklen, Rohstoffpreisentwicklungen, Trends oder Regulierung auf die Gewinnentwicklung ein? Wie abhängig ist das Unternehmen von einzelnen Produkten, Märkten, Kunden oder Lieferanten? Wie gut ist der Schutzwall gegenüber der Konkurrenz, wie solide ist die Bilanz (Verschuldungsgrad, Zinslast), wie gut sind das Management und die Corporate Governance?

WARUM DIE „BASIS“ SO WICHTIG IST

Der Wert eines Unternehmens wird in erster Linie durch dessen zukünftige Erträge definiert, deren Höhe naturgemäß mit Unsicherheit behaftet ist. Je robuster und resilienter (anpassungsfähiger) ein Unternehmen ist, desto fundierter lässt sich auch das zukünftige Ertragspotenzial schätzen. Ohne eine ausreichende fundamentale Basis werden Wachstumsschätzungen zu einem Lotteriespiel, wie die hochtrabenden Erwartungen bei vielen Highflyern des Pandemie-Booms gezeigt haben.

Bei relativ ertragssicheren Unternehmen, deren Erträge einem kontinuierlich dahinfließenden Strom gleichen, halten sich mögliche Schätzfehler in Grenzen. Typische Beispiele sind große Konsumgüterkonzerne mit bescheidenem, aber verlässlichem Wachstum oder etablierte Dienstleistungs- oder Softwareunternehmen mit einer gefestigten Kundenbasis und einem hohen Anteil wiederkehrender Umsätze.

Schwerer ist es dagegen, den Wachstumspfad von Unternehmen zu bestimmen, die einem starken technologischen Wandel, wechselnden Trends oder einem sehr intensiven Wettbewerb ausgesetzt sind. Vor allem der von großer Dynamik geprägte Technologie-Sektor bietet eindrucksvolle Beispiele von negativen und positiven Überraschungen, wie folgendes Fallbeispiel aus der Halbleiterbranche zeigt:

INTENSIVER WETTBEWERB UND WECHSELNDE TRENDS

Lange Zeit war AMD ein strachielndes Unternehmen, das vom haushoch überlegenen Konkurrenten Intel sogar unterstützt wurde, um sich die Monopolkommission vom Hals zu halten. Ende 2014 lag der Börsenwert von AMD bei nur noch zwei Milliarden US-Dollar. Der übermächtige Konkurrent Intel war damals mit über 180 Milliarden US-Dollar 90-mal wertvoller. Dann übernahm die in Taiwan geborene Lisa Su das Ruder bei AMD, entwickelte eine →

Die Qualität hat zwei Dimensionen: zum einen die fundamentale Basis und zum anderen die Wachstumsperspektive.

neue Chip-Architektur namens Zen und profitierte von der Auslagerung der Produktion an externe Auftragsfertiger, während Intel mit großem Aufwand weiterhin seine eigenen Chips produzierte. Während AMD seine Erlöse vervierfachen und den freien Cashflow auf zuletzt drei Milliarden US-Dollar steigern konnte, stagniert der Umsatz von Intel und der freie Cashflow ist von plus zehn Milliarden auf minus zehn Milliarden eingebrochen. Heute liegt der Börsenwert von AMD über dem von Intel. Jetzt plant AMD sogar einen „Angriff“ auf Nvidia, den Superstar der Branche.

Nvidia wird ebenfalls von einem taiwanesischen Manager (dem Gründer Jensen Huang) geführt, der von Anfang an auf die wenig kapitalintensive Fremdfertigung setzte. Bis vor einigen Jahren entwickelte Nvidia vor allem Grafikchips für Computerspiele. Das war ein einträgliches, aber begrenztes Geschäft mit hoch einstelligen Wachstumsraten. Der Aktienkurs dümpelte in dieser Zeit vor sich hin und erreichte erst Mitte 2015 wieder das Niveau von Anfang 2002.

Der einsetzende Krypto-Boom bescherte Nvidia einen Nachfrageschub. Der Umsatz stieg von fünf Milliarden US-Dollar im Jahr 2015 auf 27 Milliarden im Jahr 2021, und der Gewinn schoss von 600 Millionen auf fast zehn Milliarden US-Dollar in die Höhe. Mit dem Einbruch des Bitcoin-Preises fiel auch die Nachfrage nach Nvidia-Chips. Der Gewinn halbierte sich auf 4,4 Milliarden US-Dollar, und die Aktie verlor zwei Drittel ihres Werts.

AUCH EINE FRAGE DES GLÜCKS

Dann stand das Schicksal Nvidia ein zweites Mal unerwartet zur Seite: Mit ChatGPT begann Ende 2022 der Boom rund um die Künstliche Intelligenz (KI) und schuf einen neuen, viel größeren Anwendungsbereich für die leistungsstarken Nvidia-Chips, die aufgrund ihrer Knappheit bis zu 30.000 US-Dollar kosten. Nvidias Gewinn dürfte im jetzt zu Ende gehenden Geschäftsjahr (1/2024) auf 30 Milliarden US-Dollar steigen und könnte nach Schätzungen der Analysten im kommenden Geschäftsjahr 50 Milliarden erreichen. Allerdings weckten die Knappheitspreise und das hohe Marktpotenzial auch das Interesse anderer Chipproduzenten wie AMD, das jüngst eine leistungsstarke, aber günstigere Alternative vorgestellt hat. Außerdem ist Großkunden wie Microsoft, Amazon, Alphabet und Co. die Abhängigkeit von einzelnen Lieferanten ein Dorn im Auge, weshalb sie die Entwicklung eigener Prozessoren forcieren.

Nvidia ist das mit Abstand wertvollste und wahrscheinlich bestgeführte Unternehmen aus der Chipbranche. Die Vergangenheit lehrt aber, dass Erfolg, vor allem in dynamischen Branchen, manchmal auch ein wenig Glück benötigt.

Die Wachstumsperspektiven, die man einem Unternehmen zubilligt, sollten deshalb nicht mit mathematischer Präzision, sondern eher in Kategorien ausgedrückt werden. Aus diesem Grund geben auch die Unternehmenschefs zumeist nur grobe Indikationen zum erwarteten Wachstumspfad des Unternehmens wie: „zweistellig“, „hoch- oder mitteinstellig“. Unsere

Wachstumskategorien reichen von 5 für ein deutlich zweistelliges Gewinnwachstum bis 0 für Nullwachstum oder schrumpfende Gewinne.

Das finale Qualitätsrating ergibt sich aus der Kombination von fundamentaler Basis und den Wachstumsperspektiven eines Unternehmens. Qualität hat ihren Preis, aber nicht jeden. “It’s far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price.” Diese Erkenntnis schreibt Warren Buffett seinem im November verstorbenen kongenialen Partner Charlie Munger zu. Am Anfang seiner Investmentkarriere habe Buffett zu sehr auf den Preis und zu wenig auf die Qualität eines Unternehmens geachtet, sagte Munger einst. Die Schlussfolgerung lautete: Lieber mehr bezahlen und dafür Unternehmen mit solider Ertragsbasis und langfristig guten Wachstumsperspektiven kaufen. Allerdings kennt auch der Preis für Topunternehmen Grenzen. Denn wenn alles Gute schon im Börsenkurs „eingepreist“ ist, hat die Aktie bereits einen wesentlichen Teil ihres Potenzials aus der Zukunft entliehen. Dann droht eine längere Phase unterdurchschnittlicher Performance.

NICHT JEDEN PREIS ZAHLEN

Die von Buffett beschriebene Topqualität zu fairen Preisen ist seltener geworden, weshalb seine Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway auf einem Cash-Berg von mehr als 150 Milliarden US-Dollar sitzt. Der wird aktuell zwar mit gut fünf Prozent sehr ansehnlich verzinst, soll aber langfristig höher rentierlich angelegt werden. Buffett hat zumindest ein Unternehmen identifiziert, bei dem das Verhältnis von Qualität und Bewertung so attraktiv ist, dass er dort kontinuierlich investiert – Berkshire Hathaway. In den vergangenen drei Jahren hat Berkshire Hathaway eigene Aktien im Gegenwert von 51 Milliarden US-Dollar zurückgekauft. Auch wenn die Aktien eingezogen wurden, war es für die Aktionäre ein gutes Investment, denn ihr Anteil an dem hochprofitablen Unternehmen ist entsprechend gestiegen, und das hat sich auch positiv auf den Aktienkurs ausgewirkt, der seit Anfang 2021 um 58 Prozent zulegen konnte.

Damit wieder mehr Topqualität zu fairen Preisen erhältlich ist, müssten die Bewertungen fallen. Das ginge am schnellsten, wenn die Aktienkurse einbrechen würden wie zur Jahrtausendwende oder 1972, als die hoch bewerteten Wohlfühlaktien, die damals als „Nifty Fifty“ bezeichnet wurden, einen Bewertungscrash erlitten. Das halten wir für sehr unwahrscheinlich. Denkbar wäre aber, dass sich die Bewertungen der zinssensitiven Wachstumsaktien sukzessive reduzieren, wenn sich die Hoffnungen auf deutlich sinkende Zinsen und Anleiherenditen, die vergangenes Jahr zu einem Happy End an den Börsen geführt haben, als überzogen erweisen.

Damit würde sich auch der eingangs beschriebene Performanceunterschied zwischen den hoch bewerteten Schwergewichten in den Aktienindizes und dem Durchschnitt aller Aktien reduzieren und der Markt wieder auf breiteren Beinen stehen. ♦

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

Damit wieder mehr Top-Qualität zu fairen Preisen erhältlich ist, müssten die Bewertungen fallen.

Die Vergangenheit lehrt, dass Erfolg, vor allem in dynamischen Branchen, manchmal auch ein wenig Glück benötigt.

DIE LUFT WIRD DÜNNER

Die Aktienmärkte eilen von Rekord zu Rekord, insbesondere die großen US-Techtitel. Im Interview erklärt Bert Flossbach, was das für Anlegerinnen und Anleger nach vorne schauend bedeutet.

Die US-Notenbank hat die Hoffnungen auf baldige und üppige Zinssenkungen gedämpft – ist das nachvollziehbar, Herr Flossbach?

Sehr gut sogar.

Warum?

Die Konsumentenpreis-inflation liegt weiter hartnäckig bei mehr als drei Prozent, die US-Wirtschaft ist stark und der Arbeitsmarkt robust. Anleger, die auf steigende Anleihekurse gehofft hatten, müssen sich vermutlich noch eine Weile gedulden ...

Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries liegt bei mehr als vier Prozent. Halten Sie das für angemessen?

Aus heutiger Sicht ist das nicht zu viel. Sollte sich die Wirtschaft weiter gut entwickeln und die Inflation hartnäckig über dem Zwei-Prozent-Inflationsziel der Notenbanken liegen, könnte es sogar ein bisschen mehr sein.

Für die Mehrheit der Marktteilnehmer war es zu Jahresbeginn beschlossene Sache, dass die Zinsen schon bald deutlich sinken werden.

Vielleicht kommt es ganz anders, als viele zunächst dachten.

Und wie?

Die massiven schuldenfinanzierten staatlichen Ausgabeprogramme – in Infrastruktur beispielsweise oder die Chip-industrie. Nicht zu vergessen die spürbar verbesserten Finanzierungsbedingungen für Unternehmen. All das facht die Konjunktur weiter an – und erschwert den Kampf der Fed gegen die Inflation. Sollte die US-Wirtschaft ihr Wachstumstempo der vergangenen beiden Quartale von drei Prozent auch nur annähernd beibehalten, könnte die Notenbank sogar gezwungen sein, die Zinsen zu erhöhen.

Wie wahrscheinlich ist ein solches Szenario?

Nicht sehr, aber durchaus denkbar. Es würde die Finanzmärkte auf dem falschen Fuß erwischen. →

Wie würden Sie die Situation am Aktienmarkt beschreiben?

Der KI-Boom hat seine Wirkung entfaltet – und das nicht allein bei den vermeintlich unmittelbaren Gewinnern. Die Bewertung von US-Aktien, die gut zwei Drittel des MSCI World Index ausmachen, hat im historischen Kontext ein überdurchschnittliches Niveau erreicht.

Wenngleich die Analysten von weiter steigenden Unternehmensgewinnen ausgehen ...

Das tun sie fast immer.

Fast zehn Prozent sollen es für dieses Jahr laut ihren Schätzungen sein.

Was ein Rekordniveau bedeutet und nicht zuletzt auf die hohen Wachstumserwartungen bei den Indexschwerewichten zurückzuführen ist. Dazu passt auch die hohe Konzentration in den Aktienindizes, die am Ende eines langen Kursaufschwungs typischerweise deutlich höher ist als am Anfang.

Wie meinen Sie das?

Der Anteil der – gemessen am Börsenwert – zehn größten S&P-500-Unternehmen am Index ist von 18 Prozent im Jahr 2014 auf zuletzt 32 Prozent gestiegen. Zum Vergleich: Am Ende des Technologie-Booms zur Jahrtausendwende waren es 27 Prozent! Die gleichgewichtete Indexvariante (S&P 500 Equal Weighted) hat naturgemäß kein Konzentrationsrisiko und weist eine deutlich niedrigere Bewertung auf als der börsenwertgewichtete S&P 500.

Heißt, dass die Bewertung des S&P 500 Index eigentlich wieder auf den langjährigen Durchschnitt fallen müsste?

Nicht unbedingt, aber es zeigt, dass die Luft dünner geworden ist. Nach dem zurückliegenden Anstieg der Aktienmärkte ist eine Korrektur nicht nur wahrscheinlicher, sondern auch wünschenswert geworden.

Wünschenswert?

Das ist die Perspektive langfristig denkender Investoren. Aktien erstklassiger Unternehmen, deren Kurse schon sehr viel Wachstumsoptimismus eingepreist haben, wären wieder günstiger zu haben.

Was sind denn – nach vorne schauend – aus Ihrer Sicht der oder die wichtigsten Kurstreiber?

Über einen längeren Zeitraum ist die Entwicklung der Unternehmensgewinne der mit Abstand wichtigste Faktor für die Kursentwicklung.

Aber?

Selbst über viele Jahre können sich Bewertungs- und Währungsschwankungen spürbar positiv oder negativ auf den Gesamtertrag auswirken. Schauen Sie nur auf die Wertentwicklung des MSCI World Index in den vergangenen zehn Jahren: Inklusive Dividenden hat der in diesem Zeitraum um gut zwölf Prozent zugelegt, obwohl Gewinne und Dividenden nur um sieben Prozent gestiegen sind. 2,5 Prozent sind beispielsweise auf Währungsgewinne zurückzuführen gewesen.

Und der Rest?

Stammt vom Anstieg der Bewertungen. Bewertungsgewinne lassen sich aber nicht unendlich fortschreiben. Steigt die Bewertung über ein „normales“ Niveau, geht dies zu Lasten des zukünftigen Performancepotenzials. Bei der Ermittlung der langfristigen Renditeperspektiven von Aktien sollte man deshalb nicht mit einem anhaltenden Rückenwind – sprich einem weiteren Anstieg der Bewertungen – rechnen, sondern eher einen leichten Rückgang einkalkulieren.

Was ist mit möglichen Währungsgewinnen?

Die Entwicklung einzelner Währungen ist langfristig nur schwer prognostizierbar, einerseits. Andererseits ist es unwahrscheinlich, dass der Euro dauerhaft gegen alle wichtigen Anlagewährungen aufwertet. Deshalb bietet ein globales Aktienportfolio eine sinnvolle Währungsdiversifikation.

Insofern wird das langfristig „planbare“ Renditepotenzial von Aktienanlagen durch die Entwicklung der Unternehmensgewinne und die laufenden Dividendenausschüttungen bestimmt.

Können Sie ein konkretes Beispiel geben?

Die Gewinnentwicklung der Vergangenheit kann durchaus Anhaltspunkte liefern; nehmen wir beispielsweise den S&P 500 Index; die Datenbasis ist in seinem Falle sehr gut.

Und was sagen die Daten?

Die im Index enthaltenen Unternehmen haben ihre Gewinne in den vergangenen zehn, zwanzig und dreißig Jahren jeweils um gut sieben Prozent pro Jahr gesteigert. Damit darf ein ähnliches Wachstumstempo für die nächsten zehn Jahre als plausible Schätzung gelten, was in etwa einer Verdopplung der Unternehmensgewinne entspricht.

Das würde bei unveränderter Bewertung auch für die Aktienkurse gelten?

Korrekt. Um auf der vorsichtigen Seite zu sein, sollte für US-Werte ein Rückgang der Bewertung einkalkuliert werden. Bei einem moderateren KGV von 18 würde der S&P 500 Index immer noch um 67 Prozent oder 5,3 Prozent pro Jahr steigen. Inklusive Dividenden ergäbe dies einen jährlichen Gesamtertrag von rund sieben Prozent, in US-Dollar wohlgermerkt. Das erscheint mir für die kommenden Jahre realistisch.

Und was lässt sich von Anleihen erwarten?

Da ist die Rechnung vergleichsweise einfach: Wer heute ein Portfolio solider Euroanleihen mit circa 10-jähriger Restlaufzeit erwirbt und diese bis zur Fälligkeit hält, darf bis dahin mit gut drei Prozent Rendite pro Jahr rechnen, was deutlich mehr ist als das halbe Prozent in der vergangenen Dekade. Einzige Unbekannte ist die Höhe des Wiederanlagezinses auf die jährlichen Kuponzahlungen, wenn man von der unwahrscheinlichen Pleite zahlreicher solider Schuldner einmal absieht.

„Aktien bleiben für langfristig orientierte Investoren die attraktivste Anlageklasse, die zudem einen Schutz gegen eine unerwartet hohe Inflation bietet.“

Und Gold?

Da lassen sich keine seriösen Preisprognosen anstellen. In den vergangenen zehn Jahren konnten sich Anleger über einen jährlichen Goldpreisanstieg von mehr als acht Prozent in Euro gerechnet freuen. Dass es nach vorne schauend wieder so viel sein wird – davon würde ich nicht ausgehen. Für uns steht bei der Goldanlage auch nicht die Rendite im Vordergrund, sondern der Versicherungscharakter als Teil einer diversifizierten Anlagestrategie (siehe auch: Rätsel einer Rally, S. 36; „Wie eine Feuerversicherung“, S. 88).

Wie lautet Ihr Fazit, wenn Sie die verschiedenen Anlageklassen vergleichen sollten?

Aktien bleiben für langfristig orientierte Investoren die attraktivste Anlageklasse, die zudem einen Schutz gegen eine unerwartet hohe Inflation bietet. Ich würde aber nicht davon ausgehen, dass der Renditevorsprung gegenüber Anleihen in den nächsten zehn Jahren ähnlich hoch ausfallen wird wie in den vergangenen zehn.

2034 wissen wir mehr ...

Vielen Dank für das Gespräch.

RÄTSEL EINER RALLY

von Bert Flossbach



Der Goldpreis entkoppelt sich von der Investmentnachfrage
Globale ETF-Goldbestände in Tonnen (linke Skala) vs. Goldpreis in US-Dollar (rechte Skala)

Der starke Anstieg des Goldpreises ist schon irritierend, zumindest auf den ersten Blick. Die jüngste Rally lief in einem Umfeld, das für das Edelmetall denkbar schlecht war. Ein fester US-Dollar und steigende Anleiherenditen gelten nicht gerade als Preistreiber für das zinslose Gold. Noch schlechter sind steigende, positive Realrenditen inflationsgeschützter Anleihen wie zuletzt in den USA. Deswegen verwundert es nicht, dass die Investmentnachfrage nach Gold in den vergangenen Monaten weiter deutlich gesunken ist, wie sich an den Beständen der Gold-ETFs ablesen lässt. Was allerdings verwundert, ist die Tatsache, dass der Goldpreis trotzdem immer weiter gestiegen ist (siehe Grafik).

Der Grund für den haussierenden Goldpreis ist also nicht in gestiegenen Käufen von Finanzanlegern zu suchen, die ihre Goldinvestments vor allem via ETFs tätigen. Die zuletzt häufig genannten Gründe wie die wachsenden geopolitischen Unsicherheiten oder fallende Inflationsraten und eine baldige Zinssenkung der Europäischen Zentralbank (EZB) ergeben ebenfalls keinen Sinn – denn das würde sich positiv auf die Investmentnachfrage auswirken, die aber beständig zurückgeht. Auch die Notenbanken, die sich aus unterschiedlichen Gründen zunehmend von US-Staatsanleihen abwenden und ihre Goldreserven langfristig behutsam ausbauen wollen, dürften kein Interesse an einem rasant steigenden Goldpreis haben.

Es spricht also einiges dafür, dass andere Käuferschichten aktiv geworden sind. In Betracht kommen vor allem die traditionell goldaffinen Chinesen, die sich derzeit in einem Anlage-notstand befinden. Der chinesische Aktienmarkt dümpelt seit Langem vor sich hin, Anlagen in ausländischen Aktien sind kaum möglich, die Zinsen auf Bankeinlagen und Finanzprodukte sind stark gefallen und die vormals so beliebte Anlage in Wohnimmobilien bereitet mehr Leid als Freud.

Da könnten einige Chinesen ihre alte Liebe zu Gold wiederentdeckt haben. Goldinsider nennen staatliche Stellen aus China, Saudi-Arabien und Russland als mögliche Käufer, denen Finanzakrobaten mit Futures-Kontrakten gefolgt seien.

Nachhaltig profitieren würde Gold vor allem von negativen Realzinsen, wie Japan sie immer noch hat und wohl auch dauerhaft benötigt. In den USA liegt der Realzins inflationsgeschützter Anleihen aber bei plus zwei Prozent und müsste schon deutlich fallen, um Gold für US-Investoren als Inflationsschutz wieder interessanter zu machen. Dazu bräuchte es hohe Staatsdefizite und steigende Schuldenquoten, die die US-Notenbank Federal Reserve zwingen könnten, ihre Geldpolitik trotz hartnäckiger Inflation zu lockern, um die Finanzmarktstabilität auf Kosten der Preisstabilität zu sichern.

Welche Funktion erfüllt das Edelmetall in einem Portfolio, das mehrere Anlageklassen umfasst? Für uns bleibt Gold ein Wertspeicher, der gleichzeitig als Versicherung gegen viele bekannte und unbekannte Risiken dient, denn Gold hat kein Gegenparteirisiko. Und wenn der Preis in allzu luftige Höhen schießt, dürfen auch mal Gewinne mitgenommen werden. ♦

Gold bleibt ein Wertspeicher, der gleichzeitig als Versicherung gegen viele bekannte und unbekannte Risiken dient.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 5. April 2024

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

von Laura Oberbörsch

MULTI ASSET IST ...

Mit der Rückkehr des Zinses hat sich das Chance-Risiko-Verhältnis defensiver Mischfonds im vergangenen Jahr deutlich verbessert – und seither schon wieder verschlechtert ...
Aber was bedeutet das für die Zukunft?

In den vergangenen Monaten habe ich in verschiedenen (Finanz-)Medien und Marktberichten mehrfach die Überschrift „**Multi Asset ist zurück**“ gelesen. In den cooleren stand es selbstredend auf Englisch – „is back“. Das, so heißt es gewöhnlich weiter im Text, sei eine sehr gute Nachricht für Anleger (gewesen), insbesondere die eher vorsichtigen unter ihnen.

Aber was verbirgt sich hinter der Überschrift?

Multi-Asset-Strategien mischen verschiedene Anlageklassen, allen voran Aktien und Anleihen, um unterschiedliche Risikoprofile von Anlegern abzubilden. Bei den eher defensiveren Varianten überwiegt der Anleihe- beziehungsweise Rentenanteil, weil der gegenüber Aktien als deutlich weniger risikoreich gilt.

DAS UNGESCHRIEBENE „MULTI-ASSET-GESETZ“

Anleihekurse schwanken gewöhnlich weit weniger stark. Zudem stehen der laufende Zins sowie die Höhe der Rückzahlung im Vorhinein fest. Anders ausgedrückt: Anleiheinvestments sind planbarer als Aktieninvestments. Auch das spricht den eher konservativen Anleger an.

Und noch eines zeichnet das Verhältnis zwischen Aktien und Anleihen aus, zumindest hat es das früher getan: Wenn es turbulent zugeht an den Aktienmärkten, die Kurse kräftig zurückfallen, dann sind Anleihen erstklassiger (Staats-)Schuldner gefragt – als sichere Häfen. US-Staatsanleihen beispielsweise

Oder deutsche Bundesanleihen. Die Kursverluste auf der einen Seite (Aktien) werden so über Kursgewinne auf der anderen (Anleihen) kompensiert, zumindest teilweise. Im Fachjargon ist von negativer Korrelation die Rede. Das ungeschriebene, gleichwohl eherne „Multi-Asset-Gesetz“.

2022 ist es außer Kraft gesetzt worden. Aktien- und Anleihekurse fielen synchron. Kompensiert wurde „nix“. Deshalb fielen auch defensive Multi-Asset-Fonds, also Fonds mit hohem Anleiheanteil, deutlich zurück. Getroffen wurden damit ironischerweise all jene Anleger, die eigentlich Risiken meiden; die schlecht schlafen, wenn der Wert ihres Vermögens stärker schwankt und die genau deshalb vorzugsweise in Anleihen investieren.

Der Abgesang auf defensive Multi-Asset-Fonds ließ nicht lange auf sich warten. Warum braucht es diese Produkte überhaupt noch, wenn sie ihre ureigene Aufgabe, nämlich Vermögen in Krisenzeiten zu schützen, nicht oder nur unzureichend erfüllen?

EINE HUNDERTJÄHRIGE ÖSTERREICHERIN

Um diese Frage zu beantworten, lohnt es sich, genauer auf das Jahr 2022 zu schauen, vor allem aber auf die Jahre zuvor ...

Mit der Corona-Pandemie wurde der Zins von den großen Notenbanken faktisch abgeschafft. Das Ende des Zinses – genau dieses Szenario haben die aberwitzigen Kurse erstklassiger Anleihen seinerzeit reflektiert. Wer sie kauf-

te und bis zur Fälligkeit hielt, machte ein sicheres Minusgeschäft! Anders ausgedrückt: Nahe der Nulllinie (oder sogar darunter!) ist das künftige Renditepotenzial von Anleihen äußerst bescheiden gewesen und, andersherum, die Rückschlaggefahr besonders groß.

Was wohl passieren würde, sollte der Zins doch irgendwann steigen (müssen), etwa weil die Inflation zulegt?

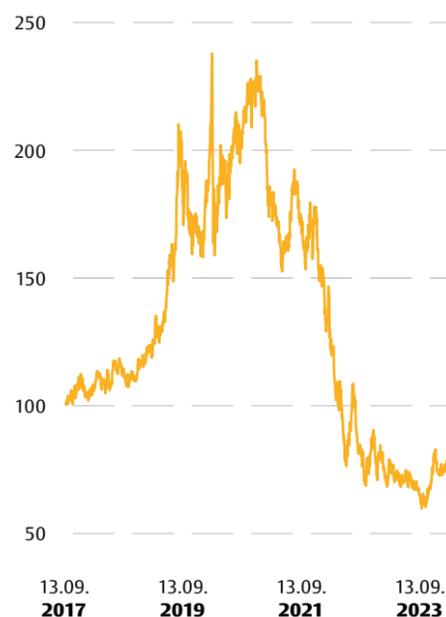
Genau so ist es gekommen. Das von den Staaten freizügig verteilte Geld traf wegen pandemiebedingter Lieferkettenprobleme auf ein verknapptes Güterangebot – und trieb die Güterpreise in die Höhe. Darüber hinaus marschierte Russland in die Ukraine ein. Der barbarische Krieg verteuerte die Energiepreise massiv. In Summe stiegen die Inflationsraten so kräftig wie seit Jahrzehnten nicht mehr.

Den Notenbanken blieb keine Wahl, sie mussten die Zinsen ebenfalls kräftig anheben – mit den entsprechenden Folgen für die Kurse bereits begebener Anleihen.

Als Sinnbild für den historischen Anleihecrash, aber auch den vorangegangenen Irrwitz, steht heute die oft bemühte hundertjährige österreichische Staatsanleihe; begeben im Jahre 2017, zum hundertjährigen Geburtstag der Republik Österreich und ausgestattet mit einem Zinskupon von 2,1 Prozent. In der Spitze stieg der Kurs der Anleihe auf 250! Das entsprach zeitweise einer Rendite von weniger als 0,5 Prozent – für eine Anleihe, die zu dem Zeitpunkt noch mehr als 97 Jahre Laufzeit vor sich hatte ...

Auf Tauchstation

Kursentwicklung einer 100-jährigen österreichischen Bundesanleihe (2,1% Bundesanleihe Österreichs, fällig am 20. September 2117)



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2024
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Mit dem kräftigen Zinsanstieg geriet der Kurs massiv unter die Räder; zeitweise ging es bis auf 60 hinunter (vgl. Grafik links). Der Kurs hatte sich geviertelt. Der Kurs einer Anleihe wohl-gemerkt. Ein Desaster für all jene, die zu Kursen deutlich über 100 gekauft hatten. So etwas hatte es zuvor noch nie gegeben.

Nach den zahlreichen Leitzinsanhebungen der großen Notenbanken und dem damit einhergehenden Kurs-rutsch am Anleihemarkt hat sich das Chance-Risiko-Profil zwischenzeitlich wieder deutlich verbessert. Auf den Ab-gesang folgte das Comeback, insbeson-dere im Jahresendspurt 2023.

Und damit wären wir wieder bei der anfangs erwähnten, mitunter inflatio-när gebrauchten Überschrift: „Multi Asset ist zurück“. Anleihen haben wieder Renditen geboten, die einen Kapitalerhalt nach Abzug der erwar-teten Inflation ermöglicht oder im Fall inflationsgeschützter Papiere sogar garantiert haben.

Ein Teil des Renditepotenzials ist aber bereits wieder verfrühstückt – insbe-sondere im Euroraum. Weil ein Groß-teil der Investoren davon ausgeht, dass die Notenbanken den Kampf gegen die Inflation gewinnen dürften und schon bald damit beginnen, die Zinsen wie-der zu senken. Der Kurs der hundert-jährigen Österreicherin beispielweise notiert wieder über 80, immerhin.

Ist Multi Asset also schon wieder weg, weil das Renditepotenzial – nach vorne schauend – auch schon wieder weg ist? Wir denken nein. Die Corona-Zeit war

einzigartig, Null- und Negativzinsen sind – historisch betrachtet – die Aus-nahme gewesen, nicht die Regel. Wer sich eingehend mit dem Thema Geld-anlage beschäftigt, wird irgendwann erkennen müssen, leider, dass es keine Zauberformel gibt, die vor jedwedem Risiko schützt; keinen Fonds, keine Anlagestrategie, sei sie defensiv oder offensiv, der oder die für jede Markt-phase gemacht ist. Konsistent muss sie sein, nachvollziehbar. Wichtig ist des-halb nicht zuletzt der Anlagezeitraum. Wer Zeit hat und Geduld, der kann die-se verrückten Phasen aussitzen.

Wir gehen nicht davon aus, dass die Inflation so schnell wieder verschwun-den sein wird – und damit der Zins. Dass die Ausnahme zur Regel wird. Es gibt strukturelle Gründe, die dagegen-sprechen. Sie werden in diesem Ma-gazin schon häufiger von den drei Ds gelesen haben – „Demografie“, „Deglo-balisierung“ und „Dekarbonisierung“. Alle drei Trends wirken preistreibend. Die Notenbanken müssen also in den kommenden Jahren sehr behutsam sein, was Zinssenkungen betrifft.

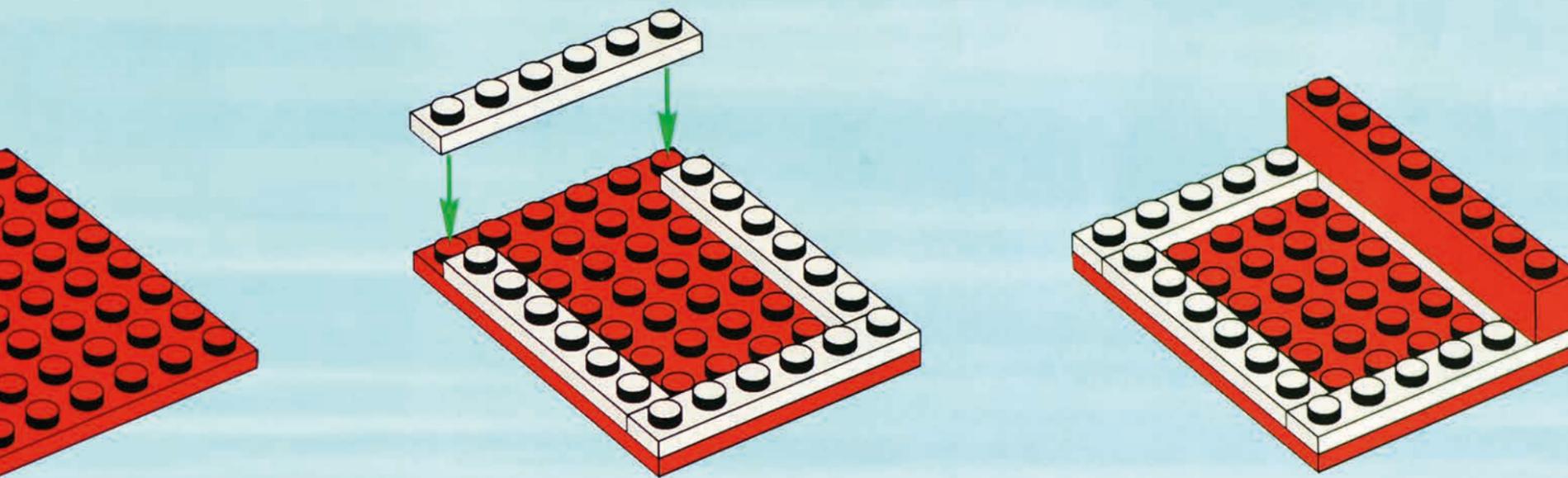
Insofern ist das Umfeld für (defensive) Multi-Asset-Fonds nach vorne schau-nd immer noch deutlich besser als in den Jahren zuvor. Multi Asset ist weni-ger weg als wieder zurück. Multi Asset ist immer noch da.

Verstehen wir die Nullzins-Jahre als Aus-nahme, als Anomalie, ließe sich sogar sa-gen: Multi Asset war nie ganz fort ... ◆

Laura Oberbörsch ist Portfolio Director Multi Asset bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

... IMMER NOCH DA!

DES TEUFELS ADVOKAT



Anleger und Anlegerinnen machen die gleichen Fehler immer wieder. Das gilt ausdrücklich auch für die Profis unter ihnen. Warum das so ist – und was sich dagegen tun lässt.

von Stephan Fritz

Der Mensch ist kompliziert – und doch sehr „einfach gestrickt“. Er weiß um seine Fehler – und macht sie trotzdem immer wieder. Auf dem Handy daddeln beispielsweise, während der Autofahrt. Wir alle wissen, dass das keine gute Idee ist, eine saudämliche sogar, weil lebensgefährlich. Und doch ist der Blick allzu oft auf das kleine, leuchtende Display gerichtet. Es brummt, schon wieder. Wer hat da geschrieben? Ist bestimmt wichtig! Na klar ist es das, so wie Hunderte Male zuvor auch, so wie immer ...

Unser Gehirn arbeitet höchst effektiv, im Guten wie im Schlechten. Dazu eine kurze Übung. Schauen Sie sich bitte die drei Bilder auf der folgenden Seite an. Kommen die Ihnen nicht bekannt vor? Wen erkennen Sie*?

Und, lagen Sie richtig?

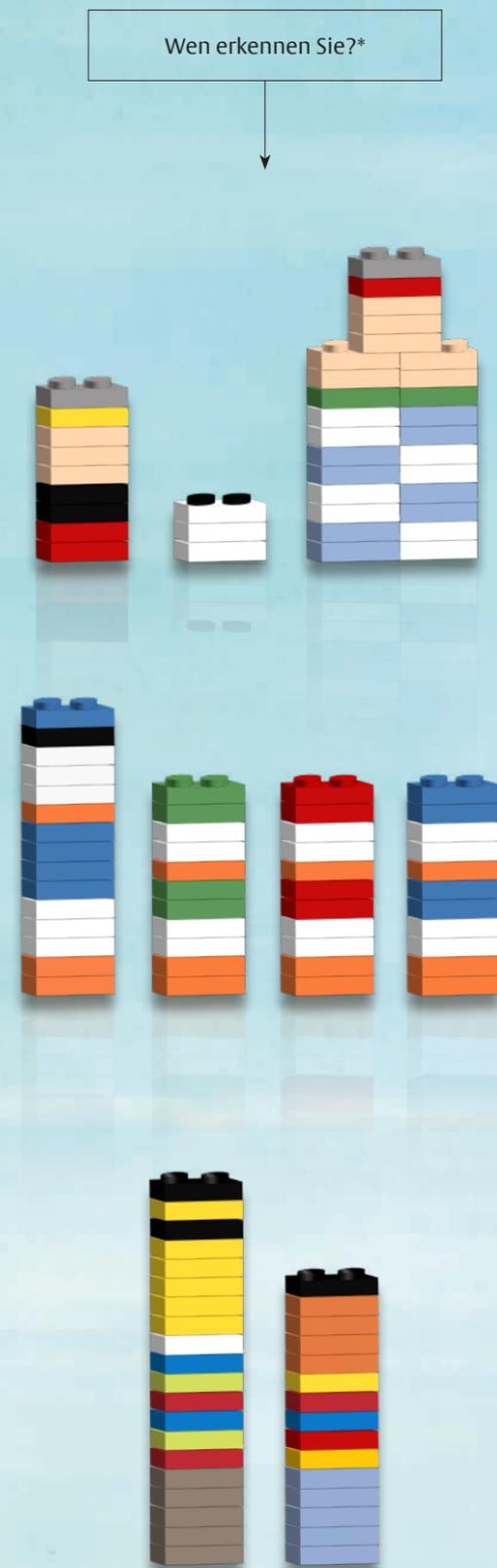
Diese kleine Übung verdeutlicht die größte Stärke unseres Gehirns: die Mustererkennung. Wir sind unglaublich gut und effizient darin, aus sehr wenigen Datenpunkten komplexe Muster zu erzeugen.

Das ist gut, aber auch notwendig. Denn ohne diese Fähigkeit könnten wir unseren Alltag nicht bewältigen – keine Chance. Unser Gehirn muss Abkürzungen nehmen, um nicht in der Flut von Informationen unterzugehen, denen es in jedem Augenblick ausgesetzt ist. Wir sprechen gerne von Intuition oder Bauchgefühl.

Leider liegt unser Bauch nicht immer richtig. Oft täuscht uns unsere Intuition – und das sogar auf vorhersehbare und konsistente Art und Weise.

SCHUBLADE AUF – UND FERTIG!

Mustererkennung und Voreingenommenheit sind keine Fehler unserer mentalen Prozesse. Sie sind vielmehr das zentrale Merkmal unserer Intuition. Deshalb können wir auch nichts dagegen tun, sondern müssen damit leben und arbeiten. Umso wichtiger ist es, sich der Schwächen und der ihnen innewohnenden Fehlbarkeit immer wieder bewusst zu werden. →



Wen erkennen Sie?*

* Asterix, Idefix und Obelix, Donald Duck mit Neffen, Ernie (rechts) und Bert.

Daniel Kahneman, Nobelpreisträger, wunderbarer Wissenschaftler und leider kürzlich verstorben, hat sich viele Jahrzehnte mit menschlichen Denkmustern beschäftigt, Bücher darüber geschrieben, "Thinking, Fast and Slow" beispielsweise. Kahneman hat dazu Folgendes gesagt: „Es geht nicht darum: Lies dieses Buch – und dann denkst du anders. Ich habe dieses Buch geschrieben – und ich denke nicht anders!“ Insofern ist schon viel gewonnen, wenn wir um unsere eigene Limitiertheit wissen und damit umgehen können.

Weil wir in Mustern denken, sind wir sehr schnell darin, uns eine Meinung, ein Urteil zu bilden, zu den unterschiedlichsten Sachverhalten. Schublade auf, das war's. Und Schublade wieder zu, bis der Inhalt das nächste Mal gebraucht wird.

In den allermeisten Fällen hinterfragen wir uns nicht, ganz im Gegenteil. Wir suchen vielmehr nach Bestätigung, nach Argumenten, die wir mögen, weil sie zu den unseren passen. Experten sprechen vom sogenannten Confirmation Bias. Wir hören und sehen, was wir hören und sehen wollen. Nichts tut so gut wie Bestätigung! Ein jeder lebt in seiner eigenen Filterblase.

SO VIELE HEILIGE ...

Nirgendwo sonst wird das so offensichtlich wie im Internet und in den sozialen Medien. Unsere Lese- und Suchgewohnheiten machen uns zu leichten „Opfern“ für Algorithmen, weil es nicht viel braucht, um uns zu entschlüsseln. Und so werden wir mit den entsprechenden Inhalten, Angeboten und Werbebannern gefüttert und daran gehindert, unsere wohlige-warme Blase zu verlassen.

Was glauben Sie, warum Facebook nur den „Daumen hoch“ kennt, nicht aber den „Daumen runter“? Die Nutzer sollen sich wohlfühlen – und dabeibleiben.

Bei meinen Recherchen bin ich auf Papst Leo X. gestoßen, zwischen 1513 und 1521 Oberhaupt der römisch-katholischen Kirche. Ein wichtiges Thema der Kirche sind stets

die Heilig- und Seligsprechungen gewesen. Wer sollte zu diesem privilegierten Kreise gehören – und wer nicht, aus welchen Gründen?

Leo X. jedenfalls hat sich die Sache nicht einfach gemacht. Er hat den „Advocatus Diaboli“, des „Teufels Advokaten“ eingesetzt und so diesen Begriff erfunden. Eine Person, die bewusst die Gegenposition einnimmt und so das eigene Urteil in Zweifel zieht, es zumindest herausfordert. Anders ausgedrückt: Leos Advokat sollte die „Leichen“ im Keller der „Nominierten“ finden und darlegen, warum eine Heiligsprechung eben nicht gerechtfertigt wäre. Eine denkbar unangenehme, wenngleich unglaublich wichtige Aufgabe. Damals wie heute.

1983 wurde des Teufels Advokat der römisch-katholischen Kirche in Rente geschickt, von Papst Johannes Paul II. Danach hat es bis heute 482 Heiligsprechungen gegeben. Zuvor, in mehr als 400 Jahren (!), waren es nicht einmal die Hälfte ...

SUCHE ERKENNTNIS, NIE BESTÄTIGUNG

Sehr wahrscheinlich, dass die Argumente des Advocatus Diaboli nicht immer die richtigen waren. Nichtsdestotrotz braucht es verschiedene Blickwinkel und Perspektiven, verschiedene Argumente und Schlussfolgerungen, um zu einer guten, einer besseren Entscheidung zu kommen.

Wer sich nicht für die Argumente seines Gegenübers öffnet, dem droht der eigene Horizont im Nebel zu verschwimmen.

Das gilt im Übrigen auch bei der Geldanlage. Ein Fondsmanager sollte sich niemals in ein Unternehmen, in dessen Aktie verlieben, aus welchen Gründen auch immer. Er sollte stets wachsam bleiben, Trends beobachten und Entscheidungen der Unternehmensführung kritisch hinterfragen.

Das wird nicht immer klappen, keine Frage. Allein der Versuch ist wertvoll. Er folgt der Erkenntnis, dass niemand unfehlbar ist. Frei nach dem Motto: Suche Erkenntnis, nie Bestätigung. ◆

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

EUPHORIE

&

VERZWEIFLUNG

Für Fortschritt
braucht es gleichzeitig
Optimismus und
Pessimismus.

Ein Gastbeitrag
von Morgan Houseel

Der richtige Umgang mit Optimismus und Pessimismus ist so schwierig. Pessimismus ist intellektuell verlockender als Optimismus und beschäftigt unsere Gedanken mehr. Pessimismus ist lebenswichtig, weil er uns auf Risiken vorbereitet, bevor sie eintreffen. Doch ebenso unbedingt brauchen wir Optimismus, den Glauben, dass die Dinge besser sein oder werden könnten, obwohl gerade vielleicht nicht viel darauf hindeutet.

Optimismus ist ein essenzieller Bestandteil von fast allem; wir brauchen ihn, um gesunde zwischenmenschliche Beziehungen erhalten und um langfristig investieren zu können. Eine wichtige Erkenntnis darüber, wie Menschen ticken, besteht darin, dass Fortschritt gleichzeitig Optimismus und Pessimismus erfordert.

Optimismus und Pessimismus scheinen einander auszuschließen, weshalb Menschen üblicherweise zum einen oder zum anderen neigen. Dabei besteht eine der wichtigsten Künste im Leben darin, diese zwei Haltungen auszubalancieren. Das war schon immer so und wird immer so sein. →

KOMBINATION AUS VERTRAUEN UND WISSEN

Finanziell fährt am besten, wer spart wie ein Pessimist und investiert wie ein Optimist. Diese Kombination – aus Vertrauen, dass die Dinge langfristig besser werden, und Wissen, dass der Weg dorthin eine stetige Abfolge von Rückschlägen, Enttäuschungen, Überraschungen und Schocks sein wird – hat sich im Laufe der Geschichte wieder und wieder bewährt, in allen Lebensbereichen.

John McCain wurde zum berühmtesten amerikanischen Kriegsgefangenen in Vietnam, obwohl der höchstrangige amerikanische Kriegsgefangene dort Admiral Jim Stockdale war. Stockdale wurde regelmäßig gefoltert und beging einmal einen Selbstmordversuch, weil er fürchtete, unter der Folter einzuknicken und militärische Geheimnisse zu verraten.

Jahrzehnte nach seiner Freilassung wurde Stockdale in einem Interview gefragt, wie deprimierend er das Leben in Gefangenschaft empfunden habe. Stockdale erwiderte, so schlimm sei es gar nicht gewesen. Er habe nie angezweifelt, dass alles gut enden würde, dass er freigelassen und zu seiner Familie zurückkehren würde. Reiner Optimismus, möchte man meinen. Oder?

Genau genommen nicht. Denn auf die Frage, wer sich im Gefangenenlager am schwersten getan hätte, antwortete Stockdale: „die Optimisten“. Diejenigen, die ständig sagten, „Weihnachten sind wir wieder zu Hause“, verzweifelten, wenn wieder ein Weihnachten kam und vorbeiging. „Sie starben an gebrochenem Herzen“, sagte Stockdale und ergänzte, es brauche eine Balance zwischen dem unbedingten Glauben, dass letztendlich alles gut wird, und einem Sich-Abfinden mit der brutalen Realität, wie auch immer sie aussehen mag. Irgendwann bessert sich die Lage schon, aber Weihnachten werden wir nicht daheim verbringen.

Darin besteht die Balance – man plant wie ein Pessimist und träumt wie ein Optimist. Diese Kombination scheint widersinnig, kann aber Gewaltiges bewirken, wenn man sie hinbekommt.

DIE REALITÄTEN ANERKENNEN

Es ist faszinierend mitanzusehen, wenn Menschen eine Realität anerkennen, die zum Verzweifeln ist, und trotzdem optimistisch bleiben. Der Schriftsteller James Truslow Adams prägte 1931 den Ausdruck vom „amerikanischen Traum“ in seinem Buch *The Epic of America*. Interessantes Timing, oder? Man kann sich schwerlich ein Jahr vorstellen, in dem der amerikanische Traum so ausgeträumt schien. Als Adams sein Buch schrieb, lag die Arbeitslosenquote bei annähernd 25 Prozent und die Vermögen waren ungleicher verteilt als fast jemals zuvor oder danach.

Während Adams den amerikanischen Traum eines besseren, reicheren und glücklicheren Lebens für alle Bürger aller Schichten beschwor, lag die Wirtschaft am Boden, überall im Land brachen Hungerrevolten aus. Als er die Möglichkeit besang, dass Männer und Frauen ihr volles Potenzial entwickelten, ungehindert von den Hürden, die ältere Zivilisationen aufgestellt haben, herrschte in den Schulen Rassentrennung und in einigen Bundesstaaten durfte nur wählen, wer nachweislich lesen und schreiben konnte. Nur selten in der Geschichte des Landes klang das Versprechen vom amerikanischen Traum so hohl, so unendlich weit entfernt von den Realitäten, denen sich jeder gegenüber sah.

Trotzdem schlug Adams' Buch ein wie eine Bombe. Seine optimistische Phrase vom amerikanischen Traum, verkündet inmitten einer düsteren Phase der amerikanischen Geschichte, wurde über Nacht zum geflügelten Wort. Der Umstand, dass 1931 jeder vierte Amerikaner keine Arbeit hatte, konnte der Idee vom amerikanischen Traum

nichts anhaben. Ebenso wenig wie der Umstand, dass die Börsenkurse um 89 Prozent gefallen waren und überall im Land Menschen um kostenlose Nahrung anstanden.

„DEPRESSIVER REALISMUS“ UND „SELIGE UNWISSENHEIT“

Vielleicht wurde die Idee vom amerikanischen Traum gerade deswegen so populär, weil die Lage so finster aussah. Man musste nicht sehen, dass er sich verwirklichte, um an ihn glauben zu können – gottlob, denn 1931 gab es da nichts zu sehen. Aber der Glaube half, dass er sich erfüllen könnte, und schon fühlte man sich ein bisschen besser.

Die Psychologinnen Lauren Alloy und Lyn Yvonne Abramson haben die These vom „depressiven Realismus“ entwickelt. Ihr zufolge nehmen depressive Menschen die Welt realistischer wahr, sie sehen klarer, wie gefährdet und vergänglich das Leben ist. Ich liebe diese These.

Das Gegenstück zum depressiven Realismus ist die „selige Unwissenheit“, an der viele von uns leiden. Aber genau genommen leiden wir gar nicht. Selige Unwissenheit gibt uns ein großartiges Gefühl. Sie ist der Treibstoff, der uns morgens aus dem Bett scheucht und weiter schuften lässt, auch wenn die Welt um uns herum objektiv betrachtet fürchterlich ist und überall Pessimismus herrscht.

1984 interviewte Jane Pauley den 28-jährigen Bill Gates. „Manche Menschen nennen Sie ein Genie“, sagte Pauley. „Ich weiß, das ist Ihnen vielleicht peinlich, aber ...“ Gates verzog keine Miene. Er zeigte keine Emotion, keine Reaktion.

GATES LACHTE NICHT

„Okay, ich schätze, es ist Ihnen nicht peinlich“, lachte Pauley etwas gezwungen. Gates reagierte wieder nicht. Natürlich war Gates ein Genie, wie →

„Der These vom
depressiven Realismus“
zufolge nehmen
depressive Menschen
die Welt realistischer
wahr, sie sehen klarer,
wie gefährdet und
vergänglich das Leben ist.
Ich liebe diese These.“

er sehr wohl wusste. Mit 19 Jahren hatte er das Studium abgebrochen, weil er fand, auf jedem Tisch in jedem Zuhause solle ein Computer stehen. So handelt nur, wer absolutes Vertrauen in seine Fähigkeiten hat. Paul Allen schrieb einmal über seine erste Begegnung mit Bill:

„An Bill Gates stachen drei Dinge ins Auge: Er war echt clever. Er war von Konkurrenzdenken beherrscht und wollte dir seine Klugheit unbedingt zeigen. Und er war wirklich, wirklich hartnäckig.“

Aber es gab noch eine andere Seite seines Charakters. Bill Gates war fast schon paranoid, was nicht recht zu seinem unerschütterlichen Selbstbewusstsein zu passen schien. Vom Tag an, an dem er Microsoft gründete, beharrte er darauf, immer genug Geld auf der Bank zu haben, um ein Jahr durchhalten zu können, selbst wenn keinerlei weitere Einnahmen hereinkämen.

1995 fragte Charlie Rose ihn, warum er so viel Geld auf der Bank hortete. Gates antwortete, im Techsektor änderten sich die Dinge derart schnell, dass die Umsätze des nächsten Jahres keineswegs garantiert seien. „Auch nicht die von Microsoft.“

2007 blickte Gates zurück:

„Ich machte mir ständig Sorgen wegen meiner älteren Angestellten mit Familie. Ich grübelte unablässig: ‚Was, wenn kein Geld reinkommt? Kann ich meine Leute bezahlen?‘“

Auch hier erkennen wir wieder Optimismus und Selbstbewusstsein, gepaart mit ausgeprägtem Pessimismus. Gates schien intuitiv zu verstehen, dass man nur langfristig optimistisch sein kann, wenn man pessimistisch genug ist, um die Gegenwart und die nahe Zukunft zu überleben. Wobei man sich klarmachen sollte, dass zwischen Optimismus und Pessimismus ein ganzes Spektrum existiert.

Am einen Ende steht der reine Optimist. Er glaubt, dass alles zum Besten steht und sich daran auch nie etwas ändern wird. Eine negative Haltung betrachtet er als Charaktermangel. Eine solche Einstellung wurzelt teilweise im Ego: Der Mensch vertraut so felsenfest auf sich, dass er sich gar nicht vorstellen kann, wie etwas schiefgehen sollte.

BEIDE HALTUNGEN SIND GEFÄHRLICH

Am anderen Ende des Spektrums steht der absolute Pessimist. Er glaubt, dass alles schrecklich ist und immer sein wird. Eine hoffnungsvolle Einstellung betrachtet er als Charaktermangel. Auch diese Haltung wurzelt teilweise im Ego: Der Mensch traut sich selbst überhaupt nichts zu und kann sich gar nicht vorstellen, dass etwas gut geht. Er ist das genaue Gegenteil des Optimisten – und ebenso blind für die Realität wie jener.

Diese Haltungen sind beide gleich gefährlich, und beide können gleichermaßen überzeugend scheinen, wenn man irrigerweise Optimismus und Pessimismus als Alternativen betrachtet, also glaubt, man müsse sich für das eine oder das andere entscheiden. Dabei liegt das Ideal genau dazwischen. Rationale Optimisten (wie ich sie nenne) erkennen an, dass die Geschichte eine stetige Abfolge von Problemen, Enttäuschungen und Rückschlägen ist, bleiben aber trotzdem optimistisch, weil sie wissen, dass alle Rückschläge den Fortschritt letztlich nicht aufhalten können. Rationale Optimisten mögen unentschlossen oder wankelmütig wirken, oft blicken sie aber nur weiter in die Zukunft als andere.

Egal, welches Gebiet man betrachtet – von der Geldanlage über das Berufs- bis hin zum Privatleben –, der Trick besteht immer darin, dass man kurzfristige Probleme überleben kann und folglich lange genug dabeibleibt, um die Früchte des langfristigen Wachstums genießen zu können.

Spare wie ein Pessimist und investiere wie ein Optimist. Plane wie ein Pessimist und träume wie ein Optimist.

Diese beiden Fähigkeiten scheinen sich zu widersprechen, und das tun sie auch. Intuitiv glauben wir, wir müssten entweder optimistisch oder pessimistisch sein. Es ist schwer zu verstehen, dass es sowohl für Optimismus als auch für Pessimismus eine richtige Zeit und einen richtigen Ort gibt, dass beides nebeneinander bestehen kann und soll. Genau dieses Nebeneinander beobachtet man bei fast jedem langfristig erfolgreichen Unterfangen.

Wir sehen es in Unternehmen, die mit neuen Produkten gewaltige Risiken eingehen (Optimismus), gleichzeitig aber kurzfristige Schulden scheuen und zur Sicherheit stets eine große Menge flüssiger Mittel halten (Pessimismus).

Wir beobachten es bei Angestellten, die ein lukratives Angebot ausschlagen, weil es ihrem Ruf schaden könnte, der ihnen langfristig viel mehr wert ist.

Und wir sehen es bei Investitionen. In meinem Buch *Über die Psychologie des Geldes* schrieb ich: „Ich möchte finanziell unzerstörbar sein. Das ist mir wichtiger als hohe Renditen. Da ich unzerstörbar bin, erziele ich vermutlich die größte Gesamtrendite. Denn so kann ich so lange durchhalten, bis das exponentielle Wachstum Wunder bewirkt.“

Eine wichtige Lektion aus der Geschichte lautet: Kurzfristig mag die Lage übel aussehen, aber langfristig wird alles sich positiv entwickeln. Es erfordert durchaus geistige Anstrengung, diese zwei Aspekte unter einen Hut zu bekommen und zu lernen, sie mit scheinbar widersprüchlichen Fähigkeiten zu managen. Wer das nicht schafft, endet in der Regel als verbitterter Pessimist oder als bankrotter Optimist. ♦

i

ÜBER DEN AUTOR

Morgan Houzel

war Kolumnist beim *Wall Street Journal*. Heute ist er Partner bei The Collaborative Fund und erfolgreicher Buchautor. Nach seinem Bestseller *„Über die Psychologie des Geldes“* erschien jüngst, ebenfalls im FinanzBuch Verlag (FBV), *„Same as Ever – 23 Geschichten über die Dinge, die sich niemals ändern“*.



Morgan Houzel
Same as Ever

FinanzBuch Verlag, 240 Seiten
ISBN-10: 3959727186
18,00 Euro

☰

Der Börsenwert eines Unternehmens bemisst sich über kurz oder lang an den Gewinnen, die es erzielt. Die Börse schaut hierbei häufig auf die sogenannten „adjustierten Gewinne“. Warum das problematisch sein kann.

von Kai Lehmann

Unterm Strich

Wer sich langfristig an einem Unternehmen beteiligen möchte, sollte wie ein Unternehmer denken. Das gilt nicht nur für Gründer und Eigentümer, sondern natürlich auch für Aktionäre. Wir bei Flossbach von Storch möchten wissen, worin wir investieren. Basis dafür ist eine fundamentale Analyse, bei der wir das Zahlenwerk eines Unternehmens genau unter die Lupe nehmen.

Eine Investition ziehen wir nur dann in Betracht, wenn die nachhaltigen Erträge aus dem operativen Geschäft in einem attraktiven Verhältnis zu den ausgemachten Risiken stehen. Wir sind Investoren, keine Spekulanten. Der Kursverfall vormals hochgelobter Technologieunternehmen in den vergangenen beiden Börsenjahren hat deutlich gezeigt: Steigende Kurse lassen sich nicht dauerhaft über reine Hoffnungen auf irgendwann einmal anfallende Gewinne rechtfertigen. Früher oder später braucht es handfeste Gewinne. Doch was genau ist eigentlich der „Gewinn“? Und gibt es überhaupt den einen, wahren Gewinn? Antworten auf diese Fragen sind leider nicht einfach.

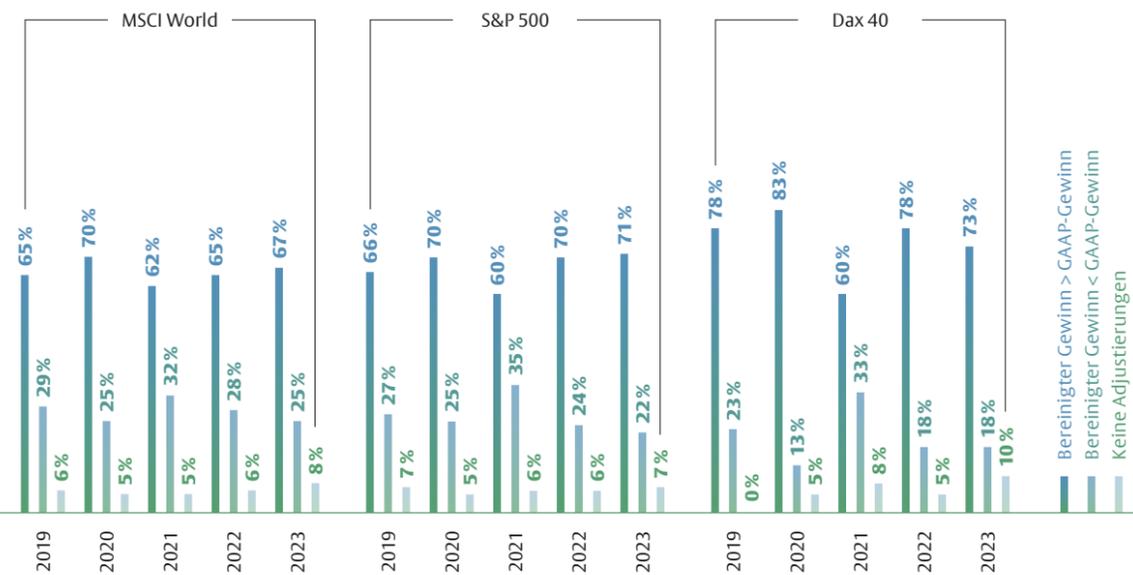
**„UND WEISST DU NICHT WOHN,
DANN BUCHE AUF GEWINN!“**

Schaut man sich beispielsweise die Ergebnispräsentationen der Unternehmen in der Berichtssaison für das Geschäftsjahr

2023 an, so kommt man zu einem ernüchternden Ergebnis. Jedes Unternehmen hat offensichtlich seine ganz eigene Vorstellung davon, wie man „den Gewinn“ definiert.

Auf den ersten Blick mag das verwundern. Denn die Gewinnermittlung von börsennotierten Unternehmen ist durch einschlägige Vorgaben bei der Rechnungslegung standardisiert. Bei europäischen börsennotierten Konzernen sind dies beispielsweise die International Financial Reporting Standards (IFRS), bei US-amerikanischen Gesellschaften die United States Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP).

In der Praxis rücken diese sogenannten GAAP-Gewinne aber schnell in den Hintergrund. Denn viele Unternehmen stellen oftmals die bereinigten Gewinne oder auch „adjusted earning“ in den Mittelpunkt der Kommunikation. Bei diesen Gewinngrößen eliminieren die Unternehmen nach eigenem Gusto gewisse Sondereffekte, negative wie positive, die als einmalig angesehen werden oder keinen Bezug zum operativen Geschäft haben. Den Kapitalgebern soll auf diese Weise ein verlässlicheres Bild über die tatsächliche Ertragslage des Unternehmens gegeben werden. Zudem soll die Vergleichbarkeit im Zeitablauf und auch zwischen den unterschiedlichen Unternehmen einer Branche ermöglicht werden.



Grafik 1
Anteil von Unternehmen, die in den Börsenindizes Dax, MSCI World, und S&P 500 gelistet sind und bereinigte Gewinne in den Geschäftsberichten veröffentlichen

Quelle: Eigene Berechnung, Bloomberg, Stand März 2024

Gegen diese Praxis gibt es grundsätzlich nichts einzuwenden. Wenn ein Unternehmen wegen eines einmaligen, also nicht wiederkehrenden Effekts, einen Gewinn oder Verlust verbuchen muss, steigert oder mindert dies zwar den GAAP-Gewinn des jeweiligen Jahres, doch ändert dies nicht die nachhaltige Ertragskraft des Unternehmens. Zu diesen Einmaleffekten zählen etwa Gewinne oder Verluste aus dem Verkauf von nicht betriebsnotwendigem Vermögen, Aufwendungen für Restrukturierungsmaßnahmen oder auch außerplanmäßige Abschreibungen von Vermögenswerten. In den USA werden die Gewinne zudem regelmäßig um die Aufwendungen für die aktienbasierte Vergütung der Mitarbeiter („stock-based compensation“) bereinigt.

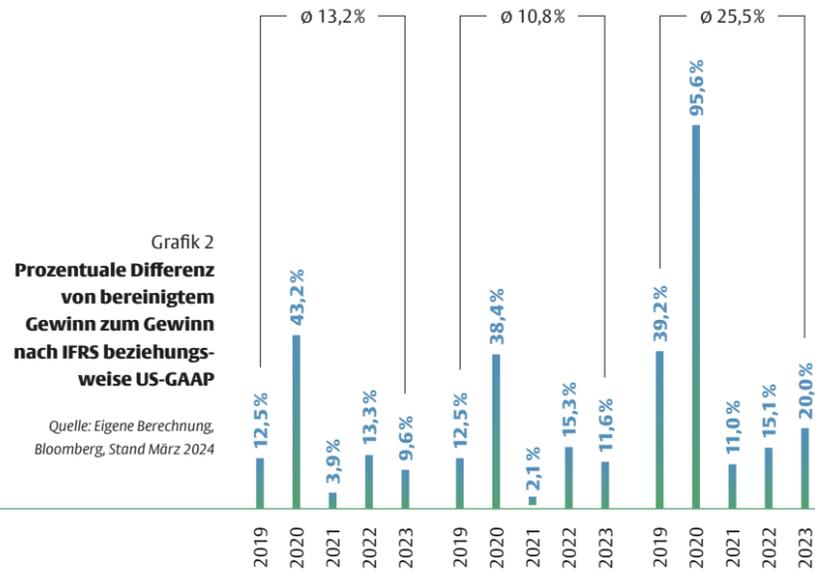
„IST ES DIR EGAL, BUCH AN KAPITAL“

Problematisch werden solche Anpassungen aber dann, wenn die Korrekturen genutzt werden, um über eine schwache Ertragslage hinwegzutäuschen. Wenn die Bereinigungen einen Bezug zum operativen Geschäft vermuten lassen oder wenn sie einen wiederkehrenden Charakter haben, sollten Aktionäre besser einmal etwas genauer hinschauen.

Die Grenze zwischen einem gerechtfertigten Herausrechnen und Schönfärberei ist dabei oftmals fließend. Sind die Rück-

stellungen für Rechtsrisiken nicht in gewissem Maße ein inhärenter Bestandteil des Geschäftsmodells eines Pharmaunternehmens? Wenn ein Unternehmen, wie beispielsweise Bayer, seit 20 Jahren in jedem einzelnen Jahr seine Restrukturierungsaufwendungen korrigiert, sind sie dann nicht wiederkehrender Teil des Geschäfts? Handelt es sich bei der Gewährung von Aktienoptionen an die Mitarbeiter nicht eigentlich um eine Gehaltskomponente, auch wenn diese den Kassenbestand nicht unmittelbar mindert? Darüber lässt sich trefflich streiten. Dass die Unternehmen bei den Anpassungen durchaus unterschiedlich vorgehen, zeigt, dass die Meinungen zu den genannten Sachverhalten auch in der Praxis auseinandergehen. Das macht es für den Bilanzleser nicht unbedingt einfacher.

Wir haben einmal geprüft, wie verbreitet die Praxis ist, adjustierte, also um echte oder vermeintliche Sondereffekte bereinigte Gewinne zu veröffentlichen. Grafik 1 zeigt den Anteil der Unternehmen der Aktienindizes MSCI World, S&P 500 und Dax 40, die entsprechende Gewinnadjustierungen vornehmen. Wie die Darstellung verdeutlicht, führen die allermeisten Unternehmen Bereinigungen durch. Der Anteil an Unternehmen, die ihre GAAP-Gewinne nach oben anpassen, ist dabei über die Indizes und Zeiträume hinweg in etwa doppelt bis dreimal so hoch wie der Anteil der Unternehmen, die sich ärmer rechnen als sie nach geltenden



Bilanzierungsstandards sind. Die Auswertung zeigt, dass der Anteil von Unternehmen, die keinerlei Adjustierungen vornehmen, nur einen mittleren einstelligen Prozentwert ausmacht.

Doch wie hoch fallen die Adjustierungen aus? Wie Grafik 2 zeigt, liegen die bereinigten Gewinne beim Dax im Zeitraum 2019–2023 im Durchschnitt um gut ein Viertel über den GAAP-Gewinnen. Bei den internationalen Indizes liegen die Abweichungen mit 13,2 Prozent (MSCI World) beziehungsweise 10,8 Prozent (S&P 500) deutlich darunter. Die Durchschnittswerte sind dabei stark vom Jahr 2020 geprägt, in dem viele Unternehmen ihre Gewinne um gewisse Corona-Sondereffekte bereinigten. So waren die bereinigten Gewinne, die die Dax-Unternehmen in jenem Jahr auswiesen, fast doppelt so hoch wie die standardisierten Gewinne.

Damit nicht genug – die vielleicht wichtigste Erkenntnis der Auswertung liegt wohl darin, dass sich die Adjustierungen über lange Zeiträume nicht ausgleichen. So liegen die angepassten Gewinne auf Indexebene dauerhaft merklich über den GAAP-Gewinnen. Während bestimmte Aufwendungen also gerne mal als Sondereffekt klassifiziert werden, sieht das bei Erträgen offensichtlich anders aus. Die Differenz summiert sich beim Dax über die vergangenen fünf Jahre auf be-

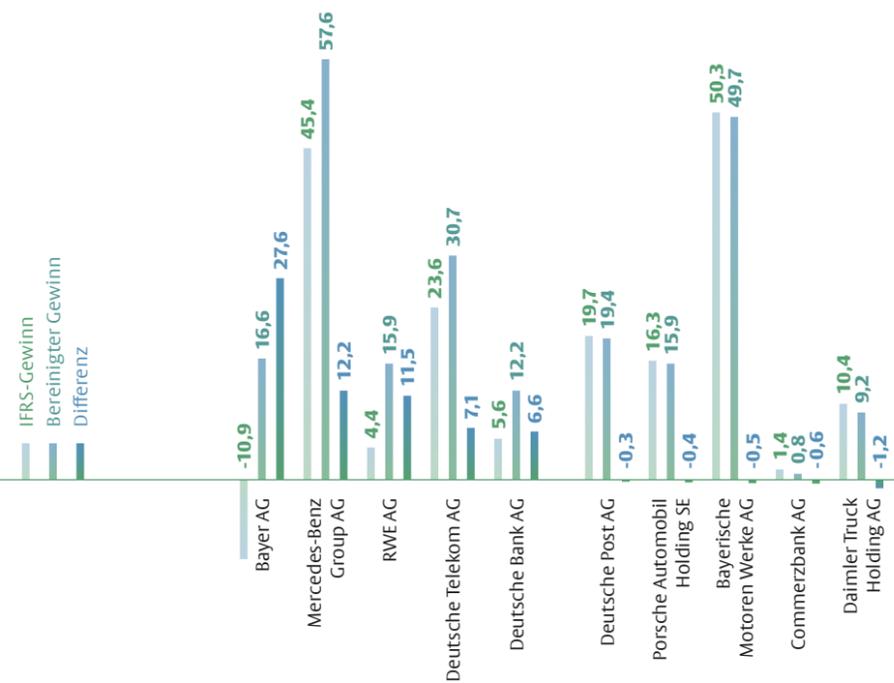
achtliche 115 Milliarden Euro. Für den globalen Aktienindex MSCI World beträgt der Wert sogar 1,7 Billionen US-Dollar.

In einigen Fällen sind die Korrekturen eher kosmetischer Natur, in anderen Fällen sind sie sehr beachtlich. Spitzenreiter unter den Dax-Unternehmen war in den zurückliegenden Jahren die Bayer AG (vgl. Grafik 3). Das Pharmaunternehmen passte die ausgewiesenen Ergebnisse in den Jahren 2019–2023 um beachtliche 27,6 Milliarden Euro nach oben an, um „eine Vergleichbarkeit (der) Performance im Zeitablauf“ (Geschäftsbericht der Bayer AG 2023, Seite 99) zu ermöglichen. So wurde aus einem kumulierten Verlust von 10,9 Milliarden Euro ein Gewinn von 16,6 Milliarden Euro. Die wesentlichen Treiber für die Differenz waren Aufwendungen für Rechtsstreitigkeiten (12,5 Milliarden Euro) und die Abschreibung immaterieller Vermögenswerte (9,1 Milliarden Euro).

Bei der Mercedes-Benz Group wiederum ist die Differenz von 12,2 Milliarden Euro zu einem bedeutenden Teil auf bereinigte Kosten für Rechtsstreitigkeiten im Jahr 2019 zurückzuführen. Die Daimler Truck Holding AG hingegen korrigierte das Jahresergebnis im Jahr 2021 um einen einmaligen Ertrag von etwa 850 Millionen Euro nach unten, was dazu führt, dass der bereinigte Konzerngewinn in Summe über die letzten Jahre unterhalb des GAAP-Gewinns liegt.

Grafik 3: Ausgewählte Dax-Unternehmen nach Differenz zwischen bereinigtem Gewinn und IFRS-Gewinn im Zeitraum 2019–2023 (in Milliarden Euro)

Quelle: Eigene Berechnung, Bloomberg, Stand März 2024

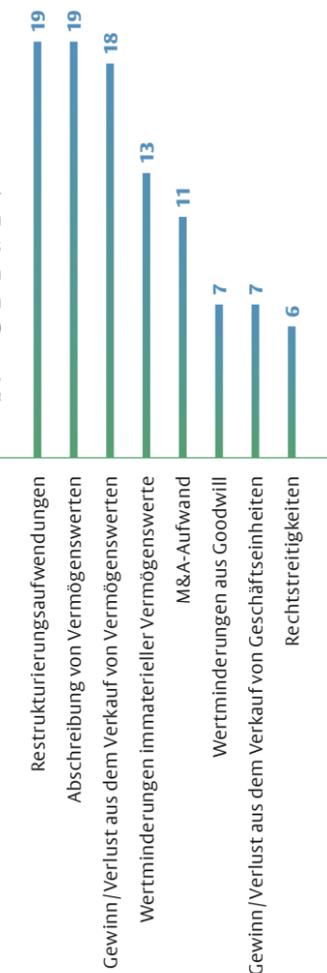


Grafik 4 zeigt, für welche Sachverhalte im abgelaufenen Geschäftsjahr bei den Dax-Unternehmen Bereinigungen vorgenommen wurden. So korrigierte fast jeder zweite Konzern die Aufwendungen für Restrukturierungen und Abschreibungsaufwendungen für bestimmte Vermögenswerte zurück. Zudem haben zuletzt 18 Prozent der Unternehmen ihre Ergebnisse um Gewinne und Verluste aus dem Verkauf von Vermögenswerten bereinigt. Auch Integrationskosten im Rahmen von Übernahmen (M&A-Aufwand) und Aufwendungen für Rechtsstreitigkeiten werden in den angepassten Gewinnen häufig außen vor gelassen.

Bleibt die Frage, ob eine Gewinnanpassung gerechtfertigt ist – oder eben nicht. So schwer diese Frage für den externen Bilanzleser zu beantworten ist, so relevant ist sie. Denn die nachhaltig erzielbaren Gewinne determinieren das Potenzial, Investitionen zu tätigen, Dividenden zu zahlen, Schulden abzubauen oder eigene Aktien zurückzukaufen. Wenn Aktionäre die Gewinnadjustierungen mehr oder minder unreflektiert übernehmen, überschätzen sie möglicherweise dieses Potenzial. Für langfristig denkende und verantwortungsvoll handelnde Anleger ist es daher unerlässlich, sich eine eigene Meinung darüber zu bilden, ob die publizierten Sondereffekte einmalig oder von Dauer sind. ♦

Grafik 4: Warum Dax-Unternehmen im Geschäftsjahr 2023 ihre Gewinnmitteilungen anpassen (Anzahl an Unternehmen)

Quelle: Eigene Berechnung, Bloomberg, Stand März 2024



Bleibt die Frage, ob eine Gewinnanpassung gerechtfertigt ist – oder eben nicht.

Dr. Kai Lehmann ist Senior Research Analyst bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

von Thomas Lehr

Es ist eine wichtige Frage, ob das Geld aktiv oder passiv investiert werden soll. Leider wird sie viel zu häufig am Anleger vorbei entschieden.

Warum nicht einfach mal ...

Wer von uns saß schon einmal in einem Taxi und hat sich über den Fahrer oder die Fahrerin geärgert? Entweder fuhr die Person zu langsam oder zu schnell, überholte zu oft oder gar nicht, oder es war der Weg zum Ziel aus unserer Sicht zu lang – man selbst wäre ganz anders gefahren. Je größer die Überzeugung in die eigenen Fähigkeiten, desto größer ist der Ärger, für eine vermeintlich schlechte Dienstleistung Geld zahlen zu müssen.

Ganz anders geht es meiner Mutter. Sie fährt oft mit einem Taxi. Vor allem, wenn sie die Strecke nicht kennt oder nicht weiß, ob sie einen Parkplatz in unmittelbarer Nähe findet. Sie nimmt gerne ein Taxi, wenn sie sich unsicher fühlt. Nie geht es ihr darum, besonders schnell zu sein. Im Gegenteil – sie fühlt sich sicherer, wenn der Wagen nicht hektisch die Spuren wechselt, sondern die Fahrt „gemütlich“ ist. Sie zahlt neben dem Fahrpreis dann gerne auch ein Trinkgeld.

Das Beispiel zeigt, dass Menschen einfach unterschiedlich ticken. Es ist daher sinnlos, die Frage „Selbst fahren oder ein Taxi nehmen?“ allgemeingültig beantworten zu wollen. Denn zwei Faktoren, auf die es dabei eigentlich ankommt, sollte man dabei nicht ausblenden: den Kunden oder die Kundin und das Problem, das gelöst werden soll.

Das gilt für beinahe jede Dienstleistung. So mag es sein, dass es günstiger ist, das Wohnzimmer selbst zu streichen. Aber ich kann und ich will es womöglich nicht. Es mag auch sein, dass es günstiger ist, die Reifen selbst zu wechseln. Ich möchte das aber selbst nicht machen, weil mir die Lust und die Zeit dazu fehlen. Ähnlich ist es in der Geldanlage.

Daher ist es erstaunlich, wie selten bei der Frage – ETF oder aktiv gemanagte Anlage? – am Ende die Antwort zu lesen ist: Das hängt immer vom Anleger oder der Anlegerin ab!

Dem passiven Kunden ist in der Regel bewusst, dass er die Dinge selbst nicht in die Hand nehmen kann oder will. Daher ist er grundsätzlich auch bereit, für ein aktives Vermögensmanagement zu zahlen. Viele schaffen es allerdings nicht einmal, diese erste aktive Entscheidung zu treffen, weswegen das Geld oft genug gar nicht angelegt wird.

Hingegen deutet allein die Frage „Passiv oder aktiv gemanagter Fonds?“ darauf hin, dass wir vor uns einen aktiven Anleger stehen haben, der oder die bereit ist, viele weitere Entscheidungen selbst zu treffen und wohl mit einer passiven Anlagevariante zufrieden wäre.

Wie oft vergeuden selbst erfahrene Beratungsprofis ihre Zeit, indem sie aktiven Anlegern die Vorzüge eines aktiv gemanagten Fonds oder einer Vermögensverwaltung näherbringen wollen? Zweimal „aktiv“ – das verträgt sich schon deswegen nicht, weil klar sein muss, wer das Steuer in der Hand hält.

Dazu kommt: Aktive Anleger sehen Geldanlage nicht selten als Hobby, nicht wenige sogar als Wettrennen. In vielen Fällen geht es also nicht darum, ein Ziel sicher zu erreichen. Man möchte vor allem schnell sein – und im besten Fall sogar noch schneller als der Rest.

Häufige Spurwechsel, abruptes Abbremsen und wieder Gas geben gehören ebenso dazu wie der ständige Blick auf Tacho und Stoppuhr: die Wertentwicklung steht im Mittelpunkt wie die PS beim Auto. Dabei mag das Urteil über die Wertentwicklung anderer oft äußerst kritisch ausfallen, während man milde und nachsichtig gegenüber der eigenen Performance bleibt. Weder der Taxifahrer sehnt sich nach so einem Fahrgast, noch wird der Fahrgast Freude an der Taxifahrt haben. Es passt einfach nicht.

Eine zweite, ebenso wichtige Unterscheidung von Anlegertypen, die meist mit der ersten einhergeht, ist: Möchte jemand die Wertentwicklung maximieren oder Schwankungen minimieren?

... in ETFs investieren?



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

Sie können den Artikel auch als Podcast hören: www.flossbachvonstorch.de/etf-podcast

Man kann natürlich an beiden Schrauben drehen, aber eben nicht bis in den Extrembereich. Es ist möglich, mit guter Sicherheit eine gute Wertentwicklung zu erzielen – nicht aber mit der höchsten Sicherheit die beste Wertentwicklung. So kann, wer in ein Taxi steigt, verlangen, dass der Fahrer eine Verfolgung aufnimmt und die vor ihm fahrenden Wagen ein- und überholt (zumindest insoweit, wie gesetzliche Geschwindigkeitsgrenzen und Verkehrsregeln eingehalten werden können).

Die Chancen, dieses Ziel zu erreichen, verschlechtern sich aber, wenn man dem Fahrer gleichzeitig zuruft, er möge bitte vorsichtiger fahren als die, die es zu überholen gilt. Das muss jedem klar sein, der von seinem Fondsmanager oder Vermögensverwalter erwartet, die Wertentwicklung eines Vergleichsindex zu schlagen.

Wem es also wichtiger ist, ohne Stress und waghalsige Manöver sicher sein Ziel zu erreichen, für den kann die Frage, wie schnell das Ziel erreicht wurde, nicht das entscheidende Kriterium sein.

Ein guter Freund erklärte mir neulich, dass Geschwindigkeit und Sicherheit sich nicht ausschließen müssen. Es gäbe schließlich genügend gute (Renn-)Fahrer, die schnell und sicher fahren.

Doch dabei vergisst er zwei Komponenten: das Gelände und den Verkehr. Der Kapitalmarkt ist selten eine asphaltierte Strecke, sondern oft genug unwegsames Gelände. Der Untergrund kann sich von jetzt auf gleich ändern. Unvermittelt tauchen Hindernisse auf. Besonders tückisch aber ist der Gegenverkehr. Nimmt er zu, steigt nicht nur die Gefahr eines Unfalls. (Fatal wird es, wenn man glaubt, selbst der Gegenverkehr zu sein und dreht.)

Aktiv oder passiv? – Regelmäßig wird diese Frage auf Themen wie Kosten oder Wertentwicklung reduziert. Dabei ist der Anlegertyp viel entscheidender. Die Mehrheit der Anlegerinnen und Anleger sucht jemanden, der sich um das Vermögen kümmert und ist auch bereit, dafür Geld zu zahlen.

Nicht nur die Vielzahl an Lösungen, in die trotz schlechter Wertentwicklung viel Geld fließt, zeigt das.

Wer aber zur Gruppe jener zählt, die davon überzeugt ist, es selbst besser zu können, wird mit der Dienstleistung von Portfolio-managern wahrscheinlich selbst dann nicht zufrieden sein, wenn sie kostenlos wäre.

Aber was ist mit der Wertentwicklung? Warum sollte man schließlich sonst anlegen? Aber Vorsicht! Oft genug bringen sich Anlegerinnen und Anleger um ihren langfristigen Erfolg, weil sie auf dem Weg dorthin meist zur Unzeit aussteigen.

Die letzten Jahre waren voll von solchen Momenten. Ich meine damit nicht einmal die scharfen Korrekturen. Beinahe noch öfter ist es die Verlockung, Gewinne mitzunehmen oder drohenden Gefahren auszuweichen. Hier und da mag so ein Manöver gelingen, aber oft genug ist für langfristigen Anlageerfolg die alles entscheidende Frage „Wie schaffe ich es, dabeizubleiben?“.

Die Antwort darauf fällt höchst unterschiedlich aus. Egal ob Festgeld, ein gut gemanagter Fonds oder ein Portfolio aus selbst ausgewählten Aktien und ETFs – die weit überwiegende Zahl aller Anleger strebt keine mathematisch optimale Strategie an.

Viel erfolgversprechender ist eine Strategie, die einen nachts ruhig schlafen lässt. Genau das erhöht die Chance, langfristig dabeizubleiben und genau darauf kommt es bei der Geldanlage an. ♦

von Marius Kleinheyer und Philipp Immenkötter

CHINESISCHE BEDROHUNG

Sind chinesische Hersteller eine Gefahr für die heimischen Produzenten?
Die Geschichte der globalen Automobilität.

Grafik 1
Chinesische Importe legen deutlich zu
 Einfuhr von Personenkraftwagen nach Deutschland
 (in Milliarden Euro)

Quelle: Destatis, Flossbach von Storch Research Institute
 Daten per 31. März 2024



Chinesische Automobilexporte setzen BMW, Mercedes-Benz und Volkswagen unter Druck. Marken wie BYD, Geely und Xpeng drängen auf den deutschen Markt und bieten E-Autos zu Preisen an, die für deutsche Hersteller kaum erreichbar sind. Noch greift der deutsche Kunde nur zögerlich bei chinesischen Automobilen zu, aber die Bedrohung für die heimischen Hersteller wird zunehmend real.

Seit dem Jahr 2019 hat der Import von Fahrzeugen aus China nach Deutschland rapide zugenommen. Im Jahr 2023 avancierte China zu einem unserer größten Autoimportländer und überholte dabei sogar Japan (vgl. Grafik 1).

Die Entwicklung der chinesischen Automobilindustrie ist Teil einer strategisch ausgerichteten Industriepolitik und wird massiv vom chinesischen Staat gefördert. Aber auch der staatliche Wille in Europa, die Elektromobilität zu fördern, hat die Eingangstore für chinesische Hersteller geöffnet. Bei Verbrennungsmotoren können chinesische Anbieter nach wie vor kaum mit europäischen Produkten konkurrieren. Die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Automobilbauer wird nun grundlegend in Frage gestellt.

Sollte die Politik eingreifen, um die heimischen Unternehmen, die Absatzmärkte und die hiesigen Arbeitsplätze vor der chinesischen Konkurrenz zu schützen?

Der Blick in die 140-jährige Geschichte der deutschen Automobilindustrie offenbart, dass die Industrie nicht zum ersten Mal vor großen Herausforderungen steht. Die Geschichte hat viele Beispiele parat, aus denen man heute lernen kann. Wir schauen dafür in die 1920er- und 1970er-Jahre zurück.

DIE AMERIKANISCHE BEDROHUNG DER 1920ER-JAHRE

Die europäische Wirtschaftspolitik war in den Jahren nach dem ersten Weltkrieg von Protektionismus geprägt. Ausländische Automobile wurden bewusst aus dem deutschen Markt herausgehalten, um die heimischen Hersteller zu schützen. Die Isolationspolitik hatte zur Folge, dass der Austausch von Wissen und technischen Entwicklungen zum Erliegen kam und der Innovationsdruck außer Kraft gesetzt wurde. Dadurch waren Automobile in Deutschland nicht nur sehr teuer, sondern auch technisch rückständig.

Erst als im Zuge der französischen Besetzung des Rheinlands mehr und mehr ausländische Automobile auf den deutschen Markt gelangten, wurde den Herstellern und Kunden klar, wie abgeschlagen man war. Der Protektionismus gefährdete die heimische Industrie.

Besonders gravierend war der Unterschied zu den US-amerikanischen Herstellern. Das Automobil traf in den USA von Anfang an auf mehr Nachfrage als im dicht besiedelten Europa, wo die öffentlichen Verkehrsmittel gut ausgebaut waren →

und sie die Nachfrage nach Mobilität zunächst befriedigen konnten. Nach der Eisenbahn war das Auto das letzte Bindeglied zur Schaffung des großen amerikanischen Binnenmarkts.

Dadurch entstand in den USA früher als in Deutschland eine hohe Nachfrage nach Automobilen. Zudem profitierten US-amerikanische Autofahrer von geringen Betriebskosten durch die reichen Ölvorkommenisse im eigenen Land. Dagegen hatte die deutsche Mittelschicht infolge des Kriegs und der Hyperinflation keine hinreichende Kaufkraft und auch weniger Bedarf für die eigene Motorisierung.

Der entscheidende Schritt zur Senkung der Produktionskosten war der Ford Motor Company bereits vor dem ersten Weltkrieg gelungen. Mit der Einführung der Fließbandproduktion nach dem Konzept des Taylorismus konnte die Fertigungsgeschwindigkeit bedeutend erhöht werden. Während in den deutschen Fabriken die Produktion eines Automobils rund ein Dreivierteljahr dauerte, schaffte Ford dies in wenigen Tagen bis hin zu Stunden. Als Resultat betrugen die Produktionskosten für Ford nur rund die Hälfte der Kosten deutscher Autobauer.

Auf der deutschen Seite gab es unterschiedliche Sichtweisen, wie mit der neuen und übermächtigen internationalen Konkurrenz umzugehen sei. Die Automobilhersteller fürchteten um ihr Geschäft und drängten die Regierung zu hohen Einfuhrzöllen, die einem Importstopp gleichgekommen wären.

Unternehmen anderer Wirtschaftszweige argumentierten dagegen, weil sie Vergeltungszölle für ihre Güter befürchteten. Auch die Automobilhändler positionierten sich gegen Zölle, da der Import günstiger Automobile für sie lukrativ war. Selbst Arbeiter und Gewerkschaften hegten Sympathien für die US-Importe. Obwohl in der Fließbandproduktion Arbeiter mit einer äußerst monotonen Tätigkeit betraut wurden, überwog die Aussicht auf höhere Löhne. Der Arbeitslohn bei Ford war wesentlich höher als in den deutschen Werken, sodass sich die Erzählung verbreitete, dass sich die Angestellten der Ford Motor Company selbst ein Automobil leisten konnten. Dagegen war der Pkw-Erwerb in Deutschland weiterhin nur den wohlhabendsten Haushalten vorbehalten.

Allerdings hatten die deutschen Automobilbauer gegenüber der übermächtigen US-amerikanischen Konkurrenz einen entscheidenden Vorteil: ihre geringere Größe. Während die Fließbandproduktion der US-Hersteller nur unter enormen

Der entscheidende Schritt zur Senkung der Produktionskosten war der Ford Motor Company bereits vor dem ersten Weltkrieg gelungen. Mit der Einführung der Fließbandproduktion nach dem Konzept des Taylorismus konnte die Fertigungsgeschwindigkeit bedeutend erhöht werden.



Kosten für technische Erneuerungen angepasst werden konnte, hatte man in den deutschen Fabriken eine größere Flexibilität, Veränderungen vorzunehmen, ohne die gesamte Produktion stoppen zu müssen.

Durch den hohen Innovationsdruck der 1920er- und 1930er-Jahre schafften es die deutschen Hersteller, die Produktionskosten deutlich zu senken und selbst die Produkte attraktiver zu machen. So erfolgte Schritt für Schritt in Deutschland die Entwicklung eines kompakten Kleinwagens mit geringem Kraftstoffverbrauch, hoher Zuverlässigkeit und guten Fahreigenschaften. Der bis 1933 intensive Wettbewerb legte den Grundstein für den Erfolg der Branche, sowohl nach der Machtübernahme der Nationalsozialisten als auch während der 1950er- und 1960er-Jahre.

Der Schlüssel des Erfolgs der 1920er-Jahre lag darin, dass der Staat die internationale Konkurrenz zuließ, was zu einer längst überfälligen Konsolidierung in der Branche führte. Langfristig gingen die deutschen Hersteller gestärkt aus der schwierigen Phase hervor, da sie technische Innovationen voranbringen mussten.

DIE JAPANISCHE BEDROHUNG DER 1970ER UND 1980ER-JAHRE

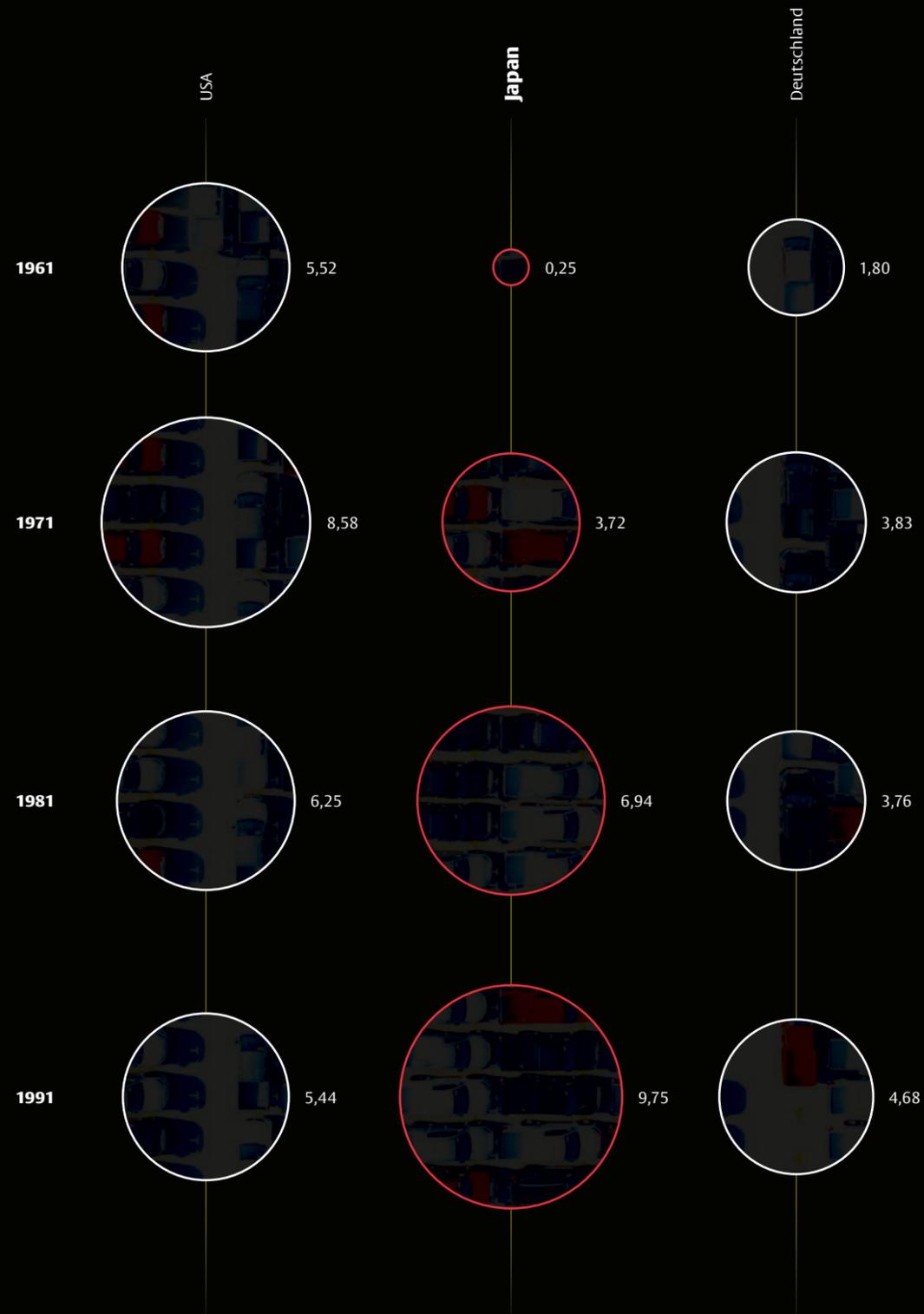
In der Zeit nach dem zweiten Weltkrieg erfuhr die japanische Automobilindustrie einen beispiellosen Aufstieg und feierte Exporterfolge auf den amerikanischen und europäischen Absatzmärkten. Japan galt in dieser Zeit als ein Musterbeispiel langfristiger, strategisch motivierter Industriepolitik und damit dem Westen als überlegen. Die europäischen Hersteller befürchteten, durch die „japanische Bedrohung“ unterzugehen (vgl. Grafik 2 auf der folgenden Seite).

Ende der 1960er-Jahre wollte das japanische Ministerium für internationalen Handel und Industrie (MITI) nationale Automobil-Champions bilden. Dazu sollte die zersplitterte Industrie auf wenige Unternehmen, nach dem Vorbild der Big Three in den USA, reduziert werden.

Die kleineren japanischen Automobilhersteller verteidigten ihre Unabhängigkeit. Mitsubishi reagierte mit der Hereinnahme von Chrysler als ausländischem Anteilseigner, Ford stieg bei Mazda und General Motors bei Isuzu ein. Auf diese Weise verhinderten die kleineren Unternehmen eine Vereinnahmung durch die japanischen Marktführer Toyota und Nissan. Der staatliche Plan eines nationalen Champions ohne ausländische Anteilseigner war durchkreuzt. →

Grafik 2
Von Japan abgehängt
 Entwicklung der Pkw-Produktion in Japan, USA und Deutschland
 (Stückzahl in Millionen)

Quelle: Bureau of Transportation Statistics, Flossbach von Storch Research Institute
 Daten per 31. März 2024



Auch bei der Frage nach den Produktionsprozessen konnte sich der Staat nicht gegen die Unternehmen durchsetzen. Das MITI drängte auf die Einführung der Massenfertigung nach amerikanischem Vorbild (Taylorismus). Die japanischen Unternehmen erkannten dagegen, dass das Konzept der Massenfertigung weder für den japanischen Absatzmarkt noch für den Arbeitsmarkt geeignet war. Zum einen war der japanische Markt im Vergleich zu den USA relativ klein und heterogen. Zum anderen waren größere Materiallager weder möglich, noch entsprachen sie dem japanischen Wunsch nach Effizienz.

Der wichtigste Faktor war die Organisation der Arbeiterschaft. Die amerikanische Besatzungsmacht nach dem Zweiten Weltkrieg setzte in Japan das Gewerkschaftswesen per Anordnung gegen den japanischen Widerstand durch. Die japanischen Unternehmen reagierten mit eigenen Betriebsgewerkschaften. Im Gegensatz zu den Branchengewerkschaften in den USA und Europa, richteten die japanischen Betriebsgewerkschaften ihre Loyalität am Erfolg des eigenen Unternehmens aus.

In Japan setzte sich dadurch eine Kultur der Kooperation zwischen Management und Arbeitern durch. Dem Arbeiter wurde eine verantwortungsvollere Stellung zugewiesen, die im Gegensatz zu den standardisierten, repetitiven Aufgaben in der Massenfertigung stand. Diese neue Organisationsform wurde später unter dem Begriff Lean Production im Westen bekannt und setzte sich weltweit als Gegenentwurf zum tayloristischen Konzept der Massenfertigung durch. Das Konzept war auf mitdenkende und am Produktionsprozess beteiligte Arbeiter angewiesen, die laufend Verbesserungsmöglichkeiten oder Engpässe in Erfahrung brachten und kommunizieren mussten.

Der eigentliche Paradigmenwechsel, der sich Mitte des 20. Jahrhunderts in der Automobilindustrie vollzog, war der Übergang von der Massenfertigung zur Lean Production. In Japan hat sich diese Produktionsmethode gegen den Willen der Regierung durchgesetzt. Die Innovationskraft der japanischen Autobauer ist also im Wettbewerb entstanden. In den USA und Europa haben protektionistische Maßnahmen gegen japanische Importe die Adaption der Produktionsmethode verzögert und der Branche geschadet. Anfang der 1990er-Jahre haben die westlichen Hersteller ihre Lektion gelernt und weitgehend auf Lean Production umgestellt. Der Wettbewerb durch die japanische Bedrohung hat das Geschäft belebt und nicht zerstört.

Das Konzept der Lean Production war auf mitdenkende und am Produktionsprozess beteiligte Arbeiter angewiesen, die laufend Verbesserungsmöglichkeiten oder Engpässe in Erfahrung brachten und kommunizieren mussten.



DIE LEHREN AUS DER VERGANGENHEIT

Sowohl die amerikanische Bedrohung der 1920er-Jahre als auch die japanische Bedrohung ab den 1970er-Jahren haben gezeigt, wie wichtig Wettbewerb für die Zukunftsfähigkeit einer Industrie ist. Die Behinderung des Wettbewerbs blockiert Innovationsprozesse, sodass die Kosten zuerst bei den Kunden und dann auch bei den scheinbar geschützten Unternehmen und Arbeitnehmern anfallen. Der zukünftige Erfolg der deutschen Automobilindustrie ist eng mit der Intensität des Wettbewerbs verknüpft.

Die Sorge vor der Zerstörung der deutschen Automobilindustrie durch chinesische Hersteller ist unbegründet. Selbst in den 1920er-Jahren und den 1970er-Jahren haben die vermeintlich übermächtigen ausländischen Hersteller den deutschen Automobilbauern zwar Marktanteile abgenommen und für eine Konsolidierung gesorgt, jedoch nicht die deutsche Automobilindustrie grundsätzlich gefährdet.

Auch die ökonomische Theorie gibt Hinweise, warum eine Zerstörung der deutschen Automobilindustrie durch chinesische Elektroautos nicht zu befürchten ist. Die Errichtung des europäischen Binnenmarkts löste in den 1960er-Jahren unbegründete Sorgen aus, dass sich in den Ländern eine zu einseitige Spezialisierung der produzierten Güter etabliert. Schließlich kam es nicht zur Spezialisierung von Deutschland auf die Produktion von Autos und von Frankreich auf die Produktion landwirtschaftlicher Produkte und damit auch nicht zum Tausch von Nahrungsmitteln und Autos zwischen Frankreich und Deutschland. Sondern deutsche und französische Autohersteller spezialisierten sich auf die Befriedigung spezieller Kundenwünsche zu diesem heterogenen Gut, sodass in beiden Ländern weiterhin Autos produziert und deutsche Autos nach Frankreich und französische Autos nach Deutschland geliefert wurden. Gewinner waren die Verbraucher, die sich aus einer größeren Produktvielfalt bedienen konnten, und die Unternehmen, die bei der Herstellung differenzierter Produkte Skalenerträge erwirtschaften konnten.

Die richtige Antwort auf die neue Konkurrenz durch Elektroautos aus China ist deshalb der Abbau von Bürokratie und Regulierung. Dennoch ist es unwahrscheinlich, dass die Europäische Union die Konkurrenz aus dem Fernen Osten ungehindert zulassen wird. Zu tief hat sich die Mentalität von Protektionismus und Industriepolitik in der Politik und der Öffentlichkeit verankert. ♦

i

ÜBER DIE STUDIE

Die dreiteilige Studienreihe zu Innovation und Wettbewerb in der Automobilindustrie finden Sie auf der Homepage des Flossbach von Storch Research Institute.

www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com

**Teil 1:
Lehren aus den frühen Jahren**

**Teil 2:
Gestärkt durch
die japanische Bedrohung**

**Teil 3:
Wettbewerb mit China
statt Subventionswettlauf**

Dr. Marius Kleinheyer und Dr. Philipp Immenkötter sind Senior Research Analysten des Flossbach von Storch Research Institute in Köln.

Lehrkräftefortbildungen:

Wunsch & Wirklichkeit

Die aktuelle OeBiX Schwerpunkt-Studie zeigt Mängel in den Angeboten der Bundesländer für die Lehrkräftefortbildung im Bereich der Ökonomischen Bildung. →

von Verena von Hugo

Fortbildungen gesamt
Anzahl aller Fortbildungen, die Lehrkräften für die Ankerfächer der Ökonomischen Bildung auf den Fortbildungsportalen der Bundesländer angeboten werden (Zeitraum 15.08.2022 – 14.08.2023). Insgesamt wurden in diesem Zeitraum 1.744 Maßnahmen angeboten.

... davon Fortbildungen mit Bezügen zur Ökonomischen Bildung

Anzahl/Anteil aller angebotenen Fortbildungen, die einen inhaltlichen Bezug zur Ökonomischen Bildung haben bzw. haben können. Hierzu zählen u. a. Angebote, in deren Beschreibung übergeordnete Themen und Bezüge genannt werden, z. B.: „Wie können (interaktive) Erklär-Videos im sozialwissenschaftlichen Unterricht genutzt und erstellt werden?“. Diese Angebote sollten auch ökonomische Inhalte beinhalten, sie werden aber im Angebot nicht ausdrücklich genannt.

... davon Fortbildungen mit explizitem inhaltlichem Bezug zur Ökonomischen Bildung

Anzahl/Anteil aller angebotenen Fortbildungen, in deren Beschreibungen explizit Inhalte der Ökonomischen Bildung genannt werden, z. B.: „Gerechte Marktwirtschaft? Soziale Ungleichheit und Allgemeine Wirtschaftspolitik schülergerecht unterrichten“.

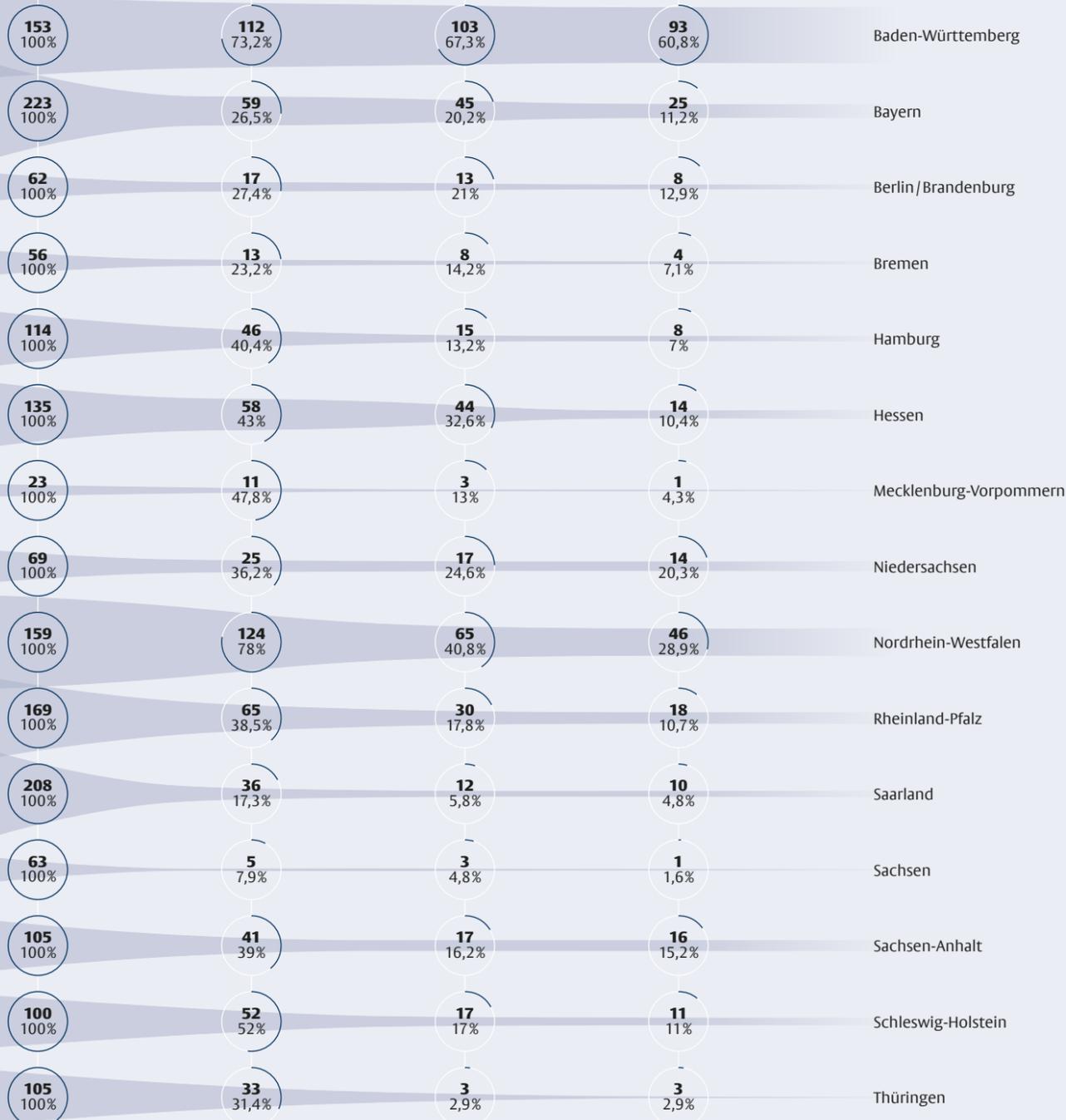
... davon Fortbildungen, die sich ausschließlich auf Ökonomische Bildung beziehen

Anzahl/Anteil aller angebotenen Fortbildungen, in deren Beschreibungen ausschließlich Ökonomische Bildung oder wirtschaftsdidaktische Inhalte genannt werden, z. B.: „Finanzkompetenz kompetenzorientiert unterrichten“.

Masse statt Klasse

Offizielle Fortbildungsangebote für Lehrkräfte der Ökonomischen Bildung oft ohne inhaltlichen Bezug

Stand: 31.03.2024
Quelle: OeBiX Schwerpunkt-Studie „Lehrkräftefortbildungen für die Ökonomische Bildung“, Hg. Flossbach von Storch Stiftung, wissenschaftliche Realisation: IÖB Oldenburg; Datenbasis: Angebote für Lehrkräfte der Ökonomischen Bildung auf den offiziellen Fortbildungsportalen der Bundesländer, Erfassungszeitraum: 15.08.2022 – 14.08.2023



Bei Ökonomischer Bildung in der Schule besteht in Deutschland viel Luft nach oben. In vielen Bundesländern fehlt es nicht nur an einer guten Verankerung, oft müssen Lehrerinnen und Lehrer „Wirtschaft“ fachfremd, das heißt ohne ein entsprechendes Studium, unterrichten. Das ist unbefriedigend – mit Blick auf die Bildungsqualität, mit Blick auf Schülerinnen und Schüler, deren Fachwissen und Wirtschafts- und Finanzkompetenzen leiden, als auch mit Blick auf die betroffenen Lehrkräfte, die nicht ausreichend qualifiziert sind.

FORTBILDUNGEN – MASSE STATT KLASSE

Fort- und Weiterbildungen wären der Weg, damit Lehrkräfte das notwendige Fachwissen nachträglich erwerben und sich weiterbilden. Diese bieten die Bundesländer über eigene Portale an. Das Angebot ist groß, doch über die inhaltlichen Bezüge zur Ökonomischen Bildung war bislang nichts bekannt. Genau das hat nun die aktuelle OeBiX-Studie untersucht.

Dafür hat das Institut für Ökonomische Bildung (IÖB) an der Carl von Ossietzky Universität Oldenburg bundesweit alle 1.744 Fort- und Weiterbildungsmaßnahmen zu Wirtschaft und Finanzen, die von August 2022 bis August 2023 angeboten wurden, erfasst und inhaltlich ausgewertet. Unter anderem untersuchte das IÖB die zeitliche Dauer der Maßnahmen, es filterte heraus, ob und in welchem Umfang die Angebote tatsächlich inhaltliche Bezüge zur Ökonomischen Bildung aufwiesen (siehe Grafik) und es ermittelte, ob etwa Erprobungs- und Praxisphasen in den Angeboten vorgesehen waren.

LEHRKRÄFTE BRAUCHEN FACHKENNTNISSE, UM GUT ZU UNTERRICHTEN

Das Studienergebnis bestätigt, was bereits die OeBiX-Studien zum Stand der Ökonomischen Bildung in Deutschland quantitativ in Unterrichtsstunden und im Zentralabitur ergeben haben: Auch in der Fortbildung mangelt es an fachlich und wirtschaftsdidaktisch fundierten Maßnahmen mit klarem Bezug zur Ökonomischen Bildung. Dieser Befund konterkariert die Aussage vieler Schul- und Bildungsministerien, dass fachfremd unterrichtende Lehrkräfte über Fortbildungen hinreichend für den Wirtschaftsunterricht qualifiziert würden.

ES FEHLT AN ZEIT UND PASSENDEN INHALTEN

Denn: So beeindruckend die Zahl von 1.744 angebotenen Maßnahmen erscheint, so schnell stellt sich bei der inhaltlichen Analyse Ernüchterung ein. Auch wenn es Unterschiede zwischen den Bundesländern gibt, so prägen doch folgende Merkmale den Zustand der Fortbildungsangebote:

- Viele Fortbildungen haben keinen oder nur einen geringen Bezug zur Ökonomischen Bildung.
- Die meisten Fortbildungen sind mit maximal vier Stunden zu kurz.
- Finanz- und Verbraucherbildung sowie Entrepreneurship Education – beides Teilbereiche der Ökonomischen Bildung – kommen so gut wie gar nicht vor.
- Praxiskontakte werden nur selten eingebunden oder thematisiert.

„Die neue OeBiX Schwerpunkt-Studie bestätigt die oft geäußerte Kritik an der dritten Qualifizierungsphase: Es fehlt die inhaltliche Fokussierung auf die Ökonomische Bildung“, sagt Dirk Loerwald, Professor für Ökonomische Bildung an der Carl von Ossietzky Universität Oldenburg sowie wissenschaftlicher Leiter und Geschäftsführer am IÖB, der mit seinem Team die Studie wissenschaftlich durchgeführt hat. „Es gibt inhaltlich nur sehr wenige Maßnahmen konkret zur Ökonomischen Bildung und die meisten beschränken sich auf wenige Stunden“. Aus der empirischen Lehr-Lern-Forschung wisse man aber, dass solche „One-Shot-Veranstaltungen“ nur in sehr beschränktem Umfang Wirkung zeigen und kaum positiven Einfluss auf die Unterrichtsqualität haben.

FORTBILDUNGEN KÖNNTEN EINEN GROSSEN HEBEL DARSTELLEN

So haben 60 Prozent der angebotenen Fortbildungen keinen inhaltlichen Bezug zur Ökonomischen Bildung. Dies ist umso dramatischer, als es um die grundständige Ausbildung von Lehrkräften für Wirtschaft schon nicht gut bestellt ist und die vielen fachfremd unterrichtenden Lehrkräfte auf die inhaltliche Qualifizierung über Fortbildungen angewiesen sind. Doch gerade dort herrscht Mangel: Lediglich 15,6 Prozent aller angebotenen Maßnahmen beziehen sich ausschließlich auf ökonomische Inhalte.

IN DER KÜRZE ... LIEGT DAS PROBLEM

Ein weiteres Manko ist die Vielzahl der angebotenen kurzen „One-Shot-Maßnahmen“. Die Professionsforschung zu den Erfolgskriterien von Fort- und Weiterbildung zeigt, dass deren Wirksamkeit maßgeblich von ihrer Dauer abhängt: Kurze „One-Shot-Maßnahmen“ eignen sich nicht, um Fachwissen, Kompetenzen und Wirtschaftsdidaktik fundiert zu erwerben und unterrichtliche Verbesserungen zu generieren. Aber genau die dominieren: 56,3 Prozent aller Maßnahmen dauern nicht länger als vier Stunden. Fortbildungen, die sich über einen längeren Zeitraum erstrecken und auch Präsenztermine beinhalten, sind die Ausnahme. Damit werden wichtige Kriterien für Lehrkräftefortbildungen häufig nicht erfüllt: Nur wenige untersuchte Maßnahmen bieten die Gelegenheit, Unterrichtsmaterialien und -konzepte zu entwickeln, im Unterricht zu erproben und zu reflektieren.

FINANZBILDUNG KOMMT KAUM VOR

Und wie sieht es mit den angebotenen Themenbereichen aus? Die OeBiX-Schwerpunkt-Studie zeigt, dass die Finanz- und Verbraucherbildung, also Aspekte privater finanzieller Handlungsfelder wie Haushaltsplanung, Sparen und Investieren, Altersvorsorge sowie der Umgang mit Versicherungen, Krediten und Schulden, als wichtiger Bereich der Ökonomischen Bildung in der Lehrkräftefort- und -weiterbildung eine untergeordnete Rolle spielt: Bundesweit wird Finanzbildung nur in 1,5 Prozent der angebotenen Maßnahmen thematisiert. In einigen Bundesländern fehlt sie ganz. Dabei ist die Erkenntnis, dass Finanzbildung für alle relevant ist, inzwischen weit verbreitet. Das BMF und BMBF haben daher gemeinsam die Initiative „Finanzielle Bildung für das Leben“ gestartet. Der Schulbereich und die Lehrkräfteaus-, -fort- und -weiterbildung hinken hinterher.

DAS THEMA „UNTERNEHMERTUM“ BIRGT GROSSE CHANCEN

Noch gravierender ist der Mangel in der Entrepreneurship Education: In elf Bundesländern wird keine einzige Maßnahme dazu angeboten. Dabei gilt sie als wichtiger Teilbereich einer modernen Ökonomischen Bildung – insbesondere vor dem Hintergrund aktueller gesellschaftlicher und ökonomi-

scher Herausforderungen (zum Beispiel Klimawandel, digitaler Strukturwandel, Nachfolge im Mittelstand). Im Rahmen der schulischen Entrepreneurship Education sollen unternehmerische Kreativität, Fachwissen, Innovationsfähigkeit und Verantwortungsbewusstsein gefördert und Schülerinnen und Schülern Existenzgründungen und Unternehmertum als eine berufliche Handlungsoption aufgezeigt werden. Denn durch Entrepreneurship Education erwerben junge Menschen wichtige Zukunftskompetenzen: Sie lernen, eigene Projekte zu leiten, Entscheidungen zu treffen und Risiken abzuschätzen und werden zu mehr Selbständigkeit ermutigt.

BILDUNG FÜR NACHHALTIGE ENTWICKLUNG UND BERUFLICHE ORIENTIERUNG GUT ABGEDECKT

Bildung für nachhaltige Entwicklung (BNE) und Berufliche Orientierung sind schulische Querschnittsaufgaben, zu denen der Wirtschaftsunterricht einen wichtigen Beitrag leistet. In den Fortbildungsangeboten werden diese Themen deutlich besser abgedeckt als Verbraucher- und Finanzbildung sowie Entrepreneurship Education. Digitale Medien und Unterrichtsmethoden werden in relativ vielen Fortbildungen thematisiert, oft fehlt aber auch hier der Wirtschaftsbezug – eine verpasste Chance, denn gerade die Wirtschaftsdidaktik bietet viele Ansätze für einen zeitgemäßen Unterricht, wie etwa Planspiele und die Simulation von Markt- und Preisbildungsmodellen.

FAZIT: FORTBILDUNGSANGEBOTEN FEHLT OFT DER INHALTLICHE BEZUG

Aufgrund der häufig fehlenden grundständigen Ausbildung der Lehrkräfte ist eine umfassende berufsbegleitende (Nach-)Qualifizierung der Lehrkräfte notwendig, um eine angemessene Qualität des Wirtschaftsunterrichts gewährleisten zu können. Die vorliegende OeBiX-Schwerpunkt-Studie zeigt, dass die zeitliche und inhaltliche Ausrichtung der angebotenen Fortbildungen im Bereich der Ökonomischen Bildung diesem Qualifizierungsauftrag in weiten Teilen nicht gerecht wird und viel Optimierungspotenzial besteht. ◆

Verena von Hugo ist Vorständin
der Flossbach von Storch Stiftung.

Mehr Ökonomische Bildung für eine stabilere Gesellschaft

Die Flossbach von Storch Stiftung will dazu beitragen, die Lebensbedingungen vor allem junger Menschen zu verbessern. Wirtschafts- und Finanzbildung ist ein Schlüssel dazu: Wenn es den Einzelnen in unserer Gesellschaft besser geht, geht es auch der Gesellschaft insgesamt besser. So kann Ökonomische Bildung auch zur Stärkung unserer Demokratie beitragen.

Ökonomische Bildung kann mehr Chancen- und Bildungsgerechtigkeit schaffen, Lehrkräfte sind dabei Multiplikatoren und Schlüsselpersonen. Deshalb fördert die Flossbach von Storch Stiftung mit den OeBiX-Studien die Grundlagenforschung im Bereich der Ökonomischen Bildung und leitet daraus Handlungsoptionen für Politik und Verwaltung sowie für Schule und Lehrkräftebildung ab.

*„Junge Menschen wollen mehr über
Wirtschaft und Finanzen lernen. Sie wissen,
dass es um ihre Zukunft geht. Deshalb
setzen wir uns für die feste Verankerung
der Ökonomischen Bildung in der Schule
ein. Die Grundlagenforschung der OeBiX-
Studien hilft dabei, den Akteuren Hand-
lungsoptionen aufzuzeigen.“*

Kurt von Storch

Stifter und stellvertretender Vorsitzender des Kuratoriums
der Flossbach von Storch Stiftung

Es gibt kein Erkenntnisproblem mehr, sondern ein Umsetzungsproblem in den Kultus- und Wissenschaftsministerien, ihren Verwaltungen und an den Hochschulen. Es ist eine vertane Chance, dass Lehrkräfte nicht fachwissenschaftlich und wirtschaftsdidaktisch ausgebildet werden und moderne Methoden und Medien für den Wirtschaftsunterricht nicht zu ihren Kompetenzen zählen.

Gerade die Wirtschaftsdidaktik bietet viele Chancen für eine moderne Unterrichtsgestaltung, etwa durch die Integration und Durchführung von Planspielen, Simulationen von Markt- und Preisbildungsmodellen, die Einbindung von Praxiskontakten die Durchführung von Wettbewerben wie zum Beispiel den econo=me Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen.

Die vollständige Studie zu den
Angeboten der Fortbildungen
für Lehrkräfte finden Sie hier:



oebix-studie.de

flossbachvonstorch-stiftung.de

Eine Studie der



Flossbach von Storch
STIFTUNG

Wissenschaftliche Realisation



EIN L A N N G E R WEG

Vor den 1980er-Jahren hießen die Emerging Markets noch „Dritte-Welt-Länder“. Danach rückten sie in den Fokus von Investoren. Mehr als 40 Jahre Anlagegeschichte im Rückblick.

von Michael Altintzoglou

Beim Thema Emerging Markets winkten derzeit viele Anlegerinnen und Anleger ab. In den vergangenen zehn Jahren haben sie mit Aktien aus stark wachsenden Volkswirtschaften, gemessen am MSCI Emerging Markets, zwar Geld verdient – doch es war deutlich weniger als mit einem diversifizierten, weltweiten Aktienportfolio, gemessen am MSCI World. Manche Investoren meinen, man müsse deshalb nicht mehr in diesen Märkten vertreten sein.

Dabei zeigt ein Rückblick, dass die Aktienmärkte der Emerging Markets bereits mehrmals über längere Phasen besser abgeschnitten haben als die Aktien der Industrienationen. Wer aber erfolgreich in das immer noch junge Anlagesegment investieren will, muss auf die richtigen Länder und Unternehmen setzen. Zudem brauchen Anleger und Anlegerinnen einen langen Atem. Ein Rückblick zeigt auch, warum viele aktive Anlagestrategien gegenüber Indexstrategien immer wieder im Vorteil waren.

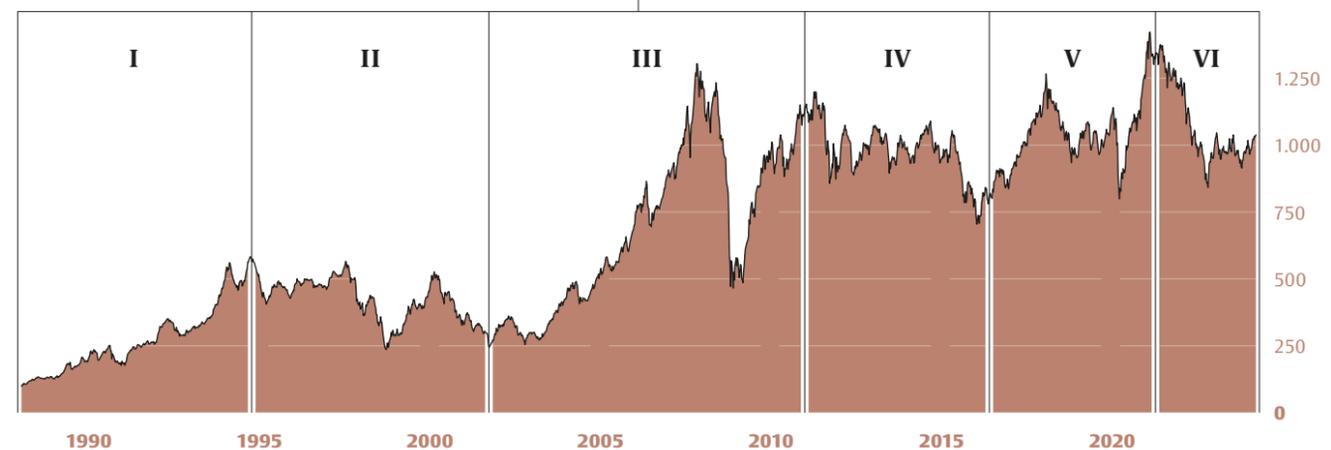
BESCHEIDENE ANFÄNGE

Bereits in den 1960er Jahren, als die Volkswirtschaften, die heute als Emerging Markets gelten noch „Dritte-Welt-Staaten“ hießen, förderte die zur Weltbank zählende International Finance Corporation (IFC) den privaten Sektor dort – teils

auch mit Aktieninvestments. Ab 1980 sammelte die Organisation systematisch Daten zur Wertentwicklung der damals wichtigsten Börsen. Die Wertentwicklung erschien vielversprechend. Und so präsentierte Antoine van Agtmael vom IFC 1981 einer Investmentgesellschaft seine Idee, den ersten „Dritte-Welt-Aktienfonds“ aufzulegen.

Die Idee kam an. Doch der Begriff „Dritte Welt“ sei für die Länder, in die investiert werden sollte, abschätzig und schreckte potenzielle Investoren ab. Van Agtmael zog sich übers Wochenende zurück und kreierte mit „Emerging Markets“ einen Namen, der sich durchgesetzt hat. Einige wenige Emerging-Markets-Aktienfonds sollten bald folgen – mit bescheidenen Volumina, die meist ausschließlich institutionelle Investoren bereitstellten.

Und so lässt sich die Entwicklung dieses Marktes erst ab 1988 systematisch verfolgen. So weit reicht der Aktienindex MSCI Emerging Markets zurück. Dieser gilt heute als der wichtigste Indikator für die Börsenentwicklung wachstumsstarker Länder. Seine Zusammensetzung variierte zwar immer wieder. Dennoch eignet er sich aus unserer Sicht, um die Wertentwicklung von Schwellenländeraktien im Großen und Ganzen zu beurteilen. Aus unserer Sicht gab es bis heute sechs Phasen. →



Häufige Trendwechsel
MSCI Emerging Markets Index (indiziert auf den 1. Januar 1988 = 100)

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. März 2024

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

PHASE I

AUFBRUCH- UND
GOLDGRÄBERSTIMMUNG

Im Jahr 1988 waren viele Wachstumsmärkte für internationale Investoren nicht zugänglich. Im neu aufgelegten MSCI Emerging Markets waren nur zehn Börsen vertreten. Der heute wenig bedeutende Aktienmarkt Malaysia bildete mit einem Anteil von 34 Prozent das Schwergewicht. Alle Index-Unternehmen zusammen hatten, gemessen an ihrer Marktkapitalisierung, ein Gewicht von 0,9 Prozent am MSCI All Countries World Index (ACWI), einem globalen Aktienindex, der im Gegensatz zum MSCI World auch die aufstrebenden Märkte einschließt. Derzeit umfasst der MSCI Emerging Markets Index knapp 1.400 Aktien aus 24 Ländern, die einen Anteil von zwölf Prozent des MSCI ACWI auf sich vereinen.

Gemessen an den über 40 Prozent der globalen Wertschöpfung, die auf die Emerging Markets entfallen, ist dieser Anteil auch heute noch relativ klein.

Mit der Öffnung des Eisernen Vorhangs 1989 beschleunigte sich die Globalisierung rasant und viele Investoren begannen, ihre Portfolios global auszurichten. Und so hat sich der MSCI Emerging Markets Index von 1988 bis zum Herbst 1994 nahezu versechsfacht. Er schnitt damit um Längen besser ab als der MSCI World, der in diesem Zeitraum unter dem Kursrutsch japanischer Aktien litt, die nach einer kreditfinanzierten Blase von 1989 bis 2003 zeitweise fast 80 Prozent an Wert verloren.

FAZIT

HOHES WACHSTUM UNGLEICH HOHER ANLEGERGEWINN

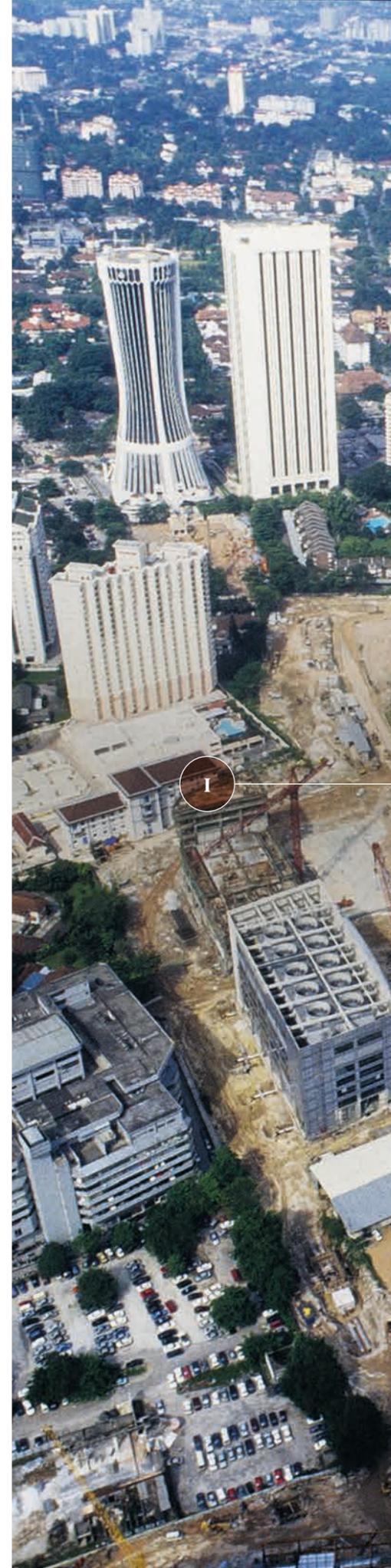
Unter den Emerging-Markets-Investoren der ersten Stunde dominierte das Credo, dass ein hohes Wirtschaftswachstum den Anlageerfolg automatisch nach sich zieht. Viele Portfoliomanager wählten daher zunächst eine stark wachsende Volkswirtschaft aus, um danach auf Firmensuche zu gehen. Sie konnten sich als Perlenfänger fühlen. Viele Unternehmen wurden damals erstmals von professionellen Analysten unter die Lupe genommen. Sie werden noch heute deutlich weniger häufig untersucht als die Aktien an den entwickelten Märkten. Für aktive Portfoliomanager ergeben sich dadurch vielversprechende Möglichkeiten.

Die Wachstumsthese hat sich hingegen nicht bewährt. So hat sich das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in China seit 1988 von etwa 400 Milliarden US-Dollar auf über 17.700 Milliarden US-Dollar ver-44-facht. Der Hang Seng China Enterprises verdoppelte sich seit seiner erstmaligen Berechnung im Juli 1993 aber gerade einmal.

Warum haben Investoren so wenig vom Wachstum profitiert? Gründe dafür sind zum einen, dass die Indizes nicht zwangsläufig die Struktur der Volkswirtschaft widerspiegeln.

Zum anderen wurden insbesondere in China viele Kapitalerhöhungen und Börsengänge durchgeführt, die zu Gewinnverwässerungen und einem Aktienüberhang geführt haben. Auch müssen bei vielen Unternehmen Abstriche bei der Corporate Governance gemacht werden. So wurden die Aktienmärkte in China lange von staatlich kontrollierten Banken und anderen staatsnahen Konzernen (SOE) dominiert. Bei diesen Unternehmen geraten die Interessen der Minderheitsaktionäre häufig in den Hintergrund und die Unternehmen müssen für das Erreichen politischer Ziele erhalten. Ähnliche Phänomene sind auch in anderen Märkten zu beobachten.

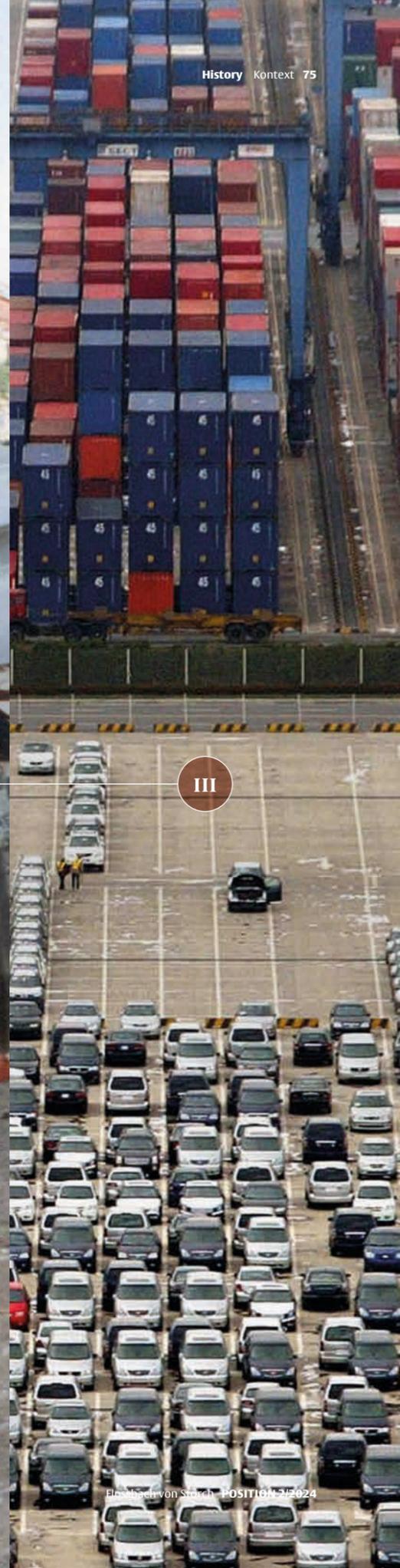
Während der MSCI Emerging Markets auch heute noch viele staatsnahe Unternehmen enthält, versuchen wir, diese weitgehend zu meiden und legen bei der Unternehmensauswahl dieselben Kriterien an wie in entwickelten Märkten. So suchen wir auch dort Qualitätsunternehmen, die in Zukunft attraktive Erträge erwarten lassen. Ihre Produkte und Dienstleistungen sollten gefragt sein, ihre Marktposition attraktiv und ihre Bilanzen solide. Wir achten auf die Eigentümerstruktur und auf ein integriertes und fähiges Management. →



I

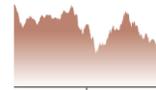


II



III

PHASE II



KRISEN, KRISEN, KRISEN

Ab 1994 wurden die Kurse an den Emerging Markets gleich mehrfach auf Talfahrt geschickt: Bei der Mexikokrise (1994), der Asienkrise (1997) und der Russlandkrise (1998). Nur zwei Jahre später, nachdem sich die Kurse bereits deutlich erholt hatten, platzte dann auch noch die Technologieblase und sollte auch Emerging-Markets-Aktien nochmals mit in die Tiefe reißen. In dieser Phase verlor der MSCI Emerging Markets gut 50 Prozent, während der MSCI World im selben Zeitraum um etwa ebenso viel zulegen konnte. Keine der Finanzkrisen war vorher erwartet worden.

So wuchs Mexikos Wirtschaft solide, als es 1994 dem Nordamerikanischen Freihandelsabkommen (Nafta) beitreten sollte. Dazu waren Vorbedingungen zu erfüllen und von 1988 bis 1991 wurden mehr als 250 Unternehmen privatisiert. Die Erlöse kamen dem Staatshaushalt zugute und bei einer Schuldenquote von 35 Prozent des Bruttoinlandsproduktes boten mexikanische Staatsanleihen 16 Prozent Rendite, während 10-jährige US-Bonds deutlich niedriger

lagen. Doch ab Februar 1994 verdoppelte sich binnen Jahresfrist der US-Leitzins auf sechs Prozent und mexikanische Papiere waren nicht mehr gefragt. Der Peso musste abwerten. Schulden in US-Dollar erdrückten fortan das Land, das ein Hilfsprogramm brauchte.

Kaum kehrten die Investoren nach Mexiko zurück, nahm in Thailand 1997 die Asienkrise ihren Anfang. Infolge der Liberalisierung des Finanzsektors war es dort zu einem Kreditboom gekommen. Immer mehr Aktien und Immobilien wurden auf Pump gekauft und es bildete sich eine spekulative Blase. Die Tigerstaaten, deren teils hohe Wachstumsraten vor allem exportgetrieben waren, nutzten dabei immer stärker Fremdwährungskredite – doch 1997 verlor zunächst der thailändische Bath gegenüber dem US-Dollar stark an Wert. Viele Finanzintermediäre konnten schließlich in Thailand Kredite nicht mehr bedienen. Die Krise weitete sich auf Malaysia, Indonesien und Korea aus. 1998 sollten die Russlandkrise und 2001/2002 die Argentinienkrise folgen.

FAZIT

VON EXTERNEM GELD ABHÄNGIG ZU SEIN, MACHT ANFÄLLIG

Diese historischen Beispiele zeigen, wie gefährlich es in Krisenphasen werden kann, wenn eine Volkswirtschaft allzu sehr von externen Geldgebern abhängt. Im Fall frei schwankender Wechselkurse wird die Währung dann rasch zum Ausgleichsventil. Kapitalabflüsse sind oft gleichbedeutend mit einer Währungsabwertung. Je heftiger diese ausfällt, desto größer wird die Verunsicherung der Investoren. Ein Teufelskreis kann entstehen.

Umso erfreulicher ist es, dass im Jahr 2023 Emerging-Markets-Aktien in fast allen bedeutenden Märkten zulegen konnten, obwohl die US-Notenbank die Zinsen so schnell anhub wie noch nie. Dies dürfte auf ein tieferes Verschuldungsniveau, eine erhöhte Sparquote und eine gesunkene

Abhängigkeit von ausländischem Kapital zurückzuführen sein. Auch ein starker Arbeitsmarkt, ein robuster Inlandskonsum und eine solide Geld- und Fiskalpolitik haben in vielen Emerging Markets für positive Wachstumsüberraschungen gesorgt.

Dennoch bleiben viele aktive Portfoliomanager in Ländern mit immer noch bestehenden großen Abhängigkeiten vorsichtig. Dazu zählt von den größeren Märkten insbesondere die Türkei. Das Land ist stark von Energieimporten abhängig, was die Leistungsbilanz belastet. Zwischen 2018 und 2023 verschärfte eine abenteuerliche Notenbankpolitik die Lage und der Außenwert der Lira sank immer mehr – und damit das Vertrauen von Investoren.

PHASE III



DER GLOBALISIERUNGSBOOM

Mit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation 2001 kehrte der Optimismus allmählich zurück. Die Wirtschaft war dort schon vorher kräftig gewachsen. Nun zog der Boom nochmal an. China wurde zunächst dank günstiger Arbeitskräfte, die kontrolliert vom Land in die prosperierenden Städte zogen, zur „Werkbank der Welt“. Die Nachfrage nach Rohstoffen stieg weltweit rasant und viele Aktienkurse legten deutlich zu.

Auch andere Emerging Markets profitierten. In dieser Phase wurden Investments in Schwellenländern immer populärer. Doch nicht nur die Mittelzuflüsse in Emerging-Markets-Aktiefonds legten kräftig zu.

Nachdem der Goldman-Sachs-Analyst Jim O’Neill prognostiziert hatte, dass die BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China) dank ihres anhaltend hohen Wirtschaftswachstums

etablierte Märkte bei der Wertschöpfung spätestens 2050 einholen würden, stieg auch mit den kurz darauf vielfach aufgelegten BRIC-Fonds und -ETFs die Nachfrage von Privatanlegern rasch. Von 2001 bis zum Höhepunkt der Finanzkrise im September 2008 ging die Wertentwicklung solcher Portfolios vor allem nach oben. Insbesondere Asien wurde zur Lokomotive für das globale Wirtschaftswachstum. Zwischen 2001 und 2007 überflügelte der MSCI Emerging Markets den MSCI World um Längen.

Doch im September 2008 ging es im Zuge der Finanzkrise dann auch beim MSCI Emerging Markets Index rasant nach unten. Aber große Wachstumsmärkte reagierten deutlich schneller und entschlossener auf die Krise als die entwickelten Länder, sodass sich die Kurse schneller wieder erholten – bis der neuerliche Aufwind ab 2011 zum Erliegen kam.

FAZIT

EMERGING MARKETS DIFFERENZIERT BETRACHTEN

Im Jahr 2010 waren allein in Deutschland 30 teils milliardenschwere BRIC-Fonds erhältlich, obwohl die vier Volkswirtschaften nicht viel gemein hatten. Während China und Indien auch nach 2010 beständig relativ hohe Wachstumsraten generierten, enttäuschte Brasiliens Wirtschaftswachstum bald, da es stark auf Rohstoffexporten basierte und die häufigen staatlichen Interventionen für Verunsicherung sorgten. Ähnliches gilt für Russland, das ebenfalls relativ eindimensional auf Rohstoffe ausgerichtet ist. Nach dem Überfall auf die Ukraine im Februar 2022 ist das Land ohnehin nicht mehr investierbar. Ab 2015 wurden immer mehr BRIC-Fonds geschlossen.

Grundsätzlich sind die Emerging Markets aufgrund unterschiedlicher wirtschaftlicher und politischer Systeme sowie der Struktur ihrer Kapitalmärkte sehr heterogen. Es macht daher wenig Sinn, das Investmentuniversum einzuschränken. Auch Pauschalierungen sind gefährlich: So profitieren von einem fallenden Ölpreis Nettoimporteure wie Indien und die Türkei, während Exportländer wie Russland und Saudi-Arabien darunter leiden. Südkorea und Taiwan sind wiederum stark auf den Export fokussiert und damit anfällig für eine stotternde Weltkonjunktur – im Gegensatz zu den Philippinen, die über einen starken Binnenmarkt verfügen. →

Grundsätzlich sind die Emerging Markets sehr heterogen.

PHASE IV



DIE KONSOLIDIERUNGSPHASE

Etwa ab 2011 tendierten die Aktienkurse in den Emerging Markets seitwärts. Als Gründe wurden das schwächere Wachstum in China und der damit einhergehende Verfall der Rohstoffpreise genannt, worunter vor allem Russland und Brasilien litten. Der von China induzierte Rohstoff-Superzyklus und ein boomender Export hatte Strukturschwächen in vielen Ländern lange überdeckt.

China hatte in der Finanzkrise unter dem Rückgang des Welthandels gelitten. Danach legte die Regierung in Beijing mehr Wert auf die „Qualität als die Quantität des Wachstums“. Der Binnenmarkt und die Produktion von Hightech wurden gefördert, man versuchte sich unabhängiger vom Export zu machen. Manche Länder mit eindimensionaler Wirtschaftsstruktur sahen sich gezwungen, ihr Wachstumsmodell anzupassen.

So war die Hoffnung groß, als der heute umstrittene Präsident Enrique Nieto zu Beginn seiner Amtszeit 2012 in Mexiko

umfassende Reformen ankündigte. Er schloss Steuerschlupflöcher und kürzte Treibstoffsubventionen. Die Einsparungen und Mehreinnahmen sollten in Bildung investiert werden. Zudem stellte er einen mehrjährigen Ausgabenplan für den Ausbau der Infrastruktur auf, den sein Nachfolger ab 2018 allerdings teilweise wieder zurücknahm.

In Indien vereinfachte der neu gewählte Premierminister Narendra Modi ab 2014 rechtliche Strukturen, führte beispielsweise rasch eine landesweit einheitliche Steuer auf Güter und Dienstleistungen (GST) ein. Diese war zuvor Sache der Einzelstaaten gewesen, was für viele Unternehmen einen enormen bürokratischen Aufwand nach sich zog. Weitere unternehmensfreundliche und wachstumsfördernde Strukturereformen waren eine Erneuerung des Insolvenzrechts und eine Neuordnung der Regulierung des Immobiliensektors. Auch die Investitionen in den Ausbau der physischen und digitalen Infrastruktur zahlten sich aus.

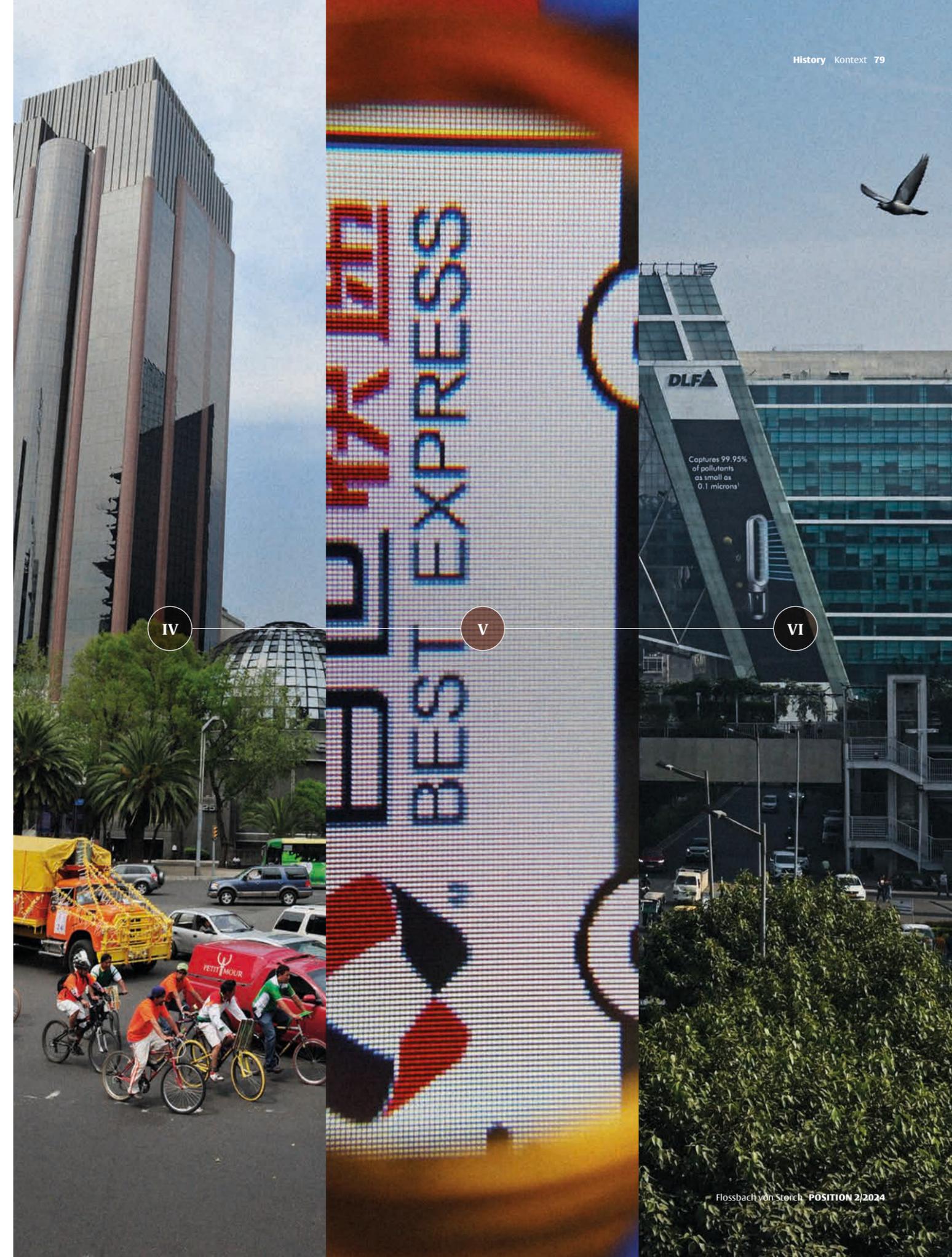
FAZIT

NUR TRAGFÄHIGE WACHSTUMSMODELLE BRINGEN NACHHALTIG ERFOLG

Reformen wie diese ziehen Investoren an. Daher schneiden langfristig Volkswirtschaften besser ab, die sich auf die Produktion von Waren und Dienstleistungen mit hoher Wertschöpfungstiefe spezialisieren. Auch Strukturereformen, eine Verbesserung der institutionellen Rahmenbedingungen und der Auf- und Ausbau der Infrastruktur, die die Logistikkosten verringern sowie die Reduktion der Auslandsabhängigkeit, sind essenziell, um Wachstum zu fördern.

So finden sich heute viele interessante Unternehmen im E-Commerce Bereich und bei Digitalbanken in Brasilien und Mexiko. In Indien half die Einführung einer eindeutigen Identifizierungsmöglichkeit (ADA) der Menschen in Kombination mit der zunehmenden Verfügbarkeit von bezahlbaren Smartphones und Datentarifen dabei, das ineffiziente System der Mittelsmänner bei staatlichen Transferleistungen abzulösen und verbesserte den Zugang zu Finanzdienstleistungen. →

Langfristig schneiden Volkswirtschaften besser ab,
die sich auf die Produktion von Waren und Dienstleistungen
mit hoher Wertschöpfungstiefe spezialisieren.



PHASE V



DIE HIGHTECH-RALLY

Nachdem im November 2016 Donald Trump zum US-Präsidenten gewählt wurde und sich ein Handelskrieg zwischen den USA und China abzeichnete, schien sich das Sentiment weiter zu verschlechtern. Doch dann wurden US-Zinserhöhungen abgeblasen und 2017 sollte ein besonders gutes Jahr für Emerging-Markets-Aktien werden.

Vor allem in China waren die Anstrengungen in Sachen Hightech enorm. Ein landesweites 5G-Netz wurde zügig ausgebaut, Bildung und damit höher qualifizierte und besser bezahlte Jobs gefördert. Auf dem Markt mit mehr als einer Milliarde Konsumenten entstanden rasch mächtige Technologie-Konzerne und E-Commerce-Plattformen.

Auch in anderen asiatischen Ländern sowie in Lateinamerika wuchsen interessante Unternehmen vor allem in den Bereichen E-Commerce, Online-Gaming und -Bezahlsysteme heran. Zu dieser Zeit stellten chinesische Aktien etwa 40 Prozent am MSCI Emerging Markets Index und waren in vielen globalen Portfolios präsent.

Doch dann kritisierte Alibaba-Gründer Jack Ma Ende 2020 das chinesische Regime. Eine völlig unerwartete Regulierungswelle begann, die viele erfolgreiche Geschäftsmodelle der Branche in China empfindlich beschnitt und ihre Aktien auf Talfahrt schickte. Und so machen heute China-Aktien nur noch etwa ein Viertel im MSCI Emerging Markets Index aus.

FAZIT

DIVERSIFIKATION UND EIN SMARTES INVESTMENT-UNIVERSUM

Die politischen Standards liegen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften oft unter denen der westlichen Demokratien. Dennoch sollte der Wille, politisch verantwortungsvoll zu handeln, aus unserer Sicht deutlich erkennbar sein.

So ist die Einhaltung von Rechtsstaatsprinzipien, insbesondere der Schutz individueller Freiheits- und Eigentumsrechte, von grundlegender Bedeutung. Als förderlich erweisen sich stabile politische Verhältnisse, während Korruption, Vetterwirtschaft und politische Unsicherheit die Perspektiven eines Landes bedrohen.

In einigen Ländern ist erkennbar, dass sich die Regierung mit dem Ziel des persönlichen Machterhalts in die Wirtschaft einmischt. So war der russische Präsident Wladimir Putin nie zimperlich, wenn es darum ging, sich über Ämter und Institutionen hinwegzusetzen. Als Russland dann im März 2014 die Krim besetzte, betrug das Volumen der Kapitalab-

flüsse bereits ein Vielfaches des Jahres 2008, dem Höhepunkt der US-Subprime-Krise. Schwierig fanden viele Investoren ab 2018 auch die Einmischung des türkischen Präsidenten Recep Erdoğan in die Notenbankpolitik seines Landes. Der Verfall des Außenwerts der Lira zeigt das Ausmaß des Vertrauensverlustes.

Manche Entwicklungen lassen sich nicht vorhersagen. Daher ist es wichtig, Vermögen über verschiedene Märkte und Branchen sinnvoll zu streuen. Dabei hat es sich vor allem in Krisen bewährt, einem Emerging-Markets-Portfolio auch Aktien von international tätigen Unternehmen aus etablierten Märkten mit starkem Geschäft in den Zukunftsmärkten beizumischen. Verwischen doch die Grenzen zunehmend: Viele Unternehmen aus den Wachstumsmärkten sind inzwischen weit über Landesgrenzen hinaus aktiv und bei immer mehr internationalen Konzernen hängt ein Gutteil des Geschäfts an den Emerging Markets.

PHASE VI



EIN ABSCHWUNG – UND SEINE GEWINNER

Nach Corona verschärften sich die geopolitischen Konflikte und der Handelskrieg zwischen den USA und China. Im Zuge der teils drakonischen Lockdowns in China waren zudem die Lieferschwierigkeiten in vielen Bereichen ab 2021 immens. Immer mehr international tätige Unternehmen begannen, ihre Produktionskapazitäten breiter aufzustellen.

Davon konnten Länder wie Indien, Indonesien und Mexiko profitieren. Sie ziehen immer mehr internationale Investoren an. Insbesondere Mexiko profitiert vom Nearshoring-Trend der US-Industrie. Mehrere Produktionsanlagen für E-Autos

und Batterien entstehen. Das dürfte mittelfristig für Arbeitsplätze und Wachstum sorgen. Jüngst hat Mexiko China sogar als wichtigstes Importland für die USA abgelöst.

Auch Indien und Indonesien zogen deutlich mehr internationale Investoren an. In Indonesien sorgten zunächst Nickelvorkommen für das Interesse von Batterieherstellern der Autoindustrie. Die Regierung sorgte dafür, dass nicht einfach der Rohstoff exportiert wird, sondern vor Ort Jobs geschaffen werden, was die Wertschöpfungstiefe des Landes verbessert hat.

FAZIT

POSITIVER AUSBLICK

Bis Anfang 2024 blieb die Stimmung an den Emerging Markets gedämpft. Doch die vergangenen zehn Jahre müssen nicht unbedingt ein Indikator für die kommende Dekade sein: Haben doch viele bedeutende Emerging Markets bei den Fundamentaldaten aufgeholt und stehen heute deutlich robuster da. Sie bieten, wie in der Boomphase ab 2001, vielfach bessere Wachstumschancen als manche der hochverschuldeten, entwickelten Volkswirtschaften – auch wenn Indizes diese Entwicklung noch nicht widerspiegeln.

Denn Emerging-Markets-Aktien sind am weltweiten Kapitalmarkt, angesichts ihres hohen Anteils an der globalen Wertschöpfung, immer noch unterrepräsentiert.

Gute Gründe also, um dem Aktienportfolio sorgfältig ausgewählte Unternehmen aus den Emerging Markets beizumischen und dabei auf attraktive Geschäftsmodelle zu setzen, mit guter Marktposition, soliden Bilanzen und einem fähigen und integren Management. ♦

- I** Großbaustelle Kuala Lumpur, Malaysia, 1989: Eine Stadt im Aufbau
- II** Brennpunkt Mexiko-Stadt, 1994: Gewaltsame Ausschreitungen bei regierungskritischen Demonstrationen
- III** Exportschlager China, 2006: Autos und Waren warten im Hafen von Shanghai auf ihre Verschiffung
- IV** Wirtschaftsreformen in Mexiko, 2012: Avenida Paseo de la Reforma in Mexiko-Stadt
- V** Hightech-Boom in China, 2017: Das von Alibaba unterstützte Lieferkettenunternehmen BEST Inc. bei seinem Börsendebüt
- VI** Cybercity in Indien, 2022: Technologiekonzerne in Gurugram am Rand von Neu-Delhi

Michael Altintzoglou ist Portfoliomanager bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

D A B E I B L E I B E N

Sind Sie lieber Gläubiger oder Eigentümer?
Um diese Frage geht es nicht zuletzt beim Geldanlegen.
Doch sie wird bei uns viel zu oft vom Getöse
um kurzfristige Kursschwankungen verdrängt.

IST ALLES

von Yannick Döllner

Die Rekorde häufen sich an den Aktienmärkten. Ein Allzeithoch folgt dem nächsten. Der Deutsche Aktienindex Dax macht da keine Ausnahme. Das verunsichert viele Anleger. Was hoch steigt, wird umso tiefer fallen. Das gilt insbesondere an der Börse, so die weitverbreitete Wahrnehmung. Ein ungeschriebenes Gesetz.

Gerade in diesen Tagen wird deshalb wieder über die Risiken von Aktienanlagen philosophiert. In den klassischen Medien, den sozialen Kanälen, auf YouTube oder dem Talkshow-Sofa.

Auf Letzterem geht es derzeit vor allem um die Rente und Generationengerechtigkeit in Deutschland, wie beides funktionieren kann. Thema ist in diesem Rahmen auch die geplante „Aktienrente“, also letztlich der Kapitalmarkt – die Börse. Und dann wird es mitunter emotional, vor allem aber: schräg. Es fallen Sätze wie dieser:

„Die Existenzgrundlage künftiger Rentner derartigen Risiken (gemeint sind die Kursschwankungen an der Börse ...) auszusetzen, ist unverantwortlich.“

Da sei es doch besser, das Geld direkt ins Casino zu tragen ...

Vorgetragen werden derlei Argumente, wenn man sie denn überhaupt so nennen mag, nicht nur von älteren, sondern auch jüngeren Vertretern der Talkshow-Avantgarde.

Was einmal mehr zeigt: Auch wenn sich die Aktionärszahlen in Deutschland in den vergangenen Jahren einigermaßen erfreulich entwickelt haben, bleibt es dabei: Deutschland? Kein Aktienland!

DIE GESCHICHTE VOM „BÖRSENLÜCKSSPIEL“

Was die Norweger wohl zu einer derartigen Argumentationskette sagen würden, zur Geschichte vom Börsenglücksspiel, der Zockerei? Sie haben mithilfe ihres Staatsfonds über die Jahre ein üppiges Beteiligungsvermögen aufgebaut und so das Rentensystem auf ein sehr breites und stabiles Fundament gestellt. Vermutlich zuckten sie nur ratlos mit den Schultern. Oder sie schmunzelten über so viel Einfalt.

Die Norweger fühlen sich nicht als Spekulanten und Zocker, auch wenn es an der Börse durchaus mal ruckeln kann. Sie fühlen sich als das, was sie sind: als Aktionäre, also Menschen, die sich an guten Unternehmen beteiligen. Als Unternehmer. Die Aktie eines guten Unternehmens ist kein Jeton! →

Wer Zeit hat ...
Entwicklung des S&P 500
(log. Skalierung)

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch
Daten per 31. März 2024
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.



Aber wie gehen sie mit all den Krisen um, den Crashes?

Sie haben Zeit, vor allem aber Geduld; sie lassen die Stürme vorüberziehen. Ich weiß, das ist viel leichter gesagt als getan – aber der Versuch zählt. Zumal die Erinnerungen an die verschiedenen Katastrophen, selbst die größten unter ihnen, mit der Zeit verblassen werden (vgl. Grafik).

Umso wichtiger ist es, sich dieses Zusammenhangs immer wieder zu versichern: Wer in Aktien investiert, muss Zeit haben. Fünf Jahre mindestens, besser sehr viel länger. Wer die nicht hat: Besser Finger weg!

Denken Sie an den Unternehmer, die Unternehmerin – würden die eine Firma gründen, sagen wir, für sechs Monate? Oder ein Jahr? Nein, würden sie natürlich nicht; Unternehmer denken in Jahrzehnten und Generationen.

EIN WUNDERBARES INSTRUMENT

Junge Menschen haben Zeit. Wer mit Studium oder Ausbildung fertig ist, zum ersten Mal ein auskömmliches Gehalt bezieht, sollte deshalb beginnen, einen Teil davon in Aktien zu investieren. Direkt, wer es sich zutraut, die Ertragspers-

pektiven von Unternehmen langfristig einzuschätzen, oder über Fonds.

Das Ganze regelmäßig, wieder und wieder. Ein Sparplan ist ein wunderbares Instrument. Er erzieht die Sparer, dabei-zubleiben, mindestens aus Gewohnheit. In guten wie in schlechten Zeiten. Dabeibleiben ist am Ende alles.

Und wer das tut, jahrzehntelang, wird später, im Alter, mit sehr großer Wahrscheinlichkeit keine Probleme mit der Rente haben. Langfristig bieten Aktien das größte Renditepotenzial, allen Krisen und Kurskapriolen zum Trotz. Junge Menschen sollten das für sich nutzen.

Wer regelmäßig spart, muss nicht permanent auf die Kurse schauen; muss nicht in jedem „Chart-Zucken“ eine Handlungsoption sehen, das Depot umzukrempeln. Er kann meiner Meinung nach los- und laufenlassen. Sind die Kurse hoch, kauft der Sparplansparer weniger Aktien oder Fondsanteile, sind sie niedrig, kauft er entsprechend mehr.

Regelmäßiges Sparen erzieht zudem zu Gelassenheit. Und genau die braucht es – neben dem Faktor Zeit – bei der Geldanlage. So kann die sich über viele Jahre entfalten.

VERGESSEN SIE RABATZ UND KLAMAUK

Der Eigentümer einer selbst genutzten Immobilie wird kaum jeden Tag den Preis seines Reihenhauses prüfen. Er wird sich vermutlich auch nicht grämen, wenn der Bodenrichtwert seines Grundstückes stagniert oder zwei Jahre hintereinander fällt. Im Zweifel weiß er es nicht einmal. Ihm hilft, dass ihn der Preis seiner Immobilie nicht sekundlich „anschreit“, so wie der Kurs einer Aktie auf den unzähligen Kursseiten im Internet.

Ihm hilft auch, dass nicht jeden Tag Tausende Experten darüber befinden, ob seine Immobilie derzeit (zu) teuer oder (zu) günstig ist. Dass nicht täglich Studien herausgegeben und Preisziele angehoben oder gesenkt werden, so wie bei den Aktien großer Konzerne.

Weniger ist mehr bei der Geldanlage, auch wenn uns die Börsenhektik, der damit zusammenhängende Rabatz und Klamauk, tagein, tagaus etwas anderes vorgaukeln.

Philipp Vorndran, Partner bei Flossbach von Storch und seit Jahrzehnten als Redner in Europa unterwegs, fordert in seinen Vorträgen regelmäßig die Wiedereinführung der so-

genannten „Spekulationsfrist“. Wenngleich er gleichzeitig darauf hinweist, dass der Begriff irreführend und typisch deutsch sei. Eigentlich müsste von einer „Investitionsfrist“ die Rede sein.

Früher, bis zum 1.1.2009, hat es so eine Frist gegeben. Wer zuvor eine Aktie mindestens ein Jahr gehalten hatte, musste Kursgewinne danach nicht versteuern. Bei Immobilien gibt es eine solche Frist nach wie vor – nur beträgt sie zehn Jahre.

Für zehn Jahre plädiert Vorndran auch im Falle von Aktien. Zehn Jahre sind definitiv ein Investitionszeitraum und – anders als das eine Jahr früher – definitiv keine Spekulationsfrist.

Die Steuerbefreiung wäre der Lohn für den langfristigen Anlagehorizont, der Lohn für unternehmerisches Denken. Und er wäre ein Renditeturbo und damit ein Segen für die private Altersvorsorge, für den langfristigen Aufbau eines Vermögens. ♦

Yannick Döller arbeitet als freier Journalist.

PERFORMANCE- ODER KURSINDEX: WORAUF ACHTEN?



Heute nehmen wir Sie mit auf eine Reise durch die Welt der Börsenvergleiche! Unter Tausenden von Investitionsmöglichkeiten die richtige zu finden, ist keine leichte Aufgabe. Denn: Anlegerinnen und Anleger müssen aufpassen, dass sie bei der Betrachtung von Fonds, Indizes und Aktien keine Äpfel mit Birnen vergleicht.

Gerade wenn man neu an der Börse ist, passiert das schneller, als man denkt. Am Beispiel Dax erkennt man gut, dass Index nicht gleich Index ist. Wir haben in Deutschland als einziges großes Land einen Performanceindex als Leitindex.

Heißt: Die Entwicklung wird immer inklusive Dividenden und sonstiger Ausschüttungen (zum Beispiel Zinszahlungen, Verkauf von Bezugsrechten) dargestellt. Dadurch steigt der Performanceindex logischerweise wesentlich dynamischer als der Kursindex. Er zeigt außerdem gut, wie enorm der Zinseszinsseffekt ist und wie viel man insgesamt verdient hat.

Alle anderen internationalen Indizes wie Dow Jones, S&P 500 oder Nikkei 225 werden meistens als Kursindex, also ohne Zinserträge oder Dividenden, gezeigt. Für einen fairen Indexvergleich ist es daher wichtig, die gleiche Berechnungsmethode

zu berücksichtigen, damit Anlegerinnen und Anleger keine falschen Rückschlüsse für ihre Kaufentscheidungen ziehen. Achten Sie daher beim Vergleich von Indizes oder Fonds immer auf den Zusatz „Total Return“ (TR).

Genauso ist es beim Vergleich von Aktien. Deren Kurse werden im Gegensatz zum Dax immer als Kurs-Chart angezeigt.

So schneidet eine Aktie, deren Kurs über drei Jahre unverändert bei 100 Euro liegt, aber jedes Jahr fünf Euro Dividende zahlt, auf den ersten Blick schlechter ab als eine dividendenlose Aktie, deren Kurs von 100 Euro auf 115 Euro gestiegen ist.

Wie groß die Differenz der verschiedenen Darstellungsweisen sein kann, sehen Sie gut am Beispiel der Mercedes-Aktie: Inklusive Dividenden ist das Gesamtbild am Ende deutlich besser.

Wichtig: Natürlich sind neben der Performance noch weitere Kennzahlen wichtig, um die Qualität einer Aktie zu beurteilen. Verlassen Sie sich nie nur auf eine Zahl. So wirkt eine tolle Dividendenrendite zunächst verlockend. Beim zusätzlichen Blick auf beispielsweise das KGV oder den Cashflow fällt Ihre Kaufentscheidung womöglich ganz anders aus.



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



Instagram

flossbachvonstorch

„Wie eine Feuerversicherung“

Gold ist so teuer wie nie. Ist der Preisanstieg zuletzt erst der Anfang gewesen? Und was bedeutet das für die Aktien von Minenbetreibern?

Nachdem der Goldpreis sich über der 2000-Dollar-Marke festgesetzt hat, rufen die ersten Analysten Preise von bis zu 5000 US-Dollar aus – in nicht allzu ferner Zukunft. Wie realistisch sind diese Prognosen?

LEHR: So realistisch wie fast alle Kapitalmarkt-Prognosen.

VORNDRAN: Mit anderen Worten: Sie sind unbrauchbar.

LEHR: Ganz so hart würde ich es nicht formulieren.

VORNDRAN: Wie denn?

LEHR: Ich nehme sie zur Kenntnis, lasse mich aber bei meinen Anlageentscheidungen nicht von ihnen leiten ...

Ihr traut der Rally also nicht?

LEHR: Das hat mit trauen oder misstrauen nichts zu tun. Wir würden uns nur hüten, kurz- und mittelfristige Prognosen herauszuposaunen, auch wenn diese sicherlich dankbar aufgenommen würden. Es wäre schlicht nicht hilfreich – und auch nicht seriös.

VORNDRAN: Wenn wir gezwungen wären, eine Prognose abzugeben, dann die, dass der Goldpreis in 20 Jahren vermutlich höher ist als heute.

Also ist der Aufwärtstrend intakt?

VORNDRAN: Langfristig ja.

Anders gefragt: Was treibt den Goldpreis denn derzeit, die Geopolitik – Ukrainekrieg und der Nahe Osten beispielsweise?

LEHR: Gold reagiert auf geopolitische Krisen nur sehr kurz, wenn überhaupt. Das ließ sich in den vergangenen Jahrzehnten sehr gut nachvollziehen. Gold ist kein Krisenmetall, wie immer wieder und überall behauptet wird.

Auf was reagiert der Preis denn dann?

VORNDRAN: Das lässt sich leider nicht so einfach und pauschal sagen (siehe auch: Rätsel einer Rally, S. 36). Grundsätzlich ist Gold eine Währung, ein Wertaufbewahrungsmittel. Es gewinnt immer dann und vor allem dauerhaft an Bedeutung, wenn die Menschen skeptisch werden gegenüber anderen Wertaufbewahrungsmitteln, den Papierwährungen beispielsweise. Gegenüber Euro oder US-Dollar. Oder, oder, oder ... Fragt bitte die Türken, inwieweit sie ihrer Lira vertrauen.

Woher kommt denn die Skepsis derzeit?

VORNDRAN: Die Menschen spüren die Inflation. Im Supermarkt. An der Tankstelle. Aber auch bei der Vermögensanlage; das gilt insbesondere für Sparer, deren Vermögen ausschließlich auf Zinskonten liegt, deren Zins die Inflation nach wie vor nicht kompensiert. Die Kaufkraft schwindet. Gold gilt als langfristiger Inflationsschutz, zu Recht.

LEHR: Die Betonung liegt auch hier auf langfristig.

VORNDRAN: So ist es. Kurzfristig ist der Goldpreis sehr schwankungsanfällig.

Nun ließe sich einwenden, dass die Inflation deutlich zurückgegangen ist in den vergangenen Monaten ...

LEHR: Ich wäre vorsichtig, zu glauben, der Kampf der Notenbanken gegen die Inflation sei bereits gewonnen.

Also sollten die Leitzinsen besser nicht gesenkt werden?

VORNDRAN: Die Notenbanken sollten zumindest behutsam vorgehen.

Warum?

LEHR: Ich möchte mir nicht ausmalen, was passieren könnte, wenn der Zins zu schnell und zu deutlich gesenkt und die Inflation in der Folge wieder deutlich zulegen würde.

VORNDRAN: Es wäre vor allem ein fatales Signal! Frei nach dem Motto: Die Notenbanken haben die Sache nicht mehr im Griff. Das Vertrauen in die Notenbankpolitik wäre erschüttert.

LEHR: Die meisten Leser werden es sicherlich nicht mehr lesen und hören können, so oft haben wir den folgenden Satz schon gebracht: Für uns ist Gold wie eine Feuerversicherung. Eine Versicherung gegen die unbekannt und bekannten Risiken des Finanzsystems ...

VORNDRAN: Und zu denen gehört sicherlich ein Vertrauensverlust in die Geldpolitik der Notenbanken.

Der Goldpreis auf Allzeithoch, die Kurse der Minenbetreiber dagegen noch weit von ihren Höchstkursen entfernt – wie passt das zusammen?

VORNDRAN: Grundsätzlich ist es so, dass Goldaktien kein Ersatz für Gold sind – keine Versicherungspolice. Goldminen unterliegen nicht zuletzt den klassischen Unternehmensrisiken. Was derzeit bedeutet, dass Goldminenbetreiber mit deutlich höheren Kosten zu kämpfen haben, nehmen wir die Energiepreise als Beispiel.

LEHR: Die Inflation macht eben nicht vor denen Halt, die ein Gut produzieren, das gegen den Kaufkraftverlust schützen soll ...

Strategie & Strategie

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



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 substantziell zu beeinflussen.

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

Nikkei 225 Index – Der Nikkei 225 ist der Leitindex mit Blick auf den japanischen Aktienmarkt. Er bildet die Wertentwicklung von 225 der größten börsennotierten Unternehmen Japans ab. Beim Nikkei 225 handelt es sich um einen preisgewichteten Aktienindex.

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 Werbemittelung.

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: 12. April 2024

DE 112 0424 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:
Michael Altintzoglou, Yannick Döller, Dr. Bert Flossbach,
Stephan Fritz, Jens Hagen, Verena von Hugo,
Dr. Philipp Immenkötter, Dörte Jochims,
Dr. Marius Kleinheyer, Carina Kontio, Dr. Kai Lehmann
Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Laura Oberbörsch,
Christian Panster, Kurt von Storch, Philipp Vorndran

Design: Markus Taubeneck und Heller & C
Druck: TheissenKopp GmbH

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Kemter, iStockphoto (Cover); © Tuba Acik, iStockphoto (S. 2); © Marc Comes, CHB-P (S. 3); © mikie11, iStockphoto (S. 5 oben); © Javier Balseiro, unsplash (S. 5 mittig); © Pyrosky, iStockphoto (S. 5 unten); © Kemter, iStockphoto (S. 6–13); © Jjinhe Li (S. 14); © mikie11, iStockphoto (S. 16–19); © Manakin, iStockphoto (S. 20); © querbeet, iStockphoto (S. 21); © HJBC, iStockphoto (S. 22); © Cineberg, iStockphoto (S. 23); © SCM Jeans, iStockphoto (S. 24); © Gerd Harder, iStockphoto (S. 25); © malija, iStockphoto (S. 26–27); © Javier Balseiro, unsplash (S. 28); © Marcus Becker, sichtplan (S. 32–33); © naphtalina, iStockphoto (S. 36–37); © David Fartek, unsplash (S. 38, 41); © ilbusca, iStockphoto (S. 42, 43); © Alexander Friedrich, Illustration (S. 44); © tolgart, iStockphoto (S. 46–51); © AvigatorPhotographer, iStockphoto (S. 59–64, Hintergrund); © mar1koff, iStockphoto (S. 59–60); © Therd oval, iStockphoto, Illustration (S. 62); © Andrey Pronin, iStockphoto, Illustration (S. 65); © Sam Edwards, iStockphoto (S. 67, 71); © Pyrosky, iStockphoto (S. 72); © Bruno Torricelli, Ullstein Bild, Picture Alliance (S. 75, links); © Jose Luis Magana, AP Images, Picture Alliance (S. 75, mittig); © Anonymous, Associated Press, Picture Alliance (S. 75, rechts); © Rafael Ben-Ari/Chameleons Eye, Newscom, Picture Alliance (S. 79, links); © Li Shengli, HPIC, Picture Alliance (S. 79, mittig); © Kabir Jhangiani, zumapress.com, Picture Alliance (S. 79, rechts); © geranimo, unsplash (S. 82–85); © Kayra Sercan, 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