

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren



DEUTSCHLAND

Frage des Standorts

US-WAHL

Kampf der Gegensätze

GROSSBRITANNIEN

Folgen des Brexit



Die Börse verteilt gern Vorschusslorbeeren. Das war schon immer so. Unternehmen, die langfristig von neuen Trends profitieren (oder von denen angenommen wird, dass sie es tun), werden schnell zu Stars. Ihre Aktien steigen und steigen. Oftmals höher, als es die meisten Börsenbeobachter anfangs für möglich gehalten haben. Zunächst ist es Begeisterung, die sie antreibt – die Aussicht auf hohe Unternehmensgewinne in der Zukunft. Mit fortschreitender Zeit schubst sie die Angst an; die Angst vieler Anleger, etwas zu verpassen. Nicht dabei zu sein und – das gilt nicht zuletzt für Fondsmanager – sich deshalb erklären zu müssen. Irgendwann kommt dann die Korrektur, und der Markt reagiert enttäuscht, selbst wenn Unternehmen die Erwartungen eigentlich erfüllt haben. Es reicht dann nicht mehr, sie „nur“ erfüllt zu haben. Und eine andere Angst macht sich breit – schnell verkaufen, bevor es die anderen tun! Im Gewirr wird die ein oder andere Aktie womöglich über Gebühr abgestraft. Das macht sie für langfristig denkende Investoren wieder interessanter.



AUF EIN WORT

Die Zukunft ist ungewiss. Mit diesem wahren wie banalen Befund müssen wir umgehen, das Beste daraus machen. Sie. Ich. Wir. Aus Investorensicht heißt das, sich auf Dinge zu konzentrieren, die wir wissen oder zumindest einigermaßen verlässlich einschätzen können.

Nehmen wir die Gewinner aus dem Bereich Künstliche Intelligenz (KI). Eigentlich müssten wir den Gewinnern das Wörtchen „vermeintliche“ voranstellen. Denn niemand weiß, ob die Profiteure von heute auch morgen noch in diesem Maße profitieren werden. Möglicherweise ja, vielleicht aber auch nicht. Nirgendwo sonst ist der Wandel so dynamisch und kraftvoll wie in der Techindustrie; nirgendwo sonst kommt er so schnell, mitunter unverhofft. Aus „Disruptoren“ werden dann „Disruptierte“, aus Siegern Besiegte.

Die Bewertungen der KI-Stars dagegen lassen sich einigermaßen verlässlich einschätzen. Sie waren zuletzt auf Niveaus gestiegen, die uns in einigen Fällen ambitioniert erschienen, vorsichtig ausgedrückt. Der kurze, wenngleich heftige Kursrücksetzer Anfang August hat gezeigt: Allzu viel sollte in Zukunft angesichts der mitunter sehr großen Erwartungen an einzelne Techkonzerne nicht schiefgehen ... Ist die Korrektur an den Börsen bereits abgeschlossen? Auch das kann niemand seriös vorhersagen.

Gleiches gilt für den Ausgang der US-Wahl. Die ist zweifellos wegweisend, in vielerlei Hinsicht. Aber was machen Sie als Investor daraus? Auf Unternehmen setzen, die von einem möglichen Sieg der Republikaner (oder Demokraten) profitieren? Oder alle US-Aktien verkaufen, weil Sie glauben, der Wahlausgang führe zu Chaos in Washington und damit der Welt?

Versuchen Sie besser nicht, Dinge zu antizipieren, von denen Sie nicht wissen, ob sie eintreten werden. Und selbst wenn Sie wüssten, wer die Wahl gewinnt, könnten die Folgen ganz andere sein, als Sie erwartet haben. Die US-Wahl 2016 ist ein gutes Beispiel dafür gewesen.

Schauen Sie stattdessen auf die Aktien guter Unternehmen. Auf Unternehmen, deren langfristige Ertragserwartungen nicht davon abhängen, wer gerade Chef(in) im Weißen Haus ist. Die verlässlich wachsen, auch wenn die Kurse zwischenzeitlich schwanken.

Und noch ein Hinweis in eigener Sache: Künstliche Intelligenz ist nicht nur ein großes Thema in dieser Ausgabe, sondern findet auch ihre Anwendung: Die allermeisten Bilder sind KI-generiert.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre!

Kurt von Storch
Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch AG



Flossbach von Storch
POSITION 3/2024



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

WELTBILD

- Deutschland
- 6 **Abgehängt?**
- Reformen
- 14 **Zeit für mehr Mut**
- Wachstum
- 18 **Britannia rule the waves**
- Kolumne
- 22 **Mail aus Shanghai**



Wachstum

Britannia rule the waves

Wie der Brexit das Vereinigte Königreich verändert hat.

18

ANLAGESTRATEGIE

- Künstliche Intelligenz
- 24 **Innovation oder Revolution?**
- Aktien
- 30 **Aktiv, nicht reaktiv!**
- Emissionen
- 36 **Wann ist mehr zu viel?**
- Die Welt in Charts
- 42 **Alles klar?**
- Zinsen
- 44 **Trügerische Hoffnungen**
- Unternehmen
- 48 **Auf dem Weg zum Dividendenaristokraten**
- Gold
- 52 **Besser als Geld**
- Anleihen
- 56 **Wenn Timing schadet**



Zinsen

Trügerische Hoffnungen

Warum die Notenbankpolitik oft falsch gedeutet wird.

44

DOSSIER

- Interview
- 60 **„Die USA stecken in einem Teufelskreis“**
- US-Börsen
- 66 **Elefant oder Esel**

KONTEXT

- History
- 70 **Kein Hype für alle Fälle**
- Interview
- 74 **Geduld zahlt sich aus**
- Skandinavien
- 78 **Leben ohne Scheine**
- Schülerwettbewerb
- 82 **Begeisterung für Wirtschaft und Finanzen**
- Instagram
- 86 **Anlagehorizont vs. Verlustwahrscheinlichkeit**
- Strategie & Strategie
- 88 **„Der Schreck lässt nach“**
- 90 Glossar



History

Kein Hype für alle Fälle

Was der „Wilde Westen“ mit Künstlicher Intelligenz zu tun hat.

70



Flossbach von Storch
POSITION
3/2024



A B

GEHÄNGT?

Deutschlands Wirtschaft schwächt
bereits seit einigen Jahren,
während die der USA weiter voranschreitet.

Entwickelt sich der ehemalige
Wachstumsmotor Europas
nun zu einer Wachstumsbremse?



von Julian Marx

„Deutschland überholt Japan als drittgrößte Volkswirtschaft der Welt“, titelten Anfang des Jahres mehrere Medien. Eine Schlagzeile, die so gar nicht in die Zeit zu passen schien. Denn beim ehemaligen Exportweltmeister läuft es wirtschaftlich gerade überhaupt nicht rund. So war Deutschland die einzige G7-Nation, deren reales Bruttoinlandsprodukt (BIP) im vergangenen Jahr schrumpfte – und Besserung ist nicht in Sicht. Im Gegenteil: Nach den jüngsten Wachstumsprognosen wird die Bundesrepublik auch in diesem Jahr das Schlusslicht unter den G7-Staaten sein.

Dass Deutschland dennoch an Japan „vorbeiziehen“ konnte, war einzig auf die spürbare Abwertung des japanischen Yen zurückzuführen. Japans Wirtschaftsleistung brach ein, weil das BIP bei internationalen Vergleichen in US-Dollar gemessen wird. So gesehen ist Deutschlands dritter Platz in der Weltrangliste also allenfalls ein Prestigeerfolg.

Damit nicht genug. Einige Stimmen argumentieren sogar, dass Deutschlands Wirtschaftsmodell irreparabel beschädigt sei. Dass das starke Wachstum der vergangenen Jahrzehnte auf dem Import von billigem russischem Gas basierte, was die äußerst wettbewerbsfähigen deutschen Exportindustrien entscheidend unterstützte. Jetzt aber, wo dieses billige Gas nicht mehr zur Verfügung steht, funktioniert das deutsche Erfolgsmodell eben nicht mehr. Sind also womöglich Sorgen um eine mögliche Deindustrialisierung unseres Wirtschaftsstandorts berechtigt?

Tatsächlich lag das reale BIP Deutschlands im zweiten Quartal 2024 weniger als ein Prozent höher als im vierten Quartal 2019. Die reale US-Wirtschaftsleistung konnte im gleichen Zeitraum um knapp zehn Prozent zulegen. Eine Entwicklung, die so manchem Wirtschaftsvertreter hierzulande Schweißperlen auf die Stirn treibt. Wie gut oder schlecht stehen wir also tatsächlich da?

INDUSTRIESTANDORT DEUTSCHLAND AM PRANGER

Grundsätzlich ist das Wohlergehen am Wirtschaftsstandort Deutschland eng mit dem Erfolg im Verarbeitenden Gewerbe verknüpft. Hierzulande liegt der Anteil dieses Sektors an der gesamten Wirtschaftsleistung spürbar höher als in den meisten anderen Industrienationen. Rund 20 Prozent trägt dieser Bereich zum BIP bei. Im Vereinigten Königreich beispielsweise ist der Anteil nicht einmal halb so hoch. Bemerkenswert ist zudem, dass dieser Anteil in Deutschland seit den 1990er-Jahren weitgehend stabil geblieben ist, während dieser in den übrigen Industrienationen nennenswert zugunsten des Dienstleistungssektors zurückging.

Und in diesem für Deutschland so relevanten Wirtschaftszweig drückt bereits seit einigen Jahren der Schuh: Die Industrieproduktion schwächelt und energieintensive Industrien drohen seit dem Energiepreisschock im Jahr 2022 abzuwandern.

Ein erster Blick auf die besonders energieintensiven Chemie-, Metall- und Papierindustrien lässt nichts Gutes erahnen. So liegen die Beschäftigtenzahlen in diesen Bereichen heute spürbar unter den Vor-Pandemie-Niveaus. Auch zeigt die jüngere Dynamik dort keine Erholung der Beschäftigtenzahlen an. Dennoch wäre es übertrieben, hieraus eine breit angelegte Deindustrialisierung Deutschlands abzuleiten. Zwar sind diese energieintensiven Bereiche in der jüngeren Vergangenheit leicht geschrumpft. Gleichzeitig stehen sie aber nur für rund vier Prozent der Wirtschaftsleistung. Zudem hat sich die Beschäftigungssituation im übrigen Verarbeitenden Gewerbe von den Tiefständen der vergangenen Jahre etwas erholt (vgl. Grafik 1).

Doch in den vergangenen Jahren lasteten die drastisch gestiegenen Rohstoff- und Energiepreise auf der gesamten deutschen Wirtschaft. Als Nettoenergieimporteure litten Deutschland und die Eurozone in besonderem Maße unter dem Energiepreisschock nach dem Angriff Russlands auf →

Beim früheren
Exportweltmeister Deutschland
läuft es wirtschaftlich
gerade überhaupt nicht rund.



Grafik 1
Energieintensive Industrien haben die Zahl ihrer Mitarbeiter reduziert
Zahl der Beschäftigten in Deutschland in Millionen

Quelle: Destatis, Flossbach von Storch,
Daten per 15. August 2024

Grafik 2
Preisliche Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt

Nach dem Energiepreisanstieg im Jahr 2022 hat sich die Lage normalisiert.

* Verhältnis zwischen dem Preis, den man für Importe bezahlen muss, und dem Preis, den man für Exporte erhält.

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2024

Grafik 3
Wertschöpfung beibehalten

Im Verarbeitenden Gewerbe wird aber weniger produziert als vor Corona.

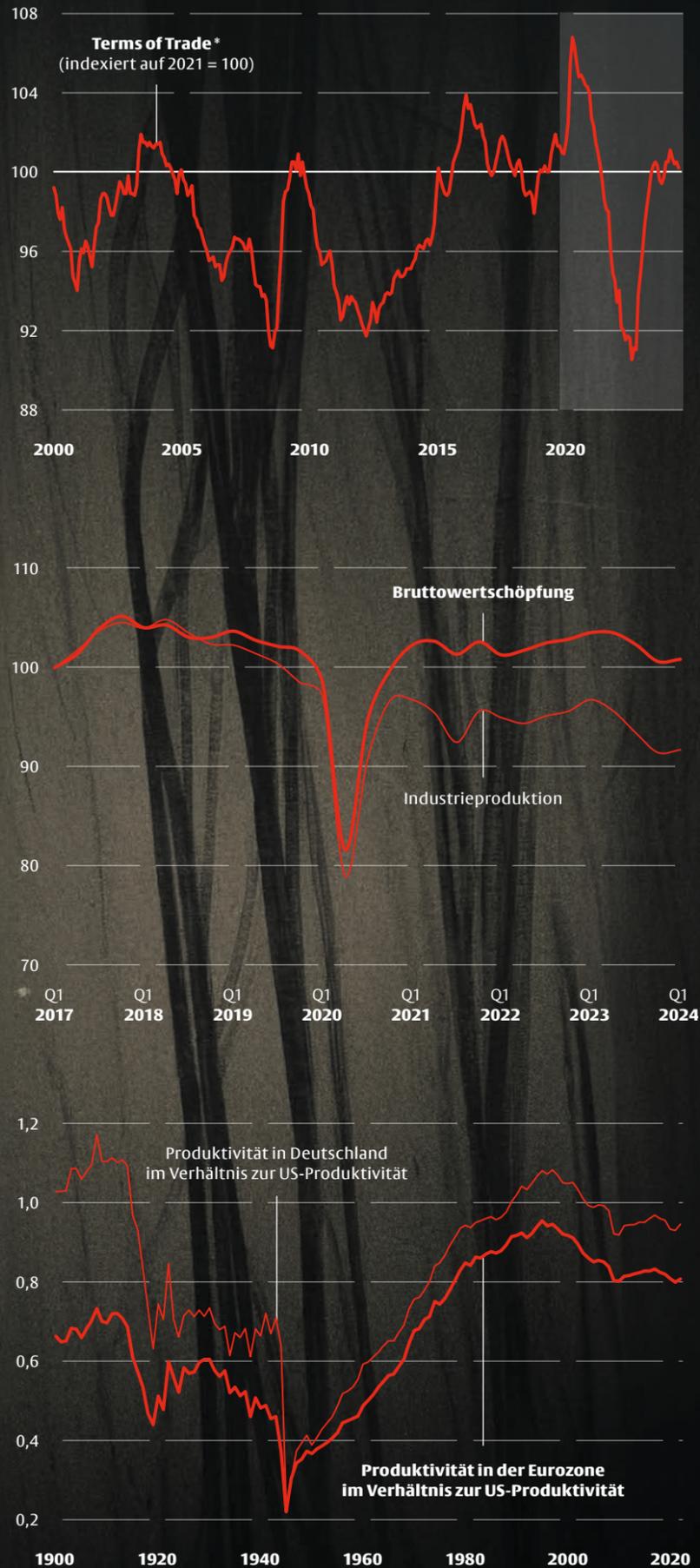
Aktivität im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland (beide Kurven indiziert auf Q1 2017 = 100)

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2024

Grafik 4
Seit der Jahrtausendwende weniger wettbewerbsfähig

Langfristige Entwicklung der Produktivität im Vergleich zu den USA

Quelle: Long-Term Productivity Database, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2024



die Ukraine. Das hatte zur Folge, dass die Eurozone 2022 erstmals seit 2011 wieder eine negative Leistungsbilanz ausweisen musste. Auch Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss schrumpfte in dem Jahr des Kriegsbeginns nennenswert, verharrte aber nach wie vor bei soliden vier Prozent des Bruttoinlandsprodukts – und ist damit vor allem Zeugnis einer noch immer beachtlichen Wirtschaftsstärke.

Langfristig ist eine geringere Abhängigkeit von Energieimporten mit Blick auf die Versorgungssicherheit ohne jeden Zweifel wünschenswert. Für den Moment sollten die Energieimporte allerdings keinen erheblichen Bremsklotz darstellen, wie ein Blick auf die Terms of Trade – das Verhältnis des Preisindex für Ausfuhr Güter zum Preisindex für Einfuhr Güter – zeigt. So befindet sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit in etwa wieder auf dem Vor-Pandemie-Niveau (vgl. Grafik 2).

Auch die seit Jahren rückläufige Industrieproduktion stellt sich bei genauerem Hinsehen weniger dramatisch dar, als es zunächst den Anschein hat. Die deutschen Hersteller haben in den vergangenen Jahren auf die Energiekrise und die Lieferkettenstörungen reagiert. Sie haben sich auf Produkte mit höherer Wertschöpfung verlagert und weniger Vorleistungen eingesetzt. Dadurch ist die Wertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes konstant geblieben, obwohl die Industrieproduktion gesunken ist (vgl. Grafik 3). Und das bedeutet aus Sicht der Ökonomen: Die Industrieproduktion ist als Maßstab für die Leistungsfähigkeit der deutschen Wirtschaft weniger nützlich als dies noch vor einigen Jahren der Fall gewesen ist.

Die Industrieproduktion, Jobverluste in energieintensiven Industrien oder die preisliche Wettbewerbsfähigkeit: Einige Entwicklungen in Deutschland werden also von den Medien schon mal „heißer gekocht, als sie gegessen werden“ und sollten im Rahmen einer langfristigen Beurteilung des Wirtschaftsstandorts zumindest nicht überbetont werden.

Zumal ein Teil der aktuellen Gegenwinde vorübergehender Natur sein dürfte. Als die Inflation im Jahr 2022 in die Höhe

schoß, stieg die Kaufzurückhaltung bei Verbrauchern. Auch die Europäische Zentralbank erhöhte die Zinssätze, um zu verhindern, dass sich die Teuerung verfestigt. Das belastete den Wohnungsbau und andere zinssensitive Sektoren. Und auch die nach der Pandemie eingetretene Verschiebung der weltweiten Nachfrage weg von Industriegütern hin zu Dienstleistungen wirkte sich ungünstig auf die verarbeitungsintensive deutsche Wirtschaft aus. All diese Faktoren können sich aber auch wieder zugunsten Deutschlands umkehren.

Diese Hoffnung darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass die deutsche Wirtschaft leider auch vor erheblichen (teils hausgemachten) Herausforderungen steht, die uns noch länger erhalten bleiben dürften.

DEUTSCHLANDS GROSSBAUSTELLEN

Bezeichnend ist in diesem Zusammenhang vor allem der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit insbesondere gegenüber den USA. Seit den späten 1990er-Jahren stieg die Produktivität hierzulande – und auch in der übrigen Eurozone – zwar an, aber eben deutlich weniger als in den Vereinigten Staaten (vgl. Grafik 4).

Die Gründe dafür sind vielschichtig. Ein häufig genannter Aspekt ist eine überbordende Bürokratie, die ein Hindernis für Investitionen und Unternehmensgründungen darstellt. In Deutschland dauert es beispielsweise 120 Tage, um eine Geschäftslizenz zu erhalten – mehr als doppelt so lange wie im OECD-Durchschnitt. Ein weiteres Beispiel sind die langwierigen Genehmigungsverfahren, die den Ausbau erneuerbarer Energien ausgebremst haben. Rund sieben Jahre dauerte es bislang im Durchschnitt, bis in Deutschland ein neues Windrad ans Netz gehen kann.

Bürokratische Hindernisse kommen nur als Teilerklärung für eine nachlassende Dynamik von Unternehmen infrage. In Deutschland ist aber sowohl die Zahl der Betriebsgründungen als auch die Zahl der Betriebsaufgaben in den vergangenen →

zwanzig Jahren um knapp 30 Prozent zurückgegangen. Dabei ist hier eine höhere Dynamik tendenziell günstig für die Produktivitätsentwicklung, weil Markteintritte und -austritte eine wichtige Rolle bei der effizienten Verteilung von Produktionsfaktoren spielen: Wenn junge Unternehmen in den Markt eintreten, intensiviert sich der Wettbewerb und verstärkt den Innovationsdruck für die Konkurrenz. Das hat zur Folge, dass weniger profitable Unternehmen den Markt verlassen und junge Unternehmen den Zugang zu Produktionsmitteln und Absatzmärkten erhalten. Die rückläufige Unternehmensdynamik dürfte daher ein weiteres Puzzleteil zur Erklärung der nachlassenden und schwachen Produktivitätsentwicklung in Deutschland sein.

Aber auch die jahrelange Vernachlässigung von Investitionen dürfte eine wesentliche Rolle spielen – und das nicht nur beim viel diskutierten maroden Streckennetz der Deutschen Bahn oder bei den zahlreichen Baustellen auf Autobahnen. Wie **Grafik 5** verdeutlicht, wurde in den USA in den vergangenen Jahrzehnten spürbar mehr Geld in den Ausbau der digitalen Infrastruktur gesteckt, als dies im Euroraum oder in Japan der Fall war. Während sich der IT-bezogene Kapitalstock in den USA zwischen 1995 und 2020 mehr als verachtfacht hat, können Deutschland oder auch Frankreich lediglich auf eine Verdreifachung zurückblicken. In Japan hat sich der IT-bezogene Kapitalstock etwa verdoppelt.

Zu viel Bürokratie und ein „Investitionsstau“ dürften die relativen Produktivitätsverluste der deutschen Wirtschaft in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten also zu großen Teilen erklären. Nach vorne schauend gewinnt zudem ein weiterer Belastungsfaktor an Gewicht: die Alterung der Gesellschaft. Wenn in den kommenden fünf Jahren zahlreiche Babyboomer in den Ruhestand gehen, wird die Wachstumsrate der Erwerbsbevölkerung in Deutschland stärker sinken als in jedem anderen G7-Staat. Die Folgen sind kostspielig. Auf jeden Rentner werden immer weniger Arbeitskräfte kommen. Ohne Reformen werden die Sozialversicherungsbeiträge weiter steigen müssen. Zudem wird eine ältere

Bevölkerung die Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen erhöhen, was potenziell Arbeitskräfte aus anderen Branchen abziehen dürfte.

In Summe ist also das Gewicht der strukturellen Herausforderungen für den Standort erheblich. Grund genug, um Deutschland doch noch abzuschreiben?

DIE ZUKUNFT IST NOCH NICHT GESCHRIEBEN

Deutschland steht also derzeit vor einigen gewichtigen Problemen. Doch es wurden bereits einige Schritte unternommen, die auch Hoffnung machen:

Beispielsweise soll das „Wind-an-Land-Gesetz“, das im vergangenen Jahr in Kraft getreten ist, Planungs- und Genehmigungsverfahren für den Ausbau der Windenergie beschleunigen. Rund ein Jahr könnte nach Schätzungen der Bundesregierung so eingespart werden.

Zudem haben der Bund und die Deutsche Bahn im vergangenen Jahr das größte Infrastrukturprogramm seit der Bahnreform 1994 auf den Weg gebracht. Unter anderem soll bis 2030 eine Generalsanierung von rund 4.200 Streckenkilometern im hochbelasteten Teil des Schienennetzes erfolgen. Dazu beitragen sollen auch 5.500 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, die allein im vergangenen Jahr für die Instandhaltung und den Ausbau des Netzes neu eingestellt wurden. Zudem soll die zukünftige Sanierung deutlich effizienter gestaltet werden, indem es mitunter zu mehrmonatigen Vollsperrungen vielbefahrener Verbindungen kommt. Dann „wird alles aus einem Guss modernisiert und erneuert – vom verlängerten Bahnsteig bis zum digitalen Stellwerk“.

Natürlich ist nicht sicher, dass die eingeleiteten Maßnahmen ein voller Erfolg werden. Aber bestehende Probleme wurden – wenn auch mit Zeitverzug – erkannt und (endlich) angegangen. Dabei hängt der Erfolg in wesentlichen Teilen von einem gut geschulten Personal ab. Leider knarzt

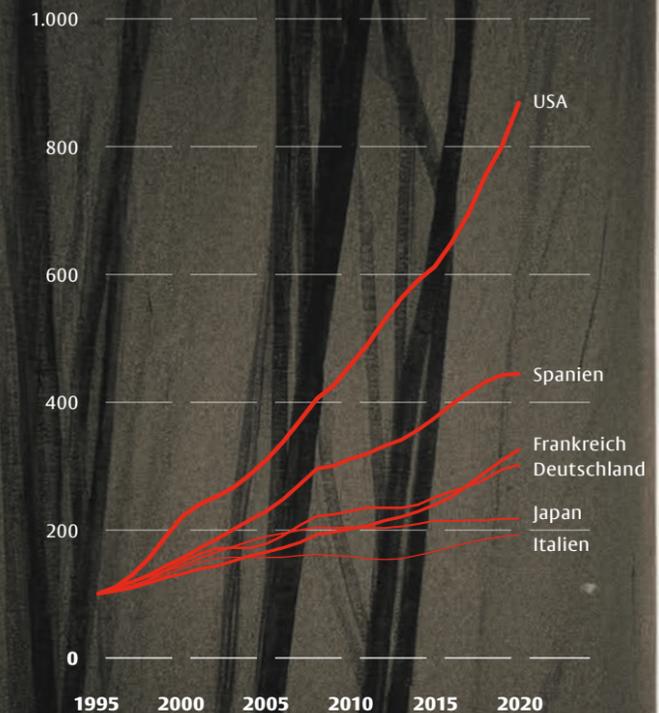
es auch hier, wie eine Unternehmensumfrage der Weltbank unter knapp 1.700 deutschen Unternehmen zeigt. Darin bezeichneten gut 53 Prozent der befragten Unternehmen den Fachkräftemangel als größte Herausforderung. Eine Entwicklung, die sich mit dem demografischen Wandel in Deutschland verschärfen dürfte. Immerhin verzeichneten die deutschen Hochschulen im Wintersemester 2022/2023 mit rund 370.000 internationalen Studierenden einen neuen Rekord. Denn der Wissenschaftsstandort Deutschland genießt unverändert ein hohes Ansehen im Ausland. Und 45 Prozent der internationalen Studierenden lebten auch zehn Jahre nach Studienbeginn in Deutschland. Ein Spitzenwert im OECD-Vergleich, der Hoffnung macht, dass qualifizierte Migration eben doch ein Stück weit gelingt.

Bei allen temporären und strukturellen Herausforderungen zeugen die seit Jahren deutlich positiven Leistungsbilanzüberschüsse und ein hohes Ansehen des Wissenschaftsstandorts von einer gegenwärtig noch immer guten Substanz im Land. Daher wäre es aus unserer Sicht verfrüht, Deutschland und die Zukunft der Menschen in diesem Land abzuschreiben. Ein veraltetes Schienennetz oder bürokratische Hindernisse sind keine unlösbaren Probleme.

Selbst nach dem Zweiten Weltkrieg ist es gelungen, die Wettbewerbsfähigkeit des Landes über viele Jahrzehnte kontinuierlich zu verbessern und dem Produktivitätsniveau der Vereinigten Staaten von Amerika anzugleichen (vgl. **Grafik 4**). Heute sind die Startvoraussetzungen ungleich besser. Am Ende liegt es wohl auch an jedem selbst, einen Beitrag für eine erfolgreiche Zukunft zu leisten. „Mehr Eigenverantwortung für eine bessere Gemeinschaft“ könnte daher die Losung für die kommenden Jahre lauten. ♦

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

Es wäre aus unserer Sicht verfrüht, Deutschland und die Zukunft der Menschen in diesem Land abzuschreiben.



Grafik 5
Die Schere klafft auseinander
Realer IT-bezogener Kapitalstock*
(indexiert auf 1995 = 100)

* Summe aus „computing equipment“
und „computer software & databases“.

Quelle: Euklems & INTANProd Database, Flossbach von Storch,
Daten per 15. August 2024



ZEIT FÜR MEHR MUT

von Gunther Schnabl

Deutschland verliert im internationalen Wettbewerb den Anschluss. Dafür gibt es Gründe, aber auch Möglichkeiten, den Trend zu stoppen und umzukehren.

Gerhard Schröder hat gezeigt, dass auch in Deutschland Reformen möglich sind, auch wenn sie ihn sein Amt gekostet haben. Zeit für mehr Mut wäre es! Nach einer Umfrage von Forsa trauten im Dezember 2023 jedoch 60 Prozent der Bevölkerung keiner politischen Partei zu, dass sie die derzeit wichtigsten Probleme lösen kann. Das Gefühl, im politischen Raum gar nicht gehört zu werden, treibe viele Wähler in die Ohnmacht, in die Wahlabstinenz, in die Protestwahl, in die Suche nach Gegenöffentlichkeiten, so der Wahlforscher Karl-Rudolf Korte.

Die großen deutschen Unternehmen haben gegenüber der internationalen Konkurrenz deutlich an Schlagkraft verloren. Der deutschen Aktienindex Dax ist weit hinter dem US-amerikanischen Dow Jones zurückgeblieben. Die Industrieproduktion stagniert seit 2007 und fällt seit 2018. Deutschland wird in den Rankings zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit nach unten durchgereicht. Die Unternehmen haben angefangen abzuwandern und denken immer öfter darüber nach.

DAS IST KEINE MARKTWIRTSCHAFT

Die Kompetenz des Wirtschafts- und Klimaministers Robert Habeck, der im Jahr 2022 noch als Politiker des Jahres gekürt worden war und den der ehemalige Siemens-Vorstandsvorsitzende Joe Kaeser noch für die Tragweite seines Wirkens gelobt hat, steht spätestens seit einer Aussage zu möglichen Insolvenzen von Bäckern in der Kritik. Im November 2023 schien er sich mit Vertretern von Großunternehmen gegenseitig die Bälle zuzuspielen, um für diese grüne Subventionen zu sichern. Doch das ist keine Marktwirtschaft. Die basiert auf freiem Wettbewerb ohne staatliche Hilfen für besonders politisch einflussreiche Unternehmen.

Meine Friseurin sagte zu mir, dass sie den Verdacht habe, dass der Wirtschaftsminister inkompetent sei. Sie wolle am liebsten den Koffer packen und davonlaufen. In der Tat scheinen immer mehr junge Menschen ans Auswandern zu denken. Eine Studie der Otto Brenner Stiftung hat gezeigt, dass die Jugend krisenmüde und mit dem Anpassungsdruck der vergangenen Jahre überfordert ist. Sie vertraue nicht mehr darauf, dass Politiker die Herausforderungen für das Land bewältigen können. →

Bereits seit dem Jahr 2005 ist der Wanderungssaldo bei den deutschen Staatsbürgern negativ. Insgesamt sind seither inzwischen netto rund eine Million überwiegend gut qualifizierte Menschen abgewandert. Das deutet darauf hin, dass trotz eines gemeinsamen globalen Trends der Schmerz in Deutschland besonders stark ist.

DER EURO ALS BÜRDE

Grundlegende Reformen sind doppelt schwer. Zum einen treffen diese grundsätzlich auf Widerstand, weil sie die Privilegien von bisher begünstigten Gruppen brechen. Das dürften in Deutschland insbesondere Menschen sein, die im öffentlichen Sektor und bei den Großunternehmen beschäftigt sind. Zum anderen wird der politische Entscheidungsspielraum von Deutschland durch die Europäische Union eingeengt. Selbst wenn die deutsche Regierung Regulierungen abbauen wollte, schränken europäische Bürokratiemonster wie die Taxonomie und das Lieferkettengesetz die Entscheidungen der Unternehmen immer noch stark ein.

Obwohl der Euro zu einer großen Bürde für die Bürgerinnen und Bürger geworden ist, gilt er aus politischer Sicht als unumkehrbar. Mario Draghi hat das Bundesverdienstkreuz erhalten, obwohl er für umfangreiche Staatsanleihekäufe der Europäischen Zentralbank verantwortlich ist. Es scheint, als ob der schleichende Weg in die Planwirtschaft der politisch einfachere ist.

Doch nach Ludwig Erhard gilt, dass eine freiheitliche Wirtschaftsordnung auf die Dauer nur dann bestehen kann, wenn und solange auch im sozialen Leben ein Höchstmaß an Freiheit, an privater Initiative und Selbstvorsorge gewährleistet ist.

Das große Potenzial der Menschen in Deutschland sollte genutzt werden, indem der Staat den Menschen und Unternehmen wieder mehr Freiheiten gewährt. Die Bevölkerung in Deutschland ist immer noch gut ausgebildet und hat sich über viele Jahre hinweg in einem marktwirtschaftlichen System bewährt. Die Jugend wäre leistungsbereiter, wenn es sich lohnen würde. Das Produktivitätspotenzial der deutschen Wirtschaft ist hoch genug, dass sich das Problem einer alternden Gesellschaft – auch mithilfe Künstlicher Intelligenz –

lösen ließe. Mit mehr binnenwirtschaftlichem Wachstum würde sich ganz von allein die wirtschaftliche Abhängigkeit von China und den USA reduzieren.

BLAUPAUSE FÜR EIN WIRTSCHAFTSWUNDER

Was zu tun ist, ist klar! Walter Eucken hat einst die Blaupause für ein Wirtschaftswunder geschaffen. Das ist auch heute der Plan für den Erhalt des Wohlstands, auch wenn der Weg dorthin nicht einfach ist. Konkret bedeutet das: Zuerst braucht es eine stabile Währung in Deutschland und Europa. Das kann der Euro sein, wenn die Europäische Zentralbank die Zinsen auf Dauer hochhält und ihren Bestand an Staats- und Unternehmensanleihen konsequent abbaut.

Alle Eurostaaten müssen die in den europäischen Verträgen ursprünglich verankerten Stabilitätskriterien beachten. Wenn nicht, dann braucht es eine stabile Neue Deutsche Mark oder einen stabilen Nordost-Euro, die den Wohlstand in Europa sichern könnten. Eine stabile Währung setzt solide Staatsfinanzen ohne Schattenhaushalte voraus, was umfangreiche Ausgabenkürzungen und bescheidenere politische Zukunftspläne notwendig macht. Auch um das Privateigentum und die damit verbundene private Initiative wieder zu stärken, müssen die Steuern und Abgaben sinken, statt immer weiter zu steigen.

Um eine freie Preisbildung zu gewährleisten, muss die Regierung die wuchernden Subventionen streichen, was in offenen Märkten den Wettbewerb zwischen den Unternehmen wiederherstellen würde. Dann würden alle Unternehmen und Manager nach dem Haftungsprinzip wieder für ihre Entscheidungen verantwortlich sein. Die Vertragsfreiheit muss dadurch wieder gestärkt werden, dass die Taxonomie der Europäischen Union abgeschafft wird. Sie entspricht einer grünen Planwirtschaft, die die selbst gesteckten Ziele nicht erreichen kann.

Eine CO₂-Steuer reicht für den Klimaschutz aus, sie muss aber durch eine entsprechende Senkung der Mehrwertsteuer aufkommensneutral sein. Alles in allem kann nur der Dreiklang aus stabilitätsorientierter Geldpolitik, Kürzungen der Staatsausgaben und umfassender Deregulierung den

europäischen Binnenmarkt als Herzstück des europäischen Wohlstands sichern. Der Staat würde dann weniger in den Wirtschaftsprozess intervenieren, sodass die Konstanz der Wirtschaftspolitik gesichert wäre.

RAUS AUS DER SELBSTZUFRIEDENHEIT

Ludwig Erhard hat bewiesen, dass es funktioniert. Doch welcher Politiker ist heute gewillt und in der Lage, die Widerstände gegen Veränderungen zu überwinden? Nach Karl-Rudolf Korte sind die Deutschen sicherheitsorientiert und risikoscheu. Sie wählten mehrheitlich politisch moderat und stabil-mittig, oft mittelmäßig. Sie stärkten das Bekannte und wählten eher aufregungsresistente Amtsinhaber als Populisten. Das würde bedeuten, dass tragfähige Reformen nur aus der Mitte des politischen Spektrums kommen können.

Der Druck zu Reformen würde in Europa steigen, wenn die US-amerikanische Zentralbank Fed den Zins auf längere Zeit hochhalten würde. Dann müsste auch die Europäische Zentralbank die Geldpolitik weiter straff halten, um einen Gesichtverlust durch einen immer weiter abwertenden Euro zu verhindern.

Auch wenn derzeit wieder Zinssenkungen im Gespräch sind, zwei Gründe sprechen für eine dauerhafte geldpolitische Wende in den USA. Erstens kommen dauerhaft niedrige Zinsen planwirtschaftlichen Strukturen gleich, die in den USA keine gesellschaftliche Akzeptanz hätten. Zweitens gibt es seit der Finanzkrise 2008 den Bitcoin, der bei einer anhaltend lockeren Geldpolitik in den USA, den lukrativen Weltwährungsstatus des Dollars unterwandern könnte.

Umfassende Reformen in den USA, die sich derzeit noch nicht abzeichnen, könnten Reformen in Europa den Weg ebnen.

Es bleibt zu hoffen, dass sich die Mitte von der politischen Selbstzufriedenheit der Merkel-Jahre endlich lösen und sich zum Wohle Deutschlands und Europas dem Einfluss einflussreicher Interessengruppen entziehen kann. Dann wäre der Weg zu einem neuen Wirtschaftswunder frei. Die Reformen unter Ludwig Erhard würden den Weg weisen. ♦

i

ÜBER DEN AUTOR

Prof. Dr. Gunther Schnabl

ist Senior Advisor des Flossbach von Storch Research Institute. Er hat seit 2006 an der Universität Leipzig den Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik und internationale Wirtschaftsbeziehungen inne und leitet dort das Institut für Wirtschaftspolitik.

Der Beitrag entstammt seinem jüngst im FinanzBuch Verlag erschienenem Werk „Deutschlands fette Jahre sind vorbei“.



Prof. Dr. Gunther Schnabl
Deutschlands fette Jahre sind vorbei

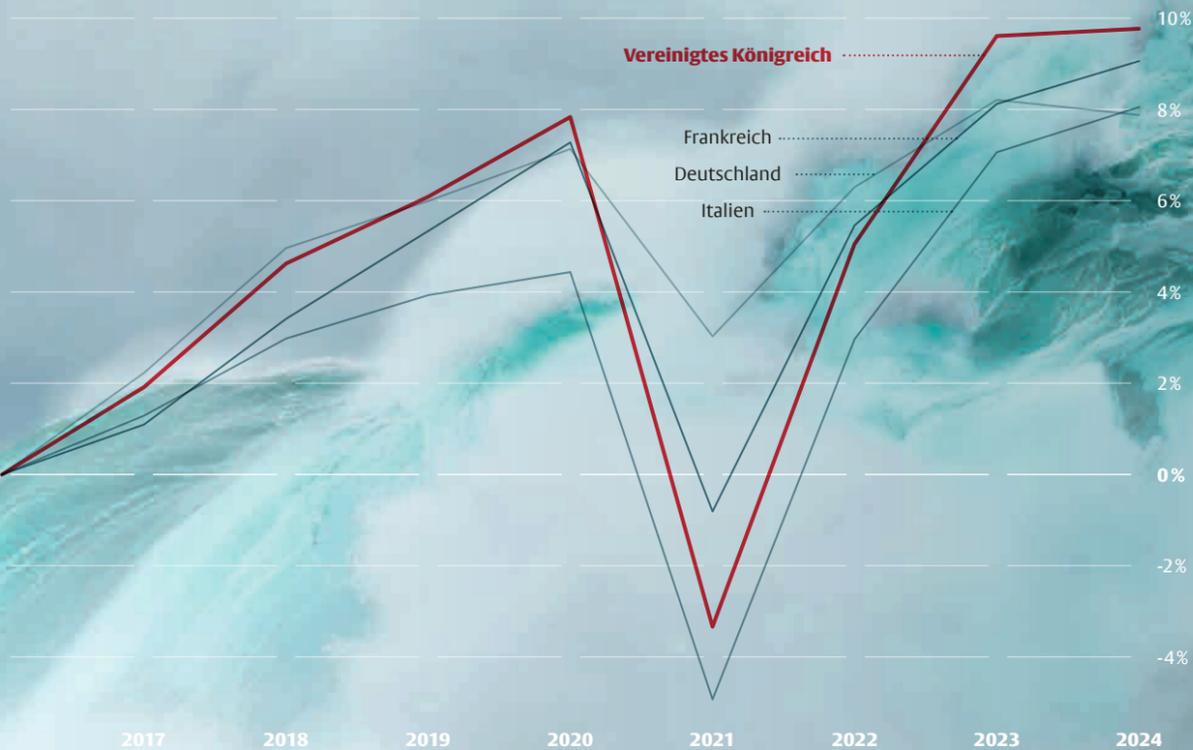
FinanzBuch Verlag, 320 Seiten
ISBN-10: 395972733X
ISBN-13: 978-3959727334
25,00 Euro

≡

Grafik 1
Hat der Brexit wirtschaftlich geschadet?
 Kein Beinbruch, aber ...

Kumuliertes reales Wirtschaftswachstum seit dem Brexit-Referendum im Jahr 2016

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2024



von Philipp Vorndran

**BRITANNIA
 RULE
 THE WAVES**

Nach dem Brexit steht das Vereinigte Königreich wirtschaftlich nicht schlechter da als Frankreich oder Deutschland. Anleger und Anlegerinnen können von diesem Thema einige grundsätzliche Dinge lernen.

Sicher erinnern Sie sich noch an den 23. Juni 2016! An dem Tag wurden die Ergebnisse des Brexit-Referendums in Großbritannien publiziert. 52 Prozent der Briten entschieden sich für den Austritt aus der Europäischen Union (EU). Einen Tag später erklärte Premierminister David Cameron seinen Rücktritt.

Es folgte ein jahrelanger Ablöseprozess seines Landes von der EU – begleitet von lautstarken Diskussionen, aufsehenerregenden Schlagzeilen und Ängsten vor einem Crash der britischen Wirtschaft, von dem sich das Land nie mehr erholen werde. Auch die europäischen Börsen spiegelten die allgemeine Aufregung wider.

BREXIT: ZEIT FÜR EINE ZWISCHENBILANZ

Zuletzt ist es allerdings etwas ruhiger geworden um den Brexit. Zeit für eine kurze Zwischenbilanz: Wie steht es aktuell um die Realwirtschaft im Vereinigten Königreich? Erfolgte nach dem Abschied aus dem europäischen Verbund der ökonomische Untergang – oder kommt es zu einem wirtschaftlichen Kickstart mit Blick auf die Freiheiten, über die das Land als liberale Marktwirtschaft nun verfügt?

Die Wahrheit liegt wohl in der Mitte. Der Blick auf das kumulierte reale Wirtschaftswachstum seit dem Brexit-Referendum zeigt, dass das Königreich – zumindest im Vergleich zu den drei großen europäischen Volkswirtschaften Frankreich, Italien und Deutschland – am besten abgeschnitten hat (vgl. Grafik 1).

Jetzt kann man argumentieren, dass der leichte Vorsprung der britischen Wirtschaft in einem Bereich liegt, der statistisch nicht wirklich signifikant ist. Aber ganz sicher ist: Den großen Crash hat es nicht gegeben.

Natürlich prosperieren die Volkswirtschaften in unserem Vergleich nicht gerade. Und böse Zungen könnten gar behaupten, alle Patienten lägen doch in derselben Klinik, nur auf unterschiedlichen Stationen. Die strukturellen Probleme der Länder sind hinreichend bekannt. →

Trotzdem ist das Vereinigte Königreich nicht runtergefallen, schnitt ökonomisch sogar besser ab als Deutschland. Natürlich bringt der Brexit dem Land große Probleme, wie sie etwa das Office for Budget Responsibility auflistete, das die öffentlichen Finanzen im Königreich analysiert.

Im Vergleich zum Verbleib in der EU dürfte die langfristige Produktivität etwa um vier Prozent sinken, die langfristigen Im- und Exporte um rund 15 Prozent zurückgehen. Diese negativen Entwicklungen werden wohl nicht durch Handelsbeziehungen mit Nicht-EU-Ländern kompensiert werden können.

Letztlich ist Großbritannien aber immer noch eine Volkswirtschaft, die trotz dieser Verwerfungen mit den drei Großen in Europa mithalten kann. Das zeigt sich übrigens auch an der Währung. Nach den Verlusten nach Bekanntwerden der für viele überraschenden britischen Wahlergebnisse schlug sich das Pfund Sterling zuletzt wacker zum Euro (vgl. Grafik 2).

Und so ist es beim Brexit wie so oft bei den (vermeintlich) großen Themen: Man macht sehr viel Wind, aber die realwirtschaftlichen Effekte sind am Ende deutlich überschaubarer als das, was viele Beobachter gerne an Krisen- oder Boomszenarien in den Raum stellen.

Langfristige Anleger und Anlegerinnen sollten das bei ihren Investment-Entscheidungen berücksichtigen. ♦

„Britannia rule the waves“, Großbritannien möge die Wellen regieren (freie Übersetzung), ist ein Auszug aus dem patriotischen Lied „Rule, Britannia!“ des englischen Komponisten Thomas Arne und des Texters James Thomson, das im 18. Jahrhundert entstand.

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

Großbritannien ist noch immer eine Volkswirtschaft, die trotz der Verwerfungen mit den drei Großen in Europa mithalten kann.



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 Eindrücke aus dem E-Commerce, die Hoffnung auf positive Entwicklungen beim Konsumverhalten geben.

Wie die Deutschen sind auch viele chinesische Verbraucher preisbewusst. Daher ist der 18. Juni bei uns ein wichtiger Tag. Anno 2008 hat die E-Commerce-Plattform JD.com an diesem Datum das erste „6.18-Shopping-Festival“ veranstaltet, weil es ihr Gründungstag ist. Über die Jahre haben sich weitere E-Commerce Plattformen angeschlossen, sodass es heute, nach dem Singles' Day im November, das zweitwichtigste Shopping-Event Chinas ist.

Doch bekanntermaßen lässt die Konsumnachfrage bei uns derzeit zu wünschen übrig. Daher waren die Erwartungen im Vorfeld verhalten. Zudem galt es als ausgemacht, dass vor allem der Niedrigpreisbereich punkten würde. Verzeichnete doch die E-Commerce-Plattform Pinduoduo seit einigen Jahren vor allem mit einer Niedrigpreis- plus einer im Jahr 2021 eingeführten „Refund only“-Strategie derart große Verkaufserfolge, dass diese Strategien inzwischen von anderen großen Plattformen kopiert werden.

„Refund only“ bedeutet „einfach immer Geld erstatten“. So können unzufriedene Käufer in der Regel mit einer 100-prozentigen Kaufpreiserstattung rechnen, oft ohne die Waren überhaupt zurückschicken zu müssen. Die Rückgabefrist von vormals sieben Tagen ist de facto aufgehoben. Und ein eventueller Versand ist für Kunden immer kostenlos. Den Aufwand dafür trägt der Händler, der seine Waren auf der jeweiligen Plattform zum Verkauf anbietet. Zusätzlich wird oft noch eine Strafbüße verhängt und der Händler nach einem Storno schlechter gestellt, sofern er sich auch nur in Einzelfällen unwillig zeigte, „Refund only“ umzusetzen. Zwar mehren sich die Proteste der Händler und manche haben sich vom Markt zurückgezogen. Aufgrund der Konsumschwäche war ihre Verhandlungsposition bisher aber schwach.

Doch nun zeichnen sich einige Veränderungen ab: So wurden beim „6.18-Shopping-Festival“ zwar keine Einnahmen in neuer Rekordhöhe verzeichnet. Sie lagen (gemessen am Gross Merchandise Value, GMV) bei den drei traditionellen E-Commerce Plattformen Tmall, JD und Pinduoduo im Vergleich zum Vorjahr sogar um sieben Prozent niedriger, wobei JD und Pinduoduo im Jahresvergleich sogar einen noch deutlicheren Rückgang zu verzeichnen hatten, während sich Tmall stabil halten konnte. Bei den beiden jüngeren Plattformbetreibern, Kuaishou und Douyin (zählt zur Tiktok-Mutter Bytedance), die aber überwiegend über Livestream verkaufen, sind die Einnahmen im Vergleich zum Vorjahr zwar um zwölf Prozent gestiegen. Doch das Momentum hat sich vor allem bei Douyin im Vergleich zu Vorjahren deutlich abgeschwächt. Bekannte Key Opinion Leaders (KOL) verbuchten dort über ihre Live-Streaming-Kanäle teils 90 Prozent Minus. Und das ist beachtlich, weil Produkte über Live-Streaming-Kanäle oft mit noch höherem Rabatt verkauft werden als über herkömmliche E-Commerce-Plattformen.

Zudem verzeichneten Markenprodukte im Gegensatz zu den billigeren White-Label-Produkten ordentliches Wachstum. Marktinsidern zufolge wenden sich Konsumenten insbesondere von Sportartikeln im Online-Segment nach einer Phase der Suche nach besonders billigen Waren dieses Jahr wieder Markenprodukten zu und damit den entsprechenden dafür bekanntesten E-Commerce-Plattformen.

Vermutlich haben andauernde Proteste der Händler zu dieser ermutigenden Entwicklung beigetragen. Immer mehr Händler sagen Nein zu den für sie unfairen Geschäftspraktiken. So haben die Storni überhandgenommen: Wurden 2021 zwischen 10 und 15 Prozent im herkömmlichen E-Commerce-Format als „normale“ Rückgabequote bezeichnet, galt zuletzt auf der Plattform Douyin eine Rückgabequote von 40 Prozent für Damenbekleidung als „gut“ und 70 bis 80 Prozent als „normal“. Es entwickelte sich mit der Verbreitung von Niedrigpreis- und „Refund only“-Strategie eine blinde Käuferfreundlichkeit und dadurch ein Teufelskreis. Immer mehr Markenanbieter schieden aus. Niedrigqualität füllte die Lücken, was die Rückgabequote noch weiter steigen ließ – auf ein unerträglich hohes Niveau für Händler, das sich selbst Topplayer nicht mehr leisten können oder wollen.

So sorgte es beispielsweise für Aufsehen, als die Marke Nummer eins bei Frauenbekleidung (mit 5 Millionen Followern und ein paar Milliarden Renminbi Umsatz allein auf dieser Plattform) kurz vor dem Festival ankündigte, den Online-Laden zu schließen, weil das Geschäft nicht mehr profitabel sei. Auch 40 Buchverlage schlossen sich zusammen, als die Plattform JD.com Rabatte von 70 bis 80 Prozent auf ihre Produkte ankündigte. In einem offenen Brief drohten sie mit einer Nichtteilnahme am Shopping Festival beziehungsweise mit der Nichtlieferung von Büchern, die über diese Plattform bestellt wurden.

Unterm Strich zeigt das bessere Abschneiden von Marken versus Non-Marken sowie die Outperformance von herkömmlichen E-Commerce- gegenüber Live Streaming-Verkäufen, dass die Phase, in der die guten von den nichtnachhaltigen Anbietern verdrängt wurden, wohl langsam zu Ende geht. Bieten doch Preisvorteile allein eben keinen Vorteil, weil sie dann mit Qualitätskompromissen verbunden sind. ♦

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.

INNOVATION ODER REVOLUTION ?

Das Thema Künstliche Intelligenz (KI) ist in aller Munde, auch (oder besser: insbesondere) an der Börse. Aktien, die als die großen KI-Profitere gelten, haben ein Hoch nach dem anderen erklommen, bevor so manche von ihnen Anfang August korrigierten. Was bedeutet das langfristig für Anlegerinnen und Anleger?

Künstliche Intelligenz: Ein Überblick

Quelle: Flossbach von Storch

KÜNSTLICHE INTELLIGENZ

Künstliche Intelligenz ist die Fähigkeit einer Maschine, menschliche Fähigkeiten wie logisches Denken, Lernen, Planen und Kreativität zu imitieren.

MASCHINELLES LERNEN

Algorithmen, deren Leistung sich verbessert, wenn sie im Laufe der Zeit mit mehr Daten angelern werden.

GENERATIVE KI

KI-Algorithmen, die mit großen Datensätzen trainiert werden, um neue, bisher ungesehene Daten zu erzeugen, die den Trainingsdaten ähnlich sind.

DEEP LEARNING

Teilbereich des maschinellen Lernens, bei dem mehrschichtige neuronale Netze zur Nachahmung des menschlichen Gehirns verwendet werden.

von Bert Flossbach

Die Verbreitung von KI hat weitreichende Implikationen. Vergleichbar mit dem Internet, das viele traditionelle Unternehmen disruptiert und neue geschaffen hat und dabei in fast jeden Winkel der Gesellschaft vorgedrungen ist, wird auch KI die Welt nachhaltig verändern.

Ob Forschung und Entwicklung, Produktion, Konsum, Kommunikation, Lehre, innere und äußere Sicherheit: Alle Bereiche werden bereits durch maschinell lernende oder angelernete Software durchdrungen und geprägt.

Wenn heute über Künstliche Intelligenz gesprochen wird, sind zumeist die allgemein verbreiteten Sprachmodelle wie ChatGPT gemeint, die als generative KI bezeichnet werden. Klassische Modelle wie maschinelles Lernen gibt es dagegen schon sehr viel länger (vgl. oben stehendes Schaubild). →

Generative Modelle wie ChatGPT sind wort- oder bildbasiert. Sie erzeugen neue Daten und sind darauf ausgelegt, kreative und plausible Inhalte wie Texte, Bilder oder Musik zu generieren, die den Beispielen ähneln, die sie gelernt haben. Sie sind komplex und rechenintensiv, weil sie die bedingte Wahrscheinlichkeitsverteilung von Textbausteinen lernen und neue Datenproben generieren müssen, die statistisch zur Verteilung der Trainingsdaten passen. Wie im Sport ist ständiges Trainieren entscheidend, um die Leistung zu steigern.

SPIELFELD FÜR FINANZSTARKE UNTERNEHMEN

Generative Modelle werden besser, wenn sie ständig mit neuen Daten gefüttert werden. Die naheliegendste Lösung wäre, das KI-Modell einfach immer neu zu trainieren, was bis vor ein paar Jahren noch mit überschaubarem Aufwand möglich war. Aufgrund der schieren Größe der neuen Modelle ist der Trainingsaufwand aber deutlich gestiegen. Damit ist die generative KI zu einem Spielfeld für wenige große, finanzstarke Unternehmen wie Microsoft, Google, Meta, Amazon oder Apple geworden, die problemlos zig Milliarden Dollar in neue Rechenzentren und Chips investieren können.

Klassische Modelle wie Machine Learning (ML) und Deep Learning (DL) basieren häufig auf numerischen Daten, die in der Regel vorverarbeitet und in eine numerische Form gebracht werden müssen, um auf Grundlage vorhandener Daten Aussagen zu treffen. Sie sind effizienter und schneller, da sie sich auf die Klassifikation oder Vorhersage spezialisieren und mit vergleichsweise geringem Aufwand neue Daten verarbeiten können. Sie sind darauf ausgerichtet, möglichst genaue Einschätzungen zu treffen, die auf eigenen Daten basieren (z. B. Wetterprognosen). Kurz gesagt: Generative KI schafft neue Dinge, nichtgenerative KI klassifiziert vorhandene Dinge und leitet daraus Prognosen ab.

Klassische KI-Modelle für spezielle Anwendungen gibt es schon sehr lange. Sie vollzogen sich für die Allgemeinheit zumeist im Verborgenen. Der Sieg des IBM-Computers Deep Blue gegen den Schachgroßmeister Garri Kasparow im Jahre 1997 wurde staunend als Beispiel für die Innovationskraft in der Computertechnologie zur Kenntnis genommen. Als das KI-Modell AlphaGo (Google DeepMind) im März 2016 den koreanischen Go-Weltmeister Lee Sedol schlug, war dies eine deutlich größere Überraschung. Das ostasiatische Brettspiel mit 19 mal 19 Feldern hat nach drei Spielzügen immer noch zwei Milliarden (zweimal 10^{15}) mögliche Kombinationen und damit 16,5 Millionen Mal so viele wie nach drei Schachzügen.

DIE RECHENLEISTUNG HAT SICH DRAMATISCH VERBESSERT

Während IBMs Deep Blue noch versuchte, mit einem Algorithmus systematisch so viele Schachzüge wie möglich zu antizipieren, wertete AlphaGo 150.000 menschliche Spiele aus und ließ dann verschiedene Kopien der Software gegeneinander

Die Qualität
der Ergebnisse hängt
von der Qualität
der Datenbank und
der Formulierung
der Fragen
beziehungsweise
Aufgabenstellung ab.

Mit zunehmender
Erfahrung und Anzahl
von Fallbeispielen
verbessert sich die
Datenbasis und
verfeinern sich die
Fragestellungen
der Analysten, was
wiederum zu besseren
Ergebnissen führt.

spielen, um Millionen neue „künstliche“ Spiele zu simulieren. Diese Methodik hatte revolutionären Charakter und galt Experten als der Beginn eines neuen KI-Zeitalters. Seither sind weitere acht Jahre vergangen. Die Rechenleistung der Computer hat sich dramatisch verbessert.

Im Herbst 2022 machte OpenAI mit ChatGPT 3.5 erstmals ein generatives KI-Modell einem breiten Publikum zugänglich. Es schrieb auf Wunsch stereotype Redetexte, lustige Gedichte und brauchbare Textzusammenfassungen, produzierte insgesamt aber noch viel Unsinn (Halluzinationen). Nur ein Jahr später kam die Version ChatGPT 4.0 heraus, die bereits eine erstaunliche Leistungsfähigkeit erreicht hat. Sie war nicht nur genauer im Zusammenfassen, Übersetzen, Erstellen und Formulieren von Texten, sondern ermöglichte auch die Recherche komplexerer Sachverhalte. Allerdings muss der Nutzer noch immer in der Lage sein, die Ergebnisse zu validieren, was zumeist eigene Expertise erfordert, da es oft keine Quellenangaben gibt.

Die Leistungsfähigkeit der generativen KI-Modelle birgt aber auch Risiken. Jeder Nutzer kann Bilder, Videos oder Texte erstellen lassen, die Personen von öffentlichem Interesse desavouieren, die öffentliche Meinung manipulieren und so auch Wahlkämpfe beeinflussen können. Die Inhaltsrichtlinien von ChatGPT untersagen die Erstellung solcher Bilder, aber andere KI-Modelle ermöglichen sie, wenngleich die Darstellungen oft noch wirklichkeitsfremd sind. Kritisch sind zudem die immer noch produzierten Halluzinationen, die in geschliffener Sprache und dem Brustton der Überzeugung völlig falsche Sachverhalte behaupten.

Mustafa Suleyman, der Mitbegründer von DeepMind (dessen Computermodell den koreanischen Go-Weltmeister geschlagen hat) und Inflection AI, zeichnet in seinem viel beachteten Buch „The Coming Wave“ ein dystopisches Bild von den Gefahren einer zügellosen KI. Er skizziert die Risiken breit angelegter Cyberattacken, autonom agierender tödlicher Waffen, die Gefahr politischer und wirtschaftlicher Destabilisierung von Staaten und Zivilgesellschaften und die Disruption vieler Arbeitsbereiche mit weitreichenden Folgen für Hunderte Millionen von Beschäftigten. Er verdeutlicht die Ambivalenz, die Gutes schafft, aber auch Schlechtes bewirken kann. Neue Arbeitsplätze und ökonomische Werte auf der einen Seite, die Vernichtung bestehender Wohlstandsquellen auf der anderen. Fortschritte im Kampf gegen bis dato unheilbare Krankheiten und Kollateralschäden, unkontrollierte Ausbrüche von Viren, die mittels KI kostengünstig in unkontrollierten Laboren gezüchtet werden können.

GUTES SCHAFFEN – UND SCHLECHTES BEWIRKEN

Am Schluss seines Buchs beschreibt Suleyman Möglichkeiten, die unerwünschten Nebeneffekte einer universell einsetzbaren KI eindämmen zu können, etwa durch konzertierte Anstrengungen von Staaten, Zivilgesellschaften, der Wissenschaft →

und Unternehmen. Er hegt allerdings nur begrenzte Hoffnungen, dass solche Bemühungen angesichts der geopolitischen Machtkämpfe von Erfolg gekrönt sein werden und verweist auf das Beispiel China, wo der Einsatz von KI zum Aufbau eines allumfassenden Überwachungsstaats beiträgt. Ob sich die skizzierten Risiken materialisieren und wie die Welt darauf reagiert, wird sich zeigen.

Auch zu Beginn des Internetzeitalters gab es Warnungen vor Cyberattacken, Datendiebstahl und Missbrauch. Diese Warnungen waren berechtigt, aber die Welt hat sich darauf eingestellt und Abwehrmechanismen entwickelt. Sicher ist, dass mit dem Vordringen der Künstlichen Intelligenz auch die Unsicherheiten zunehmen. Gewinnern stehen Verlierer gegenüber. Nicht jedes Unternehmen, das heute vom Boom profitiert, wird dies auch morgen können.

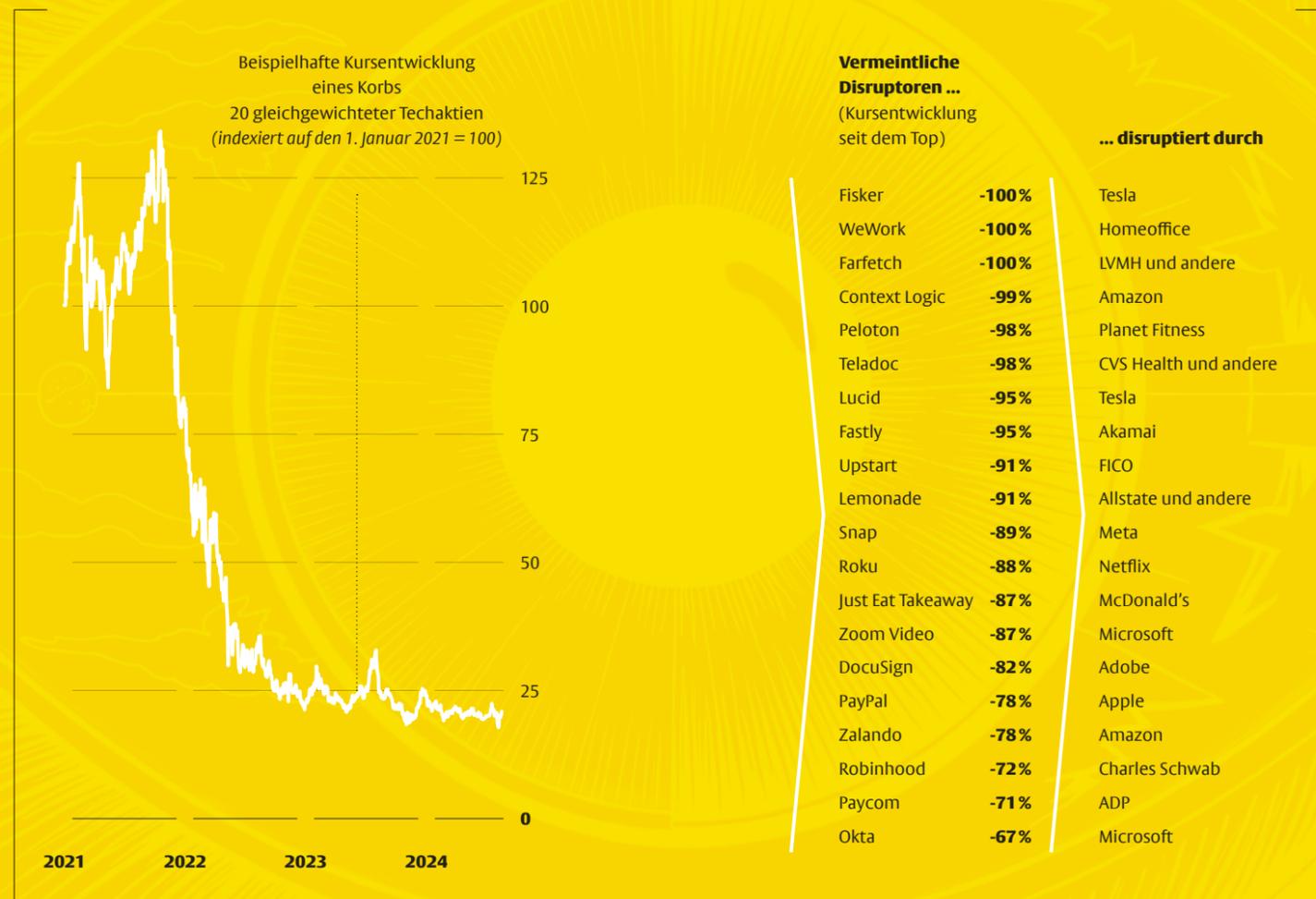
Die großen Technologiekonzerne haben dank ihres Knowhows und ihrer enormen finanziellen Möglichkeiten einen großen Vorteil gegenüber kleineren Angreifern. Das galt allerdings auch für Yahoo, bis Google auf der Bildfläche erschien und mit einem überlegenen Suchalgorithmus den alten Suchmaschinenplatzhirsch verdrängte. KI ist eine technologische Revolution, die einerseits die großen Spieler noch mächtiger machen kann, andererseits Asymmetrie erzeugt, die es den Davids erlaubt, die Goliaths zu schlagen.

Kleineren Disruptoren, wie es Microsoft, Amazon, Apple oder Alphabet (Google) auch einmal waren, gelingt es aber nur selten, angestammte Machtverhältnisse zu disruptieren. Oft werden die vermeintlichen Disruptoren selbst Opfer von Disruption, wie die in der Tabelle dargestellten Beispiele und der Kursverlauf ihrer Aktien in der Grafik zeigen.

KANN KI DIE BÖRSENENTWICKLUNG VORHERSAGEN?

So können einige Geschäftsmodelle, die heute noch als sicher gelten, durch eine rapide Weiterentwicklung und starke Verbreitung der Künstlichen Intelligenz zukünftig geschwächt oder gar ausgehöhlt werden. Eine wichtige Schlussfolgerung daraus ist, die Unternehmen auf ihre Anfälligkeit gegenüber technologischem Wandel hin zu überprüfen, die Portfolios etwas breiter zu diversifizieren und nicht zu versuchen, alles auf wenige (vermeintliche) KI-Gewinner zu setzen.

Kann KI die Börsenentwicklung vorhersagen? Isaac Newton hat die Erkenntnis der Unvorhersehbarkeit des menschlichen Verhaltens im Gegensatz zur Berechenbarkeit physikalischer Gesetze treffend formuliert: „Ich kann die Bewegung der Himmelskörper berechnen, aber nicht den Wahnsinn der Menschen.“ Um die



Disruptierte Disruptoren

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2024

Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.

Börsenentwicklung vorherzusagen, müsste man nicht nur den Wahnsinn der Menschen berechnen, sondern auch die Zukunft vorhersagen können, die aber so nicht eintreffen wird, wenn es alle vorher wissen.

Wenn man etwa nach den Erfolgsaussichten eines bestimmten Unternehmens und dessen Aktien fragt, offenbaren sich die Grenzen generativer Sprachmodelle. Das Ergebnis ist zumeist der Konsens der Analystenschätzungen oder Meinungen der Finanzpresse, nicht aber ein nachvollziehbares, selbst hergeleitetes Urteil.

Dazu ist ein generatives Sprachmodell nicht fähig.

Allerdings kann KI den Analyseprozess unterstützen, etwa bei der Beurteilung der Wettbewerbsstärke eines Unternehmens oder der Qualität des Managements. Wie brauchbar die Ergebnisse sind, hängt dabei stark von der richtigen Fragestellung („Prompting“) und deren schrittweiser Präzisierung ab. Und schlussendlich müssen die Ergebnisse noch einem Fakten- und Plausibilitätscheck unterzogen werden.

SCHÖNREDNER ODER PROBLEMLÖSER?

Bei der Beurteilung des Managements geht es darum, festzustellen, ob er oder sie der richtige Typ für den Chefposten in diesem speziellen Unternehmen ist. Mit der Kombination einer eigenen, abgeschirmten Datenbank und generativer KI ist es zum Beispiel möglich, Aussagen des Managements auf Stringenz und Glaubwürdigkeit zu prüfen und Manager danach zu klassifizieren, ob sie eher zum „Schönreden“ neigen oder Probleme beim Namen nennen und konkrete Lösungen aufzeigen. Auch andere Eigenschaften wie Fachkompetenz, Authentizität, Motivation oder Führungsstil lassen sich auf diese Weise prüfen.

Die Qualität der Ergebnisse hängt von der Qualität der Datenbank und der Formulierung der Fragen beziehungsweise Aufgabenstellung ab. Mit zunehmender Erfahrung und Anzahl von Fallbeispielen (besonders positiver oder negativer Natur) verbessert sich die Datenbasis und verfeinern sich die Fragestellungen der Analysten, was wiederum zu besseren Ergebnissen führt. Den Anspruch auf hundertprozentige Genauigkeit sollte man dabei nicht erheben. Möglicherweise ist es auch weniger die KI selbst, die den Analyseprozess verbessert, sondern die von den KI-Modellen erzwungene Präzisierung der Fragestellung und Systematik. ◆

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



von Kubilay Yalcin

AKTIV NICHT REAKTIV!

Die hohen Kursschwankungen an den Aktienmärkten und insbesondere bei den Techgrößen verunsichern. Was ist zu tun?

Eine der größten Herausforderungen für Portfoliomanager ist es, trotz der starken Stimmungsschwankungen an den Finanzmärkten, den Blick auf die langfristigen Chancen und Risiken zu haben und damit kühlen Kopf zu wahren. So hat Anfang August der japanische Aktienindex Nikkei an einem Handelstag 12,4 Prozent eingebüßt und verzeichnete damit den größten Tagesverlust seit dem 20. Oktober 1987. Auch die US-Technologiebörse Nasdaq und der deutsche Aktienindex Dax verzeichneten zeitweise hohe Verluste. Und der VIX, ein Indikator für die Volatilität des US-Aktienmarkts – und damit für den Angstzustand der Marktteilnehmer –, erreichte im Tagesverlauf die Marke von über 60 Punkten. Ein Wert, der zuletzt während der Pandemie gesehen wurde.

Und als sei das alles nicht genug, konnten einige der großen US-Techunternehmen, die in den Wochen und Monaten zuvor mehrere wichtige Indizes nach oben gezogen hatten, die enormen Erwartungen nicht erfüllen, sodass es bei einzelnen Aktien zu hohen Kursverlusten kam. →

Panisch nach Verursachern zu suchen, funktioniert eigentlich nie und kann sogar gefährlich sein.

Schnell war von einem „Crash“ die Rede, auch wenn der Nikkei letztlich rasch wieder zulegte. Doch wie so häufig begann in dieser heißen Phase eine panische Suche nach dem Verursacher. Und wer suchte, kam zu dem Ergebnis, dass die US-Börse heftig auf US-Arbeitsmarktdaten reagiert hatte, da weniger Jobs geschaffen worden waren als erwartet. Würde die US-Notenbank mit der immer wieder verschobenen Zinswende nun vielleicht zu spät reagieren? Befand sich die US-Ökonomie bereits auf dem Weg in eine Rezession?

Für viele beunruhigende Vorstellungen. Doch panisch nach Verursachern zu suchen, um dann die eigene Anlagestrategie reaktiv auf die neuen Marktverhältnisse einzustellen, funktioniert eigentlich nie und kann sogar gefährlich sein. Wo die Gefahren liegen und wie wir auch in solchen Marktsituationen aktiv statt reaktiv vorgehen.

TRENDS NICHT EINFACH IN DIE ZUKUNFT FORTSCHREIBEN

Die Geschichte ist voll mit Beispielen, als Trends eigentlich klar gesetzt und die Zukunft ausgemachte Sache schien, wie etwa während der Tech-Hausse, die im Jahr 2000 platzte (vgl. Grafik auf den folgenden Seiten).

In den vergangenen gut 1,5 Jahren rückten wieder Unternehmen in den Fokus (und sind dort noch immer), die eine dominante Rolle bei einer Zukunftstechnologie zu spielen versprechen. Aktien aus dem Technologiesektor stellten im Zuge der Euphorie um das Thema Künstliche Intelligenz viele

andere Sektoren und Unternehmen in den Schatten und dominierten die Wertentwicklung an den Märkten.

Auch wenn die Situation im Vergleich zu 2000 heute eine andere ist und viele der jüngst von der Börse gefeierten Unternehmen hochprofitabel sind, sind die Erwartungen an die Technologieunternehmen, wie damals, enorm. Doch beispielsweise ist im Falle der Halbleiterindustrie aus unserer Sicht extrem schwer zu beurteilen, inwieweit sich der Wettbewerb in der mittleren bis langen Frist entwickeln wird. In einer Industrie, in der die Technologieführerschaft für den Unternehmenserfolg entscheidend ist, können sich die Wettbewerbskräfte innerhalb kurzer Zeit dramatisch ändern.

Um ein Beispiel zu nennen: Apple hat vor einigen Jahren beschlossen, die Entwicklung von Computerchips, die sich in den Produkten des Unternehmens befinden, nicht mehr Intel zu überlassen, sondern eigenständig zu entwickeln. Die Konsequenz war, dass Intel damit ein großer Kunde weggebrochen ist und zudem in der Chip-Entwicklung ein unerwarteter direkter Wettbewerber entstanden ist.

Auch für Aktien von Unternehmen, die am Markt nicht mehr stark gefragt waren, gilt es, einen nüchternen Blick zu behalten. Firmen mit temporären operativen Schwierigkeiten, jedoch einem gesunden Fundament, können gerade in solchen volatilen Marktphasen attraktive Opportunitäten bieten. So enttäuschte beispielsweise die Aktie von 3M in der jüngeren Vergangenheit an der Börse. Doch nach operativen Verbesserungen und einem CEO-Wechsel konnte sie zuletzt wieder eine beeindruckende Wertentwicklung vorweisen.

NICHT DER GLASKUGEL VERTRAUEN

Fakt ist, dass viele Industriegüterhersteller zuletzt über eine deutliche Abkühlung der Nachfrage berichten und ihre Jahresausblicke reduzieren mussten. Ebenso lassen sich Preissteigerungen nur noch in moderaten Dosen durchsetzen. Auch die Ergebnisse einiger Konsumgüterunternehmen sprechen hier eine klare Sprache. So berichtete McDonald's unlängst, dass Konsumenten deutlich zurückhaltender geworden seien und häufiger zu Hause essen. Daher sah sich der Fast-Food-Riese gezwungen, günstige Menüs einzuführen.

Die Nachricht von einer Abkühlung der US-Wirtschaft ist also eigentlich nicht neu. Zudem ist sie von der US-Zentralbank intendiert. Ziel ist es schließlich immer noch, die Inflation einzudämmen. Aus diesem Grund wurden schwächere Makrodaten lange durchaus positiv vom Markt goutiert. Denn diese würden in der Logik der Marktteilnehmer zu rascheren und womöglich nachhaltigen US-Zinssenkungen führen.

Ob und in welchem Ausmaß dies aber tatsächlich eintreffen wird, ist und war immer unklar. Die Marktreaktion Anfang August zeigte sehr deutlich, dass der Raum für Enttäuschungen hierbei enorm ist. Die schwächeren Arbeitsmarktdaten sorgten für Skepsis, ob das angepeilte Soft Landing der US-Wirtschaft überhaupt noch möglich sei.

Damit sind schlechte Nachrichten dann auf einmal tatsächlich schlechte Nachrichten und so haben die Aktien einiger konjunktursensitiver Unternehmen stark abgewertet. Denn ein Konsument, dessen verfügbares Einkommen sinkt, wird vorsichtiger mit seinen Ausgaben umgehen. Das sorgt für nied-

rigere Erlöse bei Unternehmen, für die es schwieriger wird, ihre Güter und/oder Preise in Zeiten von Stress abzusetzen beziehungsweise durchzusetzen. Punktprognosen haben eben ein enormes Risiko für die Gestaltung einer Aktienstrategie.

Wir wählen unsere Unternehmen daher von vornherein so aus, dass sie nicht nur unter bestimmten Bedingungen, wie etwa einem günstigen Makroszenario, erfolgreich und profitabel sein können, sondern auch in Krisenzeiten und bei Unwägbarkeiten nur schwer aus der Bahn geworfen werden. Dabei gelangen nicht nur Unternehmen aus den defensiven Sektoren wie etwa dem Gesundheitssektor auf unsere Kaufliste, sondern ebenso Qualitätszykliker aus dem Industriegüterbereich.

DISZIPLINIERT BLEIBEN

„Gute Geschäftsmodelle haben eben ihren Preis“. So oder so ähnlich ist der Tenor, wenn es darum geht, hohe Kaufpreise für Aktien attraktiver Unternehmen zu rechtfertigen.

Das Tückische dabei – in Phasen der Euphorie werden schlechte Nachrichten (oder die Anzeichen dafür) häufig ignoriert. Sobald die Stimmung jedoch kippt, reagieren die Aktien von Unternehmen, die mit besonders großen Hoffnungen versehen sind, bereits auf unwesentliche Nachrichten mit zum Teil starken Kurssauschlägen.

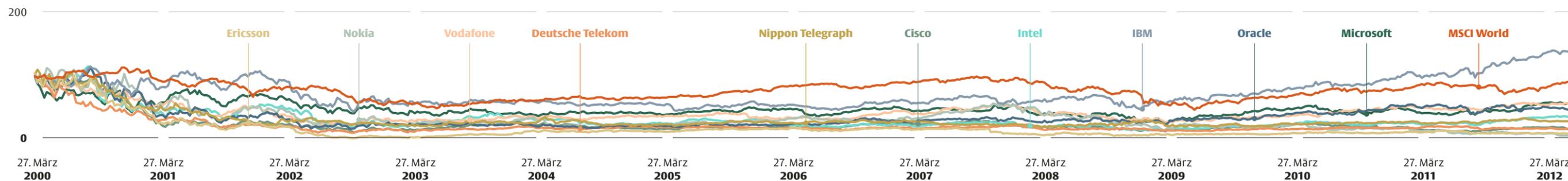
So sorgte beispielsweise Anfang der zweiten Augustwoche die Meldung, dass sich die neuen KI-Chips von Nvidia verspäten, für enorme Kursverluste. Letztere betrafen dann sowohl Nvidia als auch damit verbundene Unternehmen des Sektors, etwa die taiwanesisische TSMC. →

Was haben sie gebracht?

Zur Kursentwicklung ehemaliger „Sternchen“ (alle inklusive Dividenden in Euro; indiziert auf den 27.3.2000 = 100)

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

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2024



Das Problem: Je stärker die Bewertungen steigen, desto kleiner wird der Raum für Enttäuschungen. Deshalb ist es für uns entscheidend, dass das Chance-Risiko-Verhältnis bei jedem Investment ausgewogen ist. Und eine sehr teure Aktie impliziert eine sehr rosige Zukunft. Obwohl also letztlich niemand wissen kann, was die Zukunft bringt, gibt es keine (angemessene) Sicherheitsmarge mehr. Und das bedeutet wiederum für uns, dass eine solche Aktie kein angemessenes Risiko darstellt. Auch die Positionsgröße muss immer konsequent der Bewertung angepasst werden. Aus diesem Grund hatten wir nach den hohen Kursgewinnen im Jahresverlauf einige von der Euphorie erfasste Aktien reduziert.

Wir verfolgen also eine strenge Bewertungsdisziplin. Das bedeutet auch, dass wir bei entsprechenden Opportunitäten an entscheidenden Stellen zukaufen. So schwächelten Technologieunternehmen anno 2022, als im Zuge der Rekordinflation Notenbanken die Zinsen erhöhten. Damals haben wir vereinzelt bei Techaktien zugegriffen und konnten von der folgenden Hausse profitieren.

UND IN ZUKUNFT?

Die Gewinnerwartungen an die großen Techunternehmen sind immer noch hoch und kleine Enttäuschungen, die das Sentiment drücken, können zu heften Kurseinschlägen führen. Viele Aktien haben aber bereits eine starke Korrekturphase hinter sich. Insofern sollte eine Fortsetzung der Korrektur, die zu begrüßen wäre, differenziert ablaufen.

Dass sich Übertreibungen hinsichtlich der Zukunftserwartungen oder Bewertungen über die Zeit wieder der Normalität nähern, erscheint wahrscheinlich. Ebenso bieten Aktienmärkte in Stressphasen die Möglichkeit, Anteile an hervorragenden Unternehmen zu einem attraktiven Preis zu kaufen.

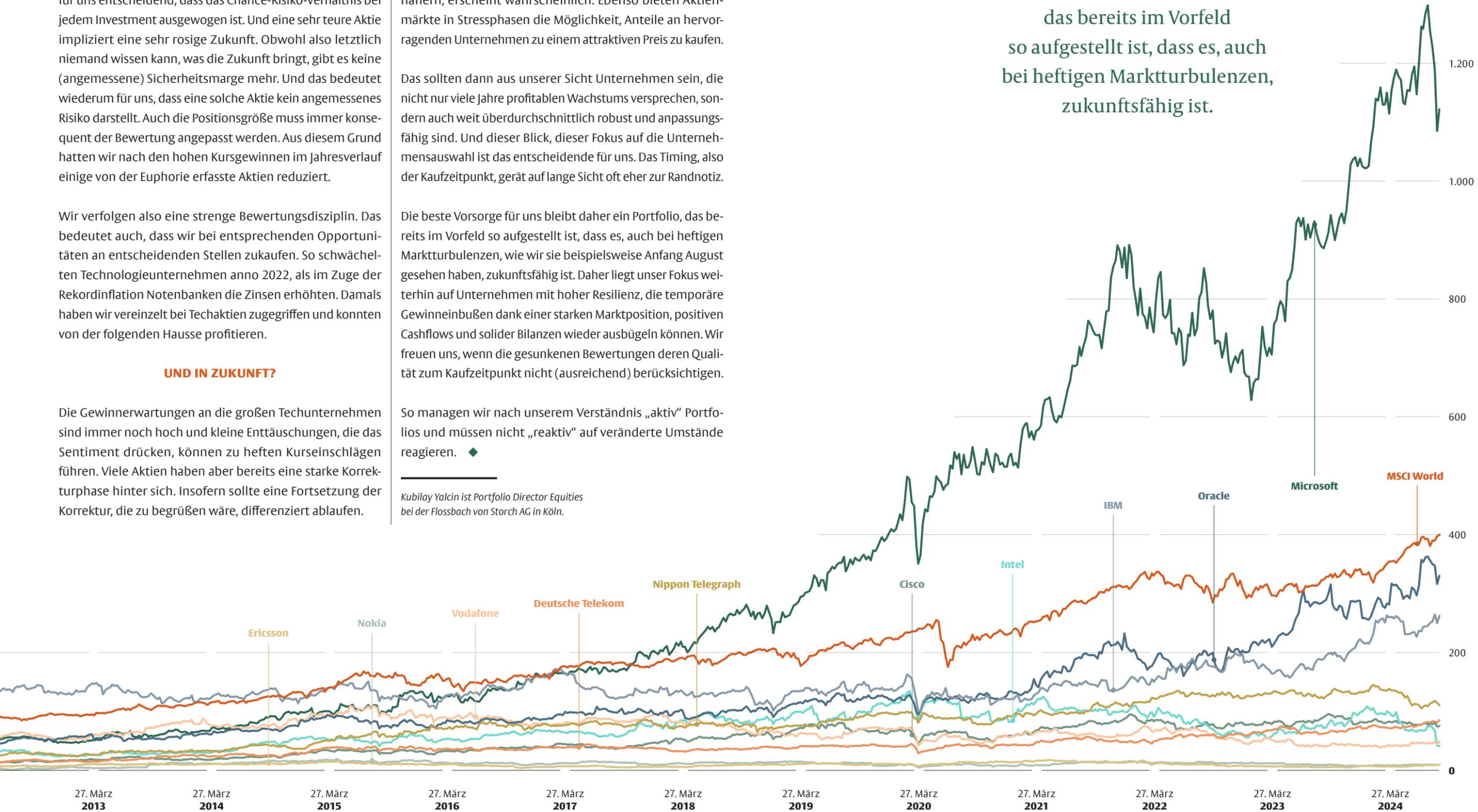
Das sollten dann aus unserer Sicht Unternehmen sein, die nicht nur viele Jahre profitablen Wachstums versprechen, sondern auch weit überdurchschnittlich robust und anpassungsfähig sind. Und dieser Blick, dieser Fokus auf die Unternehmensauswahl ist das entscheidende für uns. Das Timing, also der Kaufzeitpunkt, gerät auf lange Sicht oft eher zur Randnotiz.

Die beste Vorsorge für uns bleibt daher ein Portfolio, das bereits im Vorfeld so aufgestellt ist, dass es, auch bei heftigen Marktturbulenzen, wie wir sie beispielsweise Anfang August gesehen haben, zukunftsfähig ist. Daher liegt unser Fokus weiterhin auf Unternehmen mit hoher Resilienz, die temporäre Gewinneinbußen dank einer starken Marktposition, positiven Cashflows und solider Bilanzen wieder ausbügeln können. Wir freuen uns, wenn die gesunkenen Bewertungen deren Qualität zum Kaufzeitpunkt nicht (ausreichend) berücksichtigen.

So managen wir nach unserem Verständnis „aktiv“ Portfolios und müssen nicht „reaktiv“ auf veränderte Umstände reagieren. ♦

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

Die beste Vorsorge für uns bleibt ein Portfolio, das bereits im Vorfeld so aufgestellt ist, dass es, auch bei heftigen Marktturbulenzen, zukunftsfähig ist.



Was haben sie gebracht?
Zur Kursentwicklung ehemaliger „Sternchen“ (alle inklusive Dividenden in Euro; indiziert auf den 27.3.2000 = 100)

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2024



Wann ist mehr zu viel?

KI-Algorithmen fressen immer mehr Strom. Für die moralische Bewertung macht es sich unser Gehirn leicht: Vielverbraucher sind böse, energiesparende Unternehmen gut. Doch der Teufel steckt im Detail.

von Theresa Eyerund

„KI ließ Googles CO₂-Ausstoß um 50 Prozent steigen“: Schlagzeilen dieser Art kursierten Anfang Juli über Google, nachdem das Unternehmen seinen Nachhaltigkeitsbericht für das Jahr 2023 vorgelegt hatte. Auch Microsofts veröffentlichter CO₂-Report zeigte starke Anstiege. Dabei hatten sich die Techgrößen schon vor Jahren ambitionierte Klimaziele gesetzt: Sie wollen bis zum Jahr 2030 „net-zero“ beziehungsweise „carbon-negative“ sein.

Entsprechend groß ist die Empörung über die vermeintlichen Klimasünder. Das ist nachvollziehbar. Schließlich müssen wir die Treibhausgasemissionen deutlich reduzieren. Die Aufregung lässt jedoch einige wesentliche Details von Treibhausgasbilanzen außer Acht und umschiffet die eigentliche Frage: Wann ist mehr zu viel?

DER TEUFEL (ODER ENGEL) STECKT IM DETAIL

Schlagzeilen schaffen Aufmerksamkeit – und fassen im Idealfall auch den wesentlichen Inhalt eines Artikels zusammen. Leider werden sie aber in einer von Informationsüberfluss geprägten Welt nicht selten auch vom Leser für eine schnelle Meinungsbildung genutzt. Unser Gehirn sucht standardmäßig nach einer eindeutigen Bewertung und bevorzugt – auch für moralische Urteile – gerne Abkürzungen.

Im Fall von Energie und Treibhausgasen heißt es dann ganz schnell: „Mehr ist schlecht, vor allem wenn man vorher gesagt hat, man will weniger.“ In vielen Fällen führt diese Abkürzung sicher zu einer einfachen und zuverlässigen Einschätzung. Einige wesentliche Aspekte, die ein differenzierteres Urteil ermöglichen würden, werden dabei aber übergangen. Zum Beispiel die Frage: Was steckt eigentlich konkret hinter dem ausgewiesenen 50-Prozent-Emissionswachstum von Google? Gehen wir doch die Schlagzeile „KI ließ Googles CO₂-Ausstoß um 50 Prozent steigen“ einmal beispielhaft der Reihe nach durch ...

KI ließ Google's CO₂-Ausstoß um 50 Prozent steigen.

Man muss genauer hinschauen: Lokal oder global?

Klar ist, Künstliche Intelligenz (KI) ist ein wesentlicher Grund für den Anstieg des Energieverbrauchs, denn das Trainieren der Algorithmen und Abrufen der Ergebnisse benötigt signifikante Rechenkapazitäten und damit sehr viel Strom. Der Anstieg wird aber auch von anderen Faktoren getrieben, etwa immer mehr Kunden, die ihre Daten und Prozesse raus aus ihren eigenen lokalen Servern in die globale Google-Cloud migrieren. Schlecht für die Treibhausgasbilanz von Google, weil dadurch die Werte steigen. Ein posi-

ver Effekt ist aber, dass die Nutzung von meist ineffizienteren Servern dadurch sinkt.

Um ein Bewusstsein für diesen Effekt zu schaffen, geben Techunternehmen Schätzungen heraus, wie viel weniger Strom ihre Cloud im Vergleich zu klassischen Unternehmensservern verbraucht. Eine globale Bilanz, in der solche CO₂-Verschiebungen sichtbar würden, gibt es allerdings nicht. So wird derjenige, der die Emissionen auf der Bilanz hat, dafür verantwortlich gemacht – auch wenn unterm Strich ja Emissionen reduziert werden.

Wo entsteht die Emission: Direkt oder indirekt?

„Der CO₂-Ausstoß“ eines Unternehmens kann unterschiedlich weit gefasst sein. Treibhausgasbilanzen bestehen üblicherweise aus drei Kategorien: Sogenannte Scope-1-Emissionen sind solche, die direkt durch Unternehmensaktivitäten entstehen, wie zum Beispiel durch das Verbrennen von Benzin, Öl oder Gas oder durch

flüchtige Gase aus Kühlsystemen. Scope-2-Emissionen entstehen bei der Produktion von Strom, Fernwärme, Dampf et cetera, die das Unternehmen bei Energieversorgern einkauft. Und Scope-3-Emissionen sind Emissionen, die in der vor- und nachgelagerten Wertschöpfungskette, also zum Beispiel bei den Produzenten von PCs und Servern oder zum Transport der Waren durch Speditionen entstehen.

Früher oder später?

Das Basisjahr macht den Unterschied: Google hat sich 2021 das Ziel gesetzt, seinen Treibhausgasausstoß bis 2030 gegenüber 2019 um 50 Prozent zu reduzieren. Somit wird die Entwicklung immer gegenüber dem Jahr 2019 betrachtet, unabhängig davon, was in den Zwischenjahren passiert. Google und Microsoft haben in den vergangenen Jahren jedoch vermehrt neue Datenzentren gebaut und ihre Kapazitäten erweitert. Sie haben auch deutlich mehr

Aktivitäten durchgeführt – sind also gewachsen. Liegt das gewählte Vergleichsjahr vor einer Wachstumsphase, wird die Reduktion schwieriger als zu einem späteren Zeitpunkt im Lebenszyklus eines Unternehmens. Eine Frage, die sich auf die Schlagzeile daher direkt anschließen sollte ist: 50 Prozent gestiegen, im Vergleich zu welchem Zeitpunkt? (vgl. [Grafik auf der folgenden Seite](#))

Meistens wird ein Jahr als Basisjahr gewählt, für das bereits Daten vorliegen und das zum Zeitpunkt der Zielsetzung

Ein weiterer Faktor ist die Methodik. So entstehen Treibhausgasbilanzen durch eine Mischung unterschiedlicher Methoden und Hochrechnungen. Das Greenhouse Gas Protocol (GHG Protocol) ist das meistgenutzte Regelwerk zu Bilanzierungsdetails und Anrechnungsmöglichkeiten erneuerbarer Energie. Unternehmen bekommen zwar anteilig die Emissionen angerechnet, die bei der Erzeugung des regionalen Strommix beim Anbieter entstehen, auch wenn sie den gar nicht beeinflussen können. Es gibt aber verschiedene Instrumente, erneuerbare Energie zu kaufen und damit die Emissionen rechnerisch zu reduzieren, da

Solar-, Wind- oder Wasserkraft CO₂-frei sind. Die Vorschriften des GHG Protocol erlauben jedoch die Anrechnung von erneuerbaren Energiezertifikaten nur unter bestimmten Umständen. Zum Beispiel, wenn sie in der geografischen Region des Verbrauchs entstehen, die erneuerbare Energie also in der Nähe der Verbrauchsstelle produziert wurde.

Da Google in den USA und der Region Asien-Pazifik Schwierigkeiten hat, mehr erneuerbare Energie zu beziehen, kauft das Unternehmen in anderen Regionen mehr Zertifikate als es dort verbraucht, um diese auf die Regionen ohne Bezugsmöglichkeit anzurechnen.

Dadurch soll auch der Ausbau erneuerbarer Energiekapazitten gefördert werden. Von den Emissionen durch Stromverbrauch abgezogen werden darf aber nur der Anteil, der tatsächlich vor Ort bezogen wurde. So kommt es, dass die Höhe der Emissionen auch von technischen Details und Definitionen abhängt.

Statt einfach nur „KI ließ ...“ könnte die differenzierte Schlagzeile also auch so beginnen: „Wachstum, höherer Stromverbrauch, Veränderungen und Vorschriften in der Treibhausgas-Bilanzierung, Knappheit bei erneuerbaren Energien und so weiter ließen ...“

Typischerweise bewerten Menschen den moralischen Wert von direkten und indirekten Handlungen unterschiedlich. Der Verantwortungs- und Wirkungsbereich sollte daher als Information mit einbezogen werden. bertragen auf unsere Schlagzeile könnte man „... Google's CO₂-Ausstoß“ ergänzen mit: „... vor allem Google's Strom-bezogenen CO₂-Ausstoß, sowie den der vorgelagerten Wertschöpfungskette ...“

Die Kategorien machen die Ambition

Googles Reduktionsziele beziehen sich auf die Summe aller drei Scopes. Das ist bereits ein hohes Ambitionsniveau, da viele Unternehmen ihre Ziele nur auf die selbst beeinflussbaren Kategorien Scope 1 und Scope 2 beschränken. Scope 3 ist bei vielen Unternehmen (die nicht gerade in höchstem Maße selbst energieintensiv sind wie die Stahlproduktion) der höchste Anteil der Treib-

hausgasbilanz und gilt häufig als am schwersten zu reduzieren, da kein direkter Einfluss besteht. Bei Google sind vor allem die Scope-2-Emissionen gestiegen, also die, die durch den Stromverbrauch bei Versorgern entstehen. Innerhalb von Scope 3 sind sie für eingekaufte Güter gestiegen, worunter neben den vorher genannten auch mit der Energieproduktion zusammenhängende Emissionen wie zum Beispiel Netzbertragungsverluste fallen.

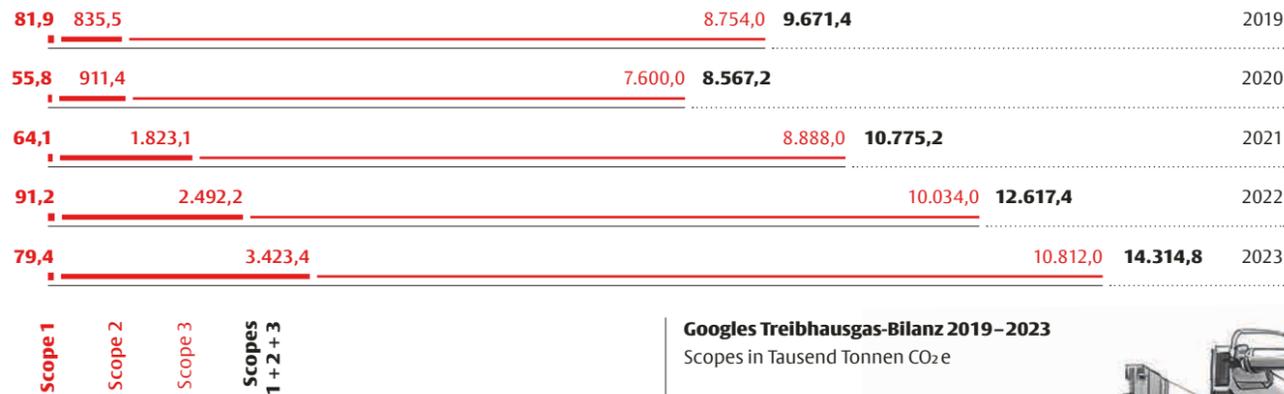
nicht weit zurückliegt. Dies kann dazu führen, dass Unternehmen, die nach der Zielsetzung stark gewachsen sind, weniger „Fortschritt“ zeigen als solche, die ihre Ziele nach einer Wachstumsphase festgelegt haben. Würde Google zum Beispiel das Jahr 2021 als Basisjahr wählen, wäre 2023 ein Anstieg der Gesamtemissionen um 33 Prozent zu verzeichnen, verglichen mit einem „nur“ 13-prozentigen Anstieg gegenüber dem Vorjahr 2022. Die Entwicklung sollte daher immer auch im größeren Kontext betrachtet werden –

die Schlagzeile ergänzt hieße dann: „... um 50 Prozent gegenüber dem Jahr 2019 steigen.“

Eine genauere Betrachtung der Umstände kann also helfen, ohne die kognitive Abkürzung zu einer differenzierteren Einschätzung zu gelangen. Anstelle der eingangs beschriebenen Schlagzeile ergibt sich dann der Satz: „Wachstum, höherer Stromverbrauch, Veränderungen und Vorschriften in der Treibhausgas-Bilanzierung, Erneuerbare-Energie-Knappheit und so weiter

ließen vor allem Google's Strom-bezogene CO₂-Emissionen, sowie die der vorgelagerten Wertschöpfungskette um 50 Prozent gegenüber dem Jahr 2019 steigen“.

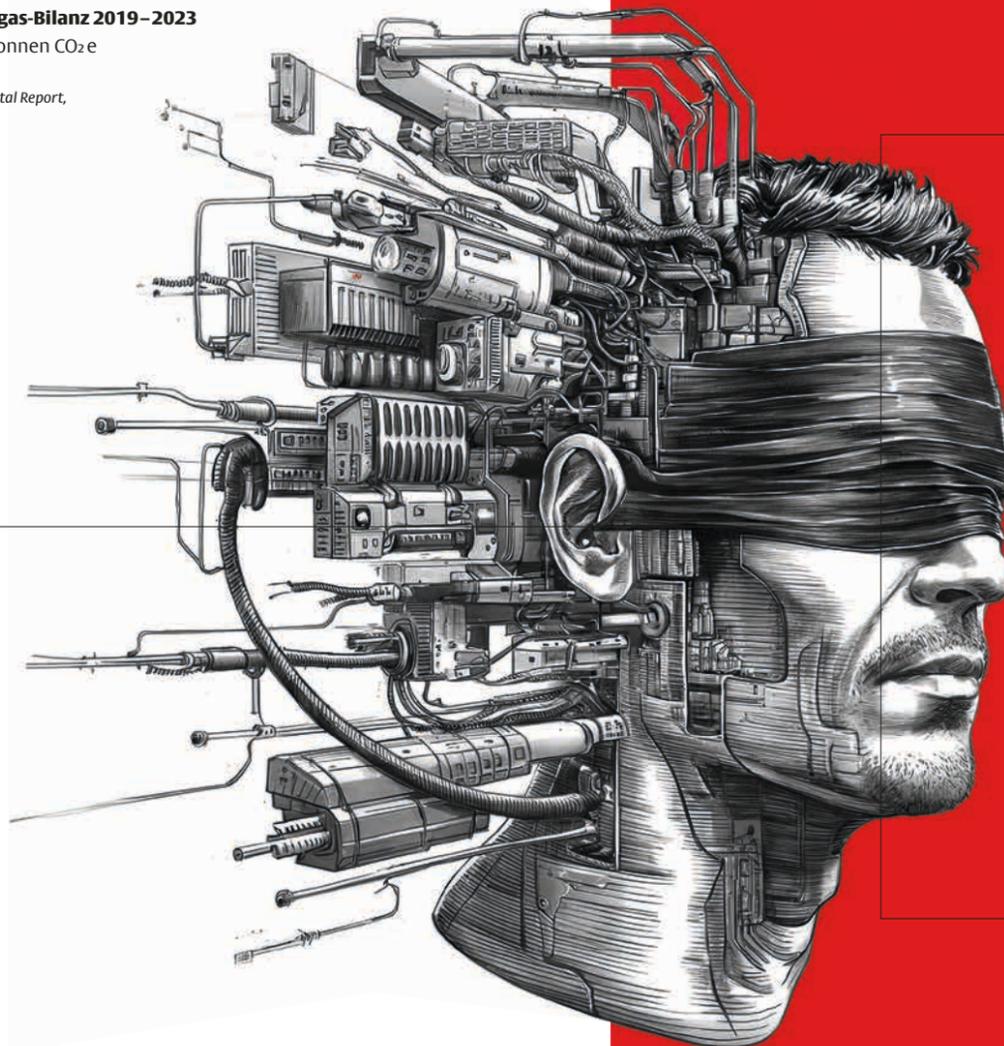
Sie hilft aber nicht unbedingt für die vom Gehirn so geschtzte Eindeutigkeit bei der Frage: Wann ist mehr zu viel? Dafür wäre ein noch viel größerer Kontext, der unser auf Wachstum basiertes Wirtschaftsmodell oder den Nutzen von KI für die Gesellschaft hinterfragt und diskutiert, notwendig.



Googles Treibhausgas-Bilanz 2019–2023

Scopes in Tausend Tonnen CO₂e

Quelle: Google Environmental Report,
Flossbach von Storch,
Daten per 15. August 2024



Wie können Unternehmen wie Microsoft oder Google ihre ursprünglich gesetzten Ziele erfüllen?

Das Beispiel zeigt: Ein moralisches Urteil sollte in einer komplexen Welt nicht allzu vorschnell gezogen werden. Gleichfalls befreien technische Fortschritte und die generelle Komplexität der Lage energiefressende Unternehmen nicht von ihrer Verantwortung. Die Glaubwürdigkeit von Google, Microsoft und anderen Unternehmen wird sich zukünftig auch daran messen lassen müssen, wie sie angesichts der jüngsten Entwicklungen ihre Klimastrategien anpassen und mit welcher Ambition sie ihre Effizienz- und Energiemaßnahmen weiter voranbringen.

Ein positives Signal, an dem sich auch andere orientieren sollten, ist der von Google angekündigte Fokus auf tatsächliche Reduktionen anstelle von Offsetting durch CO₂-Zertifikate, die die Bilanz vermeintlich „neutralisieren“. Eingängige Claims, wie „klimaneutral seit 2007“ (was Google jetzt nicht mehr ist) oder „carbon-negative“ (was Microsoft im Jahr 2030 sein will), sollten vor einigen Jahren noch eine Avantgarde in Sachen Umweltfreundlichkeit signalisieren.

Die Qualitätsansprüche an Klimamaßnahmen und die Erkenntnisse, wie Unternehmen am besten zum Klimaschutz beitragen, haben sich aber in den vergangenen Jahren stark verändert. Entsprechend ist es aus unserer Sicht ein Zeichen von Transparenz und Glaubwürdigkeit, die Klimastrategien anzupassen und Zielsetzungen zu überarbeiten. Vorausgesetzt sie weisen ein hohes Ambitionsniveau aus und orientieren sich an gängigen Qualitätskriterien. Die kommenden Nachhaltigkeitsberichte sollten aus unserer Sicht daher nicht nur ambitionierte Zwischenziele anstelle von langfristigen „Net-zero-Claims“ ausweisen, sondern gleichfalls den Anstieg an erneuerbarer Energie und die gestiegene Effizienz der Datenzentren ausweisen. ♦

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

→ Die Unternehmen schrumpfen

Blieben alle anderen Faktoren gleich, könnten wesentliche Emissionsreduktionen durch weniger Stromverbrauch, also auch weniger Aktivitäten, gelingen. Doch ein bloßer Verzicht auf die Nutzung energieintensiver KI, der die Bilanz besser aussehen lässt, ist nicht nur unrealistisch, er würde vermutlich auch wichtige Fortschritte für andere Branchen in Sachen Klimainnovationen und Effizienz verhindern oder verzögern, bei der KI zukünftig helfen kann.

→ Die Effizienz steigt

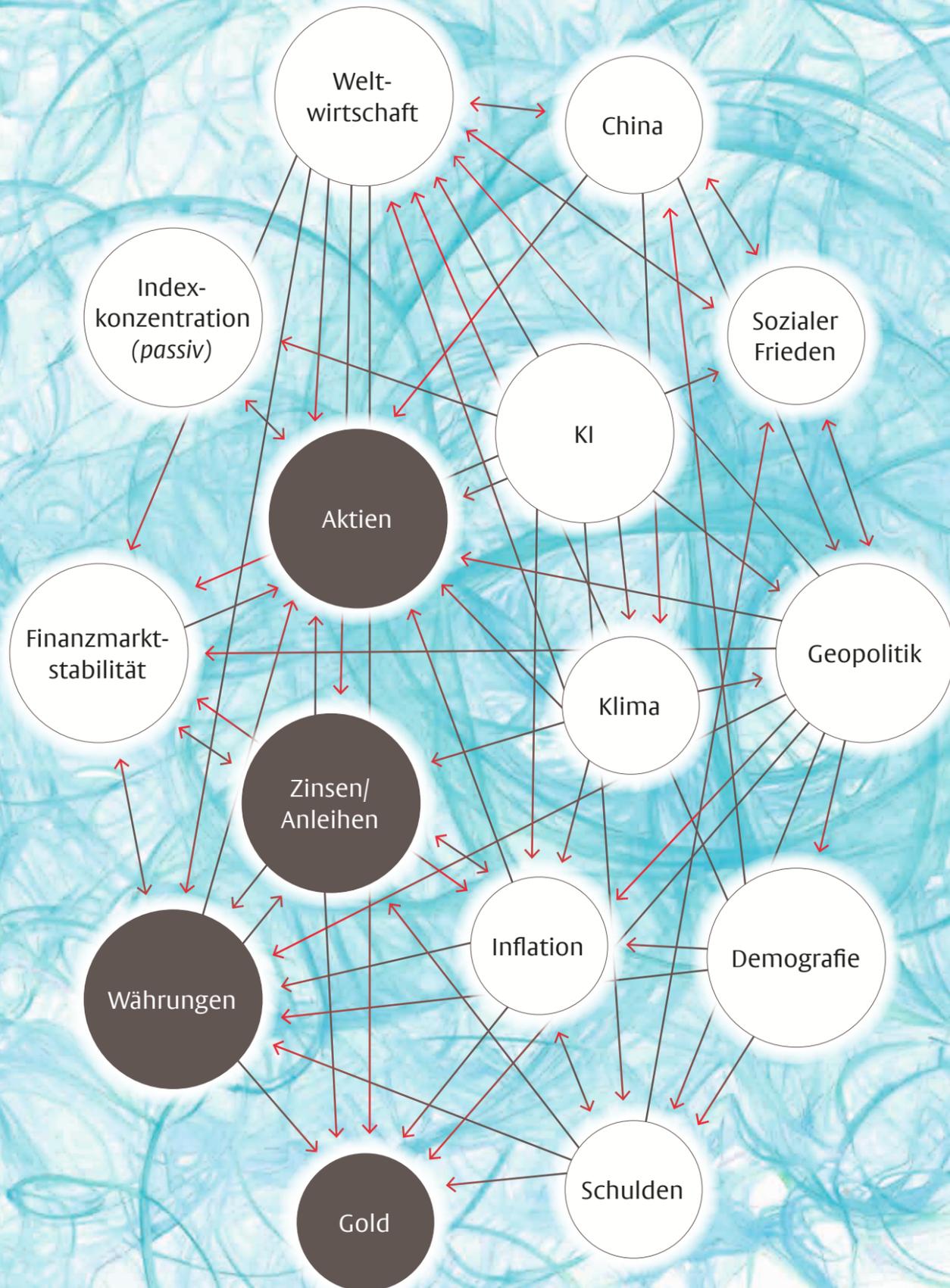
Auch Energieeffizienzmaßnahmen sind eine wichtige Stellenschraube, die in Zukunft für Big Tech weiter eine Rolle spielen wird. Die Energieeffizienz von Googles Datenzentren, insbesondere der neueren, ist bereits hoch. Die im Nachhaltigkeitsbericht veröffentlichten Effizienzkennzahlen zeigen, insbesondere im Vergleich zu kleineren und älteren Datenzentren, große Unterschiede. Neue Technologien und Effizienzfortschritte durch KI können diese – insbesondere bei der Überholung älterer Standorte – noch zusätzlich steigern.

→ Die Bilanzierungsmethodik verändert sich

Neben physischer Reduktion ist auch eine rechnerische Reduktion denkbar. Sollten sich die Bilanzierungsmethoden zukünftig verändern und erneuerbare Energien anders angerechnet werden können, könnte die Treibhausgasbilanz vieler Unternehmen, nicht nur die der Techunternehmen, anders aussehen. Entsprechend wären auch die Entwicklungsbetrachtungen anders oder – sofern keine rückwirkende Anpassung vorgenommen wird – gar nicht mehr möglich. Das GHG Protocol soll in den kommenden zwei Jahren überarbeitet werden. Wie die neuen Richtlinien aussehen werden, ist aber noch völlig offen.

→ Es gibt starke globale Fortschritte beim Ausbau erneuerbarer Energie

Sollte die Verfügbarkeit von erneuerbarer beziehungsweise emissionsfreier Energie global steigen und der Netzum- und ausbau entsprechend große Fortschritte machen, könnte der höhere Stromverbrauch auch erneuerbarer, anrechenbarer Energie gegenübergestellt werden. Für die Techunternehmen ist erneuerbare Energie seit Jahren ihre dominante Klimastrategie. Sie stößt allerdings, während sie anfangs erfolgreich war, angesichts des hohen Anstiegs des Bedarfs aktuell an ihre Grenzen. Durch die hohe Nachfrage und Projekte der Techunternehmen wird zwar das Wachstum erneuerbarer Energien stark gefördert, der neu entstandene emissionsfreie Strom wird aber vielfach auch direkt wieder selbst abgegrast.



Alles klar?

Die für die Finanzmärkte relevante Gemengelage war selten so komplex und teilweise widersprüchlich wie zurzeit.

Lodernde und schwelende geopolitische Konflikte, der Klimawandel, demografische und gesellschaftspolitische Umbrüche, die Inflation im Westen und Deflations Sorgen in China, wachsende Staatsschulden sowie das Vorrücken der Künstlichen Intelligenz mit all seinen Begleiterscheinungen sind miteinander verknüpft, verstärken oder kompensieren sich gegenseitig.

Die Grafik zeigt vor allem: Eine Anlagestrategie sollte niemals eindimensionalen Narrativen folgen. Sie sollte auch dann funktionieren, wenn Entwicklungen nicht so verlaufen wie erwartet. Wetterfeste Portfolios mit Fokus auf Qualität und Berechenbarkeit bei den Anlagen helfen dabei. Nicht alles auf eine Karte setzen – diese Grundregel der Geldanlage ist letztlich auch ein Tribut an die Komplexität unserer Welt. ♦

Quelle: Flossbach von Storch
Die Grafik erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

von Thomas Lehr

TRÜGERISCHE HOFFNUNGEN

Wenn Zinsen fallen, wäre das ein wichtiger Impuls für weitere Kurssteigerungen am Aktienmarkt, heißt es oft. Doch Vorsicht! Es ist ein entscheidender Unterschied, ob fallende oder tiefe Zinsen gemeint sind.

Hätte man zu Jahresbeginn darauf gewettet, dass die US-Notenbank den Leitzins bis Mitte September unangetastet lässt, hätte man wohl eine gute Quote bekommen. Wir erinnern uns: In Antizipation gleich mehrerer Zinsschritte waren die Renditen in den USA bis zum Jahresende 2023 deutlich gefallen. Weil aber über Monate gar nichts passierte, kletterten die Renditen in den USA bis in den Mai sowohl am kurzen als auch am langen Ende um fast einen ganzen Prozentpunkt. Und zum Erstaunen der meisten kletterten mit den Renditen auch die Aktienmärkte. „Zum Erstaunen“ deswegen, weil sich über die zurückliegenden Jahre das Narrativ durchgesetzt zu haben scheint, dass steigende Renditen Gegenwind für den Aktienmarkt bedeuten, während fallende Renditen dem Aktienmarkt helfen.

Diese Annahme fußt in erster Linie auf zwei Beobachtungen. Zum einen ist da die Aktienmarkttrally der 2010er-Jahre, in der die Kurse stiegen und stiegen, während die Zinsen scheinbar pausenlos fielen. In den etwas mehr als zehn Jahren vom April 2010 bis in den Sommer 2020 fiel die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von vier Prozent auf magere 0,5 Prozent. In der gleichen Zeit legte der US-Aktienindex S&P 500 um mehr als 2.100 Punkte von 1.187 auf 3.306 Punkte zu. Beinahe eine Verdreifachung. Zum anderen ist jedem von uns das Jahr 2022 in schmerzhafter Erinnerung, als steigende Zinsen für eine empfindliche Korrektur am Aktienmarkt sorgten. Die Sache scheint somit klar: Fallen die Zinsen, steigen die Aktienkurse. Steigen die Zinsen, fallen die Aktien.

Schaut man etwas näher hin, sieht die Sache plötzlich ganz anders aus. Wer den Renditerückgang zwischen 2010 und 2020 (vgl. Grafik 1 auf Seite 47) genauer unter die Lupe nimmt, stellt fest, dass der damals vorherrschende Abwärtstrend bei den Renditen 10-jähriger Anleihen immer wieder von Gegenbewegungen unterbrochen wurde. Und dass dabei die US-Notenbank zum Beispiel zwischen Ende 2015 und Ende 2018 neun Mal die Leitzinsen anhub, gerät oft in Vergessenheit.

Legt man das Muster fallender und steigender Renditen für diesen Zeitraum hinter den Chart des US-Aktienindex S&P 500 (vgl. Grafik 2), dann zeigt sich: Am Aktienmarkt ging es vor allem nach oben, wenn die Zinsen stiegen. Eindrucksvolle 90 Prozent der gesamten Aktienkursgewinne oder 1.900 von →

2.100 Punkten resultierten aus den kurzen Phasen, in denen die Zinsen stiegen. Fielen die Zinsen, war das dagegen meist kein gutes Umfeld für die Aktienmärkte.

Das oben beschriebene Narrativ, wonach fallende Zinsen gut und steigende Zinsen schlecht für den Aktienmarkt seien, erweist sich aber nicht nur in dem Zeitraum von 2010 bis 2020 als falsch. Zinsen steigen in der Regel dann, wenn es konjunkturell gut läuft, während sowohl die Aktien als auch die Zinsen fallen, wenn sich eine Abkühlung oder gar eine Rezession abzeichnet. Die kräftigsten Renditerückgänge gibt es in Krisenphasen. Es liegt auf der Hand, dass dann auch an den Aktienmärkten die kräftigsten Kursverluste zu beobachten sind.

Genau darauf basiert die Idee der Diversifikation! Weil Anleger bei Krisen von Aktien in Anleihen umschichten, fallen die Aktienkurse bei gleichzeitig steigenden Anleihenkursen beziehungsweise fallenden Zinsen. Nur weil dieser Effekt im Jahr 2022 nicht gegriffen hat, ist von dieser Ausnahme keine Regel abzuleiten.

TIEFE ZINSEN HELFEN AKTIEN

„Moment mal!“, möchte man einwenden: Tiefe Zinsen helfen doch Aktien aufgrund einer simplen Bewertungslogik. Der Wert eines Unternehmens ist schließlich nichts anderes als der Barwert künftiger Erträge beziehungsweise Cashflows. Je tiefer also der Zins, desto mehr sind künftige Erträge wert. Und das ist richtig.

Doch in Phasen des Abschwungs (oder gar in Krisen) hilft das Argument erst einmal wenig. Denn das Vertrauen in künftige Erträge erodiert oft stärker, als der Zinseffekt bei der Bewertung hilft. Angenommen, in fünf Jahren würde ein Anleger 100 Euro erhalten und das Zinsniveau läge bei fünf Prozent. Dann beträgt der Barwert, sprich der heutige Wert dieser 100 Euro, 78,35 Euro. Fällt nun der Zins auf drei Prozent, steigt der Barwert auf 86,26 Euro. Tieferer Zins, höhere Bewertung also. So weit, so gut. Steht aber zu befürchten, dass am Ende nicht 100, sondern nur noch 80 Euro bezahlt werden, liegt der Barwert dieser nun 80 Euro trotz des deutlich niedrigeren Zinses bei 69 Euro. Mit anderen Worten: Der tiefere Zins geht in der Regel mit fallenden Ertragsersparungen einher und hilft. Er stützt aber nur noch die Bewertungen niedrigerer Ertragsersparungen.

DER FALL 2022 UND HEUTE

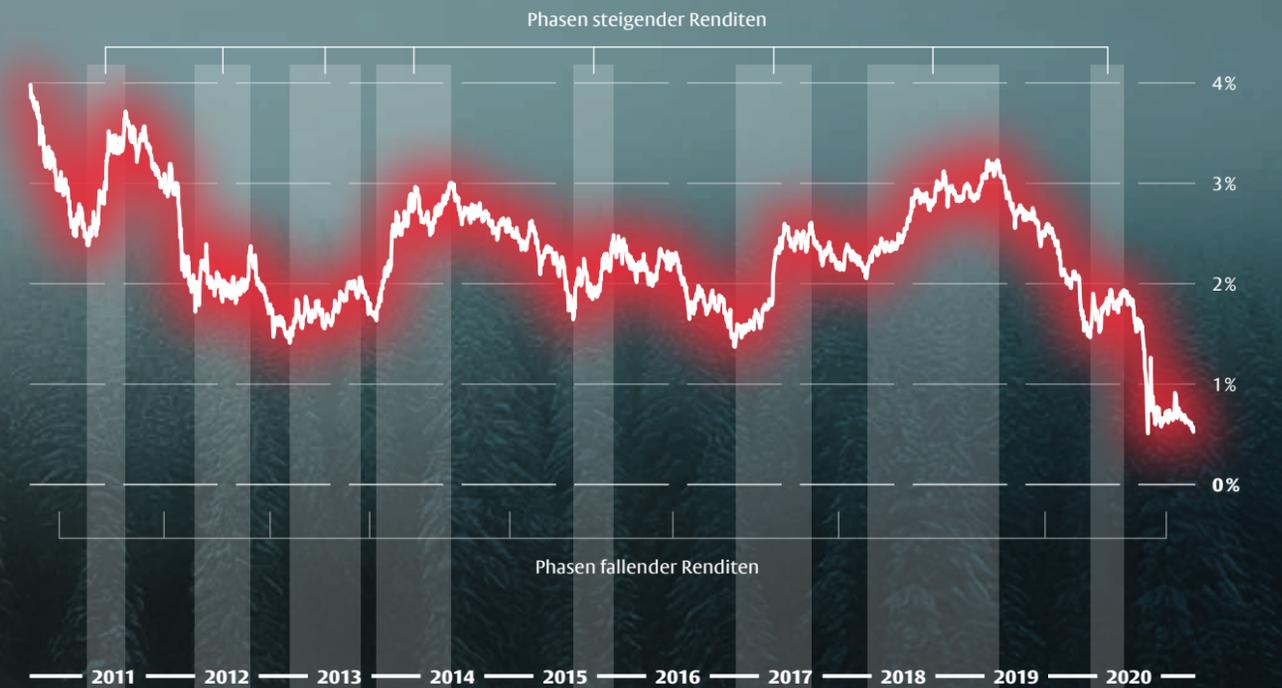
Schauen wir noch mal zurück auf den Sonderfall im Jahr 2022. Der Zins stieg damals stark, weil die Notenbanken im Kampf gegen die Inflation die Notbremse zogen. Rezessions-sorgen standen im Raum. Und Anleger fürchteten deswegen deutlich niedrigere (künftige) Erträge, die sie zu allem Überfluss auch noch mit einem deutlich höheren Zins diskontieren mussten. Das Ergebnis: Der Barwert brach nach unten weg und mit ihm die Aktienkurse. Gleichzeitig schickte der höhere Zins die Anleihen auf Talfahrt.

Und in diesem Jahr? In diesem Jahr erleben wir wieder etwas mehr Normalität. Und das in beide Richtungen. Bis in den Sommer war die Sorge vor einer Rezession deutlich gesunken. Das bedeutete erst einmal höhere künftige Erträge. Zwar setzte sich gleichzeitig die Erkenntnis durch, dass die Inflation wohl etwas hartnäckiger oberhalb der von den Notenbanken angestrebten Zwei-Prozent-Marke verharren dürfte, weswegen die Zinsen wie eingangs beschrieben stiegen. Weil der Effekt des höheren Zinses aber durch den mit ihm einhergehenden Optimismus in Sachen Wachstum überkompensiert wurde, stiegen auch die Aktienkurse. Spätestens im Juli kehrte die Sorge vor einer deutlichen Eintrübung der Konjunktur zurück. Das Ergebnis: Alleine zwischen Mitte Juli und Anfang August sank beispielsweise die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von 4,3 auf 3,8 Prozent um mehr als einen halben Prozentpunkt. Den Aktien half das wenig. Der S&P 500 fiel um etwa zehn Prozent. Als sich die Aktienmärkte in der Folge wieder erholten, stiegen auch die Renditen wieder leicht an.

Mit anderen Worten: Aktien und Zinsen steigen und fallen in der Regel gemeinsam und nicht selten ist auch der Auslöser am Aktien- und Anleihemarkt der gleiche (zum Beispiel höhere oder niedrigere Wachstums-/Ertragsersparungen). Das Hoffen auf deutlich fallende Zinsen als Impuls für die nächste Rally am Aktienmarkt könnte sich daher schnell als trügerisch erweisen. ♦

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

Grafik 1
Schwankende Renditen in einem längeren Abwärtstrend
Entwicklung der Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen von 2010 bis 2020



Punkteveränderung in Phasen steigender Renditen: + 1.901



Punkteveränderung in Phasen fallender Renditen: + 218

Grafik 2
Fallende Renditen helfen den Aktienkursen? – Von wegen!
Entwicklung des S&P 500 von 2010 bis 2020 in Phasen steigender und fallender Renditen

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quellen: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2024



Viele Dividendenstrategien orientieren sich zuerst an der Höhe der Ausschüttungen. Warum wir stattdessen auf Qualität und verlässliche Zahlungen fokussieren – und immer öfter im Technologiesektor fündig werden.

von Kubilay Yalcin

Es war ein Paukenschlag in diesem Jahr, als der US-Technologiekonzern Meta im Februar zum ersten Mal eine Dividende ankündigte. Das könnte aus unserer Sicht die Wahrnehmung des Marktes, welche Art von Unternehmen Dividenden ausschütten, verändert haben. So kündigte wenig später auch Alphabet Zahlungen an seine Aktionäre an, was für viele überraschend kam. Insgesamt ist der Technologiesektor bereits nach den Finanzwerten der zweitgrößte Dividendenzahler im US-Aktienindex S&P 500 – und zählt auch bei unserer Dividendenstrategie inzwischen zu den Branchen, aus denen sich unsere meisten und größten Aktienpositionen finden.

Und doch fallen die Dividendenrenditen in diesem Sektor oft (noch) relativ niedrig aus. Auch bei Alphabet liegt sie bei gerade mal 0,1 Prozent (Stand Ende Juli 2024), so dass Anlegerinnen und Anleger weiter den Großteil ihrer Erträge aus den Kursgewinnen erzielen müssen. Sind Dividendenzahlungen in einer solchen Höhe also überhaupt bemerkenswert?

Das kommt auf die Dividendenstrategie an. So würden all jene Investoren hier abwinken, die zuallererst auf die Höhe der Ausschüttung, also auf die Dividendenrendite achten – und erst im zweiten Schritt auf das dahinterstehende Geschäftsmodell und dessen zukünftige Ertragsaussichten. Eine verbreitete Herangehensweise, auch bei Profis. Wollen doch viele Portfoliomanager tunlichst den Erwartungen ihrer Kunden gerecht werden, die eben oft möglichst üppige Ausschüttungen erwarten. Und so wird auf ein Investment verzichtet, was doppelt tragisch sein kann: →

Insgesamt ist der Technologiesektor bereits nach den Finanzwerten der zweitgrößte Dividendenzahler im US-Aktienindex S&P 500.

Anlegerinnen und Anleger
möchten in Sachwerte
investieren, die die Aussicht
auf langfristig
attraktive Erträge bieten.

HOHE AUSSCHÜTTUNGEN OFT ALARMSIGNAL

Einerseits lassen sich solche Strategien vielversprechende Chancen entgehen. Andererseits führt die systematische Auswahl nach hohen Dividendenrenditen oft zu anfälligen Unternehmen aus anfälligen Branchen. So werden besonders üppige Ausschüttungen seit Langem vor allem in den Segmenten Banken, Versicherungen, Versorger, Telekommunikation, Energie und Grundstoffe bezahlt. Häufig weisen Unternehmen in jenen Branchen ein geringes Wachstum auf und hängen im schlimmsten Fall eng an der Konjunkturentwicklung. Letztere ist aber seriös und auf kurze Sicht schlicht nicht zu prognostizieren.

Das Risiko von nachhaltigen (Kurs-)Verlusten ist damit in schwierigen Marktphasen entsprechend hoch. Auch muss so manch üppige Dividende in solchen Phasen häufig gekürzt werden oder zuweilen ganz ausfallen, weil das eben sehr konjunkturabhängige Geschäft dann schwer unter Druck steht.

Noch schlimmer: Wenn Unternehmen üppige Ausschüttungen leisten, die aus der Substanz bezahlt werden, um ihre Aktionärinnen und Aktionäre bei Laune zu halten. Solche Unternehmen können sich diese Zahlungen dann eigentlich gar nicht leisten und verfrühstücken ihre Zukunft – weil dann beispielsweise keine Mittel mehr für Forschung und Entwicklung zur Verfügung stehen.

Eine hohe Dividendenrendite ist somit alles andere als ein Gütesiegel für die Qualität von Unternehmen!

DIVIDENDE BRAUCHT QUALITÄT

Dabei möchten Anlegerinnen und Anleger in Sachwerte investieren, die die Aussicht auf langfristig attraktive Erträge bieten.

Wir achten daher bei unserer Dividendenstrategie zuallererst auf die Qualität von Unternehmen. Erstklassige Unternehmen mit attraktiven Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und überzeugendem Management sind bei allen Investments ein Muss. Wird doch die Dividende aus den frei verfügbaren Barmitteln eines Unternehmens gezahlt – und hängt damit vor allem an dessen Ertragskraft, -stärke – und

-vorhersehbarkeit. Kurzum: Die Dividende folgt der Unternehmensqualität und nicht umgekehrt.

Und so ist unsere langfristige Dividendenstrategie zunächst einmal einer herkömmlichen Aktienstrategie recht ähnlich: Wir wollen Unternehmen von hoher Qualität finden, deren Ertragsaussichten langfristig attraktiv erscheinen und die es sich leisten können, regelmäßig und auch in schlechten Zeiten Dividenden auszuschütten und diese möglichst noch zu steigern. So wie Dividendenaristokraten, die das – nach der US-Definition des Begriffs – über einen Zeitraum von 25 Jahren geschafft haben. Solche Unternehmen machen etwa 40 Prozent unseres Dividendenportfolios aus.

Weitere 40 Prozent entfallen auf Unternehmen, die auf dem besten Weg zum Dividendenaristokraten sind. Ein weiterer und erheblich kleinerer Anteil entfällt zudem auf Titel, die es sich leisten können, dauerhaft und regelmäßig einen Teil ihrer Gewinne an Aktionäre auszuschütten. Und hier wären wir wieder bei Alphabet.

DER FALL ALPHABET

Weil wir dem Unternehmen eben aufgrund seines Ertragsprofils zuge-
traut haben, Dividenden zu leisten – und zwar beständig nachhaltig –
war zum Beispiel Alphabet bereits in unserem Dividendenfonds, noch
bevor das Unternehmen angekündigt hat, eine Dividende ausschütten
zu wollen.

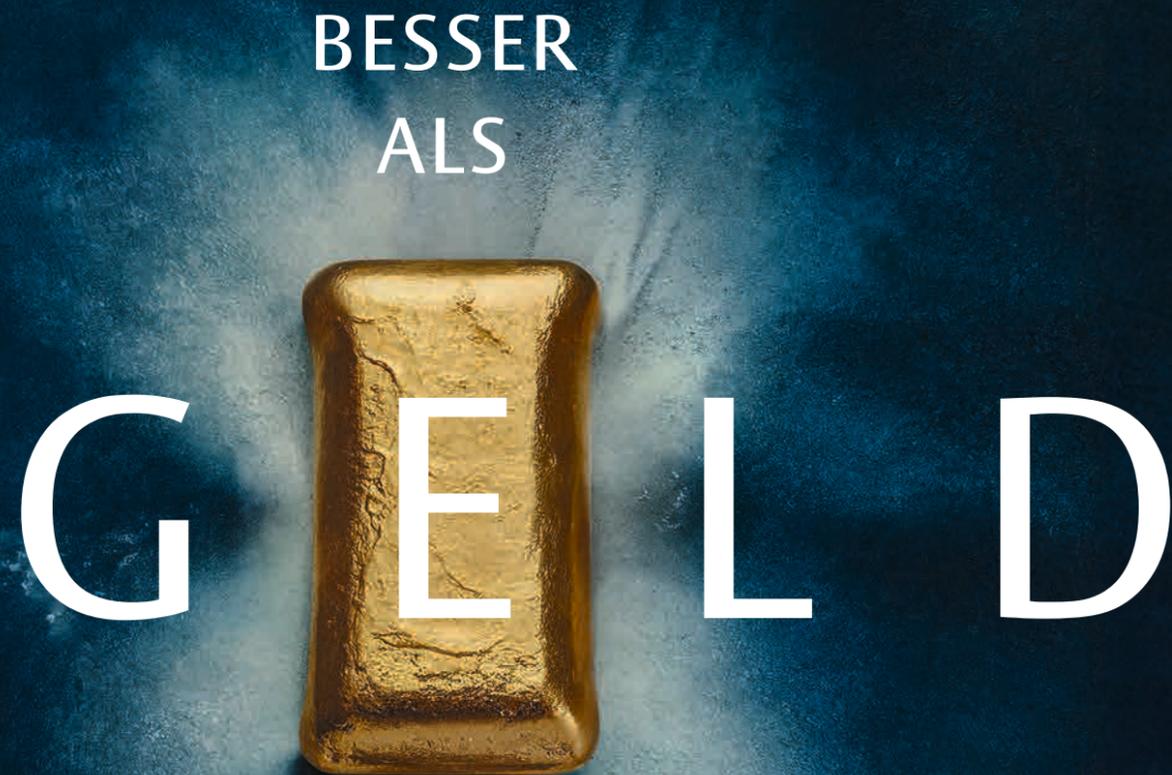
Natürlich wird eine Dividendenstrategie bei zwei qualitativ ähnlichen Unternehmen immer das mit Ausschüttung wählen. Doch entscheidend ist immer der Faktor „Qualität“. Mehr noch: Ein Unternehmen, das seine Dividenden über den Zeitverlauf steigert, gerne auch von niedrigem Niveau, reflektiert ein besonders gesundes Geschäftsmodell. Denn die Dividende ist eine sehr harte Kennzahl. Es fließt schließlich Cash aus dem Unternehmen. Und für den eben beschriebenen Umstand muss das Unternehmen nicht über viele Zyklen und Marktphasen hinweg Geld verdient haben, sondern es muss auch noch wachsen.

Die Dividende wird damit selbst zu einem Qualitätsmerkmal und führt im besten Fall nicht nur zu wiederkehrenden und steigenden Ausschüttungen, sondern geht langfristig einher mit steigenden Aktienkursen. ♦

Entscheidend
ist immer der
Faktor „Qualität“.

von Bert Flossbach

BESSER ALS GELD



Die Schulden der Staaten
steigen rasant.
Internationale Notenbanken
kaufen Gold, das Edelmetall
wird zum Wertanker
in einer fragilen Welt.

Der Goldpreisanstieg der vergangenen Quartale ist auch deshalb bemerkenswert, weil er von anhaltend hohen Zinsen begleitet wurde. Hohe Zinsen sind gemeinhin Gift für das zinslose Gold. So verwundert es nicht, dass Investoren im ersten Halbjahr rund 140 Tonnen Gold aus den Gold-ETFs abgezogen haben.

Allerdings wurde dies, wie in den vergangenen Jahren, durch massive Goldkäufe der Notenbanken überkompensiert, was auch auf die veränderte geopolitische Lage zurückzuführen ist und für anhaltende Goldkäufe der Notenbanken spricht. Gemäß einer im Juni veröffentlichten Umfrage des World Gold Council beabsichtigen 29 Prozent der befragten 70 Zentralbanken, ihre Goldreserven in den nächsten zwölf Monaten aufzustocken. Und 81 Prozent der Befragten gehen davon aus, dass die Goldbestände der Notenbanken insgesamt weiter ansteigen werden – beides Höchstwerte seit Beginn dieser Umfrage im Jahr 2018.

Gold ist ein wichtiger Wertanker in einer zunehmend komplexen und fragilen Welt. Dies gilt nicht nur für Notenbanken, sondern auch für Privatinvestoren. In den vergangenen Jahrzehnten sind praktisch alle Krisen mit der gleichen Therapie bekämpft worden – mehr Geld. Wann immer es ernsthaft kriselte, pumpten die Notenbanken Liquidität in den Markt und schnürten die Staaten Hilfspakete. Die Finanzkrise von 2008, die Eurokrise von 2011/12 und vor allem die Pandemiejahre 2020 bis 2022 waren anschauliche Beispiele für die gleiche Therapie mit unterschiedlicher Dosierung und Mixtur.

TIEF IM MINUS

Daran wird sich auch zukünftig nichts ändern. Die nächste Krise könnte erneut den Euro betreffen, falls die Haushaltsdefizite weiter ausufern und den Stress in der Eurozone verschärfen. Die EU-Kommission hat jüngst ein Defizitverfahren gegen sieben Mitgliedstaaten eröffnet, darunter Italien mit einem Defizit von 7,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und Frankreich mit 5,5 Prozent. De facto handelt es sich hierbei aber eher um eine Ermahnung, denn Strafzahlungen werden nicht erhoben. →

Auch wenn man das in Frankreich oder Italien nicht immer gerne hört: Deutschland ist mit seiner Haushaltsdisziplin und geringen Staatsschuldenquote zum Bonitäts-Rückgrat der Eurozone geworden. Läge die Staatsschuldenquote in Deutschland ähnlich hoch wie in Frankreich oder Italien, wäre der Euro noch sehr viel schwächer (vgl. Grafik).

Da die Belastungen der Staatshaushalte in den kommenden Jahren weiter steigen werden (Verteidigung, Renten, Klimawandel), ist es schwer vorstellbar, dass die Staatsschuldenquoten wieder sinken werden. In den vergangenen beiden Jahren hat die Inflation geholfen, die Schuldenquoten nicht weiter ansteigen zu lassen. Doch dieser Effekt hält sich aufgrund niedrigerer Inflationsraten nun in Grenzen.

Das Erstarken populistischer Parteien in vielen Ländern der Eurozone dürfte die Ausgabendisziplin insgesamt (noch) weiter schwächen. Populismus, egal ob von links oder rechts, führt fast zwangsläufig zu steigenden Haushaltsdefiziten und Staatsschulden. Die Unsicherheiten über Frankreichs politische Zukunft haben den Renditeaufschlag für französische Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen nur geringfügig auf zeitweise 0,8 Prozentpunkte erhöht. Sollte diese Differenz deutlich steigen, könnte die EZB gezwungen sein, französische Staatspapiere zu kaufen, um eine erneute Euro- und möglicherweise Finanzkrise abzuwenden.

Auch auf der anderen Seite des Atlantiks sieht es in puncto Haushaltsdisziplin nicht besser aus. Die US-Staatsschulden belaufen sich auf mehr als 120 Prozent des BIP. Weder Demokraten noch Republikaner waren in den vergangenen Legislaturperioden für eine eiserne Haushaltsdisziplin bekannt und so dürften auch die US-Staatsschulden weiter neue Höchststände erklimmen.

Das alles spricht für eine fortgesetzte Abwertung der Papiergeldwährungen gegenüber Gold. ◆

Auch wenn man das
in Frankreich oder Italien
nicht immer gerne hört:



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch,
Daten per 15. August 2024

Deutschland ist
mit seiner Haushaltsdisziplin
und geringen Staatsschuldenquote
zum Bonitäts-Rückgrat
der Eurozone geworden.

Wenn

T



m

i

n

g

schadet

von Frank Lipowski

An volatilen Märkten ist Flexibilität gefragt. Das zeigt sich auch am Beispiel mancher Laufzeitfonds. Wie Anleger am Anleihemarkt erfolgreich sein können.

Moden kommen – und gehen. Das gilt nicht nur für die Haute Couture, sondern auch für die Welt der Finanzen. Im Zuge der Wende zu steigenden Zinsen erlebten Anleihen zuletzt ein fulminantes Comeback. Es gab wieder auskömmliche Renditen. Sie ermöglichten es Anleihen, das Vermögen mit Blick auf die Inflation zu erhalten und nun wieder ihren Diversifikationseffekt zu erfüllen, gemischte Portfolios, die auch auf Aktien setzen, in bestimmten Marktphasen zu stabilisieren.

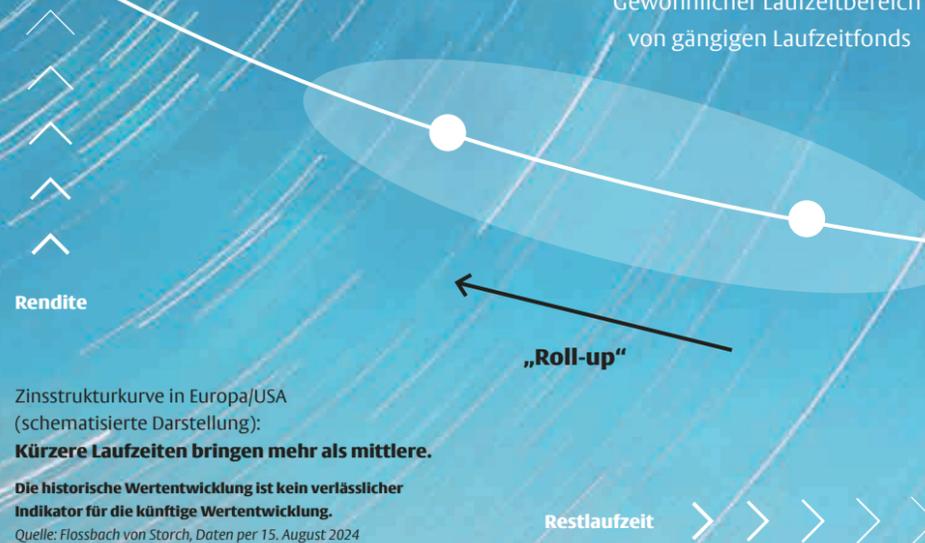
Im Zuge dieser Entwicklungen waren Laufzeitfonds gefragt. Es floss viel Geld in diese Produkte, die feste Renditeprognosen für klar definierte Laufzeiten von mehreren Jahren offerieren. Unserer Meinung nach zeigen diese Fonds nun aber einige Schwächen auf.

Das optimale Zeitfenster für Rentenfonds mit festen Laufzeiten ist nach unserer Analyse überschritten. Die Schwemme an neuen Anleiheportfolios mit fester Laufzeit seit Anfang

2023 hat zu einer relativen Überbewertung bei den häufig gewählten Unternehmensanleihen (insbesondere mit Laufzeiten von etwa 2027 bis 2029) geführt. Die Niveaus der Kreditrisikoaufschläge (Credit Spreads) vor allem in diesem Laufzeitbereich bewegten sich in der Folge nahe den historischen Tiefstständen. Solche Investments bieten dann nur noch wenig Puffer für das eingegangene relative Risiko.

FLEXIBILITÄT ZAHLT SICH AUS

Wir sahen zuletzt eine erstaunliche Entwicklung am Anleihemarkt. Die Renditedifferenzen der beliebten „Mittelklasse“-Unternehmensanleihen zu den weitaus höheren Qualitäten wie AAA-gerateten Pfandbriefen oder sehr hochwertigen Unternehmensanleihen von Emittenten aus den Ratingbereichen mit mindestens „Single A“ waren kaum noch spürbar. Relativ gesehen galt in dieser Phase Folgendes: Hohe Qualität ist eher billig, mittlere und niedrige Qualität ist eher teuer.



Hinzu kommt, dass die bisherige Wertentwicklung dieser recht jungen Produkte zwar ansprechend ist, aber aus unserer Sicht bereits einen Großteil des Potenzials ausgeschöpft hat. Heute sehen sich die Anleiheinvestoren mit einer invertierten Renditekurve konfrontiert, genauer gesagt, mit einer Renditekurve, die eher die Form einer Untertasse hat (siehe Grafik oben). Die häufig verwendeten kurz- bis mittelfristigen Anleihen beschreiben also oft den tiefsten Punkt auf der Renditekurve und dürften in Zukunft durch einen negativen „Roll-up-Effekt“ herausgefordert werden.

Bei „normalen“ Zinsstrukturkurven rentieren Anleihen mit längeren Laufzeiten höher als Titel mit niedrigen Laufzeiten. Wenn eine Anleihe einer längeren Laufzeit über die Zeit in eine kürzere Zeit „rollt“, bewegt sie sich entlang der Zinsstrukturkurve hin zu einer niedrigeren Rendite – was wiederum zu steigenden Kursen führt (Kuponrendite und Preis bewegen sich konträr zueinander). Mit diesem Effekt lässt sich der Ertrag eines Anleiheportfolios maximieren.

Bei der aktuell geltenden invertierten Zinskurve zeigt sich hier ein negativer Effekt – eine Anleihe mit einer längeren Laufzeit bewegt sich entlang der Zinsstrukturkurve hin zu höheren Renditen, was einen Gegenwind für die laufende Verzinsung erzeugt.

Immerhin haben sich die Fundamentaldaten am Markt in den vergangenen Monaten signifikant verändert. Die Inflation ist auf dem Rückzug; das Wirtschaftswachstum wird nicht nur in Europa, sondern auch in China und den USA immer schwächer. Dieses potenzielle wachstums- und inflationsschwächere Umfeld könnte in der nächsten Zeit zu einem Rückgang der Renditen führen.

In diesem Fall kann die übliche niedrige Duration (und damit die geringere Zinssensitivität von Rentenfonds im Vergleich zu Portfolios mit höherer möglicher Duration) bei vielen Laufzeitfonds aber nur noch einen geringen Rückenwind bieten.

Bei Anleihen verfolgen wir eine grundsätzlich andere Anlagestrategie. Wer auf diesem Markt erfolgreich sein möchte, sollte die relativen Bewertungen der verschiedenen Marktsegmente genau analysieren und zwischen Sektoren und einzelnen Anleihen umschichten, wenn dies gerechtfertigt erscheint. Überbewertete Anleihen und Sektoren können so gemieden werden. Die Duration sollte mit Blick auf das Risiko-Ertrags-Verhältnis zu einem bestimmten Zeitpunkt ausgerichtet werden. Um so immer das volle Potenzial auszuschöpfen, anstatt sich durch die Vorgaben wie feste Laufzeiten einschränken zu lassen.

Die häufig verwendeten kurz- bis mittelfristigen Anleihen beschreiben oft den tiefsten Punkt auf der Renditekurve

und dürften in Zukunft durch einen negativen „Roll-up-Effekt“ herausgefordert werden.

Entscheidend für den Erfolg am Anleihemarkt ist (und bleibt) aus unserer Sicht eine sehr flexible und aktive Anlagestrategie, die sich schnell an die sich oftmals sehr dynamisch verändernden Rahmenbedingungen anpassen lässt. Denn es geht immer um die Einordnung der jeweils existierenden Risikoprämien für Laufzeit-, Kredit- und Liquiditätsrisiken. Absolut und relativ zueinander. Eine langfristige Fixierung auf ein Marktszenario – insbesondere hinsichtlich der Entwicklung eines nicht statischen Portfolios – ist hingegen allzu oft kontraproduktiv. Wesentlich wichtiger ist aus unserer Sicht eine kontinuierliche Einschätzung des aktuellen Marktumfelds. Nur so lassen sich Risikoprämien mit Blick auf Qualität und Laufzeit nach kaufmännischen Kriterien einschätzen.

STARRE VORGABEN GEFÄHRDEN DEN ERFOLG

Flexibilität ist auch mit Blick auf kursbewegende Reaktionen und Verhalten anderer Marktteilnehmer wichtig. Denn selbst exakt vorhergesagte Ereignisse wie der Brexit, die Pandemie, der Krieg Russlands in der Ukraine oder mögliche Zinssenkungen der Zentralbanken können zu ganz anderen Marktentwicklungen führen als zuvor gedacht.

Wir verzichten daher konsequent auf Langfristprognosen und geben keine Kalenderjahresausblicke. Wir glauben, dass

diese für den langfristigen Anlageerfolg nicht nur obsolet sind, sondern diesen sogar gefährden können.

Letztlich bleibt die Antwort auf ein anhaltend schwieriges und volatiles Marktumfeld aus unserer Sicht „Active Income“ (wie wir die frühere Anlageklasse „Fixed Income“ einmal umgetauft haben). Das konsequente Verfolgen eines flexiblen, sehr aktiven und globalen Ansatzes, der alle möglichen Szenarien berücksichtigt und nicht nur eines.

Am Ende geht es darum, im Laufe der Zeit in allen wahrscheinlichen Szenarien eine ansprechende Wertentwicklung erreichen zu können – und nicht zu jedem Zeitpunkt das richtige Szenario zu treffen. Der Wunsch, jederzeit positiv abzuschneiden, ist oftmals das größte Hindernis beim Erreichen des Ziels, den Anlegern und Anlegerinnen langfristig eine exzellente Wertentwicklung zu bieten. ♦

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

„Die USA stecken in einem Teufelskreis“



Im November wählen die Amerikaner ein neues Staatsoberhaupt.
Drohen bald politische Verwerfungen?
Ein Gespräch über Donald Trump und die Gefahren einer polarisierten Gesellschaft in den USA.

Interview mit Norbert F. Tofall

Herr Tofall, Sie haben sich seit ihrer Jugend politisch engagiert – in der überparteilichen politischen Bildungsarbeit, in der Hochschulpolitik, in der Parteipolitik, als Mitarbeiter im Deutschen Bundestag. Seit zehn Jahren sind Sie politischer Analyst des Flossbach von Storch Research Institute. Haben Sie schon mal einen Wahlkampf wie in den USA erlebt?

Nein, zum Glück nicht! Jede Wahl hat ihre besonderen Momente, woran sich oft noch Generationen erinnern können. Mit Blick auf die heutigen USA bedeutet das: Ein in die Jahre gekommener, aber sehr verdienstvoller und ehrenwerter amtierender Präsident, der in einem von ihm selbst geforderten TV-Duell mentale Ausfälle zeigte. Ein kaum jüngerer Herausforderer, auf den während einer Veranstaltung geschossen wird und den die Kugeln nur wenige Zentimeter verfehlen. Dann der Rückzug von Joe Biden und die konfliktfreie Nominierung von Kamala Harris als neue Präsidentschaftskandidatin der Demokratischen Partei, wodurch sich das gesamte Bild innerhalb von gut zwei Wochen vollkommen verändert hat.

Ist die Taktik der Demokraten, Donald Trumps bisherige Aufruhr-Themen (Protektionismus, Inflation, Grenzschutz zur Abwehr von Migranten und so weiter) aufzugreifen und neu zu besetzen, aufgegangen?

Nein, Präsident Joe Biden ist es in seiner Amtszeit nicht ansatzweise gelungen, die politische und gesellschaftliche Polarisierung in den USA zu reduzieren. Und Trump wurde trotz seiner Wahlniederlage im November 2020, trotz des Sturms auf das Kapitol im Januar 2021 und trotz zahlreicher strafrechtlicher Anklagen politisch bislang nicht entzaubert. Stattdessen hat er die Republikanische Partei stärker unter Kontrolle als jemals zuvor. Ob Trump und vor allem sein Furor-Geschäftsmodell durch einen Wahlsieg von Kamala Harris im November politisch entzaubert werden können, ist zudem fraglich. Harris hat die Wahl noch längst nicht gewonnen. Die Gefahr, dass Trump in das mächtigste Amt der USA zurückkehrt, bleibt real und sollte nicht unterschätzt werden.

Was bedeutet dieser Zustand für die politische und wirtschaftliche Stabilität des Landes?

Trumps ständig wiederholte Behauptung, ihm sei 2020 der Wahlsieg gestohlen worden, hat nicht nur die politische und gesellschaftliche Polarisierung weiter angeheizt, sondern das Vertrauen vieler US-Amerikaner in die Stabilität der politischen Institutionen der USA geschwächt. Früher oder später zeitigt beschädigtes Vertrauen in politische Institutionen auch immer Folgen für die Wirtschaft. Darüber hinaus wirken die kulturkämpferischen Frontstellungen in den USA, die durch rechte und linke Identitätspolitik geprägt sind, zurück auf die Wirtschaftspolitik.

Inwiefern?

Indem sie die Formulierung eines ökonomischen und politischen Programms verhindern, das über Parteigrenzen hinweg hinreichend Zustimmung erhalten könnte – und geeignet ist, politische und ökonomische Problemverschleppungen und Politikblockaden zu beenden. Auch das politische Programm von Harris und ihrem Vize Tim Walz ist kein Programm zur Überwindung von Polarisierung.

Vertrauensverlust, Kulturkampf, Blockaden – gibt es keinen Ausweg aus dieser Misere?

Es ist ein Teufelskreis. Da die institutionellen politischen Strukturen in den USA nicht auf einseitige Richtungsentscheidungen ausgelegt sind, sie im Gegenteil durch „Checks and Balances“ verhindert werden sollen, führt politische Polarisierung in den USA regelmäßig zu Politikblockaden und Problemverschleppungen. Politikblockaden und Problemverschleppungen erhöhen dann abermals die politische und gesellschaftliche Polarisierung.

Die Kandidaten (und die Wähler) stehen sich konfrontativ gegenüber. Welcher Wahlausgang ist in dieser Gemengelage der „gefährlichere“ für die USA?

Beide Szenarien bergen Risiken in sich. Bei einem erneuten Sieg der Demokraten ist einerseits zu befürchten, dass ein unterlegener Donald Trump und seine Anhänger erneut behaupten werden, Trump sei der Wahlsieg gestohlen worden. →

Ein neuer Sturm auf das Kapitol oder andere Formen bürgerkriegsähnlicher Aktionen könnten die Folge sein. Aber auch bei einem Wahlsieg von Donald Trump, insbesondere wenn dieser knapp ausfällt, sind bürgerkriegsähnliche Aktionen aus dem Lager seiner Gegner nicht auszuschließen.

Würde ein Wahlsieg von Trump die Demokratie in den USA beschädigen?

Die Gefahr besteht. Es droht ein systematisches Aushebeln der „Checks and Balances“, also ein Umbau der US-amerikanischen Verfassungsordnung, mit der verschwörungstheoretischen Begründung, dass der „Deep State“ bereits in der ersten Amtszeit von Donald Trump seine Politik massiv behindert hätte und ihm im November 2020 sogar seinen Wahlsieg gestohlen habe. Trump spricht immer wieder davon, diesen „Deep State“ vernichten zu wollen. Er bleibt aber bewusst undeutlich, was er konkret damit meint. So sagte er etwa, dass er Diktator für einen Tag sein wolle und die Menschen nur noch im November 2024 wählen gehen müssten und danach nicht mehr. Dass angesichts dieser Äußerungen von Trump vor einer gezielten Beschädigung der Demokratie durch Trump und vor einem aufziehenden Faschismus in den USA gewarnt wird, ist nachvollziehbar.

Kann man Trump denn als einen Faschisten bezeichnen?

Er ist sicherlich kein ideologischer Faschist wie Mussolini oder Hitler. Um zu erkennen, dass seine abgrundtiefe Selbstverliebtheit und seine Vorliebe für Befehle und Anordnungen, die mit einer enormen Skrupellosigkeit und demagogischen Grobheit einhergeht, demokratische Institutionen beschädigen und deshalb durchaus zum Faschismus führen können, muss anders angesetzt werden.

Und zwar?

Ich würde ihn als den Clodius Pulcher der USA charakterisieren. Pulcher (92 v. Chr. – 52 v. Chr.) war ein Politiker in der Zerfallsphase der römischen Republik. Eigentlich stammte er aus einer Adelsfamilie. Er ließ sich aber von einem Plebejer adoptieren, um ein Volkstribun werden zu können.

Bei der Durchsetzung seiner Politik setzte er dann gezielt Gewalt und Straßenkämpfe zur Zerstörung der öffentlichen Ordnung und politischen Institutionen ein – die normalen Menschen liebten und verehrten ihn dennoch, denn er kämpfte gegen die etablierten Eliten, die sich nach Ansicht der Bürger hemmungslos bereicherten, das römische Gemeinwesen ausbeuteten und sich nicht an die tradierten Sitten und Regeln hielten.

Aber Clodius stammte doch selbst auch aus dem Establishment!

Ganz genau. Er bereicherte sich sogar noch hemmungsloser als seine Standesgenossen, gab das aber ohne Scham offen zu. Sein Erfolg bestand gerade darin, diese Schamlosigkeit und die Verachtung der tradierten Sitten und Regeln zum Prinzip erhoben zu haben.

Clodius Pulcher und Donald Trump: Populismus hat eine jahrtausendealte Tradition ...

Was solche Personen so gefährlich macht, ist die Tatsache, dass sie durch das gezielte Verletzen und Missachten von Moral, Anstand, tradierten Sitten und Regeln, die eigentlich für Wohlstand für alle sorgen sollen, de-zivilisierende Prozesse in der Bevölkerung in Gang setzen. Denn der Verweis, dass Moral und Anstand, tradierte Sitten und Regeln für Wohlstand für alle sorgen, wird nicht mehr geglaubt. Die Eliten in Wirtschaft, Medien, Politik und Wissenschaft verlieren das Vertrauen bei der Bevölkerung, weil sie sich vielfach an der Durchsetzung von Sonderinteressen auf Kosten Dritter beteiligt haben, geben dieses Versagen aber nicht zu. Sie heucheln sogar, dass sie die geltenden Regeln und Regelsysteme einhalten würden. Die mimetischen Rivalitäten werden dadurch ihres zivilisierenden Kleides beraubt, liegen offen zutage.

Wie funktioniert das konkret?

Durch eine verstärkte Freund-Feind-Polemik entsteht ein Ziel, auf das sich die entfesselte Aggression der Einzelnen und der anonymen Massen richten kann. In diesem Zustand müssen die Menschen nur noch angestachelt werden,

damit durch mimetische Ansteckung ein Furor entsteht, der die bisherige Ordnung und Regelsysteme ins Wanken bringen kann.

Polarisierung als „Waffe“ also, beziehungsweise Aufruhr als Geschäftsmodell?

Genau. Die entstehende politische und gesellschaftliche Polarisierung wird absichtlich nicht minimiert, sondern maximiert und in alle Bereiche getragen. Um diesen Prozess in Gang zu setzen, muss nur jemand den ersten Stein werfen. Jemand, dem es egal ist, dass er nicht ohne Sünde ist und der genau weiß, dass er gerade durch die öffentliche Zurschaustellung der eigenen Verruchtheit und Schamlosigkeit den Applaus der wütenden Massen erntet, die danach dürsten, dass ihnen jemand bestätigt, dass es da oben genauso verrückt zugeht, wie sie schon immer vermutet haben.

Jemand wie Donald Trump.

Trump wusste aufgrund seiner langjährigen Erfahrungen als Medienunternehmer und populärer Unterhaltungsstar schon 2015/2016 sehr genau, wie er agieren muss, um einen derartigen gesellschaftlichen Prozess in Gang zu setzen. Das hatte er spielerisch in seinen TV-Shows über Jahre erfolgreich inszeniert. Seine Äußerung, er könne jemanden auf offener Straße erschießen und würde trotzdem nicht an Popularität verlieren, ist aufschlussreich.

Gibt es weitere Gefahren, die von Trump ausgehen?

Es sind zwei Punkte. Einerseits zerstört er durch seine ständige Behauptung beziehungsweise Lüge, der „Deep State“ hätte ihm die Wahl gestohlen, zielgerichtet die gesellschaftliche Befriedungsfunktion von demokratischen Wahlen. Gleichzeitig erklärt Trump diejenigen, die diese Lüge nicht vertreten oder ihr sogar offen entgegengetreten, zu Verrätern. Und Verräter werden von ihm und seinen Anhängern verfolgt und geächtet. Für ihn sind sie Feinde von „MAGA“ – Feinde von „Make America Great Again“. Die permanente Wiederholung von Lügen in hoher Taktung und Lautstärke ist der wesentliche Kern seiner Wahlkampfstrategie und das schon

seit vielen Jahren. Diese Form des politischen Kampfes und Wahlkampfes ist jedoch nicht neu. Es gibt in der Geschichte leider sehr viele Beispiele dafür.

Was bedeutet das alles im Falle seiner Wiederwahl?

In Trumps Sichtweise werden auch die „Checks and Balances“ der US-amerikanischen Verfassung, welche auch die politischen Handlungsmöglichkeiten eines gewählten Präsidenten begrenzen sollen, als Teil des „Deep State“ denunziert. Eines „Deep State“, der sich gegen MAGA stellt. Soll MAGA diesmal gelingen, muss der „Deep State“ vernichtet werden. Deshalb hat Donald Trump für den Fall seines Wahlsieges im November angekündigt, alle Personen in Justiz und Politik auszutauschen, die sich ihm in den Weg gestellt haben. Dass das ohne eine Beschädigung der Unabhängigkeit der Gerichte und ohne Aushebelung der „Checks and Balances“ umgesetzt werden kann, ist unwahrscheinlich.

So sehr Donald Trump Nutznießer dieser Polarisierung ist, die Verursachung kann man ihm nicht ankreiden, oder?

Nein, ohne die sich seit nunmehr zweieinhalb Jahrzehnten verstärkende Polarisierung in den USA zwischen rechter und linker Identitätspolitik hätte ein Charakter wie Donald Trump nicht die geringste Chance gehabt, im Jahr 2016 Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika zu werden. Und es wäre ihm nach seiner Wahlniederlage im November 2020, nach dem Sturm auf das Kapitol im Januar 2021 und vor allem angesichts seiner vielen Strafrechtsverfahren auch nicht gelungen, die Republikanische Partei im Jahr 2024 mehr denn je unter seiner Kontrolle zu haben.

Angenommen, Trump gewinnt die Wahl. Wie schnell könnte er damit beginnen, seine Pläne umzusetzen?

Schnell! Anders als 2016 existiert bereits eine personell und programmatisch präparierte „Regierung im Wartestand“, die bei einer Machtübernahme umgehend ihre Arbeit aufnehmen könnte. →

Er wäre dann durch nichts zu bremsen?

Er benötigt für jedes Gesetz sowohl die Zustimmung des Repräsentantenhauses als auch die des Senats, was nur wahrscheinlich ist, wenn die Republikanische Partei bei den Wahlen im November in beiden Häusern des Kongresses die Mehrheit erlangt. Sollte das nicht der Fall sein, ist er auf partiübergreifende Kompromisse angewiesen. Aufgrund des selbst von ihm befeuerten Kulturkampfes sind Kompromisse in vielen Fragen nicht sehr wahrscheinlich, was zu weiteren Politikblockaden und Problemverschleppungen führt.

Womit wir wieder bei dem Teufelskreis angelangt wären ...

Trump dürfte dann versucht sein, vermehrt durch Exekutiv-anordnungen zu regieren und deren Grenzen auszuloten und auszuweiten, sodass den Gerichten eine entscheidende Rolle zuwächst. An dieser Stelle werden seine Äußerungen, er werde Diktator sein, aber nur für einen Tag, bedeutsam. Dass er den sogenannten „Deep State“ vernichten will, hat er angekündigt. Das dürfte ohne eine Verletzung der „Checks and Balances“ aber nur schwer umzusetzen sein. Das bedeutet, dass ein noch so umfassendes und bereits ausformuliertes Regierungsprogramm durch die „Checks and Balances“ ausgebremst werden könnte, aber gerade dadurch die Versuchung für Trump steigt, sie auszuhebeln.

Abschließend: Was ist die tiefere Ursache für diese gefährliche politische Situation?

Die tiefere Ursache liegt in der Polarisierung der US-amerikanischen Gesellschaft und dem immer heftiger werdenden Kulturkampf. Bislang hat kein Politiker in den USA ein Programm zur Überwindung von Polarisierung vorgelegt. Beschädigungen der Demokratie in den USA und die Gefahr einer neuen Form von Faschismus folgen nicht ursächlich aus dem selbstverliebten Agieren von Donald Trump, sondern daraus, dass sich bislang keine wirksame politische Bewegung zur Überwindung von Polarisierung in den USA gebildet hat.

Vielen Dank für das Gespräch!

i

ÜBER DEN INTERVIEWPARTNER

Norbert F. Tofall

ist seit 2014 Senior Research Analyst des Flossbach von Storch Research Institute im Bereich makroökonomische Analyse mit der Ausrichtung „Economics, Politics and Philosophy“. Tofall war von 2008 bis 2013 wissenschaftlicher Mitarbeiter des Bundestagsabgeordneten Frank Schäffler. Von 2004 bis 2011 war er Lehrbeauftragter für die Vorlesung „Recht und Freiheit in Europa“ der Europa-Universität Viadrina Frankfurt/Oder im Studiengang „Master in International Management“. Er ist Mitglied im Expertenpool der Bundesregierung für internationale Friedenseinsätze und hat als internationaler Wahlbeobachter an verschiedenen OSZE-Wahlbeobachtungen teilgenommen. Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Philosophie an den Universitäten Paderborn und Tübingen.



Einwurf von Philipp Vorndran

Ein Schritt — voraus

„Zutiefst gespalten“ ist eine der Beschreibungen, die besonders häufig in deutschen, aber auch in anderen europäischen Medien zu lesen und zu hören ist, wenn es um die USA geht. Die Bevölkerung der immer noch größten und bedeutendsten Volkswirtschaft der Welt eingeteilt in radikalisierte Gruppen, die einander immer unversöhnlicher gegenüberstehen, wie es scheint. Waffennarren und -narrinnen obendrein.

Vermutlich ist die Zustandsbeschreibung nicht gänzlich falsch; trotzdem würde ich mir zuweilen etwas mehr Zurückhaltung von europäischer Seite wünschen. Wir taugen in diesem Falle nicht als Oberlehrer mit erhobenem Zeigefinger (in vielen anderen übrigens auch nicht!). Zumal eines bei all den Diskussionen über die amerikanischen Unzulänglichkeiten zumeist fehlt: der Blick in den Spiegel.

Polarisierung ist kein US-amerikanisches Phänomen, sondern ein zutiefst menschliches und damit globales. Denken Sie an die jüngsten Wahlergebnisse in „Good Old Europe“. Das Erstarken der politischen Ränder. Oder denken Sie an den zunehmend aggressiveren Ton in gesellschaftspolitischen Debatten hierzulande.

Wenn der Wohlstand einer Volkswirtschaft bedroht scheint, werden die „Verteilungskämpfe“ umso erbitterter geführt. Auch in Deutschland, Frankreich, Spanien oder Italien.

Wir müssen uns nur die langfristigen Perspektiven unserer sozialen Sicherungssysteme anschauen, insbesondere die der gesetzlichen Rentenkasse, um zu erahnen, was uns noch blühen könnte. Gelingt es uns nicht, dem demografischen Wandel etwas entgegenzusetzen – mit klugen Reformen und indem wir den Kapitalmarkt sehr viel stärker nutzen –, dann haben wir in nicht allzu ferner Zukunft ein echtes Problem. Jung gegen Alt. Arm gegen Reich. Eine „zutiefst gesplattene“ Gesellschaft.

Wir sind nicht anders als die Amerikaner. Sie sind uns nur einen Schritt voraus.

ELEFANT — ODER ESEL

Wer gewinnt die Präsidentschaftswahl in den USA: Republikaner oder Demokraten? Viele Anleger stellen sich derzeit diese Frage. Aber ist die Antwort darauf überhaupt entscheidend – aus Investorensicht?

von Philipp Vorndran



Elefant und Esel sind in den USA die Wappentiere der beiden größten Parteien. Seit mehr als 150 Jahren taucht der Esel im Wahlkampf der Demokraten und der Elefant bei den Republikanern auf.

Wenn Sie mich fragen würden, welche Frage wir in diesen Tagen am häufigsten gestellt bekommen, dann hätte meine Antwort gewiss mit der bevorstehenden Präsidentschaftswahl in den USA zu tun. Ihr Ausgang beschäftigt die Menschen in aller Welt, aus sehr nachvollziehbaren Gründen. Die kommende Wahl dürfte eine der wichtigeren in der mitunter bewegten Geschichte der USA sein.

Als Anleger sind Sie, sind wir, zuweilen hin- und hergerissen. Wir wissen um die enorme (geopolitische) Bedeutung der Wahl, insbesondere für uns Europäer. Und weil das so ist, und alles mit allem zusammenzuhängen scheint, fällt zwangsläufig auch die klassische Investorenfrage, welche Auswirkungen der Wahlausgang möglicherweise für die Kapitalmärkte habe.

Auch Finanzjournalisten stellen diese Frage, sehr gerne sogar. Das müssen Sie. Schließlich sollen sie täglich neue Geschichten über „die Märkte“ schreiben oder auf der Tonspur kommentieren. Ich kann ein Liedchen davon singen. Während meiner Studienzeit – zugegeben, die ist einige Zeit her – habe ich eine kleine Finanzredaktion geleitet. Die Suche nach (guten) Themen ist spannend, aber anspruchsvoll. Insofern

ist ein Ereignis wie die US-Wahl ein sehr dankbarer Anlass. Ruckzuck sind die potenziellen Themen beisammen. So lässt sich beispielsweise aufschreiben, welche Branchen die Anleger im Falle eines Wahlsieges der Republikaner im Depot haben sollten – und was typische Demokraten-Aktien sind.

TYPISCHE DEMOKRATEN-AKTIEN

Aus Sicht des Schreibers ist das eine leichte Übung, zumal die Herleitung für die Leserinnen und Leser bestechend einleuchtend klingt. Ja, die Republikaner haben es mit Öl oder Rüstung, die Demokraten eher mit Solar und Gesundheit. So einfach ist die Sache – und fertig der Text!

Sie müssen nur noch richtig liegen mit ihrer Prognose zum Wahlsieger. Notfalls warten sie einfach das Wahlergebnis ab – und wechseln dann noch zügig die Pferde. Auch das kann sich lohnen.

Äußerst beliebt ist zudem die Analyse, wer denn – historisch betrachtet – besser für die Wall Street ist, Demokrat oder Republikaner? Frei nach dem Motto: Auch wenn sich Geschichte niemals wiederholt, sie reimt sich zumindest.

Ich kann Anlegern nur raten, sich nicht allzu sehr mit derlei Ratschlägen zu befassen. Zumindest nicht, wenn sie langfristig Geld disponieren möchten. Richten Sie ihre Anlagestrategie bitte nicht an Wahlprognosen oder -ergebnissen aus. Suchen Sie nicht zwanghaft nach Wahlsieger-Aktien, sondern denken Sie stattdessen in guten Unternehmen; in Geschäftsmodellen, die attraktiv sind und das voraussichtlich auch bleiben werden – und zwar unabhängig davon, wer künftig im Weißen Haus sitzt. Langfristig dürfte das nicht nur die bequemere, sondern auch die bessere Strategie sein.

„DAS ENDET IM CHAOS ...“

Das Jahr 2016 ist im Übrigen ein sehr gutes Beispiel dafür gewesen, wie sehr uns Prognosen in die Irre führen können, selbst wenn sie korrekt getroffen wurden. Nehmen wir an, wir hätten damals, im Frühjahr 2016, gewusst, dass Donald Trump im November gegen Hillary Clinton, die haushohe Favoritin, gewinnen würde. Was hätten wir daraus gemacht?

Ich vermute, viele hätten ihre Aktienquote deutlich reduziert. Trump, der Chaot und Star einer Reality-Show – das kann nur, das wird garantiert im Chaos enden, auch an den

Kapitalmärkten. Heute wissen wir: Es ist anders gekommen. In den Folgemonaten legten die US-Börsen zu, deutlich sogar. Wohl dem, der einfach nichts getan hat, nicht klüger sein wollte als der Markt und dabeigeblichen ist (vgl. Grafik).

Auf eines können wir uns verlassen, zumindest ist das meine Erfahrung: Amerikaner denken sehr viel unternehmerischer als wir, was nicht zuletzt Ausdruck findet in der tiefen Durchdringung des heimischen Kapitalmarktes und einer – im Vergleich zu vielen europäischen Staaten – sehr ausgeprägten Aktienkultur.

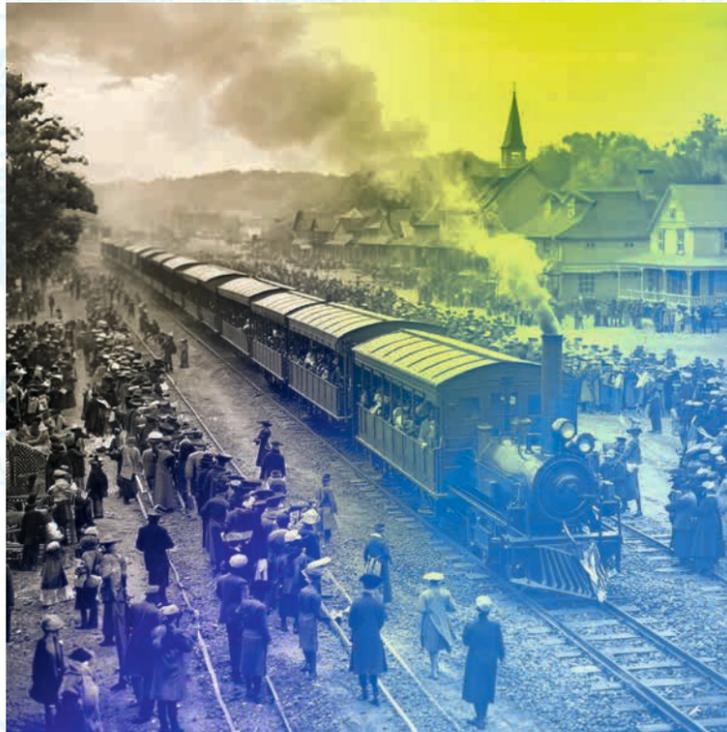
Auch wenn sich die politischen Koordinaten beider Parteien mitunter deutlich unterscheiden – die Demokraten beispielsweise wollen „Big Government“ und damit höhere Steuern, die Republikaner dagegen würden „den Staat“ sehr gerne aus dem Leben der Amerikaner heraushalten; die Wettbewerbsfähigkeit der US-Volkswirtschaft ist beiden heilig!

„America First“, politisch wie ökonomisch, ist deshalb nicht allein Trump-Doktrin, sondern galt und gilt auch für die Biden-Amtszeit. Und sie wird auch in den kommenden Jahren gelten. ♦

„America First“,
politisch wie ökonomisch,
ist deshalb nicht allein Trump-Doktrin,
sondern galt und gilt
auch für die Biden-Amtszeit.



Kein Hype für alle Fälle



Was haben die ersten amerikanischen Eisenbahnen und KI-Aktien gemeinsam? Nicht viel, aber vermutlich genug, um über die Unterschiede nachzudenken.

von Thomas Lehr

Als die Wirtschaftsjournalisten Charles Henry Dow und Edward Jones vor 140 Jahren den ersten Aktienindex entwickelt haben, suchten sie nach Orientierung. Nach einem Richtwert, an dem sie die Schwankungen des gesamten Aktienmarktes ablesen konnten, nicht nur die von einzelnen Aktien. Herausgekommen ist dabei der Dow Jones Average, erstmals veröffentlicht am 3. Juli 1884.

In jenen Tagen wurde der Westen der USA erschlossen. Es war die große Zeit der Eisenbahngesellschaften. Um den Streckenbau voranzutreiben, bezuschusste die US-Regierung den Bau durch günstige Kredite und finanzielle Zuwendungen. Das war aber bei Weitem nicht alles: Den Eisenbahngesellschaften wurden riesige Landflächen entlang ihrer Strecken überlassen; die konnten sie verkaufen oder entwickeln.

EIN HOCH AUF DAS MONOPOL!

Die Bahn war in vielen Regionen des Westens die einzige Möglichkeit, Waren und Personen zu transportieren. Diese Monopolstellung ermöglichte es den Bahngesellschaften, hohe Transportgebühren zu verlangen und entsprechende Profite zu erzielen. Das Streckennetz wurde in der Folge immer dichter, die Geschäfte florierten.

An der Börse kam das sehr gut an. Die Aktien der Eisenbahngesellschaften waren heiß begehrt. Insofern verwundert es kaum, dass ihr Gewicht im Dow Jones Average damals stetig gewachsen ist, so wie sich das Streckennetz in immer weitere und entlegene Winkel der USA kroch.

Mit der Eisenbahn kam der Wirtschaftsboom – ein Turbo für die Industrialisierung, weil der Transport von Waren und Rohstoffen auf Schienen so viel effizienter wurde. Neue Märkte konnten erschlossen werden, und die Bedeutung der Industriebetriebe nahm zu; so stark, dass Charles Dow, der inzwischen gemeinsam mit Edward Jones das Wall Street Journal (1889 gegründet) herausgab, ihren einen Aktienindex in zwei teilte: So entstand 1896 neben dem Dow Jones Railroad Average der Dow Jones Industrial Average (DJIA), oft einfach als „Dow“ bezeichnet, einer der bekanntesten und meistbeachteten Aktienindizes der Welt.

BLICK AUF DIE JAHRTAUSENDWENDE

In den folgenden Jahrzehnten ließ sich immer wieder beobachten, wie das Gewicht einzelner Branchen innerhalb eines Index deutlich zulegte. Auch wenn keine dieser Branchen an die Dominanz der Eisenbahnaktien in jenen Jahren heranreichte, gibt es Gemeinsamkeiten. In der Regel sind es immer Branchen gewesen, die – stark vereinfacht ausgedrückt – das Leben der Menschen nachhaltig verändert haben.

Die Jüngeren unter uns werden sich kaum noch an die hohe Konzentration von Automobil- oder Ölunternehmen in den 1960ern erinnern. Umso besser ist dagegen den meisten die Dotcom-Zeit zur Jahrtausendwende in Erinnerung geblieben. Wie die Eisenbahn hat auch das Internet die Menschen und Unternehmen vernetzt. →

In den 1860er-Jahren ließ die Central Pacific Railroad die erste Eisenbahnstrecke auf dem amerikanischen Kontinent bauen. 2024 lässt die Künstliche Intelligenz dieses Bild von der ersten Bahnfahrt entstehen.

Aber: Wer Ende der 1990er-Jahre den Aktienkursen der Pioniere und offensichtlichen Profiteure nachjagte, musste später schmerzhaft feststellen, dass deren Kurse selbst dann einbrachen, wenn diese Unternehmen die hohen Erwartungen an sie erfüllten oder sogar übertrafen. Ein Großteil der damaligen Börsenstars verschwand ganz von der Bildfläche – und das nicht, weil sich das Internet am Ende nicht durchgesetzt hätte. Das Gegenteil ist der Fall gewesen.

Heute ist es die Künstliche Intelligenz (KI), die das Leben der Menschen nachhaltig zu verändern scheint. Ablesen lässt sich das nicht zuletzt an dem Gewicht der sogenannten Magnificent 7 (oder 6) in den einschlägigen Indizes.

Natürlich gibt es auch beim Thema Künstliche Intelligenz Unternehmen, die – um in der Geschichte zu bleiben – das Schienennetz legen oder, in Anlehnung an den Goldrausch, die Schaufeln verkaufen. Deren Gewinne sind die Investitionen derer, die KI künftig einsetzen, weil sie sich davon Vorteile versprechen. Nicht allen wird das gelingen.

WER DIE SCHAUFELN VERKAUFT ...

Wenn es aber der Mehrheit nicht gelingt (wie im Falle des Goldrauschs), ist auch der Erfolg derer, die die Schaufeln verkaufen, von kurzer Dauer. Rentieren sich die Investitionen dagegen mehrheitlich, etwa durch Effizienzgewinne, Kostensenkungen oder Marktinnovationen, dann werden nicht alle, aber eben viele Unternehmen zu Profiteuren – und der Trend gewinnt auch an den Börsen an Breite.

Mit anderen Worten: Neue Technologien und Trends, die als bahnbrechend oder zumindest ökonomisch relevant eingeschätzt werden, definieren sich dadurch, dass die Mehrheit oder zumindest ein Großteil (der Unternehmen) profitieren. Wenn auch in unterschiedlichem Maß und über die Zeit.

Gerade für Aktienindizes, bei denen die einzelnen Aktien entsprechend ihrer Marktkapitalisierung gewichtet werden, muss das übrigens nicht zwingend steigende Kurse bedeuten; denn hier sind es ja in erster Linie die Gewinner der ersten Stunde, die den Ton angeben.

Das ist der Grund, weswegen viele Aktienindizes zwischen 2000 und 2003 substantielle Verluste erlitten und erst kurz vor der Finanzkrise im Jahr 2008 wieder das Niveau erreichten, von dem aus sie im Jahr 2000 abgestürzt waren.

Für Indizes, in denen jedes Indexmitglied das gleiche Gewicht hat („equal weighted“), trifft das dagegen nicht zu. Der Kursrutsch in den ersten drei Jahren dieses Jahrhunderts war dort deutlich geringer, und die anschließenden Kursgewinne sorgten dafür, dass der breite Markt bis ins Jahr 2008 Rekordhochs erreichte, die signifikant über den Hochs aus dem Jahr 2000 lagen. Gerade für Anleger, die zuallererst auf Indizes schauen, ergibt sich daraus eine wichtige Erkenntnis. Aber das ist eine andere Geschichte ... ♦



Im Jahre 1884 entwickelten Charles Henry Dow (oben) und Edward Jones (unten) den ersten Aktienindex – den Dow Jones Average. Die Künstliche Intelligenz portraitiert die beiden Wirtschaftsjournalisten nur annähernd realistisch.

Auch beim Thema Künstliche Intelligenz gibt es Unternehmen, die das Schienennetz legen. Deren Gewinne sind die Investitionen derer, die KI künftig einsetzen, weil sie sich davon Vorteile versprechen. Nicht allen wird das gelingen.

Geduld



Vor 25 Jahren starb der legendäre Börsenerklärer André Kostolany. Unvergessen sind etwa seine Warnungen vor einem Crash am Neuen Markt – er wurde damals, kurz vor seinem Tod, dafür ausgelacht.

zahlt sich aus

Was er wohl heute zur Börse sagen würde. Ein fiktives Interview mit Originalzitat.

Herr Kostolany, die Staatsschulden rücken wieder in den Fokus der Investoren, insbesondere in der Eurozone. Was würde bei einer plötzlichen Pleite eines Mitgliedstaates passieren?

Diese Frage wurde mir früher hunderte Male gestellt, nur eben zu anderen Ländern, und meine Antwort bleibt immer dieselbe. Erstens: Nichts würde geschehen. Und zweitens: Das Wort ‚plötzlich‘ ist, gelinde gesagt, leicht unpassend. Viele Länder sind praktisch seit Jahren zahlungsunfähig. Drittens: Sie werden ihre Zahlungen aus dem einfachen Grunde nicht einstellen, weil die Gläubigerländer immer neue Kredite gewähren, damit sie die Zinsen bezahlen.

Werden sie den Schuldenberg jemals abtragen können?

Das können wir sowieso vergessen. Die Schuldner-Gläubiger-Kette kann kurz oder lang sein, die letzten Gläubiger sind noch immer die Notenbanken. Die Europäische Zentralbank (EZB) für die Euro-Länder, die Federal Reserve (Fed) für die USA und die Bank of England für Großbritannien. Und diese sind niemandem etwas schuldig, außer ihrem Gewissen. Sie haben die Notenpresse und haben stets so viel Geld zur Verfügung, wie sie es für nötig halten, um alle Zahlungsverpflichtungen zu sichern. Wozu soll man auch puritanisch Bilanz machen, wenn es auch ohne geht?

Aber ein solches Schuldengebilde muss doch irgendwann zusammenfallen wie ein Kartenhaus.

Mit etwas Zynismus würde ich behaupten, dass das ganze kapitalistische System eine Illusion, vielleicht sogar ein Schwindel ist, aber eben ein gut gemachter. Gott soll geben, dass er noch lange besteht. →

Es gibt Ökonomen, die fordern nicht zuletzt wegen der aufgeblähten Notenbankbilanzen und dem schwindenden Vertrauen in die Papierwährungen eine Rückkehr zum Goldstandard.

Ich glaube nicht daran, und es wäre auch der größte Unsinn. Sie versprechen sich davon unter anderem Stabilität der Preise und der Devisenparitäten, fallende Arbeitslosigkeit, wachsenden Welthandel und steigenden Lebensstandard. Eine handfeste Begründung für diese Hoffnungen liefern sie freilich nicht. Glauben Sie wirklich daran, dass man dem Ozean befehlen kann, trotz Sturm und Wind ruhig zu bleiben – nur damit man darauf wie auf einem kleinen stillen See rudern kann?

Vermutlich nicht.

Die beste Antwort auf die Frage nach dem Goldstandard gab einst der berühmte Dichter und Nobelpreisträger Rabindranath Tagore: Fass die Flügel des Vogels in Gold, und nie wird er sich wieder in die Lüfte schwingen!

Würden Sie aktuell Aktien kaufen?

Natürlich! Der langfristige Anleger ist bereit, Wertpapiere jahrelang zu behalten und sehr oft über längere Zeit die Kurse zu verfolgen. Seine Motivation bezieht sich auf einen Zeitraum von vielen Jahren, und seine Motivation ist die Hoffnung auf das permanente Wachstum des Unternehmens. Es gibt sehr viele Beispiele, bei denen sich Geduld ausgezahlt hat, und die Spekulanten ihr Einsatzkapital vervielfacht haben.

Aber die Aktienkurse schwanken heute kräftiger als noch vor 30 Jahren.

Auf kurze Sicht hat die Wirtschaftslage oder die Qualität eines Unternehmens gar keinen Einfluss auf die Kurse. Umso mehr jedoch die Tagesereignisse, Kurznachrichten und so weiter. Und sogar Klatsch, da viele Spieler aus diesen Ereignissen Schlüsse ziehen für die weitere Entwicklung. Diese Folgerungen sind aber meistens falsch oder irreführend, da sie vollkommen unberechenbar sind. Nicht die tatsächlichen Ereignisse selbst, sondern die psychologische Reaktion des Publikums darauf beeinflusst die Kurse. Langfristig dagegen ist die Psychologie des Anlegerpublikums nicht entscheidend. Wer will heute schon die Ängste, Hoffnungen, Vorurteile sowie Reaktionen auf innen- und außenpolitische Ereignisse von kommenden Jahren vorhersehen? Nichts-

destoweniger kann in gewissen Dingen eine tiefliegende psychologische Einstellung des Publikums einen Markt jahrelang beeinflussen, wie zum Beispiel der Enthusiasmus gegenüber dem Gold.

Wichtige Nachrichten werden in Sekundenschnelle um die Welt geschickt. Die Börse ist transparenter geworden. Wie bewerten Sie die Entwicklung?

Die Transparenz ist größer geworden, aber die Schlussfolgerungen, die ein jeder für sich ziehen muss, werden nicht erfolgreicher. Nur für den würden die blitzschnellen Informationen ein unschätzbare Kapital darstellen, der allein darüber verfügt. Informationen, Nachrichten und Ereignisse, die alle Börsenteilnehmer kennen, sind völlig wertlos - und das ist ja heute meist der Fall. Ich sagte immer: Was ich schon weiß, macht mich nicht heiß!

Und was ist dann das Erfolgsrezept?

Wichtig ist, die Nachrichten zu interpretieren, und dies fällt öfter falsch als richtig aus. Die falsche Interpretation der Nachrichten ist das Gefährlichste.

Welche Eigenschaften braucht ein erfolgreicher Anleger?

Scharfsinn, Intuition, Fantasie.

Welche Eigenschaft schadet?

Sturheit. Überzeugung muss man schon haben, aber im gegebenen Moment, wenn man seinen Irrtum erkannt hat, konsequent sein und aus dem Boot springen. Unter Irrtum verstehe ich nicht den Rückgang einer für 100 Euro gekauften Aktie auf 90 Euro, sondern wenn man einen Fehler im Aufbau der Argumente entdeckt hat oder das Eintreffen eines dramatischen unerwarteten Ereignisses bemerkt. Man muss antizyklisch handeln und auf die allgemeine Meinung des Börsenpublikums keine Rücksicht nehmen.

Ein letzter Ratschlag noch Herr Kostolany.

Die nützlichsten Wörter an der Börse sind: vielleicht, hoffentlich, möglich, es könnte, nichtsdestoweniger, obwohl, zwar, ich glaube, ich meine, aber, wahrscheinlich, das scheint mir ... Alles, was man glaubt und sagt, ist bedingt.

Herr Kostolany, wir danken Ihnen.

„Glauben Sie wirklich daran, dass man dem Ozean befehlen kann, trotz Sturm und Wind ruhig zu bleiben – nur damit man darauf wie auf einem kleinen stillen See rudern kann?“

i

ZUR PERSON

André Kostolany

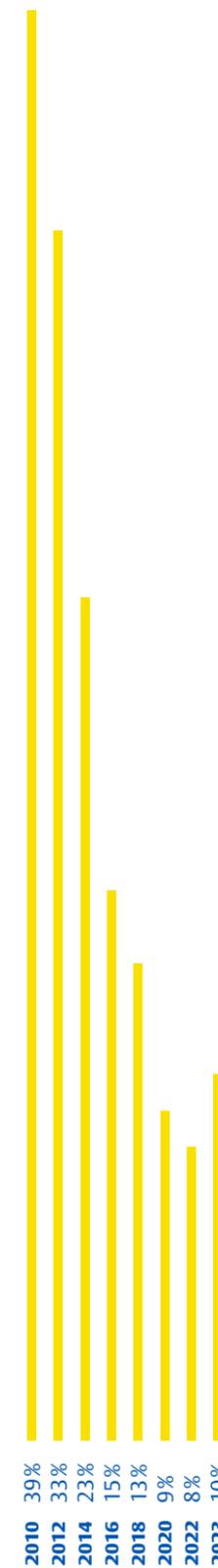
wurde am 9. Februar 1906 in Budapest geboren. Er starb am 14. September 1999 in Paris. Kostolany gilt noch immer als einer der bekanntesten und beliebtesten Börsianer in Deutschland. Seine Analysen und Weisheiten sind legendär. Die Antworten dieses fiktiven Interviews sind allesamt Originalzitate aus seinen Büchern und unzähligen Kolumnen.

Leben ohne Scheine



Bargeld spielt in Schweden kaum noch eine Rolle. Das stellt die Notenbank vor einige Herausforderungen.

Grafik 1
Immer weniger Schweden zahlen bar
Prozentualer Anteil der Personen, die ihren letzten Einkauf in einem Geschäft bar bezahlt haben



Quelle: Sveriges Riksbank, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2024

von Julian Marx

In Schweden gibt es einige Traditionen. Dazu gehört vor allem das alljährliche Mittsommerfest, auf das es sich vorzubereiten gilt: Ein paar schöne Blumenkränze, eingelegter Hering, Köttbullar oder Aquavit, ein „Snaps“, gehören heute ebenso zu einem traditionellen Mittsommerfest wie noch vor 30 Jahren. Daran wird sich vermutlich auch so schnell nichts ändern. Einen kleinen Unterschied gibt es aber schon: Kaum ein Schwede bezahlt die benötigten Lebensmittel noch bar.

Wie eine Studie der schwedischen Notenbank zum Zahlungsverhalten schwedischer Privatpersonen zeigt, zahlten im Jahr 2023 nur zehn Prozent der Schwedinnen und Schweden bei ihrem zurückliegenden Einkauf in einem Geschäft mit Bargeld. Zum Vergleich: In der Eurozone insgesamt bleibt Bargeld erste Wahl, 2022 nutzten die Bürger bei Zahlungen bei 59 Prozent der Transaktionen noch Scheine und Münzen.

Im hohen Norden bahnt sich dagegen eine Wende an. Während die Schweden im Jahr 2010 noch bei 39 Prozent ihrer Einkäufe die Geldbörse zückten (vgl. Grafik 1), dominiert heute die Kartenzahlung. Etwa drei Viertel der Schweden zahlten bei ihrem letzten Einkauf in einem Geschäft mit einer Debit- oder Kreditkarte. Auch das mobile Zahlen mit Apple Pay oder Google Pay, das im Wesentlichen eine Kartenzahlung darstellt, gewinnt immer mehr an Bedeutung: Im Jahr 2023 gaben 25 Prozent der Befragten an, in den vergangenen 30 Tagen mindestens einmal auf ein mobiles Zahlungssystem zurückgegriffen zu haben – fünf Jahre zuvor waren es keine drei Prozent der Umfrageteilnehmer.

Diese Entwicklungen bleiben nicht ohne Folgen. Der Banknotenumlauf in Schweden ist seit seinem Höchststand im Dezember 2007 deutlich rückläufig und hat sich seither fast halbiert (vgl. Grafik 2 auf der folgenden Seite). Mit rund 60 Milliarden schwedischen Kronen war zuletzt so viel Bargeld im Umlauf wie in den späten 1980er-Jahren.

Allerdings ist der Banknotenumlauf nur in nominaler Betrachtung so hoch wie vor etwa 35 Jahren. Real, also unter

Berücksichtigung der Inflation, hat der Banknotenumlauf deutlich an Kaufkraft eingebüßt. Denn das Preisniveau liegt heute mehr als doppelt so hoch wie damals, womit sich die Kaufkraft einer schwedischen Krone in den vergangenen 35 Jahren mehr als halbiert hat.

Ist das der Anfang vom Ende des Bargelds? Obwohl die Menschen in Schweden immer seltener mit Bargeld bezahlen, steht eine wachsende Zahl von Schwedinnen und Schweden dem Rückgang der Bargeldnutzung grundsätzlich eher negativ gegenüber – das gaben 44 Prozent der Bürger im Jahr 2023 gegenüber 36 Prozent im Jahr 2022 an. Der Sicherheitsaspekt spielt in diesem Zusammenhang eine wesentliche Rolle. Wenn Karten und digitale Zahlungsmethoden mal nicht funktionieren sollten, kann Bargeld diese Lücke füllen und als eine Art Ausweichlösung dienen.

Es gibt zudem weitere Gründe fürs Bargeld. Viele Menschen betonen, dass die Verwendung von physischen Zahlungsmitteln es ihnen erleichtert, den Überblick über ihre Finanzen zu behalten. Zudem finden es ältere Menschen regelmäßig schwieriger, ohne Bargeld auszukommen als jüngere. Nicht zuletzt besteht in bestimmten Situationen keine Alternative zu Scheinen und Münzen, etwa bei Vereinen, in kleinen Geschäften oder auf Flohmärkten.

Das Beispiel Schweden zeigt: In Summe muss ein zunehmender Bedeutungsverlust im täglichen Zahlungsverkehr also keineswegs in einer völligen Bedeutungslosigkeit des Bargelds münden. Theoretisch wäre auch ein Szenario vorstellbar, in dem eine erhöhte Cyberkriminalität zu einer Renaissance der privaten Bargeldhortung beiträgt.

HERAUSFORDERUNG FÜR DIE GELDPOLITIK

An den gegenwärtigen Problemen der schwedischen Notenbanker ändert dies aber nichts. Für sie ist die jüngste Entwicklung eines schwindenden Banknotenumlaufs eine große Herausforderung. Die Riksbank, Schwedens Zentralbank, muss umdenken. Die Unabhängigkeit einer Notenbank gilt als Voraussetzung dafür, dass das primäre Ziel der Preisstabilität bedingungslos verfolgt werden kann. Ein wesentlicher Eckpfeiler in diesem Zusammenhang ist die finanzielle Unabhängigkeit. Sie schützt die Notenbanker vor

Einflüssen externer Geldgeber und trägt damit wesentlich zum Vertrauen in die Institution und ihre Amtsträger bei.

Doch in Schweden steht ebendiese finanzielle Unabhängigkeit nun zur Debatte. Eine Notenbank finanziert sich üblicherweise vorrangig durch den Nettozinsenertrag, das heißt die Differenz zwischen Zinserträgen und Zinsaufwendungen, um ihre Verwaltungskosten zu decken und einen Spielraum für die finanzielle Risikovorsorge zu schaffen. Dabei verfügen Zentralbanken gegenüber normalen Geschäftsbanken über einen entscheidenden Vorteil: Sie haben Zugang zu zinslosen Schulden, die es ihnen langfristig immer ermöglichen sollten, positive Nettozinsenerträge zu erwirtschaften – die Rede ist vom Banknotenumlauf.

Allerdings ist der Banknotenumlauf im Fall Schwedens keine verlässliche Finanzierungsquelle mehr. Momentan ist die Situation so, dass die Bilanz der Riksbank im historischen Vergleich immer noch groß ist, während Schwedens Zentralbank einen historisch geringen Anteil an zinsfreien Schulden hat – der Banknotenumlauf macht lediglich fünf Prozent der Bilanzsumme aus, nachdem es um die Jahrtausendwende rund 40 Prozent waren. Der geringe Anteil zinsfreier Schulden schwächt die (langfristige) Ertragskraft der Notenbank.

Zu allem Überfluss erlitt die schwedische Notenbank in der jüngeren Vergangenheit auch noch teils spürbare (Kurs-)Verluste auf gehaltene Wertpapiere, nachdem sich Schwedens Notenbanker im Zuge hochschnellender Inflationsraten zu deutlichen Zinsanhebungen gezwungen sahen. Diese Kursverluste zehrten das Eigenkapital der Riksbank zuletzt vollständig auf.

Das seit Januar 2023 gültige Gesetz über die schwedische Notenbank sieht zwar vor, dass das Eigenkapital durch Schwedens Regierung aufgefüllt wird und die Notenbank damit wieder über positives Eigenkapital verfügt, das als unverzinsten Finanzierungsquelle dient. Allerdings ist das grundsätzliche Problem, dass die langfristige (Nettozins-)Ertragskraft der schwedischen Notenbank im Zuge gesunkener Bargeldbestände abgenommen hat, damit nicht abschließend gelöst.

Denn es bleibt ein erhöhtes Risiko, dass Schwedens Notenbank perspektivisch auf weitere Eigenkapitalspritzen durch den Staat angewiesen sein könnte. Schließlich geht eine

historisch große Notenbankbilanzsumme mit erhöhten Kurs- und Währungsrisiken einher, die stärkere Schwankungen der Notenbankgewinne zur Folge haben können.

Im Extremfall könnten sich mögliche Gewinnschwankungen der Riksbank und die Notwendigkeit weiterer Eigenkapitalspritzen negativ auf die geldpolitische Handlungsfähigkeit auswirken, sofern die finanzielle Unabhängigkeit der Riksbank infrage gestellt würde. Ein Szenario, das es zu vermeiden gilt. Ein Ausweg aus diesem Dilemma könnten neue Einnahmequellen für die Notenbank sein, die das langfristige Ertragsprofil der Riksbank stärken. Auch Ausgabenkürzungen sind nicht ausgeschlossen und werden derzeit diskutiert.

GUT GERÜSTET – FÜR EINE WELT OHNE GELD?

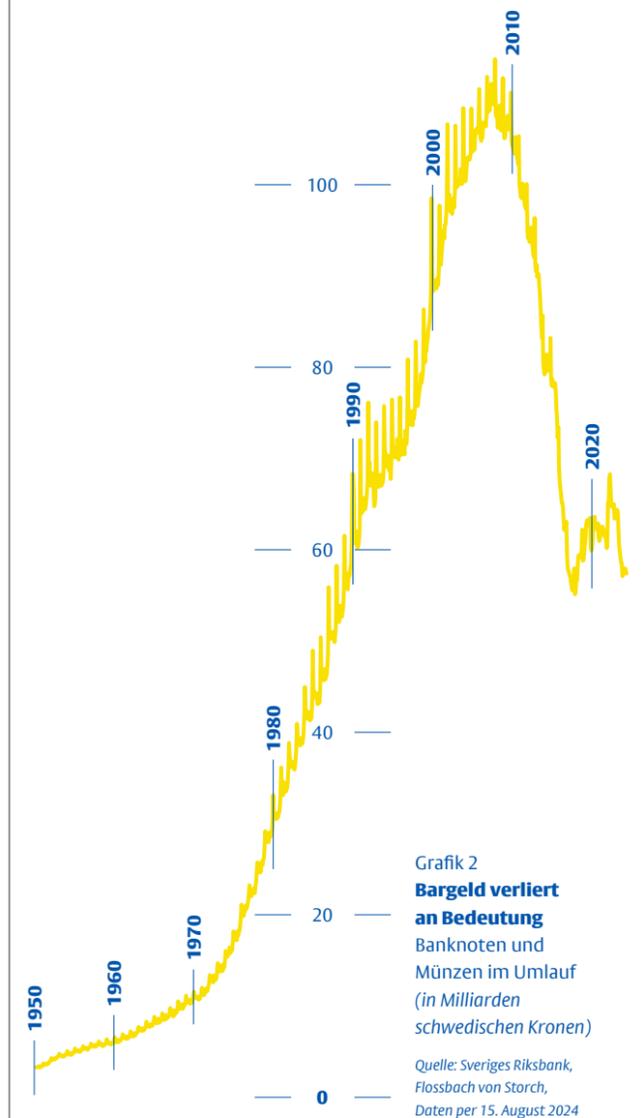
Wie die Lösungsvorschläge der Riksbank allerdings konkret aussehen werden, ist noch unklar. Das Thema ist komplex und umfasst rechtliche, operative und wirtschaftliche Aspekte. Ziel ist es, im Laufe dieses Jahres zumindest vorläufige Informationen zu liefern.

Könnte das schwedische Schicksal auch andere Notenbanken ereilen? Anders als Schweden haben die meisten anderen Länder einen großen und wachsenden Bargeldumlauf. In der Eurozone belief sich das Volumen in Umlauf befindlicher Banknoten jüngst auf fast 1.600 Milliarden Euro, was auch in Zeiten aufgeblähter Notenbankbilanzen noch immer mehr als 20 Prozent der Bilanzsumme des Eurosystems entspricht.

Damit ist ein hoher Anteil zinsloser Schulden gegeben, der es auch bei sinkendem Eigenkapital ermöglichen sollte, langfristig ausreichende Erträge zu erzielen. Insofern muss sich eine Europäische Zentralbank derzeit keine unmittelbaren Sorgen hinsichtlich ihrer langfristigen Ertragskraft machen.

Klar ist aber auch, dass das schwedische Beispiel keine Ausnahme bleiben muss. Wengleich die Bargeldnutzung in Deutschland (noch) weiter hoch ist, spricht das Momentum für eine weiter steigende Nutzung von Kartenzahlungen oder mobilen Zahlungssystemen. Daher kann es sich lohnen, das schwedische Beispiel fortlaufend zu beobachten. Um im Ernstfall vorbereitet zu sein. ◆

Ein zunehmender Bedeutungsverlust im täglichen Zahlungsverkehr muss keineswegs in einer völligen Bedeutungslosigkeit des Bargelds münden.



econo=me

Der Schülerwettbewerb Wirtschaft und Finanzen

Thema 2023/24:

ARBEIT DER ZUKUNFT

Begeisterung für Wirtschaft und Finanzen



von Verena von Hugo

Jedes Jahr im Sommer gibt es etwas zu feiern. Tausende Jugendliche beteiligen sich am „econo=me Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen“, der Projekte von Schülerinnen und Schülern auf einer exklusiven Veranstaltung auszeichnet. Am 18. Juni trafen sich knapp hundert Gäste aus Schule, Politik, Wissenschaft und Wirtschaft in Köln, um die zehn besten Beiträge der Sekundarstufen I und II zu küren.

Das Thema lautete Arbeit der Zukunft. Die Jugendlichen beschäftigten sich mit dem Fach- und Arbeitskräftemangel, seinen Ursachen und Folgen für Unternehmen, Staat und Gesellschaft, der Bedeutung von KI und entwickelten Ideen für staatliche und unternehmerische Lösungsansätze.

Begeisterung von allen Seiten: Die Kombination aus dem Erwerb von Fachwissen, der Kreativität bei der Beitragserstellung, der Motivation durch Teamwork und der Möglichkeit zum forschenden Lernen hat zunächst die Schülerinnen und Schüler und ihre Lehrkräfte, dann auch die Jury und schließlich das ganze Publikum mitgerissen. Mirko Drotschmann, YouTuber alias MrWissen2go, hat das Fest der Wirtschafts- und Finanzbildung moderiert und genau hingehört, was die Preisträgerinnen und Preisträger zu sagen hatten ...

Verena von Hugo ist Vorständin der Flossbach von Storch Stiftung. Die Flossbach von Storch Stiftung fördert die Wirtschafts- und Finanzbildung in Deutschland.

GEWINNERINNIEN
UND GEWINNER
2023/24

Platz
1

9. Klasse
Phoenix Gymnasium
Dortmund
NRW



Platz
2

9. Klasse
Goethegymnasium
Weimar
Thüringen



Platz
3

8. Klasse
Altes Gymnasium
Oldenburg
Niedersachsen



Platz
1

12. Klasse
Jacob-Grimm-Schule
Kassel
Hessen



Platz
2

11. Klasse
Gymnasium Allee
Hamburg



Platz
3

Q2
Franziskanergymnasiums
Großkrotzenburg
Hessen



„Der Wettbewerb ist eine großartige Möglichkeit, sich an das komplexe Gebiet Wirtschaft heranzutasten und über sein eigenes Berufsleben nachzudenken. Beziehungsweise Lösungen für Probleme zu finden, was mir persönlich immer Spaß macht.“

Malte, 9. Jahrgangsstufe, Dortmund

Phoenix Gymnasium Dortmund / Siegerbeitrag Sek I, Platz 1

„Ich habe das Thema in einem Umfang verstanden, den ich mir sonst nie angeeignet hätte. Und das ist richtig cool!“

Katinka, 11. Jahrgangsstufe, Hamburg

Gymnasium Allee, Hamburg / Siegerbeitrag Sek II, Platz 2

„Wir haben viel Neues gelernt! Das Projekt hat uns dabei geholfen, die Multiperspektivität des Problems ‚Fachkräftemangel‘ zu begreifen. Einerseits konnten wir die Sicht der Politiker besser verstehen, andererseits Einblicke in die täglichen Erfahrungen unterschiedlicher Berufsgruppen gewinnen.“

Mitra, 12. Jahrgangsstufe, Elmshorn

Erich Kästner Gemeinschaftsschule Elmshorn / Siegerbeitrag Sek II, Platz 5



**Jetzt anmelden
zum neuen econo_me-Thema:
Gute Schulden – Schlechte Schulden?**

Der econo=me Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen startet bereits in die 10. Runde. Dieses Mal mit dem Thema „Gute Schulden – Schlechte Schulden?“. Die Sekundarstufe I beleuchtet private Schulden, die Sekundarstufe II Staatsschulden. Teilnehmen können Schülerinnen und Schüler ab der 7. Klasse aller Schulformen. Einsendeschluss ist der 28. Februar 2025. Zur Anmeldung und allen Informationen geht es auf www.econo-me.de.

econo=me

Eine Initiative der



Flossbach von Storch
STIFTUNG

Didaktikpartner



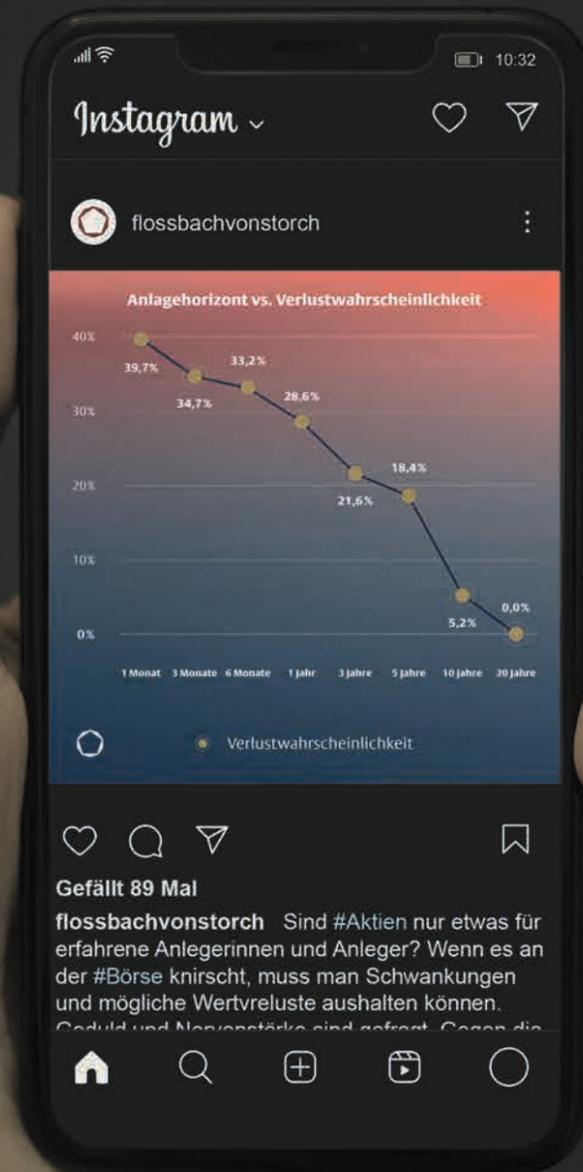
In Kooperation mit

ZEIT FÜR DIE SCHULE



- V.l.n.r.:
- ↖ Mirko Drotschmann, Verena von Hugo, Bert Flossbach
 - ← Bert Flossbach, Marie-Christine Ostermann, Hauke Schwiezer
 - ↓ Janosch Schierke, Marie-Christine Ostermann, Dilek Engin, Florian Fabricius

ANLAGEHORIZONT VS VERLUSTWAHRSCHEINLICHKEIT



Sind Aktien nur etwas für erfahrene Anlegerinnen und Anleger? Wenn es an der Börse knirscht, muss man Schwankungen und mögliche Wertverluste aushalten können. Geduld und Nervenstärke sind gefragt. Gegen die Unsicherheit lässt sich allerdings etwas tun!

Mehrere Untersuchungen zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit, mit Aktien Verluste zu erleiden, abnimmt, je länger Ihr Anlagehorizont ist. Anders gesagt: Je kürzer Ihre Haltedauer ist, desto wahrscheinlicher sind herbe Verluste.

In der Grafik (hier am Beispiel des MSCI World) können Sie sehen, dass die Verlustwahrscheinlichkeit bei einer Anlage für einen Monat in der Größenordnung von fast 40 Prozent liegt. Bei einem längeren Anlagehorizont von beispielsweise zehn Jahren liegt die Wahrscheinlichkeit, eine negative Rendite zu erzielen, schon bei nur noch fünf Prozent.

Mit jedem weiteren Jahr, in dem Sie investiert bleiben, eliminieren Sie stetig das Risiko, Geld zu verlieren. Gleichzeitig nimmt die Wahrscheinlichkeit, Gewinne zu erzielen, peu à peu zu – bei kurz- und mittelfristigen Kursschwankungen müssen Sie also nicht gleich nervös werden. Selbst die schlimmste Krise geht irgendwann vorbei.

Klar, eine gute Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse. Aber auch wenn wir nicht in die Zukunft schauen können, lohnt es sich, Geld, das Sie für einige Jahre, besser noch Jahrzehnte, nicht brauchen, in breit diversifizierte Portfolios zu investieren – mit höheren Ertragschancen als auf dem Sparguth oder Tagesgeldkonto. Geduld zahlt sich aus.

Annahmen Flossbach von Storch, beispielhafte Lesehilfe: Durch eine Investition im MSCI World Kursindex im Zeitraum 1969–2021 für je 3 Monate, hätten sich durchschnittliche Verluste in Höhe von 34,7 Prozent der 3-Monats-Halteperioden ergeben (negative Rendite).

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle: MSCI World Kursindex mit monatlichen Tagesendkursen vom 31.12.1969 bis 30.07.2021 (620 Datenpunkte) und Rendite über rollierenden Zeitraum (Haltedauer), Stand: 01.07.2023

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



Instagram
flossbachvonstorch

„Der Schreck lässt nach“

In den vergangenen zwei Jahren ging es an den Kapitalmärkten vor allem um ein Thema: Die Inflation und wie die Notenbanken darauf reagieren würden. Heute stehen andere Dinge im Fokus. Thomas Lehr und Philipp Vorndran über ein Thema, das keines mehr zu sein scheint.

Täuscht der Eindruck, dass die Anspannung vor Notenbanksitzungen heute deutlich geringer ist als noch vor wenigen Monaten?

VORNDRAN: Der Eindruck ist nicht ganz falsch, würde ich sagen.

Und warum ist das so?

VORNDRAN: Das liegt nicht zuletzt an der Erkenntnis, dass die Notenbanker selbst nicht so genau wissen, wo die Inflationsreise hingeht. Sie können es schlicht nicht wissen. Insofern machen sie ihre Politik abhängig von der bereits bekannten Datenlage, so wie es die Investoren auch tun.

LEHR: Für langfristig disponierende Investoren ist es ohnehin irrelevant, ob die monatlichen Inflationszahlen ein Zehntelprozent höher oder tiefer ausfallen. Wichtiger ist es, die langfristige Inflationsentwicklung einigermaßen richtig einzuschätzen, um die Attraktivität von Vermögensanlagen beurtei-

len zu können, insbesondere die von Anleihen.

Wie schätzt ihr denn die langfristige Inflationsentwicklung ein, nachdem die Zahlen bei Weitem nicht mehr so besorgniserregend hoch sind wie vor zwei Jahren?

LEHR: Wir würden davon ausgehen, dass sich die Teuerung hartnäckig über dem Zwei-Prozent-Ziel der Notenbanken hält, wenngleich nicht mehr bei sechs, sieben oder acht Prozent. Der Schreck hat zweifellos nachgelassen.

Warum sollte die Notenbank-Vorgabe nicht erreicht werden? Der Trend zeigt doch eindeutig nach unten ...

VORNDRAN: Nehmen wir die USA als Beispiel. Die US-Konjunktur ist weiterhin robust; gleiches gilt für den Arbeitsmarkt. Die Stundenlöhne sind zuletzt um 3,6 Prozent gegenüber dem Vorjahr gestiegen!

Und was bedeutet das für die zuvor von euch angesprochenen Anleihen?

LEHR: Für US-Anleiheinvestoren ist das Inflationsniveau zu verschmerzen. Eine Rendite von rund vier Prozent bei 10-jährigen US-Staatsanleihen reicht aus, um auch im Falle einer langfristig bei zwei bis drei Prozent verharrenden Inflation noch einen auskömmlichen Realzins zu erzielen.

Die Europäische Zentralbank hat – anders als die US-Fed – ihre Leitzinsen im Juni gesenkt, erstmals seit fünf Jahren. Dabei ist das Inflationsziel auch in der Eurozone noch nicht erreicht; erst im zweiten Halbjahr 2025 soll das laut EZB-Projektion der Fall sein. Wie passt das zusammen?

VORNDRAN: Ob das Inflationsziel tatsächlich im kommenden Jahr erreicht

sein wird, sei dahingestellt. Auch in Europa steigen die Löhne, zuletzt um 3,6 Prozent im zweiten Quartal 2024 ...

Aber warum dann die Zinssenkung?

LEHR: Sie dürfte der schwachen Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone geschuldet sein, insbesondere in Deutschland. Insofern wurden die Zinsen in vorseilendem Gehorsam gesenkt.

Aber der Job der EZB-Notenbanker ist es, zuallererst den Geldwert stabil zu halten, nicht die Wirtschaft zu stimulieren ...

VORNDRAN: In der Theorie ist das so, ja. Aber in der Praxis geht es auch darum, die Währungsunion beisammenzuhalten, den Euro zu verteidigen – „whatever it takes“, ihr erinnert euch? Angesichts des Verschuldungsniveaus der Eurostaaten ist es gar nicht so schlecht, wenn die Inflation langfristig knapp über den Renditen der Staatsanleihen läge ...

Was sind die Inflationstreiber in den kommenden Jahren?

LEHR: Die hier oft zitierten „drei D“: Demografie, Dekarbonisierung und Deglobalisierung. Da hat sich nichts an unserer Einschätzung geändert.

Was ist mit dem Thema KI?

VORNDRAN: Das lässt sich schwer vorhersagen. Langfristig dürfte KI einen Produktivitätsschub geben, der nicht nur das Wirtschaftswachstum ankurbeln, sondern auch die Inflation senken könnte. Kurz- bis mittelfristig dürften die gigantischen Investitionen in die KI-Infrastruktur und der hohe Stromverbrauch aber eher inflationär wirken.

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.

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

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

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

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

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

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

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.

Roll-up-Effekt – Bei einer normalen Zinsstrukturkurve sinkt bei Anleihen die Rendite, je näher der Rückzahlungszeitpunkt kommt. Im Gegenzug ergibt sich ein Kursgewinn für Investoren, wenn sich die Anleihe auf der Zinsstrukturkurve in Richtung der kürzeren Laufzeiten bewegt. Dieser Kursgewinn ist umso höher, je größer der Zinsunterschied zwischen Anleihen mit längerer und kürzerer Laufzeit ist.

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.

Zinsstrukturkurve – Bezeichnet die grafische Darstellung der Zinssätze für Anleihen eines Emittenten mit verschiedenen Laufzeiten.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Publikation dient unter anderem als Werbemittel.

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

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

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

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

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

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

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

© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Vorstand:

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

Umsatzsteuer-ID: DE 200 075 205

Handelsregister: HRB 30 768 (Amtsgericht Köln)

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht

Marie-Curie-Straße 24–28
60439 Frankfurt am Main, Deutschland
Graurheindorfer Straße 108
53117 Bonn, Deutschland
www.bafin.de

Redaktionsschluss: 23. August 2024

DE 112 0824 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:

Theresa Eyerund Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen,
Verena von Hugo, Dörte Jochims, Carina Kontio,
Dr. Kai Lehmann Thomas Lehr, Shenwei Li, Frank Lipowski,
Julian Marx, Laura Oberbörsch, Christian Panster,
Prof. Dr. Gunther Schnabl, Kurt von Storch, Norbert E. Tofall,
Philipp Vorndran, Kubilay Yalcin

Design: Markus Taubeneck und Heller & C

Druck: TheissenKopp GmbH

FOTONACHWEIS

Bildrechte: Mit Ausnahme der folgenden Bilder wurden alle Motive und Illustrationen in dieser Ausgabe KI-generiert mit Ideogram.

© Marc Comes, CHB-P (S. 3); © Jinhe Li (S. 22); © Marcus Becker, sichtplan (S. 64–65); © Hulton Archive, United Archives, Getty Images (S. 77); © Dominic Ziller, Composing, econo=me (S. 82);

© Niki Siegenbruck, econo=me (S. 83–85); © 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