

# POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren



„Das Umfeld verlangt  
**DISZIPLIN**“

**Bert Flossbach im Interview**

**EUROPA**

Weniger Bürokratie, bitte!

**GESELLSCHAFT**

Mut zur Mitte

**ANLEIHEN**

Schutz und Chance





## AUF EIN WORT

Die Börse liefert ihrem Publikum dieser Tage ein zweigeteiltes Bild:  
Auf der einen Seite sind die großen US-Technologie-Unternehmen zu sehen.

Sie stehen mittlerweile für mehr als 40 Prozent des US-Aktienmarkts und treiben die Entwicklung der Künstlichen Intelligenz maßgeblich voran – mit jährlichen Investitionen im Umfang von hunderten Milliarden US-Dollar.

Die damit verbundenen Wachstumhoffnungen sind groß, die Aktienbewertungen mitunter hoch; sie lassen wenig Raum für Enttäuschungen. Ob sich die milliardenschweren Ausgaben irgendwann auszahlen werden, ist offen.

Demgegenüber steht eine große Zahl solide aufgestellter Unternehmen, deren Aktien moderat bewertet sind. Viele von ihnen stammen aus eher defensiven Bereichen – Konsumgüterhersteller, Unternehmen aus dem Gesundheitsbereich. Deren Wachstumspotenzial ist zwar unspektakulär, die fundamentalen Risiken sind es aber auch. Wer dort investiert, erhält planbares Geschäft zu einem recht günstigen Preis.

In diesem Umfeld brauchen Anleger Disziplin. Realistische Renditeerwartungen, ein nüchterner Blick auf die einzelnen Bewertungen und eine ausgewogene Portfoliostruktur sind wichtiger denn je.

Ein weiteres Jahr mit politischen Turbulenzen liegt hinter uns. Der von Donald Trump geführte Handelskrieg ist zwar fast in Vergessenheit geraten; der blutige Krieg in der Ukraine, inmitten Europas, ist es – trotz vollmundiger Ankündigungen des US-Präsidenten und selbst ernannten Friedenstifters – dagegen nicht.

Europa steht am Scheideweg. Nicht allein wegen der russischen Bedrohung. Die Staatschulden wachsen immer weiter und schneller. Die Bevölkerung wird immer älter, während es an Nachwuchs fehlt. Wachstum und Innovation gedeihen dieser Tage woanders.

Es bedarf gewaltiger Reformen, um den „alten“ Kontinent wieder konkurrenz- und damit zukunftsfähig zu machen. Ob die Regierungen, die sich nicht zuletzt populistischer Kräfte erwehren müssen, den Mut dafür aufbringen werden und die Wähler ausreichend Geduld, bleibt abzuwarten.

Als Unternehmer und Investoren bewegen wir uns damit in einem Spannungsfeld. Wir müssen pragmatisch handeln und dürfen unseren unternehmerischen Optimismus niemals leichtfertig über Bord werfen – einerseits. Anderer-

seits wäre es fahrlässig, politische Fehlentwicklungen und Risiken einfach auszublenden.

Wir haben in den vergangenen Jahren viele Schritte unternommen mit dem Ziel, uns für die Zukunft nachhaltig aufzustellen. Wir haben Verantwortung auf mehrere Schultern verteilt, indem wir die Geschäftsführung erweitert und verjüngt haben. Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt und Marcus Stollenwerk haben den Anfang gemacht. Mit den Berufungen von Christian Schlosser und Dr. Tobias Hirsch in diesem Januar ist die Geschäftsführung komplettiert. Die beiden Kollegen vertreten die Bereiche Fondsvertrieb sowie IT und Daten.

Wir haben zudem unsere Rechtsform geändert – aus der deutschen Aktiengesellschaft ist eine europäische geworden, eine Societas Europaea.

Unser Anspruch ist es, das Unternehmen als generationenübergreifende, langfristig unabhängige Institution zu etablieren. Auch in Zukunft werden wir ausschließlich im Interesse unserer Kunden und Anleger handeln und deren Interessen vertreten. Ihr Vertrauen ist uns Ansporn und Verpflichtung zugleich. Vielen Dank dafür!

Ich wünsche Ihnen und Ihren Familien ein gutes, vor allem gesundes neues Jahr!

Kurt von Storch  
Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch SE

## Flossbach von Storch POSITION 1/2026

Die Flossbach von Storch Invest S.A. präsentiert Ihnen das Wirtschaftsmagazin  
unseres Fondsmanagers Flossbach von Storch SE, Köln.

Das Magazin gibt es als PDF-Download oder im kostenfreien Abo

[www.flossbachvonstorch.com](http://www.flossbachvonstorch.com)



# Flossbach von Storch POSITION

1/2026

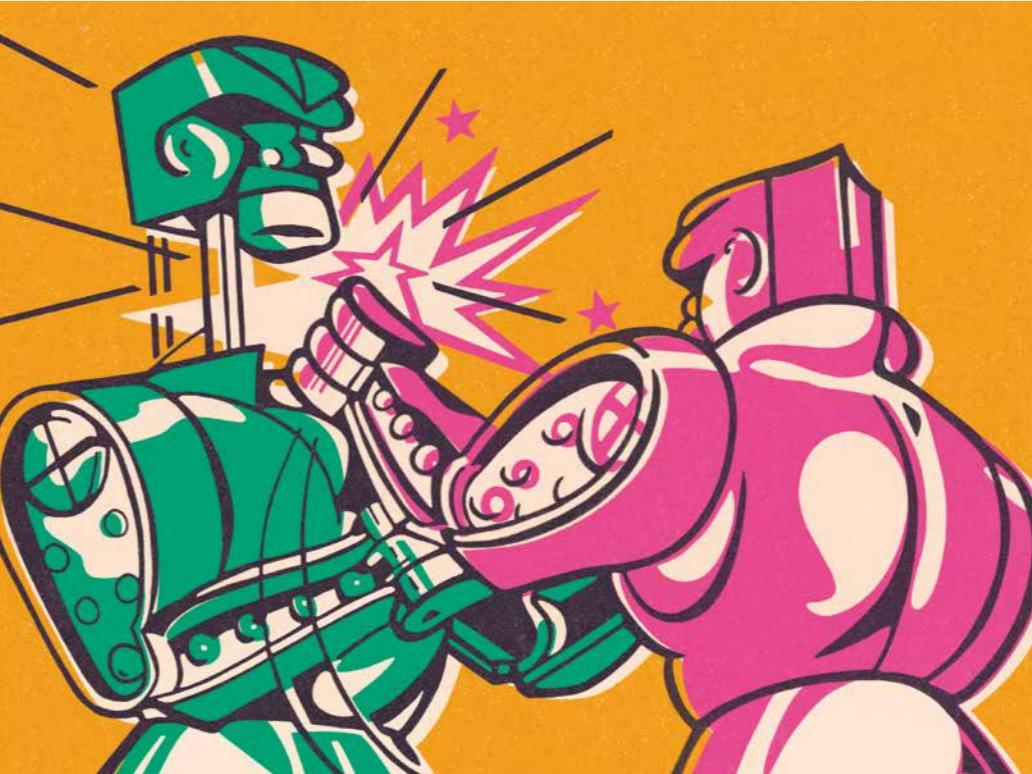
## WELTBILD

- Nachgehakt
- 6 **Wie viel arbeitet Deutschland?**
- Währungen
- 12 **Der Euro – ein optimaler Währungsraum?**
- Bürokratie
- 20 **Europas Einbahnstraße**
- Gesellschaft
- 28 **Die Wahrheit liegt in der Mitte**
- Wirtschaftswachstum
- 32 **Der Spanien-Boom**
- Kolumnen
- 36 **Mail aus Shanghai**



## ANLAGESTRATEGIE

- Titel
- 38 **„Es hat selten so viele attraktiv bewertete Aktien gegeben“**
- Künstliche Intelligenz
- 44 **Überzeugung ist noch keine Strategie**
- Börsenhype
- 48 **Der Kater am Ende**
- Dossier
- 52 **Wie der Mensch nur besser**
- 58 **Digitale Diversifikation**
- 62 **Innovation gefragt**
- 65 **Gesundheit – ein wichtiger Baustein im Portfolio**
- Edelmetalle
- 68 **Gold und Silber lieb ich sehr**
- Anleihen
- 70 **Schutz und Chance**
- Nachhaltigkeit
- 74 **Kann KI auch Klima?**



## KONTEXT

- Portrait
- 78 **Freund der Zeit**
- Unternehmen
- 82 **Im Bann der Prognosen**
- Gastbeitrag
- 86 **Staatsschulden und Kriegsfinanzierung**
- Instagram
- 92 **300 Euro für eine Heißluftfriteuse**
- Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen
- 94 **Was ZOLL das?**
- Glossar



## Währungen

### Der Euro – ein optimaler Währungsraum?

Eine Währungsgemeinschaft bringt viele Vorteile, theoretisch zumindest. Die Praxis sieht anders aus.

12

## Künstliche Intelligenz

### Überzeugung ist noch keine Strategie

KI verändert die Welt. Aber ist es aus Anlegersicht sinnvoll, das Depot allein darauf auszurichten?

44

## Portrait

### Freund der Zeit

Warren Buffett tritt ab – eigentlich undenkbar. Zeit für eine Würdigung des schon zu Lebzeiten legendären Investors.

78

# Wie viel arbeitet Deutschland

von Julian Marx

Nirgendwo wird so wenig gearbeitet wie hierzulande. Das sagen zumindest Zahlen der OECD. Was ist dran am Mythos der faulen Deutschen?

## NACHGEHAKT

In unserer neuen Rubrik gehen wir Themen nach, die uns im Alltag oder in den Medien immer wieder begegnen. In einer polarisierten Welt möchten wir harte Fakten zu den Themen liefern, die viele Menschen beschäftigen. Diesmal widmen wir uns der Fragestellung:



Der Fachkräftemangel in Deutschland ist enorm. In unserer Wirtschaft gibt es kaum einen Bereich, in dem nicht händeringend Personal gesucht wird. Es fehlt an Arbeitskräften in der Elektrotechnik, der Kinderbetreuung oder auch in der Informatik. Ganz zu schweigen von der Gastronomie, dem Handwerk oder dem öffentlichen Nahverkehr (um nur einige Beispiele zu nennen). Nach Einschätzung des Instituts der deutschen Wirtschaft könnte es hierzulande im Jahr 2028 insgesamt 768.000 Fachkräfte zu wenig geben. Zwangsläufig stellt sich da die Frage, wie diese Lücke geschlossen werden kann.

Die vermeintlich einfache Antwort darauf lieferte Bundeskanzler Friedrich Merz im Mai vergangenen Jahres: „Wir müssen in diesem Land wieder mehr und vor allem effizienter arbeiten“, lautete die Forderung des Politikers. Weiterhin führte er aus: „Mit Vier-Tage-Woche und Work-Life-Balance werden wir den Wohlstand dieses Landes nicht erhalten können.“

Gerade Merz' zweite Aussage suggeriert, dass sich viele Deutsche im Arbeitsleben zu bequem eingerichtet haben könnten. Doch was ist dran? Wird hierzulande zu wenig gearbeitet?

## SCHLUSSLICHT DEUTSCHLAND

Die Zahlen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) zeichnen jedenfalls

ein haarsträubendes Bild der hiesigen Arbeitszeit. In keinem anderen der insgesamt 38 OECD-Länder fiel die durchschnittliche Arbeitszeit pro Jahr geringer aus als in Deutschland. Im Jahr 2024 arbeitete eine erwerbstätige Person hierzulande gerade einmal 1.331 Stunden, und damit ganze 405 Stunden weniger als im OECD-Durchschnitt.

Neben Deutschland ist Dänemark das einzige OECD-Land, in dem ein Beschäftigter im Schnitt weniger als 1.400 Stunden arbeitete. Am meisten arbeiteten die Mexikaner mit rund 2.200 Stunden. Im innereuropäischen Vergleich waren die Griechen mit knapp 1.900 geleisteten Arbeitsstunden Spitze und übertrafen damit sogar die US-Amerikaner, die auf etwa 1.800 Arbeitsstunden kamen (vgl. Grafik 1 auf der folgenden Seite).

So gesehen sendet die durchschnittliche Arbeitszeit in Deutschland also ein alarmierendes Signal; gerade auch mit Blick auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Eine Teilerklärung für die geringere Arbeitszeit – zumindest im außereuropäischen Vergleich, etwa mit den USA – können die höheren Urlaubsansprüche liefern. Während deutsche Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer im Jahr 2024 durchschnittlich 31 Tage „freihatten“, liegt der Urlaubsanspruch ihrer US-amerikanischen Pendants, je nach Betriebszugehörigkeit, bei gerade einmal 10 bis 20 Tagen. Im Fall von

Spitzenreiter Mexiko spiegelt die hohe Stundenzahl zudem wider, dass die Arbeitswoche dort regelmäßig sechs statt der hier üblichen fünf Tage umfasst. Daneben verzerrt aber auch eine statistische Besonderheit die Aussagekraft der jahresdurchschnittlichen Arbeitszeit.

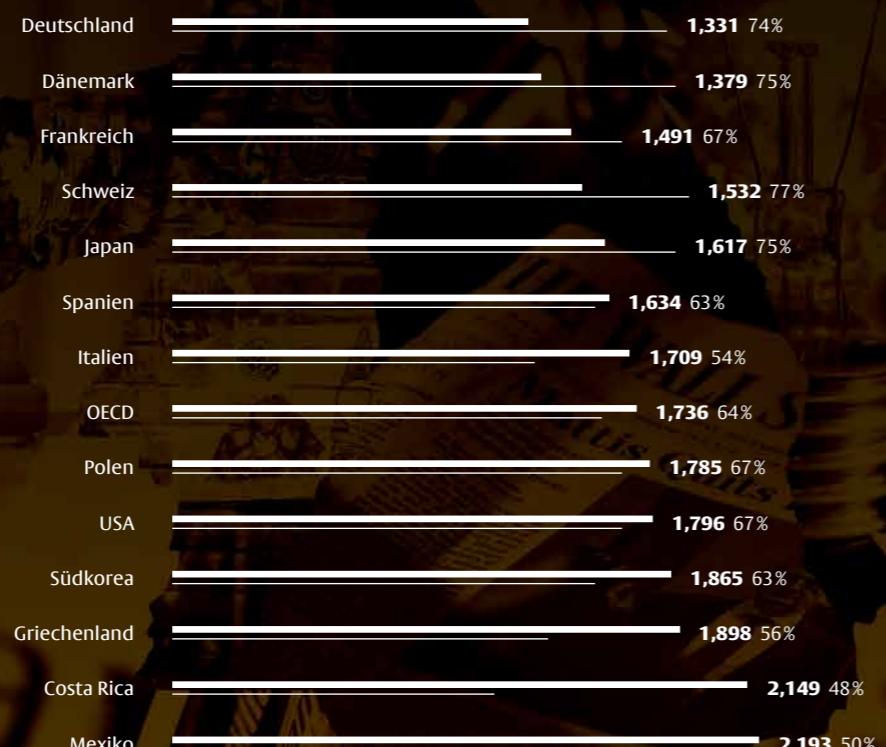
## EINE FRAGE DER TEILZEIT

Im Kleingedruckten weist die OECD bereits auf Fallstricke bei der Interpretation der Jahresdurchschnitte der Arbeitszeit hin. Ein Aspekt, der die Arbeitszeit aus deutscher Sicht belastet, ist etwa ein international überdurchschnittlich hoher Anteil an Teilzeitbeschäftigen. Unter den 15- bis 64-jährigen erwerbstätigen Personen gingen in Deutschland zuletzt 29 Prozent einer Teilzeitbeschäftigung nach. Im europäischen Vergleich kommen lediglich die Niederlande und die Schweiz auf signifikant höhere Teilzeitquoten von um die 40 Prozent. Im EU-Durchschnitt und in den USA liegt die Teilzeitquote hingegen bei weniger als 20 Prozent.

Dabei hat der Grund für die hohe Teilzeitquote eigentlich einen sehr positiven Ursprung. Denn er korreliert stark mit einer hohen Erwerbstätigkeit von Frauen, die hierzulande zu fast 50 Prozent einer Teilzeitbeschäftigung nachgingen. Von den 15- bis 64-jährigen Frauen in Deutschland waren im dritten Quartal 2025 gut 74 Prozent erwerbstätig. Während Deutschland bei →

Grafik 1  
**Deutschland: Schlusslicht oder auf den vorderen Rängen?**  
 — Im Jahr 2024 durchschnittlich geleistete Jahresarbeitszeit je Beschäftigten  
 — Anteil der erwerbstätigen Frauen in der Alterskohorte 15 bis 64 Jahre (in %)

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



Grafik 2  
**In den „Top 20“**  
 Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt (BIP, in US-Dollar) Deutschlands im Vergleich mit 194 Ländern

Ranglistenplatz Deutschlands im weltweiten Pro-Kopf-BIP-Vergleich  
 Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025



der jahresdurchschnittlichen Arbeitszeit das Schlusslicht bildet, belegt es mit Blick auf die Erwerbstätigkeit von Frauen einen der vorderen Plätze. Im OECD-Schnitt lag die Erwerbstätigenquote von Frauen satte zehn Prozentpunkte unterhalb der deutschen bei knapp 64 Prozent.

Dass jahresdurchschnittliche Arbeitszeiten nicht alles sind, zeigt in diesem Zusammenhang auch noch mal der Vergleich mit Italien, wo eine erwerbstätige Person im Jahresschnitt gut 1.700 Stunden arbeitete. Denn in Italien waren im dritten Quartal vergangenen Jahres gerade einmal 54 Prozent der Frauen zwischen 15 und 64 Jahren erwerbstätig. Anders ausgedrückt: Die Erwerbsbeteiligung von deutschen Frauen fällt im Vergleich zu italienischen fast 40 Prozent höher aus. „Mamma mia“, dürfte es da manchem Beobachter durch den Kopf schießen.

Auch bei den Männern existieren signifikante Unterschiede hinsichtlich der Erwerbstätigkeit. Während in Deutschland zuletzt rund 80 Prozent der 15- bis 64-jährigen Männer erwerbstätig waren, waren es im OECD-Durchschnitt mit 77 Prozent etwas weniger und in Italien sogar nur 71 Prozent.

Das zeigt: Eine isolierte Betrachtung der jahresdurchschnittlichen Arbeitszeit besitzt nur eine begrenzte Aussagekraft. Der Anteil beziehungsweise die Anzahl der Menschen, die einer

(Teilzeit-)Beschäftigung nachgehen, ist mit Blick auf das gesamtgesellschaftliche Arbeitsvolumen ebenso relevant. Und in diesem Zusammenhang lässt sich aus deutscher Sicht positiv anmerken, dass hierzulande überdurchschnittlich viele Menschen in Lohn und Brot stehen.

### VON QUANTITÄT UND QUALITÄT

In Deutschland hat sich das gesamte Arbeitsvolumen in der jüngeren Vergangenheit also auf immer mehr Schultern verteilt, was insbesondere an einer spürbar gestiegenen Arbeitsmarktpartizipation von Frauen liegt. In diesem Zusammenhang ist die durchschnittliche Arbeitszeit je erwerbstätige Person seit 1994 zwar um rund 13 Prozent gesunken und damit genauso stark wie in der Schweiz. Wenn man sich allerdings die insgesamt geleisteten Arbeitsstunden anschaut, sind diese in den vergangenen 30 Jahren noch immer leicht gestiegen, wie eine Auswertung des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung zeigt: von 58.119 Millionen Stunden im Jahr 1994 auf 61.364 Millionen Stunden in 2024. Das ist ein Anstieg von knapp sechs Prozent.

Entsprechend wurde eine geringere durchschnittliche Arbeitszeit von einer höheren Arbeitsmarktpartizipation überkompensiert. Dies ist insofern erfreulich, als dass die Gruppe der Personen

im erwerbsfähigen Alter (20 bis 64 Jahre) in den vergangenen 30 Jahren um rund fünf Prozent geschrumpft ist – das potenzielle Arbeitskräfteangebot also bereits unter Druck stand.

### LOHN UND BROT

Doch davon abgesehen ist Vorsicht geboten, die erbrachte Arbeitsleistung allein an geleisteten Arbeitsstunden aufhängen zu wollen. Schließlich ist die Arbeitsleistung in fortschrittlichen Gesellschaften auch zunehmend zu einer Frage des Humankapitals beziehungsweise des (effizienten) Kapitaleinsatzes geworden. Entsprechend groß sind die Unterschiede in der jährlichen Wirtschaftsleistung einzelner Länder. Gemessen am Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt (Pro-Kopf-BIP) in US-Dollar gehört etwa die Schweiz seit Jahrzehnten zur absoluten Spitzengruppe unter allen Nationen weltweit – „trotz“ einer jahresdurchschnittlichen Arbeitszeit, die 200 Stunden unter dem OECD-Durchschnitt liegt und „trotz“ einer führenden Teilzeitquote unter den erwerbstätigen 20- bis 64-jährigen Frauen von mehr als 60 Prozent. Im vergangenen Jahr überstieg das Schweizer Pro-Kopf-BIP wiederholt die Marke von 100.000 US-Dollar. Das gelang darüber hinaus nur den noch bevölkerungsärmeren Nationen Irland und Luxemburg, die beide vom Status als „EU-Steueroase“ profitiert haben dürften.

Damit fiel das Schweizer Pro-Kopf-BIP rund achtmal höher aus als beim „OECD-Stundenmeister“ Mexiko. Deutschland findet sich in der Rangliste der leistungsstärksten Länder ebenfalls auf den vorderen Rängen wieder und erwirtschaftete zuletzt ein Pro-Kopf-BIP von immerhin rund 60.000 US-Dollar. Unter 195 betrachteten Ländern liegt Deutschland damit stabil um den Bereich der „Top 20“ – zuletzt auf Rang 18. So gesehen hat sich in diesem Jahrtausend gar nicht so viel getan in der Bundesrepublik (vgl. [Grafik 2 auf Seite 8](#)), und auch im OECD-Vergleich kratzt Deutschland am leistungsstärksten Drittel.

Natürlich gilt in diesem Zusammenhang, dass das in US-Dollar gemessene Pro-Kopf-BIP nur ein ungefährer Gradmesser für die Arbeitsleistung und Stärke einer Volkswirtschaft ist. Es unterliegt Währungsschwankungen, die oft nur bedingt mit der realen Wirtschaftsleistung zusammenhängen. Auch ist zu berücksichtigen, dass zahlreiche Volkswirtschaften, die in dieser Rangliste vor Deutschland stehen, vergleichsweise klein sind und von Sonderfaktoren profitieren. Beispielsweise sind Katar und Norwegen mit knapp drei beziehungsweise knapp sechs Millionen Einwohnern Nutznießer ihres Rohstoffreichtums und der damit verbundenen Gas- und Ölexporte.

Der genauere Blick auf die Fakten zeigt: Die bloße Betrachtung geleisteter Arbeitsstunden hat nur eine beschränkte Aussagekraft hinsichtlich der „Arbeitsqualität“. Vor diesem Hintergrund könnte die Frage nach der Arbeitsleistung der Deutschen auch neu formuliert werden. Statt „Wie viel arbeitet Deutschland?“ könnte die Frage auch lauten: „Wie gut arbeitet Deutschland?“.

In relativer Betrachtung lässt sich mit Blick auf das Pro-Kopf-BIP schon mal festhalten, dass die Deutschen im internationalen Vergleich nach wie vor nicht allzu schlecht abschneiden.

#### **EIN ANDERER BLICKWINKEL**

Noch mehr Komplexität gewinnt das Thema der Arbeitszeit, wenn man etwas Abstand von einer eher kurzfristigen ökonomischen Perspektive nimmt. Beispielsweise spielt die erwartete Lebensarbeitszeit in alternden Gesellschaften eine zunehmend wichtige Rolle. Auch hier steht Deutschland recht ordentlich da und kommt nach Eurostat-Angaben momentan auf eine erwartete Lebensarbeitszeit von rund 40 Jahren. Das ist spürbar mehr als der EU-Schnitt von 37 Jahren. Lediglich Dänemark, die Niederlande, Schweden und die Schweiz weisen spürbar höhere Lebensarbeitszeiten von knapp 43 bis 44 Jahren aus.

Aus ökonomischen Gesichtspunkten zumeist weniger relevant, gesellschaftlich dafür umso bedeutender, ist zudem die unbezahlte Arbeit. Darunter fallen Erziehungsleistungen für die eigenen Kinder, die Pflege von Angehörigen, aber auch ehrenamtliche Tätigkeiten. Gemäß der aktuellen Zeitverwendungs-erhebung des Statistischen Bundesamts verwendete eine durchschnittliche Person ab 18 Jahren wöchentlich fast zwei Stunden unbezahlter Arbeit für ehrenamtliche Tätigkeiten. Zugegebenenmaßen sind diese zwei Wochenstunden äußerst ungleich verteilt: Denn „nur“ 37 Prozent der Bevölkerung ab 10 Jahren engagierten sich ehrenamtlich.

Doch wie wichtig dieser Beitrag ist, wird an weiteren Zahlen ersichtlich. Nach Angaben des Deutschen Olympischen Sportbunds besitzen mehr als 500.000 Menschen in Deutschland eine Trainerlizenz und leisten monatlich rund 10,8 Millionen Stunden ehrenamtliche Arbeit. Damit bieten sie unter anderem Millionen von Kindern und Jugendlichen eine kostengünstige Form der sozialen Teilhabe. Deren Relevanz unterstreicht eine 2023 durchgeführte Studie, die vom Bundesministerium für Familie, Senioren, Frauen und Jugend gefördert wurde. Demnach weisen Kinder und Jugendliche, die regelmäßig sportlich aktiv sind, einen signifikant besseren allgemeinen Gesundheitszustand auf als Kinder, die keiner regelmäßigen sportlichen Aktivität nachgehen. Dabei spielt die physische Bewegung

ebenso eine Rolle wie der soziale Anschluss. Insofern leistet ehrenamtliche Arbeit auch einen wesentlichen ökonomischen Beitrag: Denn am Ende profitiert die gesamte Gesellschaft davon, wenn Kinder und Jugendliche zu gesunden und somit leistungsfähigen Erwachsenen heranreifen.

Auch abseits des Sportbereichs ist das ehrenamtliche Engagement teils erheblich. Ende 2022 verzeichneten die Freiwilligen Feuerwehren in Deutschland gut 1.000.000 Feuerwehrleute. Dabei gehen die Feuerwehrleute im Ernstfall nicht nur körperliche Risiken ein, sondern sind regelmäßig auch mit psychischen Belastungen konfrontiert – insbesondere Einsätze, bei denen es um Menschenleben geht, können emotional belastend sein.

Zahlreiche weitere Beispiele unbezahlter, aber gesellschaftlich hochrelevanter Arbeit ließen sich anführen. In Kombination mit einer im EU-Vergleich überdurchschnittlichen Lebensarbeitszeit untermauert dies die Herausforderungen, wenn man ein vollständiges Bild von der geleisteten Arbeitszeit erhalten möchte.

#### **WER IST HIER FAUL?**

Bundeskanzler Friedrich Merz eckte mit seiner Forderung nach „wieder mehr und vor allem effizienterer Arbeit“ im vergangenen Mai an. Auch seine Aussage, dass „wir den Wohlstand des

Landes mit Vier-Tage-Woche und Work-Life-Balance nicht erhalten können“, sorgte für Aufsehen. Es spricht viel dafür, dass seine Formulierungen – in einem Umfeld einer kriselnden Wirtschaft möglicherweise ganz bewusst – zu spitz gewählt waren, um die Frage nach dem Wohlstandserhalt in einer alternden Gesellschaft zu befeuern.

Denn aus den langfristigen Daten geht zunächst einmal nicht klar hervor, dass die Arbeitsmoral hierzulande spürbar eingebüßt hat. „Faul“ oder vielmehr „fauler als früher“ sind die Deutschen in Summe wohl eher nicht. Schließlich stieg das gesamte Arbeitsvolumen in den vergangenen Jahrzehnten sogar leicht an. Berücksichtigt man zudem, dass die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter zwischen 20 und 64 Jahren in diesem Zeitraum leicht rückläufig war, rückt das den nur mäßigen Anstieg des Arbeitsvolumens sogar in ein noch besseres Licht.

Dass dabei die durchschnittliche Arbeitszeit je erwerbstätige Person zurückgegangen ist, lässt sich zudem mit einem veränderten Arbeitsmarkt erklären. Insbesondere partizipieren heute viel mehr Frauen am deutschen Arbeitsmarkt. Gerade mit Blick auf die Vereinbarkeit von Beruf und Familie dürfte die vom Kanzler „verschmähte“ Vier-Tage-Woche daher gewissermaßen sogar eine notwendige Voraussetzung dafür sein, damit in einer modernen Gesellschaft möglichst beide Eltern-

teile einer Beschäftigung nachgehen können. Diese Entwicklung ist auch nur in wenigen Ländern wie Dänemark, den Niederlanden oder der Schweiz weiter fortgeschritten als in Deutschland – und die drei genannten Länder sind, gemessen am Pro-Kopf-BIP, allesamt noch wettbewerbsfähiger. Vor diesem Hintergrund sind jahresdurchschnittliche Arbeitszeiten, wie die OECD sie ausweist, mit Vorsicht zu genießen und sollten in einen breiteren Kontext eingebettet werden.

Die Deutschen, gerade auch im internationalen Vergleich, pauschal als „faul“ zu verunglimpfen, ist auf Basis der Datenlage folglich kaum zu begründen. Umgekehrt gilt das aber natürlich auch für zahlreiche weniger leistungsfähige Volkswirtschaften. Wenn in ländlichen Gebieten Afrikas Frauen und Männer teilweise Kilometer weit laufen müssen, um ihre Wasserkannen mit sauberem Trinkwasser aufzufüllen, dann mögen diese Menschen im ökonomischen Sinn zwar wenig produktiv sein – faul sind sie deswegen aber noch lange nicht. Das Beispiel zeigt: In einer politisierten Welt, in der sich Debatten zunehmend über Extrempunkte definieren, bleibt eine differenzierte Sicht auf die Dinge unerlässlich. Zumindest, wenn man die relevanten Probleme identifizieren und lösen möchte. ♦

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



# Der Euro — ein optimaler Währungsraum?

In der Theorie kann eine gemeinsame Währung für Volkswirtschaften Vorteile bringen – sofern gewisse Voraussetzungen dafür erfüllt sind.

von Gunther Schnabl



Seit dem 1. Januar 2026 ist Bulgarien das 21. Euroland. Christine Lagarde, Präsidentin der Europäischen Zentralbank (EZB), hat den Bulgaren versichert, dass der Euro „Wohlstand und Sicherheit“ bringen werde. Da der Konjunkturzyklus Bulgariens eng mit dem Euroraum verbunden sei, sei der Euro für Bulgarien ein „natürlicher Fit“.

Lagarde fügt sich damit nahtlos in die Tradition der vollmundigen Prognosen bei Festakten dieser Art ein: Als der Euro 1999 eingeführt wurde, hatte der damalige französische Präsident Jacques Chirac den Franzosen versprochen, dass der Euro „zu einem Stabilitätspol in Europa“ werde. Der deutsche Kanzler Gerhard Schröder sah zur Euro-Bargeldeinführung im Januar 2002 sogar „bessere Zeiten als unter der Deutschen Mark“ kommen.

#### IST DIE STIMMUNG SCHLECHTER ALS DIE LAGE?

Doch so einige von uns werden bei solchen Worten nachdenklich. Ist doch heute die Stimmung gedrückt. Die Euro-Wirtschaft stagniert, die Ungleichheit zwischen den Mitgliedsländern ist stark angestiegen, die Kaufkraft des Euro ist gesunken und die gefühlte Inflation liegt mit rund zehn Prozent weit über dem offiziell gemessenen Wert von rund zwei Prozent.



Quelle: EZB und eigene Berechnung auf der Grundlage des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), Daten per Dezember 2025

Grafik 2  
... sorgt für wenig Vertrauen in die Gemeinschaftswährung  
Offiziell gemessene und gefühlte Inflation im Euroraum  
(Angaben in Prozent)

Quelle: Oxford Economics und Europäische Kommission.  
Gefühlte Inflation als Median, Daten per Dezember 2025

Ist also der Euro für die Europäer ein optimaler Währungsraum oder ist er es nicht? Nach Robert Mundell, der für diese Theorie 1999 den Nobelpreis erhielt, ist ein Währungsraum dann optimal, wenn alle Mitgliedsländer denselben Konjunkturzyklus folgen. Wenn ein Landesteil hingegen im Abschwung ist und der andere nicht, dann kann die gemeinsame Zentralbank keinen optimalen Zins setzen. Senkt sie den Zins, um dem einen Landesteil in der Krise zu helfen, heizt sie die Inflation im anderen Teil an. Erhöht sie den Zins, um die Inflation im boomenden Landesteil zu bremsen, verschärft sie die Krise in dem anderen.

#### FLEXIBLE ARBEITSMÄRKTE WÜRDEN HELFEN ...

Wenn die Wahrscheinlichkeit von unterschiedlichen Konjunkturen hoch ist, dann sind flexible Wechselkurse also besser. Es sei denn, die Arbeitsmärkte sind flexibel genug, um die Konjunkturunterschiede auszugleichen. Das bedeutet für die Krisenregion, dass Preise und Löhne dort rasch fallen und die Arbeitslosen in den Landesteil mit der besseren Konjunktur wandern müssten.

Auch weil Europas Arbeitsmärkte schon damals alles andere als flexibel waren, rieten in den 1990er-Jahren viele von einer Währungsunion im heterogenen Westeuropa ab. Der Euro kam dennoch – aber mit einem Konstruktionsfehler, auf den die frühere Bundeskanzlerin Angela Merkel auf dem Höhepunkt der Eurokrise hingewiesen hat: Eine gemeinsame Finanz- und Sozialpolitik, die unterschiedliche Konjunkturzyklen automatisch angleichen kann, habe der Euroraum nicht.

#### ... ODER EINE GEMEINSAME FINANZ- UND SOZIALPOLITIK

Wenn in einer politischen Union beispielsweise Frankreich im Boom und Deutschland in der Krise wären, dann würden die Franzosen mehr Steuern an das gemeinsame Finanzministerium in Brüssel bezahlen. Das würde sinkende Steuereinnahmen aus Deutschland ausgleichen. Mehr Sozialbeiträge aus Frankreich würden mehr Auszahlungen von Sozialleistungen in Deutschland möglich machen, was dort die Konjunktur stabilisieren würde. Doch eine gemeinsame Finanz- und Sozialpolitik war damals (und ist heute) für die EU nicht in Sicht.

Stattdessen hat die Europäische Kommission 1990 argumentiert, dass sich mit der Beseitigung der Wechselkursschwankungen die Konjunkturzyklen angleichen dürften, weil sich die Handelsbeziehungen zwischen den Euroländern intensivieren würden. Mundell hatte in späteren Arbeiten zudem gezeigt, dass sich in einer Währungsunion über eine stärkere Integration der Kapitalmärkte die Konjunkturzyklen angleichen können. Wenn deutsche und französische Banken jeweils in Deutschland und Frankreich tätig sind, werden bei unterschiedlichen Konjunkturen höhere Kreditausfälle in einem Land durch niedrigere Ausfälle im anderen Land ausgeglichen.

Viele rieten in den 1990er-Jahren von einer Währungsunion im heterogenen Westeuropa ab. Der Euro kam dennoch – aber mit einem Konstruktionsfehler.

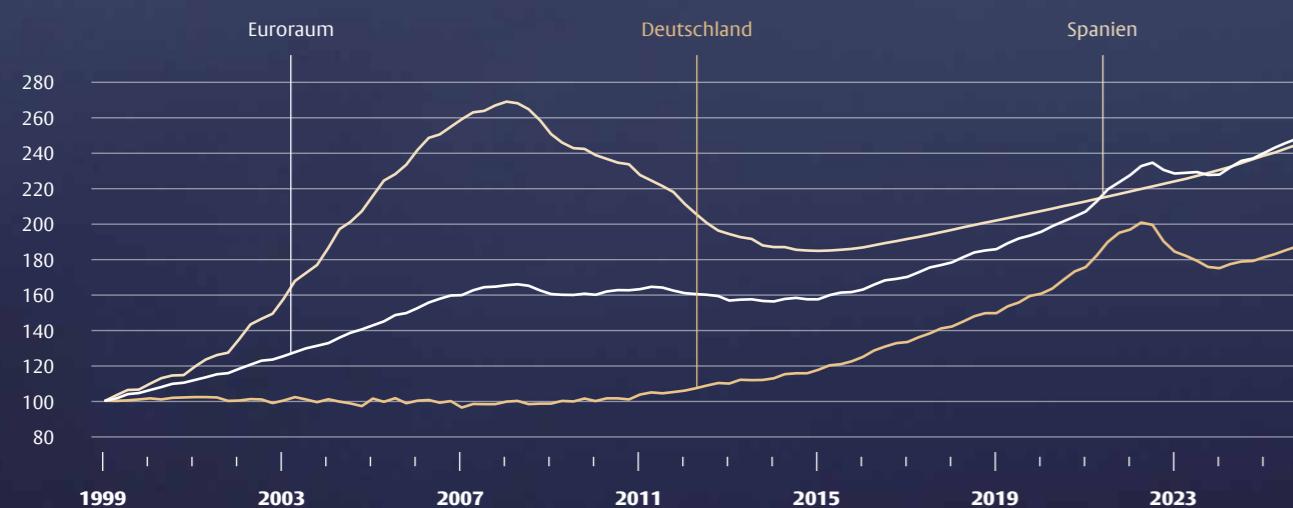


Aus dieser Sicht hatte der 1992 vollendete Binnenmarkt eine wichtige Voraussetzung für das Funktionieren der Währungsunion geschaffen. Doch die erhoffte Konvergenz blieb aus. Weil andere Weltregionen stärker als Europa gewachsen sind, ist der Handel zwischen den Euroländern als Anteil an deren Gesamthandel weitgehend konstant geblieben. Die Maastricht-Kriterien, die eigentlich die Konvergenz im Euroraum sicherstellen sollten, bewirkten über den Umweg der Finanzmärkte schon früh nach der Euro-Einführung, dass die Konjunkturzyklen noch weiter auseinanderdrifteten.

### KONJUNKTURZYKLEN DRIFten IMMER WEITER AUSEINANDER

Die südlichen Euroländer, die für den Eintritt in den Euro ihre Inflationsraten und Zinsen auf das Niveau Deutschlands absenken mussten, stießen dadurch einen Aufschwung in ihren Ländern an. In Deutschland hingegen hatte die Wiedervereinigung die Staatsverschuldung nach oben getrieben, sodass das Land sparte, um die Maastricht-Schuldengrenzen einzuhalten. Die Austerität drängte deutsche Banken dazu, vermehrt – und begünstigt durch die unwiderruflich fixierten Wechselkurse – Kredite in den südlichen Euroraum zu vergeben, wo sie Übertreibungen bei den Staatsausgaben und auf den Immobilienmärkten anheizten.

Wachsende Handelsdefizite und Außenverschuldung an der Peripherie des Währungsraums mündeten schließlich ab 2008 in die Eurokrise, in deren Folge sich die Konjunkturzyklen umkehrten. Während im Süden die Krisen lange

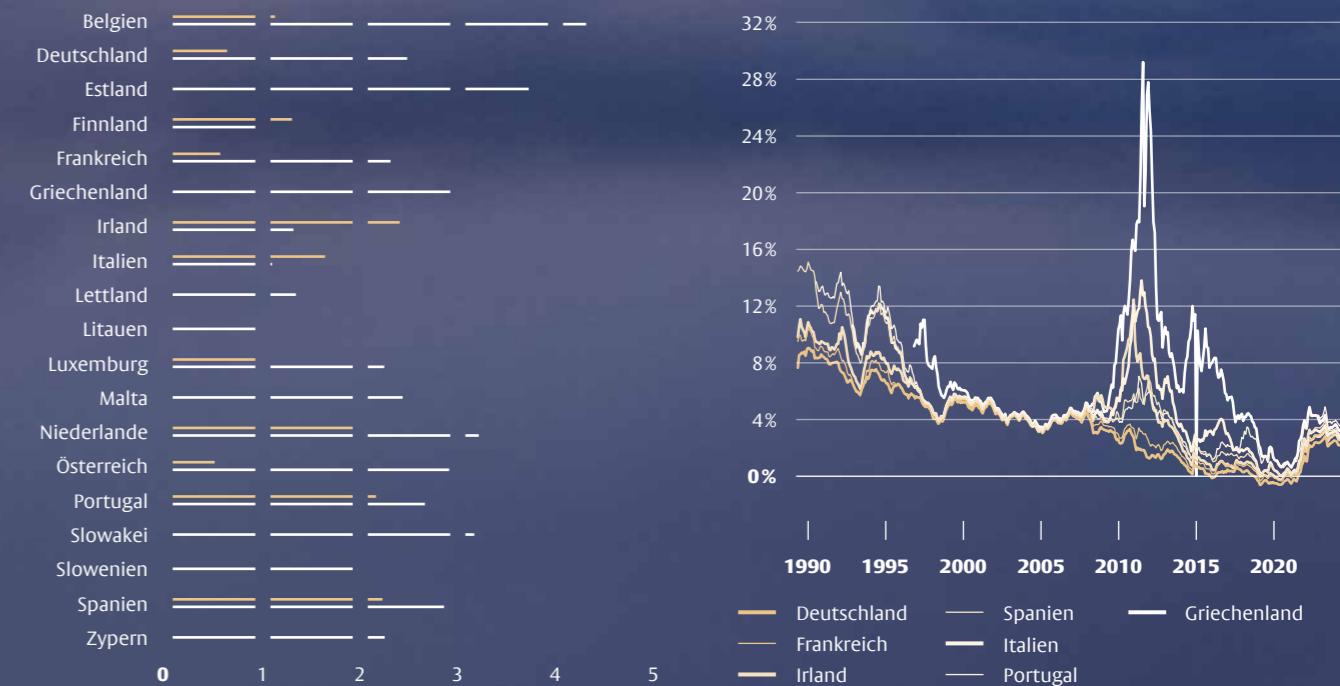


Grafik 3  
Steigende Immobilienpreise

Preisentwicklung seit 1999 in Spanien, Deutschland und im Euroraum (Index: 1999=100)

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

Quelle: Oxford Economics, Daten per Dezember 2025



Grafik 4  
Heterogener Währungsraum  
Inflationsraten der Euroländer in den Jahren 1999 und 2024

Quelle: EZB. Kein Eintrag für Länder im Jahr 1999, die keine Gründungsmitglieder der Währungsunion waren, Daten per Dezember 2025

Grafik 5  
Hilfsprogramme halten den Euro zusammen  
Entwicklung langfristiger Zinsen im Euroraum

Quelle: IWF, Daten per Dezember 2025

weiter schwelten, befeuerte die Euro-Rettungspolitik der EZB stark steigende Staatsausgaben und Immobilienpreise in Deutschland. Trotz stabiler nominaler Wechselkurse entwickelten sich Preise und Löhne innerhalb des Euroraums oft auseinander, was zu beträchtlichen Schwankungen der realen Wechselkurse geführt hat.

### EURO-ERWEITERUNGEN VERSTÄRKEN DIE UNTERSCHIEDE

Mit der Erweiterung um immer mehr mittel- und osteuropäische Länder mit geringeren Pro-Kopf-Einkommen als im Euro-Durchschnitt wurde die Währungsunion noch heterogener.

Die unterschiedlichen Inflations- und Wachstumsraten führten dazu, dass sich der einheitlich in Frankfurt gesetzte Leitzins unterschiedlich auf die einzelnen Euroländer übertragen hat. Die Finanzpolitiken der Eurostaaten hätten die Konjunkturunterschiede ausgleichen müssen, doch die nationalen Regierungen waren vorwiegend den eigenen Zielen verpflichtet. Spätestens seit der Eurokrise ist deshalb klar, dass der Euro ohne staatliche Hilfe nicht überleben kann.





Grafik 6

**Teure Rettungsprogramme für den Euro**

Bilanzvolumen des Eurosystems und Bestände an öffentlichen Anleihen  
(in Billionen Euro)

Quelle: EZB. SMP, PSPP und PEPP sind Anleihekauftreppen der EZB, Daten per Dezember 2025

Zunächst wurden für die südeuropäischen Krisenländer und Irland große fiskalische Hilfspakete geschnürt. Im Mai 2010 machte der Deutsche Bundestag mit dem „Währungsunion-Finanzstabilitätsgesetz“ den Weg für die ersten 110 Milliarden Euro für Griechenland frei. Angela Merkel hatte mit „Scheitert der Euro, scheitert Europa.“ geworben. Es folgten der „European Financial Stabilisation Mechanism“ (60 Milliarden Euro) und die „European Financial Stability Facility“ (Kreditvolumen 440 Milliarden Euro), die 2012 in den „Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)“ mit einer Kapitalausstattung von 700 Milliarden Euro übergingen.

Doch die demokratisch legitimierten Finanzhilfen reichten nicht. Als die Zinsen auf die Staatsanleihen von Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien bedrohlich anstiegen, konnte im Juli 2012 nur noch EZB-Präsident Mario Draghi durch seinen legendären Ausspruch „Whatever it takes“ den Euro retten. Im Zuge der folgenden zahlreichen Rettungsprogramme ist die Bilanz des Eurosystems von 1.300 Milliarden Euro im Dezember 2007 auf 8.800 Milliarden Euro im Juni 2022 angewachsen. Circa die Hälfte davon machte der Ankauf öffentlicher Anleihen aus. Auch wenn die Bilanz inzwischen wieder auf rund 6.000 Milliarden Euro geschrumpft ist, will das Eurosystem in Zukunft strukturell Staatsanleihen halten.

**DIE ROLLE DER EZB HAT SICH VERÄNDERT**

Die EZB hatte bis zur Krise nach dem Motto „One size fits all“ – beziehungsweise „Eine Geldpolitik für alle“ – für alle Akteure im Euroraum einen einheitlichen Leitzins bestimmt. Mit der Krise konnte sich das Eurosystem fortan beim Anhäufen von Vermögenswerten in seiner Bilanz auf die Krisenländer ausrichten. Nachdem Staatsanleihekäufe zunächst am Kapitalschlüssel der einzelnen Euroländer an der EZB ausgerichtet wurden, hat sich das Gewicht zugunsten der südeuropäischen

Krisenländer verschoben. Die sogenannten „gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte“ (TLTROs) waren von Anfang an auf die Krisenländer fokussiert. Mit dem Transmissionsschutzinstrument hat sich die EZB 2022 die Möglichkeit geschaffen, „im Notfall“ bevorzugt die Anleihen von Krisenländern zu kaufen.

Die Corona-Krise hat die EU einem regionalen Finanzausgleichsmechanismus näher gebracht, der unterschiedliche Konjunkturen in der Währungsunion ausgleichen kann. Das „Wiederaufbauprogramm“ NextGenerationEU verteilt zwischen 2021 und 2026 Zuschüsse und Kredite im Umfang von rund 800 Milliarden Euro bevorzugt zugunsten der Sorgenkinder Italien, Spanien und Griechenland in Höhe von 194, 163 beziehungsweise 36 Milliarden Euro. Prompt mehren sich aus dem ehemals gebeutelten Süden einschließlich Spanien die positiven Nachrichten.

**EIN NEUER FINANZAUSGLEICH –  
MIT SCHATTENSEITEN**

Würde diese Form des Finanzausgleichs verstetigt, dann wäre die Last für den Zusammenhalt der Währungsunion von den Schultern der EZB genommen. Jedoch nur auf den ersten Blick, da NextGenerationEU über EU-Anleihen (Euro-Bonds) finanziert wird. Diese stehen bereits auf der Liste der ankauffähigen Wertpapiere der EZB. Teile der bisher von der EU ausgegebenen Anleihen dürften schon als supranationale Anleihen beim Eurosystem liegen. Die EU ist also einer zentralbankfinanzierten gemeinsamen Finanzpolitik näher gerückt, als viele denken.

Auch wenn der immer wieder beschworene „Euro-Crash“ ausgeblieben ist, ist der Euro nach wie vor kein optimaler Währungsraum. Dennoch ist die Inflationsbilanz der EZB gemessen am offiziellen harmonisierten Verbraucherpreisindex passabel. Und die Macht der EZB wächst. Sie ist nicht nur für die Euro-Rettung, sondern inzwischen auch für die Finanzstabilität und die Klimarettung verantwortlich. Mit einem digitalen Euro will sie künftig sogar die Dominanz des US-Dollars als internationaler Leitwährung brechen.

Leider hat der Euro gegenüber Gold und seit 2008 auch gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert verloren. Auch die hohe gefühlte Inflation spricht für einen Vertrauensverlust. Die jüngste Staatshaushaltskrise in Frankreich hat endgültig offensichtlich gemacht, dass der Versuch, die Stabilität des Euros durch die Begrenzung der Staatsverschuldung im Euroraum zu sichern, gescheitert ist.

Der Euro wird dennoch bleiben, weil die EZB unbegrenzten Spielraum für seine Rettung hat. Doch die daraus resultierende – teilweise versteckte – Inflation bremst das Wachstum und erhöht die Ungleichheit. Zudem schwindet die Kraft Deutschlands, den Euroraum mit Transfers zusammenzuhalten, weil die deutsche Industrie unter dem weichen Euro an Wettbewerbsfähigkeit verloren hat. Die Last des Euros dürfte deshalb mehr und mehr für alle Menschen im Euroland spürbar werden. ♦



ZUR PERSON

**Prof. Dr. Gunther Schnabl**  
leitet das Flossbach von Storch Research Institute und ist Professor an der Universität Leipzig. Er war Advisor bei der Europäischen Zentralbank und hat an den Universitäten Leipzig, Paris 1 Panthéon-Sorbonne, Stanford, Tokyo, Leuven und Tübingen geforscht. Er war Gastwissenschaftler bei der Deutschen Bundesbank, der Europäischen Zentralbank, der Bank von Japan und der Federal Reserve Bank of New York.

i

# Europas Einbahnstraße

von Julian Marx

Der Ukrainekrieg tobt im vierten Jahr und in Brüssel wird über „Veggie-Schnitzel“ debattiert. Wie viel (Un-)Sinn macht die EU – und sind die Steuergelder der Mitgliedsländer gut investiert?

Wenn sich politische, wirtschaftliche und gesellschaftliche Verhältnisse fundamental ändern, geht das in der Regel nicht ohne größere Verwerfungen vonstatten. Der Ukrainekrieg, die Krise des Westens (die sich auch in den Handelsstreitigkeiten mit dem langjährigen Bündnispartner USA spiegelt) oder die massiven wirtschaftlichen Abhängigkeiten von China (nicht nur bei den zuletzt viel beachteten „seltenen Erden“) – die Europäische Union (EU) steht vor gigantischen geostrategischen Herausforderungen. Weitere Themen sind akut. Im Rahmen der Asylpolitik besteht zwischen den Mitgliedsstaaten regelmäßig Uneinigkeit über die Verteilung von Geflüchteten und über Grenzschutzmaßnahmen. Der fortschreitende Klimawandel erfordert tiefgreifende Veränderungen, nicht nur bei der Energieversorgung. Zudem stellt der demografische Wandel die Sozialsysteme und den Arbeitsmarkt vor große Probleme. Die Bandbreite drängender Themen ist enorm.

Nach Jahrzehnten von Sicherheit und Wohlstand erleben wir einen Epochenbruch – der Ausgang dieses historischen Experiments ist ungewiss. Ist Europa für diese Herausforderungen gerüstet? Der Blick nach Brüssel zeigt, dass „Tagespolitik“ immer auch etwas mit „Klein-Klein“, langwierigen Kompromissen, den Überzeugungen Einzelner und den Bedürfnissen ihrer Wähler zu tun hat.

## EINE FRAGE DER PRIORISIERUNG

Von daher wäre die EU wohl nicht die EU, wenn sie bei all den Krisenherden den „Schutz“ europäischer Verbraucherinnen und Verbraucher aus den Augen verlieren würde. So adressierte die französische EU-Abgeordnete Céline Imart im vergangenen Herbst wohl eine der drängendsten Sorgen unserer Zeit: Auf ihren Antrag hin stimmte das EU-Parlament dafür, Begriffe wie Wurst und Schnitzel für Fleischersatz zu verbieten. Der „Veggie-Burger“ soll nach dem Daftürhalten der Parlamentarier also der Vergangenheit angehören. Es bestünde die Sorge eines Verwechslungsrisikos, weil pflanzenbasierte Ersatzprodukte nicht dieselben Nährwerte wie ihre tierischen Originale böten.

Isoliert betrachtet könnte man dieser Argumentation vielleicht sogar etwas abgewinnen. Doch selbst Verbraucher-

schützer des Verbraucherzentrale Bundesverbands argumentieren dagegen: Wie aus einer repräsentativen Verbraucherbefragung des Instituts für Handelsforschung Köln hervorgeht, scheinen für Befragte vor allem Konsistenz und küchentechnische Verwendung bei der Produktbezeichnung im Vordergrund zu stehen. Und diesbezüglich empfanden die Befragten ein „Veganes Seitan-Schnitzel“ eindeutiger gekennzeichnet als „Vegane panierte Stücke auf Seitanbasis Typ Schwein“. Ganz davon abgesehen, dass Begriffe wie „Veggie-Burger“ im Alltag vieler Verbraucher längst verankert sind und die große Mehrzahl der Bürger den bereits bestehenden Kennzeichnungen problemlos entnehmen kann, dass es sich hierbei um ein veganes Produkt handelt.

Die Fronten sind verhärtet. Möglichen Befürwortern der Wortklauberei dürfte der EU-Mehrheitsbeschluss nicht weit genug gehen. Aus Sicht so mancher EU-Parlamentarier könnte es gar an ein Wunder grenzen, dass EU-Verbraucher bislang keine Scheuermilch über ihr Müsli kippten oder Eltern ihren Kindern zum Mittagessen noch keine Hackschnitzel servierten. Auch über die Begriffe der Fleischtomate, des Leberkäses oder des im Rheinland beliebten „Halven Hahn“, der wenig mit einem halben Hähnchen gemein hat, könnten die EU-Bürokraten zukünftig noch debattieren.

Doch im Ernst: Dass zahlreiche Bürger angesichts derartiger Schlagzeilen nach dem Mehrwert eines EU-Bürokratiemonters fragen, ist ihnen nicht zu verübeln. Zumal eine Umsetzung der angestrebten Begriffsverbote mit vermeidbaren Zusatzkosten für Gastronomie, Handel und letztlich die Verbraucher verbunden wäre. Das alles passiert obendrein in Zeiten, in denen die EU Anfang 2025 noch den ersehnten „Bürokratieabbau zur Stärkung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit“ versprach. Politikverdrossenheit „Made in Europe“ – in dieser Kategorie leisten die EU-Bürokraten ganze Arbeit.

## DAS GELD FLEISST VOR ALLEM IN EINE RICHTUNG

Aus Sicht wirtschaftlich starker Mitgliedsstaaten könnte die Politikverdrossenheit noch weitaus stärker befeuert werden, wenn auf die (häufig) einseitigen Zahlungsströme einer →

Dass Sieger und Besiegte nach 1945 ein gemeinsames Europa aufbauten, ist historisch gesehen ein Novum.



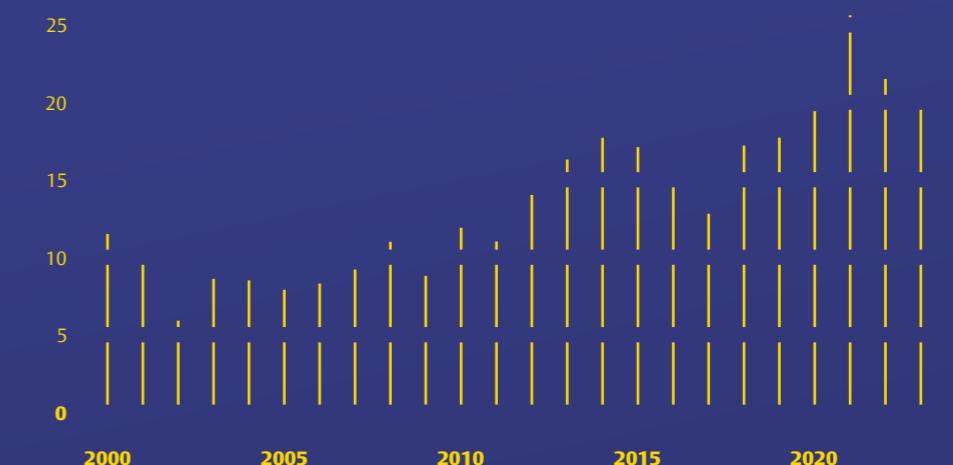
EU-Mitgliedschaft verwiesen wird. So überwies beispielsweise Deutschland im Rahmen des regulären EU-Haushalts in den vergangenen Jahren rund 20 Milliarden Euro pro Jahr mehr nach Brüssel, als von dort zurückfloss (vgl. **Grafik 1**). So gesehen ist die EU für die größte Volkswirtschaft des Staatenbundes zunächst einmal ein teurer Spaß. Insgesamt belaufen sich die „Gesamtkosten“, die Deutschland über den regulären EU-Haushalt zwischen den Jahren 2000 und 2024 angehäuft hat, auf beachtliche 345 Milliarden Euro.

Ein Betrag, der nach vorne schauend weiter steigen dürfte. Denn zusätzlich zu den Leistungen an den regulären EU-Haushalt werden in den kommenden Jahren und Jahrzehnten noch die EU-Schulden fällig, die zur Finanzierung des Pandemie-Aufbauprogramms NextGenerationEU aufgenommen wurden. Auch beim Blick auf dieses Programm gilt, dass Deutschland am Ende des Tages mehr Finanzmittel aufwenden muss, als es unmittelbar für sich herausziehen konnte. Macht das die EU aus deutscher Sicht zu einer Einbahnstraße?

#### ZURÜCK ZU DEN WURZELN

Die erheblichen finanziellen Beiträge Deutschlands machen den deutschen Nutzen einer EU-Mitgliedschaft zumindest erklärmungsbedürftiger. Dabei geht der Mehrwert der europäischen Idee weit über wirtschaftliche Aspekte hinaus. Deutlich wird das beim Blick auf ihren traurigen Ursprung, dem Bombennächte, Trümmerlandschaften und unfassbares Leid im Zweiten Weltkrieg vorausgingen. Schätzungsweise 60 bis 70 Millionen Menschen verloren damals ihr Leben.

Ein stabiles, friedliches Europa war danach alles andere als selbstverständlich. Seit dem 19. Jahrhundert hatten Siegermächte bei Friedensverhandlungen den Besiegten immer wieder harte Entschädigungen abverlangt und damit oft die Saat für neue Feindseligkeiten gelegt. So wurde Frankreich nach dem Krieg von 1870 zu hohen Kriegsentschädigungen verpflichtet. Nach dem Ersten Weltkrieg wurde dann das Deutsche Reich mit erdrückenden Reparationen belegt.



**Grafik 1**  
**Ein teurer Spaß?**  
Deutschlands Zahlungen an die EU übersteigen die Einnahmen deutlich

Nettozahlungen Deutschlands an die EU in Milliarden Euro  
(Beiträge an die EU abzüglich EU-Mittel-Zuweisungen an Deutschland)\*

\*Neben Beiträgen auf der Grundlage der von den Mitgliedsstaaten erhobenen Mehrwertsteuer und direkten Beiträgen der Mitgliedsstaaten nach Maßgabe ihres Bruttonationaleinkommens wurden auch in Deutschland vereinnahmte Zölle als Beiträge an die EU berücksichtigt.

Quelle: Europäische Kommission, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

Dass Sieger und Besiegte nach 1945 ein gemeinsames Europa aufbauten, ist historisch gesehen ein Novum. Dieser Erfolg ist eng mit dem Namen Robert Schuman verknüpft. Seine Rede vom 9. Mai 1950 gilt als die Geburtsstunde der EU. Darin schlug der damalige französische Außenminister vor, die deutsch-französische Kohle- und Stahlproduktion einer gemeinsamen Verwaltung zu unterstellen. Auf diese Weise sollte ein weiterer Krieg zwischen Deutschland und Frankreich „nicht nur undenkbar, sondern materiell unmöglich“ gemacht werden. Die Zusammenarbeit könne zudem weitere gemeinsame Interessen schaffen und eine schrittweise politische Integration herbeiführen.

Sein Vorschlag stieß nicht nur beim damaligen deutschen Bundeskanzler Konrad Adenauer auf Gegenliebe. Am 18. April 1951 unterzeichneten Belgien, Deutschland, Frankreich,

Italien, Luxemburg und die Niederlande den Pariser Vertrag; Europas erste supranationale Gemeinschaft, die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS), war geboren.

#### EUROPA OHNE GRENZEN

Der Erfolg der EGKS bildete in den Folgejahren zunächst den Grundstein für eine weitere Verzahnung der sechs Gründungsstaaten. Im Jahr 1957 beschlossen sie in den „Römischen Verträgen“ die Gründungen der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) und der Europäischen Atomgemeinschaft (Euratom). Die Euratom stellte auf die gegenseitige Kontrolle der Kernenergie ab. Das Ziel der EWG war die Beseitigung von Handels- und Zollhemmnissen zwischen den Mitgliedsstaaten, die Errichtung eines gemeinsamen Marktes sowie ein gemeinsames Vorgehen in den →

Es ist keine leichte Aufgabe, die Interessen von 27 Staaten unter einen Hut zu bringen.



Bereichen Außenhandel, Landwirtschaft und Verkehr. 1958 folgte das erste Treffen der Europäischen Parlamentarischen Versammlung, der Vorläuferin des Europäischen Parlaments. Erster Präsident wurde Schuman, dem es den Namen „Vater Europas“ verlieh. Heute hat die Europäische Union (EU) 27 Mitgliedsländer mit rund 450 Millionen Menschen.

#### STREITEREIN IN DER FAMILIE GEHÖREN DAZU

Es ist keine leichte Aufgabe, die Interessen von 27 Staaten unter einen Hut zu bringen und effiziente Entscheidungsprozesse zu definieren. Mit dem Vertrag von Nizza versuchte die EU zwar kurz vor der EU-Osterweiterung vorzusorgen und schaffte etwa die Einstimmigkeitsregel bei vielen Entscheidungen des Europarates ab. Doch bis heute verhindern Gerangel um Kompetenzen immer wieder, dass für die EU-Bürger durch mehr Europa Mehrwert entsteht.

Zwar herrscht ein weitgehender Konsens darüber, dass etwa die (ausschließliche) EU-Zuständigkeit für die Handelspolitik ein Gewinn für alle Mitgliedsstaaten ist. Allein die administrativen Kosten, wenn 27 EU-Mitgliedsstaaten individuell mit Drittstaaten über bilaterale Handelsverträge verhandeln würden, wären ungleich höher; ganz abgesehen von den Effizienzgewinnen einheitlicher Handelsstandards und einer verbesserten Verhandlungsposition eines so breiten Staatenverbunds – für sich genommen sind die einzelnen EU-Staaten im geopolitischen Wettstreit zwischen China und den USA vermutlich kaum mehr als ein Spielball.

In Bereichen hingegen, in denen die EU und die Mitgliedsländer über eine geteilte Zuständigkeit verfügen, ist die Sachlage oft weniger eindeutig. Statt sich hier auf den Mehrwert für Europa zu konzentrieren, bedeutet mehr Europa oft mehr Zentralisierung, unabhängig vom Nutzen. In manchen Fällen kann diese sogar „sachwidrig“ sein. Ein Beispiel dafür ist das „Spiel über Bande“: Kann sich etwa das spanische Umweltministerium mit einem Regulierungsvorhaben auf nationaler Ebene nicht gegen das Arbeitsministerium durchsetzen, könnte es die Europäische Kommission ermutigen, dieses Vorhaben auf

EU-Ebene – und damit für alle Mitgliedsstaaten – umzusetzen. Hat der Gesetzesvorschlag erst mal das Europäische Parlament durchlaufen, benötigt das Regulierungsvorhaben nur noch die Zustimmung der Fachminister der Mitgliedsstaaten; also in diesem Beispiel der Umweltminister. Eine resortübergreifende Einigung auf nationaler Ebene bleibt aus.

Beliebt sind auch „Paketlösungen“, die helfen sollen, wenn die Positionen der EU-Mitgliedsstaaten in einem konkreten Gesetzgebungsverfahren nicht zusammengebracht werden können. Wer ein Vorhaben ablehnt, dem können Zugeständnisse bei anderen Gesetzgebungsverfahren gemacht werden, um nötige Mehrheiten doch noch zu erhalten. Sachfragen werden hier also oft hinter die Kompromisse gestellt.

Daher besteht im politischen Alltag der EU zweifelsfrei ein gewisser Optimierungsbedarf. Nicht jede Entscheidung ist zwingend sachdienlich und im besten Interesse aller Europäer. Fallbeispiele wie das Begriffsverbot des „Veggie-Burgers“ nähren Befürchtungen einer Überregulierung. Zur Wahrheit gehört aber auch, dass derartige Auseinandersetzungen kein rein europäisches Phänomen sind, sondern sich ebenso auf nationaler Ebene abspielen. Davon zeugen zunehmend zerstörte Parteienlandschaften in zahlreichen Mitgliedsstaaten. Insofern dürften (europäische) Streitereien auch künftig Bestandteil einer gelebten Demokratie bleiben, wenngleich der Prozess der politischen Willensbildung oftmals kein einfacher ist. Abseits der Alltagsherausforderungen gibt es glücklicherweise zahlreiche positive Aspekte – auch aus deutscher Sicht.

#### KEIN NULLSUMMENSPIEL

Bereits der Blick auf die EU-Historie zeigt deutlich: Eine EU-Mitgliedschaft ist kein Nullsummenspiel. Vielmehr war und ist die Zielsetzung der EU, einen Rahmen zu schaffen, von dem alle Europäer profitieren. So hat die Verzahnung ehemaliger Feinde wesentlich dazu beigetragen, dass große Teile Europas mittlerweile auf eine 80 Jahre andauernde Ära des Friedens zurückblicken können. Nicht umsonst wurde die EU im Jahr 2012 zur Friedensnobelpreisträgerin gekürt. Bereits der gesellschaftliche

Wert einer so langen Friedensperiode relativiert die Kosten etwaiger deutscher Beitragszahlungen an die EU spürbar.

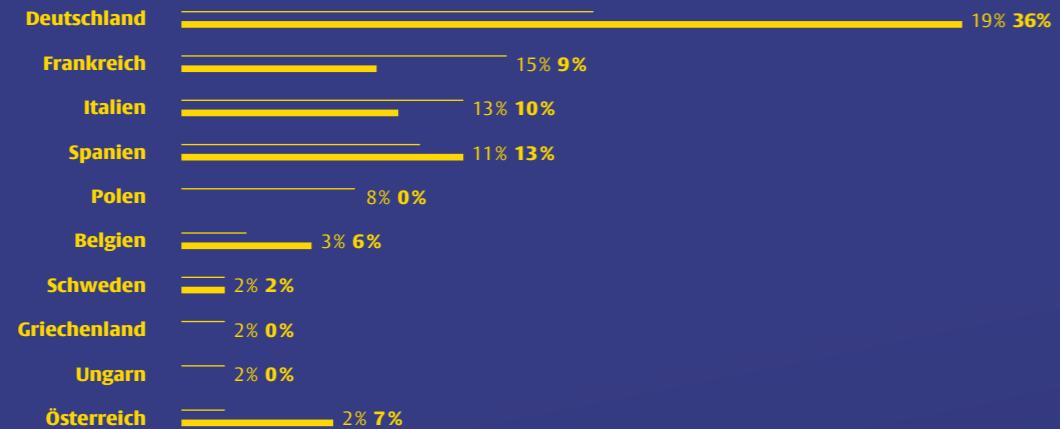
Auch aus ökonomischen Gesichtspunkten gibt es gute Argumente für eine EU-Mitgliedschaft. Nicht nur weil die betragsmäßigen großen Beiträge Deutschlands in Perspektive zu setzen sind. So lag die Belastung Deutschlands infolge der EU-Zahlungen im Jahr 2024 bei lediglich etwa 0,4 Prozent des Bruttonationaleinkommens. Zudem übersieht der einseitige Fokus auf Nettozahlungen die Kohäsionspolitik als Ziel der EU. Das bedeutet, der wirtschaftliche und soziale Zusammenhalt der Gemeinschaft soll gestärkt werden, indem Ungleichheiten im Entwicklungsniveau abgebaut werden.

Daneben resultieren auch zahlreiche unmittelbare wirtschaftliche Vorteile aus einer EU-Mitgliedschaft. Ein riesiger Binnenmarkt mit freiem Waren-, Dienstleistungs-, Personen- und Kapitalverkehr ist entstanden. Etwa 60 Prozent ihres internationalen Warenhandels wickeln die Mitgliedsstaaten untereinander ab. Auch Deutschland profitiert von diesem regen Handel. Nach Angaben des Statistischen Bundesamts hängt hierzulande annähernd jeder vierte Arbeitsplatz vom Export ab.

#### VIELE GEWINNER

Aus Sicht der Verbraucherinnen und Verbraucher gehören beispielsweise niedrigere Preise und eine größere Produktauswahl zu den wesentlichen Vorteilen des Binnenmarkts: Da es zwischen den EU-Ländern keine Handelszölle oder andere Hindernisse gibt, können Unternehmen ihre Produkte und Dienstleistungen ohne zusätzliche Kosten über die Landesgrenzen hinweg anbieten, was zu einer wettbewerbsfähigeren Preisgestaltung führt.

Und sogar die in der persönlichen Wahrnehmung vieler so unliebsame EU-Regulierung hält nicht nur Schattenseiten für Verbraucher bereit. Ganz im Gegenteil – so hat die EU etwa konkret dazu beigetragen, das Leben vieler Bürgerinnen und Bürger in vielen Situationen zu vereinfachen. Dazu gehört etwa die Europäische Krankenversicherungskarte, mit der →



Grafik 2  
Die Arbeit erledigt sich nicht von allein  
Deutschland gehört zu den Hauptprofiteuren der EU-Arbeitsmigration

— Anteil an der gesamten EU-Bevölkerung in 2024  
— Anteil der im EU-Ausland erwerbstätigen EU-Bürger in 2024\*

\* Beispiel: In Deutschland arbeiteten im Jahr 2024 knapp 2,6 Millionen Personen aus einem anderen EU-Mitgliedstaat, während EU-weit insgesamt fast 7,3 Millionen EU-Bürger im EU-Ausland erwerbstätig waren.  
Damit waren rund 36 Prozent (2,6/7,3) aller im EU-Ausland erwerbstätigen EU-Bürger in Deutschland beschäftigt.

Quelle: Eurostat, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

EU-Bürger bei vorübergehenden Aufenthalten im EU-Ausland Zugang zu denselben medizinisch erforderlichen, staatlichen Gesundheitsdienstleistungen erhalten, die auch für die Bürger des jeweiligen EU-Landes gelten. Aus Verbrauchersicht vorteilhaft sind darüber hinaus die Abschaffung der Roaminggebühren oder die Vorschriften zu einem einheitlichen Ladegerät für Mobiltelefone und andere elektronische Geräte, um nur einige, ganz praktische Beispiele zu nennen.

Auf Ebene der Unternehmen liegen die Vorteile des EU-Binnenmarkts etwa in einem größeren Absatzmarkt, wobei höhere Absatzvolumina obendrein zu Effizienzgewinnen und somit zu einer steigenden internationalen Wettbewerbsfähigkeit beitragen können. Zudem ist die Personenfreizügigkeit innerhalb der EU nicht nur ein Gewinn hinsichtlich der persönlichen Freiheit der EU-Bürger. Sie spielt auch eine

wesentliche Rolle bei der Gewinnung von Arbeitskräften. Das gilt insbesondere für Deutschland, wo nach Angaben von Eurostat Ende 2024 2,6 Millionen Personen aus dem EU-Ausland beschäftigt waren – doppelt so viele wie zu Beginn der Datenerhebung im Jahr 2002.

So gesehen gehört Deutschland aktuell zu den Hauptprofiteuren der Personenfreizügigkeit. Denn 36 Prozent aller EU-Bürger, die 2024 in einem anderen EU-Land einer Arbeit nachgingen, ohne die dortige Staatsbürgerschaft zu besitzen, gingen nach Deutschland. Zum Vergleich: Deutschland beheimatet gerade einmal knapp 19 Prozent aller EU-Bürger (vgl. Grafik 2). Damit profitiert die Bundesrepublik weit überproportional von der Arbeitsmigration innerhalb der EU. Allein der damit verbundene ökonomische Mehrwert dürfte die jährlichen Beitragszahlungen Deutschlands an

die EU wieder einspielen. Angesichts der demografischen Herausforderungen in Deutschland braucht es auch nicht viel Vorstellungskraft, um festzustellen, dass Deutschlands Wirtschaft ohne fleißige Hände und kluge Köpfe aus anderen EU-Staaten deutlich schlechter dastehen würde.

#### MEHR EUROPA WAGEN

Die erheblichen finanziellen Beiträge Deutschlands machen den deutschen Nutzen einer EU-Mitgliedschaft zwar erklärenswertiger. Zur Einbahnstraße macht das die EU aber kaum – zumindest zu keiner, die sich primär über einseitige Zahlungsströme definiert. Denn sogar aus deutscher Sicht dürften die ökonomischen Vorteile einer EU-Mitgliedschaft die jährlichen Beitragszahlungen problemlos überwiegen – egal ob mit Blick auf die exportorientierte Wirtschaftsstruktur oder hinsichtlich der aus deutscher Sicht günstigen EU-Arbeitsmigration. Fingerspitzengefühl ist dennoch ratsam, wenn die Zahlungslast immer wieder von denselben Staaten geleistet wird.

Bei allen Tücken, die die Bürokratie auf europäischer Ebene darüber hinaus bieten kann: Angesichts der schwierigen Regierungsverhältnisse in zahlreichen Mitgliedsstaaten wäre es fatal, Herausforderungen im politischen Tagesgeschäft allzu sehr auf die europäische Ebene zu projizieren. Nichtsdestotrotz setzt eine erfolgreiche länderübergreifende Zusammenarbeit auch eine gemeinsame Zielsetzung voraus. Die hat die EU in wesentlichen Bereichen: Der Krieg in der Ukraine hat der Weltgemeinschaft auf erschütternde Weise die Bedeutung eines friedlichen Europas vor Augen geführt. Der Zollkonflikt mit den USA zeigte einmal mehr, wie wichtig eine koordinierte Zusammenarbeit der EU ist.

Vielleicht ist die Europäische Union also doch eine Einbahnstraße – eine, die zu Beginn der Europäischen Integration der gemeinsame Wunsch nach Frieden und Wohlstand für die Europäer eint. Aufgaben wie die Verteidigung der demokratischen und freiheitlichen Grundordnung kann kein Mitgliedsstaat allein lösen. Auch in Zukunft braucht es daher gemeinsame europäische Antworten, die im Idealfall auch den Alltag der Europäer verbessern und ganz praktischen Nutzen bringen. ♦

Vielleicht ist die Europäische Union also doch eine Einbahnstraße – eine, die der gemeinsame Wunsch nach Frieden und Wohlstand für die Europäer eint.



# DIE WAHRHEIT LIEGT IN DER

MITTE

von Philipp Vorndran

Extrempositionen scheinen immer beliebter.  
Das gilt für die Politik, mitunter auch  
für die Anlagestrategie. Beides ist gefährlich!

Wir haben im vergangenen Jahr viel über die (neue) US-Regierung gesprochen und geschrieben, über den (neuen-alten) Präsidenten Donald Trump. Dessen völlig erratischen Politikstil, seine hanebüchenen Zölle. Über die andauernden Drohungen und Beleidigungen gegenüber der US-Notenbank Federal Reserve und den Chef dieser altehrwürdigen, immer noch unabhängigen Institution, Jerome Powell.

## WIR HABEN DABEI DEFINITIV NICHT AN KRITIK GESPART!

Donald Trump ist nicht der Präsident, den wir uns für das Weiße Haus, für die USA und die Welt gewünscht hatten. So wie die meisten anderen Europäer auch nicht, insbesondere die heimischen Medien, wenngleich er ihnen die absurdsten Geschichten am Fließband liefert.

## „BEKOMMEN, WAS SIE VERDIENT HABEN ...“

Trump ist der ihnen willkommene, den Untiefen eines schlechten Hollywood-Drehbuchs entsprungene Bösewicht. Vielen gilt er als Zerstörer der Demokratie in den USA – als jemand, dem der Rest der Welt völlig egal ist, insbesondere Europa. Und die (Subtext: dämmlichen) Amerikaner? Die hätten vermutlich bekommen, was sie verdienten; so ist es zumindest an der ein oder anderen Stelle zu lesen gewesen ...

Ich muss gestehen, ich möchte diese überhebliche – wie ich finde: „typisch deutsche“ – Haltung noch nie. Dieses Oberlehrerhafte, mit dem Finger zeigende. Trump ist Trump. Und die Amerikaner haben ihn aus den unterschiedlichsten Gründen gewählt. Wer sind wir, dass wir uns anmaßen, die Amerikaner für ihre Wahl zu kritisieren, ohne mit ihnen gesprochen zu haben?

Meine Kollegen Stephan Fritz, Thomas Lehr und ich haben uns deshalb im vergangenen Herbst nach Washington D. C. aufgemacht, um zumindest einen winzig kleinen Eindruck zu bekommen von dem, was die US-Amerikaner über ihr Land, die Demokratie und die Trump-Regierung denken – wohl wissend, dass unsere Erkenntnisse vor allem anekdotisch sein und bei Weitem nicht ausreichen würden, um ein umfassendes Bild von der US-Gesellschaft zu bekommen.

Nichtsdestotrotz wollten wir schauen, ob die USA tatsächlich kurz vor einem Bürgerkrieg stehen, so wie es diverse Videos in den sozialen Netzwerken uns glauben machen wollen. Die Antwort darauf fällt weit weniger spektakulär aus, als sich das manch „Katastrophen-News-Junkie“ vermutlich gewünscht hätte.

## UNERSCHÜTTERLICHES VERTRAUEN

Wir sind ohne Probleme ein- und ausgereist. Dank der Segnungen der

Digitalisierung, der kostenlosen Einreise-App („MPC“), lief das im Übrigen schneller als jemals zuvor. Uns wurde auch nicht vorgehalten, den Präsidenten in den vergangenen Monaten in ungebührlicher Weise kritisiert zu haben. Wir wurden nicht verhört, nicht schikaniert oder gar festgehalten, ganz im Gegenteil. Die Amerikaner waren sehr freundlich zu uns drei besserwissenden Deutschen. Wir haben die Zeit in Washington genutzt, um sehr viel zu reden. Mit Studenten, Stahlarbeitern, mit (urlaubenden) Farmern oder Nationalgardisten. Sie alle haben uns glaubhaft vermittelt, dass das Ende der USA, so wie wir sie kennen und mögen, noch lange nicht gekommen sei.

Stattdessen haben sie ein unerschütterliches Vertrauen in die Zukunft ihres Landes ausgestrahlt – in die ökonomische Leistungskraft und allem voran in die Demokratie. Trump wird als einer von vielen Präsidenten gesehen und wahrgenommen, wenngleich deutlich schräger, schriller und damit polarisierender, zugegeben; ihm werden aber mindestens noch so viele Präsidenten folgen, wie ihm vorangegangen sind – das denken die Amerikaner. Trump ist kein Messias, auch kein Totengräber. Zumindest ist das unser Stimmungsbild aus Washington gewesen, wohl wissend, dass es sicherlich nicht repräsentativ ist für die gesamten USA.

→

Nichtdestotrotz würde ich es als eine „wohltuende Distanz“ beschreiben, die wir dort wahrnehmen durften, als Sachlichkeit.

Alle, die wir gesprochen haben, ganz gleich ob Demokraten oder Republikaner, sehen innerhalb der Gesellschaft mehr Verbindendes als Trennendes, verbunden mit dem Wunsch, das Verbindende zu stärken. „Ganz gleich, was passiert, wir sind alle Amerikaner“, hat einer zu uns gesagt ...

Interessant war im Übrigen für uns, dass die meisten Diskussionen mit einem Kommentar zu Deutschland endeten, der sich in der Regel ähnelte – sinngemäß: „Leute, ihr macht euch sehr viele Gedanken zu und über Amerika, schaut doch besser, was bei euch daheim los ist – und regelt das!“ Sie haben nicht ganz Unrecht, würde ich behaupten. Wenngleich auch diese Perspektive mitunter schief ist.

#### NICHT ALLES GLAUBEN ...

So hat uns einer der Gesprächspartner ein kurzes YouTube-Video gezeigt, in dem Hunderte junge, scheinbar aggressive und alkoholisierte Männer Parolen größen – „Send them out, send them out!“. Unser amerikanischer Freund deutete das als eindeutig ausländerfeindlich – „schmeißt sie raus!“ Die Deutschen – einmal Nazis, immer Nazis ...

In Wahrheit handelte es sich aber nicht um deutschen Mob von Ausländerfeinden, sondern um Fußballfans, die sich auf das Hamburger Derby (HSV – St. Pauli 0:2) eingestimmt haben. Und gerufen haben sie nicht „Send them out!“, sondern HSV, HSV ...

Worauf ich hinauswill: Desinformation ist ein mächtiges Instrument. Umso wichtiger ist es, sich ein eigenes Bild zu machen – und sich nicht allein auf die Inhalte irgendwelcher Videos in den sozialen Netzwerken zu verlassen. Auf die mitunter manipulierenden Meinungen Dritter. Sich nicht hereinziehen zu lassen in die Filterblasen der Hetzer und Polarisierer. Das gilt für Amerikaner und Europäer gleichermaßen!

In Tagen wie diesen haben Extrempositionen Konjunktur – leider! Weil es nicht sonderlich schwer ist, sie zu vertreten, zumindest politisch. Schuld sind im Zweifel immer die anderen, natürlich, wer auch sonst?! Was es stattdessen braucht, ist Ausgleich, und zwar mehr denn je. Mut zur Mitte, wenn man so will. Denn dort liegt gewöhnlich die Wahrheit. Einmal tief durchatmen! ♦

Extrempositionen dagegen schaden. Das gilt für Politik und Gesellschaft; und letztlich gilt es auch für die Geldanlage.

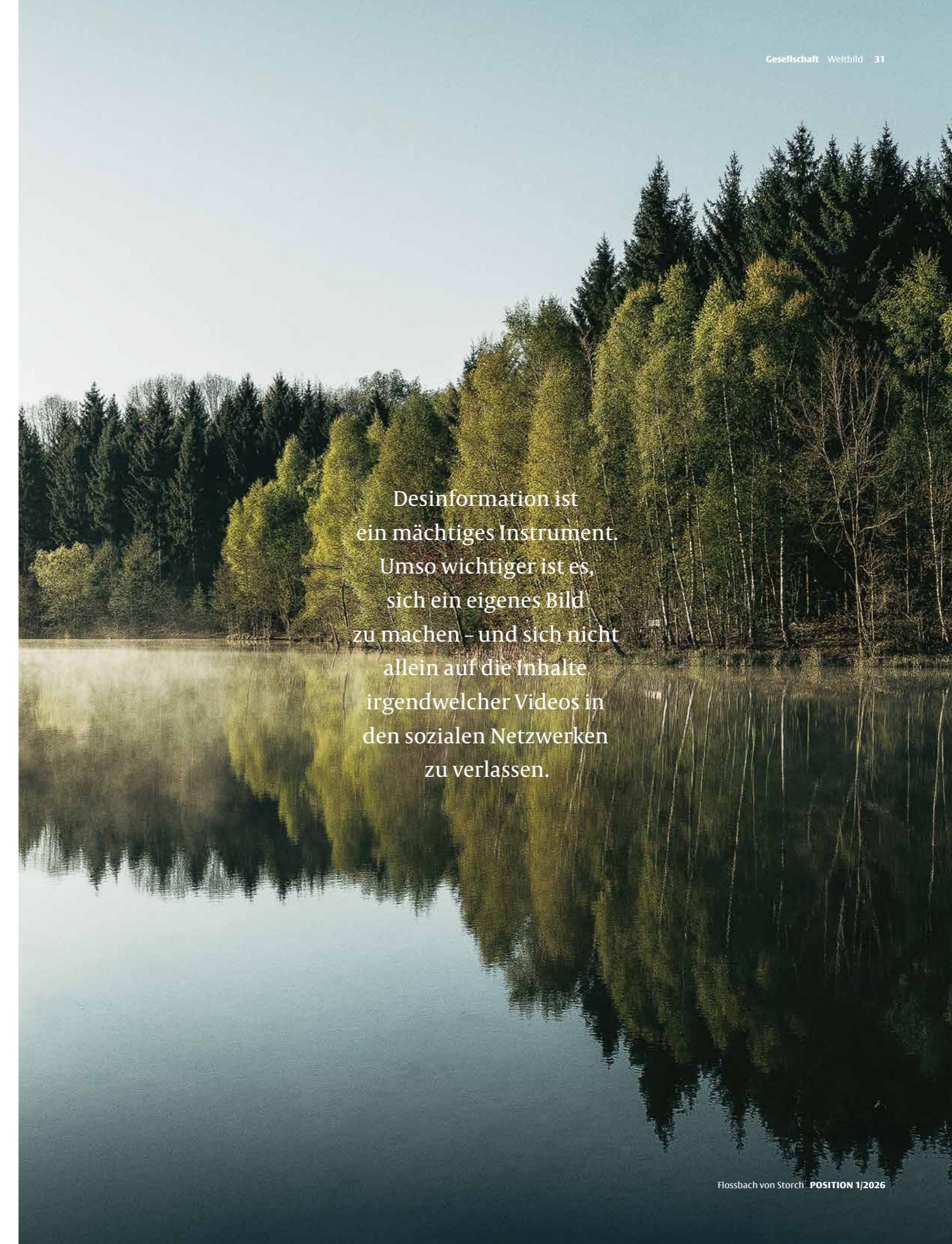
#### IMMER NUR MOMENTAUFNAHMEN

Wer heute beispielsweise glaubt, sein gesamtes Vermögen in die großen Techaktien stecken zu müssen, weil die Künstliche Intelligenz (KI) den schnellen Reichtum für Anleger bedeutet, mag für den Moment recht haben. Aber wird er auch recht behalten – langfristig? Fragen Sie die unzähligen Internetinvestoren aus der New-Economy-Zeit ...

Die Börse bietet immer nur Momentaufnahmen, in Summe sind es unendlich viele. Umso wichtiger ist es, ein Vermögen breit aufzustellen. Und auch in Unternehmen zu investieren, die zwar wenig(er) Fantasie bieten, dafür aber relativ verlässliche Ertragsperspektiven. Das mag langweilig klingen. Und es mag für den Moment Performance kosten. Aber langweilig ist bezogen auf das langfristige Thema Geldanlage nicht das allerschlechteste Attribut.

Die Mitte, der Ausgleich erfordern vor allem eines: Geduld. Als jemand, der sich seit Jahrzehnten mit den Kapitalmärkten beschäftigt und politisch engagiert, meine ich behaupten zu können: Geduld zahlt sich in den allermeisten Fällen aus! ♦

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



Desinformation ist ein mächtiges Instrument. Umso wichtiger ist es, sich ein eigenes Bild zu machen – und sich nicht allein auf die Inhalte irgendwelcher Videos in den sozialen Netzwerken zu verlassen.

# DER SPANIEN BOOM

Während Deutschlands Wirtschaft seit sechs Jahren stagniert, hat Spanien ein beneidenswertes Wirtschaftswachstum erlebt. Die Hintergründe.



von Pablo Duarte

Seit dem zweiten Quartal 2019 bis heute ist das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) um null Prozent gewachsen. In anderen Volkswirtschaften der Eurozone ist das anders; insbesondere Spanien hat ein beneidenswertes Wirtschaftswachstum erlebt.

Inflationsbereinigt liegt dort das BIP um immerhin elf Prozent höher als vor der Corona-Krise. Zwar wuchs die US-Wirtschaft noch etwas stärker, doch Eurozone und Deutschland blieben deutlich hinter Spanien (vgl. Grafik 1).

Was aber macht Spanien wirtschaftlich erfolgreicher als Deutschland? – Auf den ersten Blick wirkt die Entwicklung wie die Erfüllung eines alten Euro-Versprechens: Die Lebensstandards der Länder der Währungsunion gleichen sich an. Tatsächlich ist der Unterschied beim Pro-Kopf-Einkommen zwischen Deutschland und Spanien deutlich geschrumpft. Verdienten die Spanier, pro Jahr

gerechnet, im Jahr 2020 im Mittel 18.000 Euro weniger, sind es derzeit noch rund 15.000 Euro weniger. Aber das dürfte eher eine Folge als eine Ursache des jüngsten Booms sein.

Gab es also ein spanisches Produktivitätswunder? – Kaum: Die Arbeitsproduktivität, gemessen als BIP pro Erwerbs-

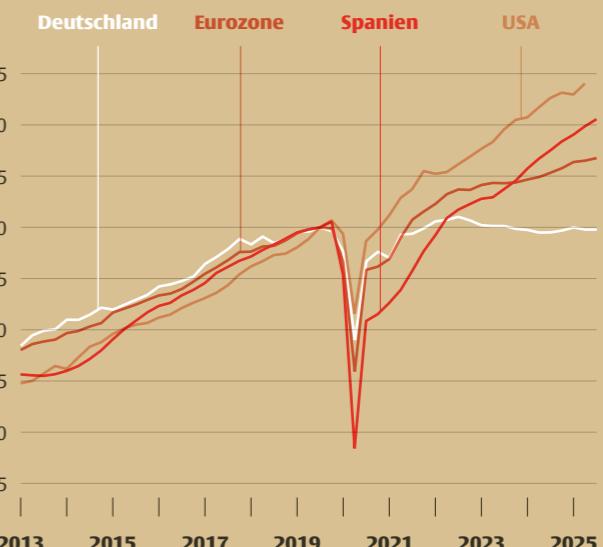
tätigen, ist in Spanien seit 2012 mit drei Prozent nur wenig stärker gestiegen als in Deutschland mit zwei Prozent. In den USA legte die Produktivität im gleichen Zeitraum hingegen um 19 Prozent zu.

**VORTEILE  
VOR ALLEM  
DURCH GELUNGENE  
EINWANDERUNG ...**

Deutlich stärker gestiegen als in Deutschland ist in Spanien jedoch die Zahl der Erwerbstätigen. Dabei liegt die Geburtenrate pro Frau in Spanien im statistischen Durchschnitt bei 1,12, in Deutschland fällt sie mit 1,35 sogar etwas höher aus.

Dennoch ist Spaniens Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, also alle Personen zwischen 15 und 64 Jahren, seit 2021 um insgesamt 1,2 Millionen gewachsen; die Anzahl der Erwerbstätigen stieg sogar um 2,4 Millionen auf 22 Millionen. In Deutschland hat sich das Arbeitskräftepotenzial im gleichen

Zeitraum um etwa 800.000 Personen erweitert. Letzteres erfolgte schlagartig nach dem Kriegsausbruch in der Ukraine anno 2022. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg bei uns um 1,6 Millionen auf 46 Millionen. Der Zuwachs bei den Erwerbstätigen lag also in Spanien seit 2021 bei etwa zwölf Prozent, in Deutschland waren es nur vier Prozent. →



**Grafik 1**  
**Spanien hängt Deutschland ab**  
Vergleich der realen Bruttoinlandsprodukte  
(indexiert: 2. Quartal 2019 = 100)

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute,  
Macrobond, Destatis, INE, Eurostat, BEA,  
Daten per Ende des dritten Quartals 2025

Obwohl der Ausländeranteil an der Gesamtbevölkerung in Deutschland mit 14,7 Prozent sogar höher ausfällt als in Spanien mit 13,8 Prozent, ist der Anteil der Ausländer an den Erwerbspersonen in Spanien mit 16,1 Prozent gegenüber 15,3 Prozent in Deutschland höher. Die kulturelle und sprachliche Nähe zu Lateinamerika, woher die Mehrzahl der Einwanderer stammt, hilft zudem Reibungsverluste bei der Integration zu minimieren.

Zumal das großzügige Sozialsystem Deutschlands die Integration der Zuwanderer in den Arbeitsmarkt verzögert. In Spanien wird deutlich weniger Sozialhilfe angeboten. Dafür wird Arbeit auf dem informellen Arbeitsmarkt geduldet – und nach zwei Jahren sogar eine Legalisierung in Aussicht gestellt.

### ... UND TRANSFER-ZAHLUNGEN AUS DER EU

Ein zweiter Faktor für den spanischen Boom ist Geld aus Brüssel. Die Staatsausgaben in Spanien erhalten massiven Rückenwind durch Transfers der Europäischen Union (EU). Vor der Corona-Krise lagen diese bei einem Prozent des BIP. Schon damals fielen sie für Spanien höher aus als für Deutschland, wo sie 0,3 bis 0,4 Prozent erreichten. Doch nach Covid und dem „Wiederaufbaufonds“ der EU, der im Februar 2021 ins Leben

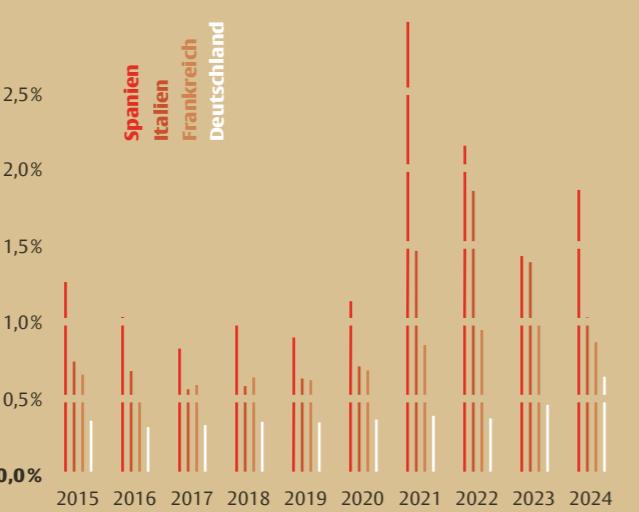
gerufen wurde, und dem später folgenden NextGeneration-EU-Programm änderte sich das. Allein der Wiederaufbaufonds sieht Zuschüsse und Kredite für Spanien in Höhe von 163 Milliarden Euro vor. Und so summierten sich beispielsweise 2024 die Zuflüsse aus Brüssel für Madrid bereits auf zwei Prozent

des spanischen BIP, während Deutschland lediglich einen Zuschuss von 0,6 Prozent erhielt.

Addiert man zum EU-Transfer das staatliche Defizit von jeweils 2,8 Prozent in beiden Ländern, dann bekam die spanische Wirtschaft anno 2024 einen fiskalischen Impuls von insgesamt fast fünf Prozent des BIP. In Deutschland blieb der Impuls hingegen deutlich niedriger. Ein Teil des spanischen Wachstums ist also importierte Nachfrage, finanziert durch europäische Transfers.

Während Spanien also boomt, steckt Deutschland in der Krise. Das spanische „Wirtschaftswunder“ basiert dabei einerseits auf massiven EU-Finanzspritzen.

Hilfreich ist aber auch die gelungene Integration von Zuwanderern in den Arbeitsmarkt. Die Duldung informeller Arbeit und die Aussicht auf Legalisierung bieten Zuwanderern offenbar stärkere Anreize, sich am Arbeitsmarkt zu beteiligen. ♦



**Grafik 2**  
**Hohe EU-Transfers an Spanien**

EU-Zahlungen in Prozent des BIP der Empfängerländer

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Europäische Kommission, Daten per Ende 2024

Pablo Duarte ist Research Analyst beim Flossbach von Storch Research Institute.



**Während Spanien boomt, steckt Deutschland in der Krise.**

von Shenwei Li



# MAIL AUS S H A N G H A I

Wirtschaftsmotor, Supermarkt, Parteidiktatur. Wer sich für globale Trends interessiert, der blickt nach China. Die Analystin Shenwei Li berichtet von ihren Erfahrungen – subjektiv, aus dem Blickwinkel einer Chinesin. Diesmal geht es um die Folgen des Preisverfalls für Immobilieneigentümer.

Normalerweise benötigt bei uns derjenige einen Bankkredit, der eine Wohnung kaufen will. Doch bemühen sich nun immer öfter auch Verkäufer darum. Werden doch nach drei Jahren Preiskorrektur auf unserem Immobilienmarkt, je nach Region, inzwischen wieder Niveaus von 2018 respektive 2016 erreicht – selbst in Shanghai. Viele Menschen, die sich von ihren Wohnungen trennen wollen, müssen nun feststellen, dass die realisierbaren Verkaufserlöse nicht ausreichen, um ausstehende Hypotheken zu tilgen. Wer den Verkauf dennoch durchziehen will oder muss, braucht für die verbliebenen Verbindlichkeiten in der Regel einen neuen Kredit.

Besonders betroffen sind vor allem jene, die Wohnungen zum Höhepunkt des Immobilienbooms, also zwischen 2020 und 2023, gekauft und mit Hypothekendarlehen finanziert haben. Laut Statistikamt kostete Anfang 2018 ein Quadratmeter neugebauter Wohnraum im Durchschnitt 8.307 Renminbi, Mitte 2023 waren es 12.497 Renminbi, also 50 Prozent mehr. Bei einer Eigenkapitalquote von jeweils 30 Prozent haben Käufer also für dieselbe Quadratmeterzahl immer höhere Hypotheken aufnehmen müssen.

## DIE NOT WÄCHST

Weil sich jedoch zusätzlich die ökonomische Lage bei uns verschlechtert hat, musste auch so mancher Hypothekenkreditnehmer zwischenzeitlich eine Gehaltskürzung hinnehmen oder hat gar seinen Job verloren. Vor diesem Hintergrund bewirkten die Zinssenkungen von maximal sechs Prozent im Jahr 2023 auf zuletzt etwa vier Prozent bei bestehenden Verträgen kaum eine Besserung.

Manche Kreditnehmer trifft die Erkenntnis, dass die aktuell realisierbaren Verkaufserlöse unter den verbleibenden Hypotheken liegen, besonders hart. Obwohl es für manche äußerst schwierig ist, Kredite weiter zu bedienen, verzichten sie auf einen Verkauf und tilgen unter enormen Mühen weiter. Andere ziehen den Verkauf mithilfe von Banken durch. Einige werden von der Familie oder Freunden dabei unterstützt. Die Wahrscheinlichkeit, dass Verkäufer finanziell rasch wieder auf die Beine kommen, ist meist hoch, zumal die Kaltmiete in den Metropolen maximal ein bis zwei Prozent vom Kaufpreis beträgt; in „Low-Tier“-Städten – mit weniger Einwohnern und niedrigerem Durchschnittseinkommen – ist sie etwas höher.

## AUSFALLQUOTE HÖHER ALS GEDACHT?

Wie groß ist dieses Problem inzwischen? Ein mittlerweile wieder gelöschter Bericht des Research Institutes der Bank of China, veranschlagt den Anteil der Hypotheken, die wegen Zahlungsunfähigkeit der Kreditnehmer nicht mehr bedient werden („Ratio of NPL“), für das Jahr 2025 bei 3,7 Prozent. In manchen Low-Tier-Städten sollen es fünf Prozent sein. Zum Vergleich: Die „Ratio of NPL“ beziffert Geschäftsbanken offiziell bei nicht mehr als zwei Prozentpunkten.

Der Druck scheint für Banken jedenfalls hoch zu sein, möglichst wenige Ausfälle in der Bilanz verbuchen müssen. Daher bleiben sie mit Mahnungen und anderen Maßnahmen zurückhaltend. Immer mehr Hypothekennehmer halten daher Zahlungen auch ohne finanzielle Not zurück. Im schlimmsten Fall setzen die Geldhäuser solche Kreditnehmer wegen Zahlungsüberfälligkeit auf die schwarze Liste, und Betroffene können

dann etwa bei Reisen keine 1.-Klasse-Tickets oder 5-Sterne-Hotels mehr buchen. Nachteile, die verkraftbar scheinen.

## MANCHE BANKEN ERHÖHEN DEN DRUCK AUF DIE PREISE

Zudem versuchen kleinere Banken aus Low-Tier-Städten seit einiger Zeit verstärkt, Objekte von Kreditnehmern, die an sie verpfändet wurden, loszuwerden. Leider schreibt unser Bankgesetz dann einen Verkauf innerhalb von zwei Jahren vor. Folglich liegt bereits der Listing-Preis oft 20 bis 30 Prozent tiefer als der Marktpreis, was auf einem ohnehin schwachen Markt nicht ohne Folgen bleibt: Potenzielle Käufer verzögern Käufe, während potenzielle Verkäufer sich oft gezwungen fühlen, eigene Immobilien noch billiger zu bepreisen.

Leidtragende sind jene Kreditnehmer, die aufgrund von starkem finanziellem Druck verkaufen müssen – und erheblich weniger aus Verkäufen erlösen als geplant. Weil Banken ein ewiges Rückgriffsrecht auf das restliche private Vermögen haben, müssen diese Kreditnehmer selbst in schwierigsten Lagen und mit allen Mühen teure Hypothekenkredite weiter abbezahlen (ohne Refinanzierungsmöglichkeiten). So manchem wäre wohl mit einer Privatinsolvenz geholfen. Dann könnten diese Schuldner eine Zwangsvollstreckung beantragen und nach drei bis fünf Jahren mit harten Beschränkungen wieder einen frischen Anfang im Leben wagen. Doch bis heute gibt es keine landesweiten privaten Insolvenzverfahren in China. Nur in Shenzhen und Xiamen laufen Pilotprojekte.

Immerhin bleibt diesen Hypothekenkreditnehmern ein Vorteil: Wenn eine Wohnung wegen Zahlungsunfähigkeit von Banken zur Gerichtsauktion gebracht und dem Kreditnehmer das Eigentum entzogen wird, darf er weiter in dieser Wohnung wohnen. Denn in der Praxis unterstützen unsere Gerichte die Zwangsräumung nicht; zumindest nicht, wenn die Wohnung die einzige Unterkunft für den Kreditnehmer ist. ♦

shenwei Li ist Analystin in Shanghai.

„Es hat selten so viele  
**attraktiv bewertete Aktien**  
gegeben“

Bert Flossbach  
über den Hype um Künstliche Intelligenz (KI),  
die zwei Gesichter der Börse  
und eine Rally bei Edelmetallen.



## **Bevor wir uns dem Ausblick widmen – wie würden Sie 2025 beschreiben, in Kurzform?**

Ein turbulentes Jahr an den Kapitalmärkten, das von zwei Seiten bestimmt wurde, die kaum gegensätzlicher sein könnten – US-Präsident Donald Trump und Künstliche Intelligenz.

## **Was hat Sie am meisten überrascht?**

Die eigentlichen Performance-Stars waren nicht die oft genannten Techriesen, sondern Bank- und Rüstungsaktien, genauer gesagt europäische Bank- und Rüstungsaktien. Mit einem Plus von 91 Prozent konnten Bankaktien, inklusive der Bruttodividenden, ein historisch einzigartiges Anlagejahr verbuchen! Die Gewinne der Banken sind 2025 aber nur um rund acht Prozent gegenüber dem Vorjahr gestiegen.

## **Wie passt das zusammen?**

Die extreme Kursentwicklung ist in erster Linie auf die deutlich gestiegene Bewertung der Bankaktien zurückzuführen, die ein gestiegenes Vertrauen in die Qualität der Bankbilanzen reflektiert. So ist das Verhältnis von Börsenwert zu bilanziellem Eigenkapital im Jahresverlauf von 0,8 auf 1,36 gestiegen und hat damit das höchste Niveau seit Anfang 2008 erreicht!

## **Ist das Kurspotenzial damit ausgereizt?**

Das mag ich nicht beurteilen. Wir halten uns bei Bankaktien aber seit jeher zurück. Eben weil es sehr schwierig ist, die Bilanzqualität und die langfristigen Ertragspotenziale einigermaßen verlässlich zu beurteilen. Dass wir dann in Rallyphasen nicht dabei sind, nehmen wir in Kauf.

## **Die meiste Aufmerksamkeit, mit Abstand, wurde dem Thema Künstliche Intelligenz zuteil und den Aktien der Unternehmen, die am meisten davon profitieren – wie ordnen Sie den Hype ein?**

Das Wort „vermeintlich“ müsste eigentlich vorangestellt werden.

## **Was meinen Sie?**

Vermeintlich profitieren. Noch weiß niemand, ob die Unternehmen, von denen derzeit alle glauben, sie seien die großen Gewinner des Investitionsrennens, es dann auch sein werden – langfristig sein werden. Die Geschichte hat uns gelehrt: Zweifel sind erlaubt. Kein Zweifel herrscht dagegen daran, dass das gigantisch erscheinende Chancenpotenzial eines faszinierenden Themas und ein fast klerikaler Glaube an den neuen Heilsbringer ein fruchtbare Nährboden sind für eine Börsenblase.

## **Würden Sie denn sagen, wir befinden uns bereits in einer neuen Börsenblase?**

Wir müssen unterscheiden zwischen der technologischen Neuerung einerseits und dem Investitionsverhalten von Unternehmen und Anlegern andererseits.

## **Das müssen Sie erläutern.**

Die Entwicklung der Künstlichen Intelligenz ist keine Blase, genauso wenig wie das Internet eine Blase war. Im Gegenteil: Selten wurde das langfristige Potenzial einer Innovation so unterschätzt, wie es beim Internet zur Jahrtausendwende der Fall war. Wenn heute von der Dotcomblase die Rede ist, sind nicht zu hohe Erwartungen an das Internet gemeint, sondern an den wirtschaftlichen Erfolg der Unternehmen. Damals schürten marktschreierische Analysten und Investor-Relations-Abteilungen die Gier naiver Anleger und katapultierten fragwürdige Unternehmen ohne nachhaltige Geschäftsmodelle für kurze Zeit in den Börsenhimmel. Die eigentlichen Internetgewinner waren zu diesem Zeitpunkt oft noch nicht einmal gegründet.

## **An welche Unternehmen denken Sie?**

Nehmen Sie Alphabet, Meta, Uber oder Spotify. Andere hatten noch völlig andere Geschäftsmodelle, Apple oder Netflix beispielsweise. Als diese Unternehmen ihren Siegeszug antraten, waren die meisten Ikonen des Dotcombooms bereits von der Bildfläche verschwunden oder nur noch ein Schatten ihrer selbst. Es dauerte fast drei Jahre, bis die spekulative Luft

an der Technologie-Börse Nasdaq entwichen war. Es muss aber nicht die oft zitierte Gier sein, die einen Investitionsboom und eine Spekulationsblase kreiert.

## **Wie meinen Sie das?**

Auch die Sorge von Unternehmenschefs, dass ihr eigenes hochprofitables Geschäft durch ein anderes Unternehmen oder eine neue Technologie disruptiert wird, kann eine Investitionswelle in Gang setzen. Genau das passiert gerade. Für die Platzhirsche ist es sinnvoll, ihr hochprofitables Geschäft und die vielen Billionen US-Dollar Börsenwert zu schützen, indem sie selbst KI-Dienstleistungen anbieten oder gigantische Datacenter für Dritte betreiben. Die Lösung lautet: Lieber zu viel investieren als vom KI-Zug überrollt werden. Mark Zuckerberg, der Chef von Meta, hat es auf den Punkt gebracht, als er sagte: „Ein paar Hundert Milliarden Dollar in den Sand zu setzen wäre zwar schmerhaft. Das eigentliche Risiko liegt jedoch darin, aus Vorsicht gar nicht zu investieren.“

## **Also sind die gewaltigen Investitionen nicht zuletzt ein Schutzwall gegen die unliebsame Konkurrenz?**

So ist es. Und dennoch schüren Investitionen von mehreren hundert Milliarden Dollar in Datacenter und Chips zwangsläufig auch den Spekulationstrieb an der Börse.

## **Bei welchen Aktien ist der „Spekulationstrieb“ besonders groß?**

Vermutlich bei den Chipherstellern. Sie gelten als Hauptprotektoren der Investitionswelle. Allen voran Nvidia, mit einem Börsenwert von 4,5 Billionen US-Dollar derzeit das wertvollste Unternehmen der Welt. Dessen Anteil im MSCI World Index beträgt mittlerweile mehr als fünf Prozent! Selbst Broadcom, die Nummer zwei unter den Chipunternehmen, kommt auf eine Marktkapitalisierung von 1,7 Billionen US-Dollar.

## **Ist das Ende der Fahnenstange damit erreicht?**

Das muss es nicht. Je mehr und je länger die Kurse steigen, desto größer ist bei Anlegern der Schmerz, nicht dabei zu

sein und die Angst, zukünftig etwas zu verpassen. Diese Gemengelage ist die Rezeptur für Blasen an Finanzmärkten, die letztlich nichts anderes sind als irrational hohe Bewertungen. Wenn hiervon die Aktien der Börsenschwergewichte betroffen sind, ziehen diese auch den Gesamtmarkt mit – erst nach oben, dann nach unten. Das kann für Investoren, die in einen breiten Indexfonds investieren, um das Risiko zu streuen, zu schmerzhaften Überraschungen führen.

## **Sehen Sie Parallelen zur Dotcomblase?**

Jede Blase hat ihr eigenes Drehbuch.

## **Dann die Unterschiede ...**

Im Gegensatz zur Dotcomblase ist der aktuelle KI-Boom ökonomisch besser fundiert. Es wäre aber ein Novum in der Finanzgeschichte, wenn ein Investitionsboom, wie wir ihn derzeit erleben, ohne Kollateralschäden sanft und geräuschlos ausklingen würde. Börsenblasen platzen, wenn sich die hochgesteckten Erwartungen der Investoren als übertrieben erweisen. Das Platzen einer Blase kann schmerhaft und teuer werden. Der verfrühte Ausstieg aber auch, weil euphorische Anleger die Kurse noch weiter in die Höhe treiben.

## **Was können Anleger in diesem Umfeld nach vorne schauend vom Aktienmarkt erwarten?**

Vor einem Jahr hatten wir an dieser Stelle eine Dekade der Bescheidenheit in Aussicht gestellt, mit realistischen Renditeerwartungen von jährlich fünf bis maximal acht Prozent. 2025 sind die Unternehmensgewinne um etwa zehn Prozent gestiegen, und die Bewertung hat sich vom 21-Fachen der erzielten Gewinne auf das 22,5-Fache erhöht. Spielverderber war der US-Dollar – mit einem Minus von rund zwölf Prozent. Unter dem Strich ergab sich für den MSCI World Index ein Plus von 6,8 Prozent, in Euro gerechnet, das im Rahmen unserer langfristigen Erwartungen lag. Ähnlich hoch dürfte das Potenzial auch in den kommenden Jahren ausfallen.

## Worauf wird es im neuen Jahr besonders ankommen?

Nachdem 2025 die Abwertung des US-Dollar einen großen Einfluss auf die Wertentwicklung hatte, dürften 2026 die Gewinne der Unternehmen entscheidend sein. Legt man die Schätzungen der Analysten zugrunde, ergibt sich ein erwarteter Anstieg der Unternehmensgewinne von fast zwölf Prozent, bezogen auf die Unternehmen des S&P 500 Index. Ob das realistisch ist, hängt vor allem von der Geschäftsentwicklung der großen Technologie-Unternehmen ab, die gut 40 Prozent des Index ausmachen. Der zweite Faktor ist die Bewertung beziehungsweise der Gewinnmultiplikator. Für den US-Markt liegt dieser aktuell bei knapp 23 basierend auf den erwarteten Gewinnen. Legt man die Unternehmensgewinne der vergangenen zwölf Monate zugrunde, beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis sogar 25. Damit ist der US-Aktienmarkt derzeit historisch hoch bewertet, was nur mit der Aussicht auf langfristig stark steigende Gewinne zu rechtfertigen ist.

## Was passiert, wenn die hohen Erwartungen nicht erfüllt werden?

Dann dürfte das Bewertungsniveau fallen. Beides zugleich könnte sogar eine scharfe Korrektur auslösen. Bei der zukünftigen Gewinnentwicklung sollten wir nicht vergessen, dass eine massive Abschreibungswelle auf die vier Techgianten Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft zurollt. Legt man die vom Markt bis zum Jahr 2030 erwarteten Investitionsausgaben zugrunde, bedeutet das ab 2030 zusätzliche Abschreibungen von jährlich etwa 400 bis 500 Milliarden US-Dollar. Das ist in etwa so viel wie der heutige Gewinn dieser Unternehmen und entspricht in etwa 15 Prozent des operativen Gewinns aller S&P-500-Unternehmen! Hierbei noch nicht berücksichtigt sind Ausgaben in Form langfristiger Zahlungen für angemietete Datacenter.

## Wobei die Rechnung außer Acht lässt, dass die Investitionen auch Erträge „produzieren“ ...

Das ist richtig, wobei die ebenfalls gigantisch sein müssen, was keinesfalls sicher ist. Wir sollten die Anpassungsfähigkeit der genannten Unternehmen aber nicht unterschätzen.

## Wie meinen Sie das?

Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft verfügen über die finanzielle Stärke, ihre Ausgaben zügig zu reduzieren oder neu zu priorisieren. Es handelt sich um hochprofitable Unternehmen mit dominanten Marktpositionen und etablierten Geschäftsmodellen, deren Kerngeschäft auch ohne maximalen KI-Ausbau erhebliche Cashflows generiert. KI-Investitionen sind damit für sie kein Alles-oder-nichts-Spiel, sondern bieten strategische Optionalität. Das Kerngeschäft bliebe auch bei möglichen Fehlinvestitionen intakt. Das gilt aber nicht für alle Akteure in der KI-Wertschöpfungskette.

## Das klingt aber doch nicht nach Blasengefahr, oder?

Das Problem ist doch, dass viele Investoren beim Thema KI die Bewertungsfragen ausklammern und sich stattdessen auf Visionen konzentrieren. Das gilt selbst für Anleger, die dem Investitionsboom einerseits nicht trauen, andererseits aber das Momentum nutzen und solange tanzen möchten, wie die Musik spielt.

## Anders gefragt: Wo sehen Sie als Investor denn Anlagegelegenheiten?

Das Paradoxe am derzeitigen Börsenumfeld ist, dass es nach mehreren guten Börsenjahren und rekordhohen Indexständen selten so viele attraktiv bewertete Aktien gab wie zum Jahreswechsel 2025/2026. Die sehr gute Performance von KI-, Bank- und Rüstungsaktien hat die schwache Kurssentwicklung anderer Branchen oder Aktien verdeckt. Das gilt selbst für Titel aus dem Technologie-Bereich, etwa etablierte Anbieter von Unternehmenssoftware, die zuletzt eher unter dem KI-Boom gelitten hatten.

## Können Sie Beispiele nennen?

In defensiven Bereichen wie Basiskonsum, Gesundheit, Finanz- und IT-Dienstleistungen sind die Bewertungen teilweise deutlich gesunken. Das Chance-Risiko-Verhältnis hat sich verbessert, das heißt die Aktien sind attraktiver geworden. Wir haben einen Korb aus Unternehmen definiert, die über die vergangenen Jahre ein kontinuierliches

Gewinnwachstum von gut sieben Prozent aufweisen und derzeit auf dem niedrigsten Kurs-Gewinn-Verhältnis seit mehr als zehn Jahren handeln. Das Wachstumspotenzial dieser Unternehmen ist unspektakulär, die Risiken sind es allerdings auch. Anleger erhalten eine planbare Geschäftsentwicklung zu einem relativ günstigen Preis.

## Kräftig nach oben geklettert ist zuletzt auch der Goldpreis – wie bewerten Sie den Anstieg?

Man ist geneigt, ihn als mögliche Spekulationsblase einzurordnen, insbesondere den Anstieg des Silberpreises.

## Aber?

Der Silbermarkt ist der kleine, spekulative Bruder des Goldmarkts. Das tägliche Handelsvolumen ist nur ein Bruchteil so groß wie bei Gold, weshalb der Silberpreis mit geringerem Kapitaleinsatz stärker bewegt werden kann. In Aufwärtsphasen steigt er überproportional, in Korrekturen fällt er stärker als Gold. Dieses Muster war auch in den späten 1970er-Jahren und während der Rohstoffhause 2011 zu beobachten. Dass ein möglicher Rücksetzer in der Silbereuphorie auch den Goldpreis temporär belasten könnte, ist wahrscheinlich, zumal das Tempo des Goldpreisanstiegs zuletzt sehr hoch war. Die Anlagemotive, die für Gold sprechen, sind und bleiben aber intakt.

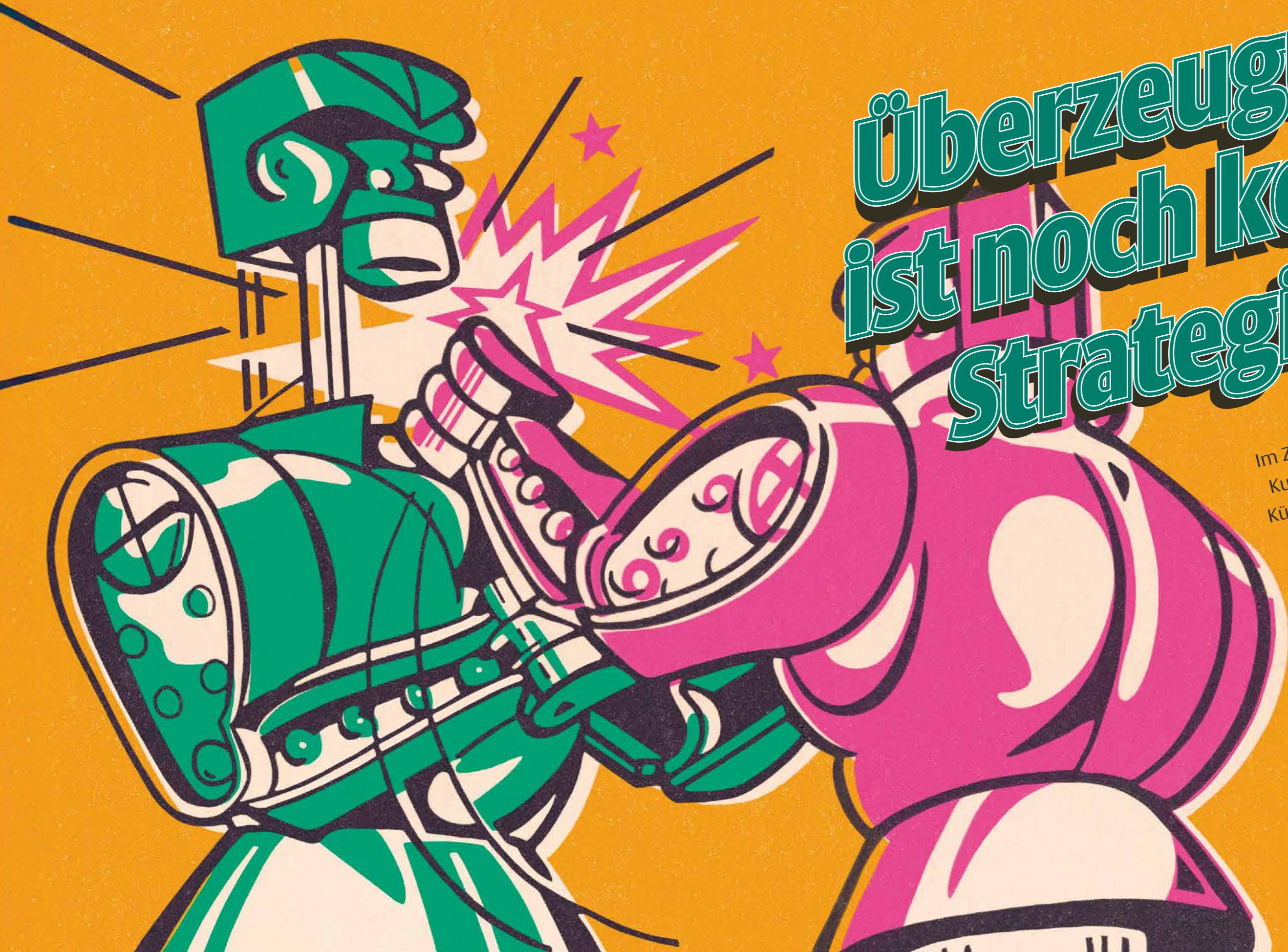
## Welche meinen Sie?

Steigende Staatsschulden, hohe Haushaltsdefizite, Fragezeichen hinter der Unabhängigkeit der US-Notenbank und Konfiskationsrisiken in den USA – all das lässt Gold nicht nur für ausländische Zentralbanken als sichere Alternative zu US-Staatsanleihen erscheinen.

## Vielen Dank für das Gespräch.

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

*„Es wäre ein Novum in der Finanzgeschichte, wenn ein Investitionsboom, wie wir ihn derzeit erleben, ohne Kollateralschäden sanft und geräuschlos ausklingen würde.“*



# Überzeugung ist noch keine Strategie

Im Zuge der anhaltenden  
Kursrally um das Thema  
Künstliche Intelligenz (KI)  
geraten bewährte  
Anlagegrundsätze leicht  
ins Kreuzfeuer der Kritik.  
Vorsicht!

von Thomas Lehr



**Die Kommentarspalten  
sind voll von Aussagen  
von meist sehr  
laut vorgetragenen  
Überzeugungen, die  
jedoch oft auf  
schnellen Urteilen  
und schmalem  
Wissen fußen.**

„Diversifikation ist ja schön und gut – aber wer heute noch breit streut, hat den Markt nicht verstanden. Die Musik spielt doch beim Thema Künstliche Intelligenz, Herr Lehr. Warum sind Sie nur so kritisch?“

Aussagen wie diese hören wir derzeit immer wieder. Sie werden meist voller Überzeugung vorgetragen, scheinen die Märkte den Fragestellern doch recht zu geben. Zumindest lag man mit einem sehr starken Technologiegewicht in den vergangenen Jahren fast nie daneben – eher gilt das Gegenteil: Die Entwicklung kann sich sehen lassen – vor allem auch im vergangenen Jahr. Und vorerst spricht wenig für ein unmittelbares Ende der KI-Rally. Ein breit diversifiziertes Portfolio wirkt derzeit dagegen unspektakulär. Es bleibt bei der Wertentwicklung zurück. Wie so oft in solchen Phasen.

Doch Fakt ist: Am Aktienmarkt dominiert in den USA und weltweit eine kleine Gruppe an großkapitalisierten US-Technologieunternehmen die Indexentwicklung. Von diesen wird erwartet, dass sie sich mithilfe von KI zum einen den wirtschaftlichen Unwägbarkeiten entziehen und zum anderen in Zukunft hohe Renditen auf ihre enormen Kapitalausgaben erwirtschaften können.

#### DAS RISIKO DER KLEINEN ZAHL

Hinzu kommen enge wechselseitige Beteiligungen und Geschäftsbeziehungen zwischen diesen Unternehmen. So stieg Ende November die Bewertung von Anthropic deutlich, nachdem bekannt wurde, dass Microsoft und Nvidia sich jeweils mit Milliardenbeträgen engagieren würden. Während KI-Modelle von Anthropic künftig in Microsofts Copilot-Produkte integriert werden sollen, verpflichtete sich das Start-up zu umfangreichen Cloud- und Infrastrukturaufnahmen. Dazu zählen Ausgaben in zweistelliger Milliardenhöhe für Rechenkapazitäten bei Microsoft sowie der Einsatz von Nvidia-Chips beim Ausbau der eigenen KI-Infrastruktur.

Solche gegenseitigen Beteiligungen mögen hier für die Unternehmen strategisch nachvollziehbar sein. Doch sie sind kein Einzelfall. Schon im September sorgte ein gemeinsames Auftrags- und Beteiligungskonstrukt von Nvidia, OpenAI und Oracle für heftige Kursbewegungen. Das stimmt nachdenklich. Könnten hier, ähnlich wie bei den Keiretsu-Strukturen in der Japan-Blase die Wachstumserwartungen so künstlich gestützt werden? Dies alles kann zwar für die Beteiligten profitabel enden. Doch es bestehen noch einmal erhöhte Risiken im Klumpenrisiko.

Ist also die Konzentration auf vermeintlich weiter erfolgreiche Technologieunternehmen im Portfolio auch langfristig der bessere Weg? Auf einer Technologiekonferenz in Italien lieferte Jeff Bezos, Gründer des US-Onlinehändlers und Cloudbetreibers Amazon, ein weiteres Argument dagegen. Die aktuelle Begeisterung rund um KI nannte er eine „Good Bubble“, also eine gute Blase. Im Gegensatz zu „Bad Bubbles“, die platzen und nichts hinterlassen – außer zerstörtem Kapital, verlorenem Vertrauen und wirtschaftlichem Schaden, fließe in einer „Good Bubble“ Kapital in neue Ideen, von denen viele scheitern würden, die Gesellschaft als Ganzes aber trotzdem profitieren werde. Selbst wenn also die Kurse von vielen KI-getriebenen Unternehmen irgendwann einbrechen dürften, würden also – wie schon im Falle der Internetblase – die Strukturen, die Innovationen, die Fortschritte bestehen bleiben.

#### DER SINN DER DIVERSIFIKATION

Nicht einmal die heute Besten der Branche können also heute die Gewinner von morgen kennen. Dies alles zeigt für uns Sinn und Logik der Diversifikation: So sind auch wir derzeit in große US-Technologieunternehmen investiert – aber nur zu einem gewissen Anteil. Wir sehen auch Chancen in anderen Bereichen – etwa bei manchen Konsumunternehmen, die der Markt derzeit links liegen lässt. Hier sind aus unserer Sicht Qualitätsunternehmen zu günstigen Bewertungen zu haben.

Zwei verschiedene Bereiche also, bei denen wir Chancen aus völlig unterschiedlichen Gründen sehen. Und weil zu dem nicht jede einzelne Anlage im Portfolio ihr Potenzial entfalten wird, ist unser Portfolio auch bei Einzeltiteln breit gestreut. Im Zusammenspiel entsteht ein stabiler, nachhaltiger Nutzen. Wer erkennt, dass genau dieses Gleichgewicht langfristig von Vorteil ist, versteht, warum Diversifikation kein Relikt aus vergangenen Zeiten sein kann.

#### ÜBERZEUGUNG IST NICHT ALLES

„Ein Grundübel unserer Zeit liegt darin, dass sich die Dummen ihrer Sache völlig sicher sind, während die Klugen zweifeln“, schrieb der britische Philosoph Bertrand Russell. Vor rund hundert Jahren wollte er damit kein Urteil über Intelligenz fällen, sondern über Haltung – also über den Unterschied zwischen Selbstgewissheit und Besonnenheit.

Heute scheint dieser Satz treffender denn je. Ob in der Politik, in Unternehmen, in Talkshows und, allen voran, in den sozialen Medien: Die Kommentarspalten sind voll von Aussagen von meist sehr laut vorgetragenen Überzeugungen, die jedoch oft auf schnellen Urteilen und schmalem Wissen fußen. In einer solchen Welt haben es die Vorsichtigeren von uns schwer.

Doch wer glaubt, den einen Trend gefunden zu haben, der die Kurse an Finanzmärkten nach oben treibt, mag kurzfristig belohnt werden. Doch langfristig fährt derjenige deutlich besser, der die Risiken kennt, als derjenige, der sie ignoriert. Auch an den Kapitalmärkten ist Überzeugung allein also kein Garant für Richtigkeit – und erst recht keine Strategie.

Und vielleicht liegt darin auch der wahre Wert der Diversifikation: Sie ist weniger ein Ausdruck von Unsicherheit als von Erfahrung; der Erfahrung, dass Gewissheit selten von Dauer ist. ◇

Thomas Lehr ist Partner bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

# DER KATER AM ENDE

von Kurt von Storch

Das Thema Künstliche Intelligenz treibt die Börsen an. Viele Anleger, insbesondere die etwas „Älteren“, fühlen sich an den Internethype zur Jahrtausendwende erinnert – zu Recht?

Geschichte wiederholt sich nicht – aber sie reimt sich zuweilen, heißt es. Die Verheißungen der Künstlichen Intelligenz (KI), gigantische Investitionen in ebendiese, der Boom der Techaktien – all das weckt Erinnerungen an die Dotcomblase vor rund 25 Jahren. Und deren Platzen ...

Technischer Fortschritt bewegt die Menschen, seit jeher. Er verändert unsere Arbeit. Er verändert unsere Konsumgewohnheiten. Ja, er verändert unser aller Leben. Er schafft neue Arbeitsplätze, andere dagegen bedroht er. Er verheißt Wachstum, aber eben nicht für alle Industriezweige, nicht für alle Branchen.

Die Börse spiegelt diese Perspektiven wider. All jene Unternehmen, die in Verdacht stehen, zu den Profiteuren des Innovationsschubs zu gehören, werden mit reichlich Vorschusslorbeeren bedacht. Ihre Aktienkurse steigen von einem Rekord zum nächsten.

Titel von Unternehmen, die nicht unmittelbar von den Neuerungen der Technik profitieren, werden dagegen links liegen gelassen – viel zu langweilig!

Genauso ist es dieser Tage. Die Aktien der großen US-Techkonzerne dominieren die Indizes, während Titel aus eher „defensiven“ Branchen, dem Konsum- oder Pharmasektor etwa, nahe ihrer Zehnjahres-Tiefs notieren. Die große Frage lautet: Wie lange währt die KI-Begeisterung an den Börsen?

Ich weiß es nicht.

Neue große Wachstumsfelder sind natürlich ein Magnet für Anleger. Es gibt aber keinen Boom, der nicht irgendwann in Übertreibung und schlussendlich in Tränen endet. Das war auch in der Interneteuphorie zur Jahrtausendwende so, obwohl in den folgenden Dekaden selbst die kühnsten Erwartungen weit übertroffen wurden. Viele der vermeintlichen Profiteure sind auf der Strecke geblieben, neue hinzugekommen. Und

selbst die Unternehmen, die heute noch „im Rennen“ sind, hatten zwischenzeitlich bis zu 90 Prozent ihres Börsenwerts eingebüßt. Die Aktie von Cisco zum Beispiel, einem der großen Internetprofiteure, hat erst kürzlich, nach 25 Jahren, den Höchststand aus dem Jahr 2000 wieder erreicht, wenngleich ohne Dividenden.

## NICHT ALLE KÖNNEN GEWINNEN

Im Grunde beantwortet das auch ein Stück weit die Frage, die wir dieser Tage häufig von unseren Kunden und Anlegern gestellt bekommen: Warum seid ihr mit euren Investments in die Technologie eher zurückhaltend? Ein Unternehmen wird meist konkret genannt. Warum nicht Nvidia?

Weil wir uns schlicht nicht zutrauen, dessen langfristige Ertragsperspektiven einigermaßen seriös einzuschätzen. Ja, Nvidia ist zweifellos ein hervorragendes Unternehmen, mit hervorragendem Management. Die jüngsten Unternehmenszahlen waren zudem beeindruckend – einmal mehr! Es gibt aber unseres Erachtens mehr Szenarien, in denen sich der Aktienkurs halbieren könnte, als dass er sich ein weiteres Mal verdoppelt.

Kein Sektor ist so disruptiv wie der Techsektor. Nirgendwo sonst werden die Gewinner von heute so schnell zu Verlierern von morgen. Für Nvidia muss das nicht gelten, kann es aber.

Die gewaltigen Investitionen der Techriesen in KI sind Beleg dafür, wie groß die Sorge ihres Managements ist, im Wettkampf um künftige Geschäftsfelder (von denen heute niemand wirklich weiß, wie ertragreich sie sein werden) den Anschluss zu verlieren. Eines ist gewiss: Es kann nicht nur Gewinner geben. Es wird nicht nur Gewinner geben!

Dessen sind wir uns bewusst. Der Internethype zur Jahrtausendwende, die gewaltigen Erwartungen damals und das schmerzhafte Ende des Booms, der Kater am Ende – diese Phase war immens wichtig →

für uns als Investoren und für das gesamte, damals noch sehr junge Unternehmen Flossbach von Storch. Wir haben gelernt, wie wichtig es ist, keine Luftschlösser zu bauen. Sich selbst und seinen Kunden nichts vorzumachen. Sich treu zu bleiben. Eine klare Investmentphilosophie zu haben.

Wer Geld an der Börse anlegt, insbesondere für andere, der muss demütig sein – und bleiben. Der sollte nicht einfach so der Musik hinterhertanzen, auch wenn das heißt, zeitweise hinter dem tanzenden Markt zurückzubleiben. Solche Phasen hat es in der Vergangenheit immer wieder geben; und sie wird es auch in Zukunft geben. Das nehmen wir billigend in Kauf.

#### **DIE ZUKUNFT LÄSST SICH NICHT VORHERSEHEN**

Wir denken nicht in Kalenderjahren, sondern sehr viel langfristiger. Wir denken wie Kaufleute. Unser implizites Wertversprechen ist es, Vermögen zu erhalten und über die Zeit auskömmliche Erträge für unsere Kunden und Anleger zu erwirtschaften. Sie ruhig schlafen zu lassen, auch wenn es draußen mal wieder stürmt und donnert.

Das tun wir, indem wir Vermögen möglichst breit aufstellen.

In der Diversifikation spiegelt sich die Einsicht des Investors wider, die Zukunft nicht vorhersagen zu können, sich aber – so gut es geht – wappnen zu wollen. Diversifikation bedeutet aber nicht nur, ein Vermögen auf verschiedene Anlageklassen und Einzeltitel aufzuteilen. Das wäre viel zu kurz gesprungen. Ein Vermögen sinnvoll zu streuen, bedeutet auch, es auf verschiedene Währungsräume aufzuteilen. Ein Investor aus dem Euroraum beispielsweise tut gut daran, nicht all sein Geld in der Heimatwährung zu disponieren, sondern auch in „robusteren“ Währungen – in Währungsräumen, die weniger verschuldet sind, grob vereinfacht.

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

Aber selbst wenn er all das getan hat – das Vermögen aufgeteilt auf verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel und Währungen – muss er die einzelnen Bausteine noch sinnvoll zusammenfügen. Wie hoch sollte der Aktienanteil bemessen sein? Was bedeutet das für den Rentenanteil, der die Portfolioentwicklung stabilisieren soll? Und wie hoch muss der Goldanteil (auch in Relation zu den anderen Anlageklassen) sein, damit das Edelmetall seiner Versicherungsfunktion gerecht werden kann? Die Zusammenstellung eines Portfolios leitet sich aus dem Kapitalmarktfeld ab – und sie sollte sich im Zeitverlauf flexibel anpassen lassen.

#### **AUF DIE QUALITÄT KOMMT ES AN**

Ganz wesentliches Merkmal einer robusten Anlagestrategie sollte zudem die Qualität der Anlagen sein, in die ein Anleger investiert. Wetten auf kurzfristige Trends und Moden sind an der Börse nicht selten ein Glücksspiel. Viel wichtiger ist es, auf die Substanz einer Anlage zu schauen, die Höhe der Erträge, die sie langfristig abwirft, und vor allem deren Vorhersehbarkeit. Investoren sollten sich deshalb stets fragen, wie robust das Geschäftsmodell einer Firma und die Erträge sind, die es erwirtschaftet?

Qualität setzt sich langfristig durch – das gilt auch bei der Geldanlage. Im Krisenfall gilt das umso mehr. Im Fokus eines Investors sollten deshalb Unternehmen stehen, die selbst größere Krisen

weitgehend schadlos überstehen können und dann gestärkt aus ihnen hervorgehen (können).

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

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

Der Preis ist das, was man zahlt – der Wert, was man dafür bekommt. Wie gute Kaufleute das beim An- und Verkauf ihrer Waren tun, sollten Anleger den Wert der Unternehmen, in die sie investieren möchten, genau prüfen. Ist der Preis möglicherweise viel höher, als die potenzielle Anlage wert ist? Oder ist der Preis angemessen, besser sogar niedriger als der tatsächliche Wert? Anleger sollten sich niemals von den Übertreibungen an den Börsen leiten lassen, sondern stets versuchen, den Blick auf den wahren Wert einer Anlage zu richten.

Diversifikation, Qualität, Flexibilität, Solvenz und Wert – wir haben diese fünf Begriffe in den frühen 2000er-Jahren für uns formuliert und zu unserem Flossbach von Storch - Pentagramm zusammengeführt. Fünf Leitlinien, an denen sich alle unsere Anlageentscheidungen messen lassen müssen.

Auch in Zukunft! ◆

**Der Internethype zur Jahrtausendwende, die gewaltigen Erwartungen damals und das schmerzhafte Ende des Booms, der Kater am Ende – diese Phase war immens wichtig für uns als Investoren und für das gesamte, damals noch sehr junge Unternehmen Flossbach von Storch.**

# Wie der Mensch, nur besser

Künstliche Intelligenz (KI) ist seit einiger Zeit das bestimmende Thema an der Börse. Professorin Feiyu Xu erläutert im Gespräch mit Ulrich Stockheim Hintergründe und Erfolgsrezepte für Unternehmen.

**Frau Professorin Xu, viele reden derzeit über das Thema Künstliche Intelligenz, aber für die meisten von uns fühlt sich das Thema noch sehr neu an. Sie beschäftigen sich seit vielen Jahren intensiv damit. Wie sind Sie KI-Expertin geworden?**

Ich bin 1991 von China nach Deutschland gekommen, weil ich hier studieren wollte. Und ich war sehr gut in Mathematik und ziemlich gut bei Sprachen. Und so kam ich auf die Fächer Informatik und Computerlinguistik. Dass es damals in Saarbrücken bereits das Deutsche Forschungszentrum für Künstliche Intelligenz, kurz DFKI, gab, war für mich ein großes Glück. Damals war Computerlinguistik noch sehr speziell. Es gab in einer Vorlesung höchstens 30 Studenten, wobei am Ende weniger als zehn abgeschlossen haben. Jetzt sitzen in KI-Vorlesungen mehr als 300 Studenten.

**Danach sind Sie für Ihre jahrelange Forschung mehrfach ausgezeichnet worden und haben als Head of AI Lab bei Lenovo in China und als Global Head of AI bei SAP in Deutschland praktische Erfahrungen gesammelt. Sie haben die Bundesregierung bei diesem Thema beraten und zwischenzeitlich auch ein Start-up gegründet. Haben Sie diese Entwicklung in der KI vorausgesehen?**

Nein. Ich habe nicht damit gerechnet, dass KI sich so schnell entwickelt und im Alltag ankommt. Insbesondere in den vergangenen fünf Jahren war das Tempo rasant.

**Weil aber die meisten von uns noch unsicher mit KI-Begrifflichkeiten sind – was ist eigentlich das Besondere an KI? Können Sie das für uns definieren?**

Gerne. KI simuliert und erweitert die menschliche Perzeption und Kognition. Zur Perzeption gehören Sprache, Hören, Sehen und sogar Riechen. Kognition umfasst alles, was mit Denken, Planen und Analysieren zu tun hat. Viele KI-Systeme sind aber oft leistungsfähiger als die Menschen. So kann KI mehr als 100 Sprachen übersetzen, 100.000 Gesichter erkennen oder Millionen von Pflanzen und Tieren auf Anhieb identifizieren. Und zwar jeden Tag 24 Stunden und sieben Tage die Woche. KI kann uns sogar kreativ transformieren. Wir können mithilfe

von KI ein Bild wie Picasso malen lassen. Doch vor allem macht KI die Interaktion zwischen uns Menschen und Maschinen natürlicher. Wir können jetzt mit Software, mit Hardware so sprechen und interagieren wie mit einem Menschen.

**Bezogen auf die Unternehmenswelt soll KI doch vor allem Prozesse effizienter machen und Produkte besser, oder?**

Ganz so simpel ist es nicht. Bevor das eine oder das andere funktioniert, sollten Unternehmen zunächst eine klare KI-Strategie definieren. Das klingt eigentlich einfach, passiert aber in der Praxis oft noch nicht. Die erste Frage lautet: Kann die Firma durch KI ihre Produkte intelligenter machen? In der Autoindustrie ist das offensichtlich – ohne KI gibt es kein autonomes Fahren. Auch völlig neue Produkte entstehen erst durch KI, etwa in der Luftfahrt: Drohnen wären ohne KI gar nicht denkbar.

**Nun wollen ja viele Firmen mit KI auch Prozesse optimieren, oder?**

Das ist richtig. Im Bereich Prozessoptimierung beginnen viele Unternehmen mit KI – vor allem in der Maschinenbauindustrie, wo KI die Fertigungsschritte präziser und effizienter macht. Dazu kommen Geschäftsprozesse: Gerade hier spielt SAP bei intelligenten Abläufen eine wichtige Rolle. Ich würde allerdings nicht mit Prozessen starten, die direkten Kundenkontakt haben, damit die Fehler der ersten KI-Experimente die wertvollen Kundenbeziehungen nicht beeinträchtigen. Und dann gibt es einen dritten, sehr wichtigen Punkt: Sobald man mit Daten und Digitalisierung arbeitet, entsteht fast immer die Chance, ein neues Geschäftsmodell zu entwickeln – für Services, für datenbasierte Lösungen, für völlig neue Angebote. KI ist also nicht nur Optimierung, sondern auch ein echter Innovationstreiber.

**Können Sie das genauer erläutern?**

Die meisten traditionellen deutschen Unternehmen arbeiten noch immer mit sehr linearen Geschäftsmodellen. Sie verkaufen Maschinen, zum Beispiel Autos – oft als einmaliges Geschäft. Viele Automobilhersteller und auch Maschinenbauer haben inzwischen verstanden, dass sich zusätzliche →

Servicepakete lohnen können, weil sie kontinuierliche und wiederkehrende Umsätze schaffen. Aber im Vergleich dazu gibt es amerikanische und chinesische Unternehmen wie Google, Amazon, Tencent oder Alibaba, die Plattformen und ganze Ökosysteme aufgebaut haben. Sie sind heute so erfolgreich, weil sie exponentielle Geschäftsmodelle nutzen. Ich glaube, es ist für deutsche Unternehmen entscheidend, genau solche neuen Geschäftsmodelle zu entwickeln, um langfristig wettbewerbsfähig zu bleiben.

**Jetzt sind wir hier bei einem Vermögensverwalter und sollten die Brille eines Investors aufsetzen.**

**Worauf sollte man bei Investments Ihrer Ansicht nach achten? Würden Sie eher Unternehmen auswählen, die KI in traditionellen Branchen besonders gut einsetzen und dadurch effizienter werden?**

**Oder würde Ihr Fokus auf dem liegen, was man KI-Unternehmen nennt?**

Hier muss ich ein wenig ausholen. Das KI-Ökosystem beginnt im Grunde ganz unten, bei den Computerchips. An der Spitze stehen Chipdesigner und -hersteller wie Nvidia und TSMC. Darauf bauen die großen Cloud-Unternehmen mit ihren Plattformen auf – Google, Amazon und Microsoft. Diese Firmen investieren derzeit enorm. Und ähnlich stark agieren auch die großen Player in China wie Tencent oder Baidu. Die meisten Unternehmen in Deutschland befinden sich dagegen auf einer anderen Ebene: Sie entwickeln Anwendungen oder nutzen KI-Anwendungen in ihren Produkten und Prozessen. Das ist für die europäische Wirtschaft extrem wichtig, denn gerade unsere Industrie lebt von technologisch starken Anwendungen. Deshalb ist die Digitalisierung an dieser Stelle so entscheidend – und eine bloße fortlaufende Verbesserung wird nicht reichen. Zur Digitalisierung gehört übrigens auch die Elektrifizierung der Industrie. Ich denke, dass wir in Europa und in Deutschland deutlich mehr Ehrgeiz entwickeln müssen. Wir sollten klar zeigen, dass wir in einem zentralen Industriezweig der Zukunft die Nummer eins sein wollen. Für die Autoindustrie ist das im Moment nicht einfach, aber in anderen Bereichen sehe ich durchaus große Chancen.

**Jetzt kann man ja sagen, wir müssen da die Nummer eins sein. Aber KI ist andernorts ja längst irgendwo. Und es steht eine Rieseninfrastruktur dahinter. Also die Sprachmodelle, die Rechenzentren, die jeweils zig Milliarden kosten. Zudem haben diese Rechenzentren hohe Energiekosten. Und da hätten wir in Deutschland schon wieder das nächste Thema. Am Ende des Tages fragt man sich: Ist der Zug nicht längst abgefahren?**

Ich denke, der Zug ist nie abgefahren. Was mir in Europa fehlt, ist Leidenschaft – und der Ehrgeiz, wirklich etwas Neues zu schaffen. Ich sitze im Verwaltungsrat von Airbus, und ich finde, wir können auf dieses Unternehmen sehr stolz sein. Oft höre ich, Menschen hätten Angst, mit Maschinen des Konkurrenten Boeing zu fliegen. Aber erinnern wir uns: Als Airbus Anfang der 1970er-Jahre gegründet wurde, hätte man genauso gut sagen können, dass der Zug im Flugzeugbau schon längst abgefahren sei. Und trotzdem ist daraus eine der größten europäischen Erfolgsgeschichten geworden. Auch „Made in Germany“ entstand ursprünglich nicht als Qualitätssiegel. Es waren die Engländer, die damit die Herkunft deutscher Produkte markieren wollten – in der festen Überzeugung, dass deutsche Ware minderwertig sei. Und doch wurde daraus später ein globales Gütesiegel. Immer wieder in der Geschichte gab es Momente, in denen Deutsche oder Europäer zunächst als die Schwächeren galten – und trotzdem ausgezeichnete Leistungen hervorgebracht haben. Genau diesen Ehrgeiz müssen wir in Deutschland und Europa wieder wecken. Und dafür brauchen wir einen klaren Plan, wie wir im Zuge der Digitalisierung und der neuen Technologien wirklich gewinnen können.

**Aus Ihrer Sicht geht es also nicht nur darum, dass die existierende Industrie besser wird, sondern auch darum, zu den KI-Unternehmen im engeren Sinn aufzuschließen?**

Natürlich. Schauen Sie auf die „Magnificent Seven“. Sie stehen für eine riesige Industrie, einen riesigen Markt, den wir nicht einfach den USA und den Chinesen überlassen sollten. Zumal es auch bei uns nicht an Ideen mangelt. →



**Prof. Dr. Feiyu Xu**

hat eine Professur für Industrie AI in Potsdam. Ihre Forschungsarbeiten wurden vielfach ausgezeichnet. Zudem war sie von 2020 bis 2023 Global Head of AI bei SAP und leitete von 2017 bis 2020 das AI Lab von Lenovo. Feiyu ist Aufsichtsrätin bei Siemens Energy, ZF Group und Airbus.

**Derzeit ist ja bei fast allen Unternehmen KI ein Thema. Oft ist es auch irgendwo schon implementiert. Doch manche halten das auch für ein bisschen übertrieben. Und so wird halbherzig ein KI-Team gegründet, das aus ein paar jungen Leuten besteht, die dann mal ausprobieren sollen. Reicht das?**

Keinesfalls. Wenn ein Unternehmen sich ernsthaft mit Künstlicher Intelligenz beschäftigt, dann gehört das Thema in die Verantwortung von Aufsichtsrat, Verwaltungsrat oder Vorstand – und es muss ein integraler Bestandteil der Unternehmensstrategie sein. Ich habe viele Unternehmen aus nächster Nähe erlebt: Zuerst bei Lenovo, wo ich die KI-Strategie entwickelt und das zentrale KI-Team aufgebaut habe, und später in einer ähnlichen Rolle bei SAP. Fast alle Projekte waren sehr erfolgreich – aber nur, weil eine klare, umfassende Strategie dahinterstand. Ohne eine solche holistische KI-Strategie wird oft falsch investiert oder an den eigentlichen Prioritäten vorbeigeplant. Vor Kurzem bat mich ein großes US-Telekommunikationsunternehmen, eine KI-Anwendung im Bereich Human Resources zu bewerten. Meine erste Frage war: Warum sollte ein Telekomkonzern ausgerechnet dort investieren? In dieser Branche geht es doch primär um Netzstabilität, Netzoptimierung und Servicequalität. Auf diese Frage gab es keine überzeugende Antwort – und genau das zeigt die strategische Lücke. Deshalb braucht jedes Unternehmen, das KI ernst nimmt, eine ganzheitliche KI-Strategie und einen klar formulierten Nordstern, an dem sich alle Initiativen ausrichten.

#### **Was wäre denn ein solcher Nordstern?**

Nehmen wir die Autoindustrie, also beispielsweise BMW oder Mercedes. Das könnte die Entwicklung des selbstfahrenden Autos sein. Und wenn man sich dann auf ein solches Ziel einigt, hat man einen ganz klaren Investitionspfad. Für eine Maschinenbaufirma geht es hingegen oft darum, den Herstellungsprozess zu verbessern, beispielsweise, um angesichts von geopolitischen Herausforderungen die Lieferkette zu optimieren.

**Lassen Sie uns noch einmal zum Standort Deutschland kommen. Sehen Sie Punkte, bei denen Sie sagen würden, hier müsste der Staat einen besseren Rahmen setzen? Etwa beim Thema Energiekosten oder wird das Thema überschätzt?**

Nein, es wird nicht überschätzt. Die USA und China haben deutlich niedrigere Strompreise als Deutschland. Wir müssen hier dringend in den Energiesektor investieren – und parallel in KI-Technologien. Der Bedarf ist enorm, nicht zuletzt durch die massive Elektrifizierung unserer Industrie. Gleichzeitig hat die EU mit der Initiative zur „AI Gigafactory“ einen wichtigen Schritt gemacht. Und ich finde, Deutschland hätte hier ähnlich strategisch agieren sollen wie Frankreich – oder noch besser: Man hätte die Chance nutzen müssen, gemeinsam vorzugehen. Immerhin gab es mindestens sechs Bewerbungen von deutschen Unternehmen. Genau an dieser Stelle braucht es eine aktive Rolle des Staates: Er muss konfigurieren, was unsere Stärken bei einer „AI-Gigafactory“ sind – Standort, Energie, Technologie, Cloud, Anwendungen – und wie wir diese durch gezielte Investitionen ausbauen können. Das darf man nicht einzelnen Firmen überlassen. Wir haben in Deutschland großartige Unternehmen: Siemens ist im Bereich Industry AI hervorragend aufgestellt, SAP ist weltweit führend bei Geschäftsprozessen und Siemens Energy im Energiesektor. Diese Kompetenzen zusammenzubringen, wäre für Deutschland und Europa eine sehr starke, strategische Konfiguration gewesen.

**Sie sprechen von Geschäftsmodellen. Aber ist nicht das Problem, dass wir eigentlich beim Thema KI überwiegend in der öffentlichen Debatte warnen, statt Firmen einfach mal machen zu lassen.**

Da bin ich ganz bei Ihnen. Wenn wir gewinnen und wirklich Nummer eins sein wollen, dann brauchen wir Ehrgeiz, und wir brauchen Resilienz. Das ist etwas, das sich grundlegend in unserer Gesellschaft ändern müsste. Ich sehe das sogar im familiären Umfeld: Wir versuchen oft, den Kindern jeden Wunsch von den Augen abzulesen, zeigen viel Mitgefühl –

manchmal vielleicht zu viel. Aber am Ende gilt: Wer nicht resilient ist und nicht lernt, Verantwortung für sich selbst und für die Gemeinschaft zu übernehmen, wird es später schwer haben – als Individuum genauso wie im Team. Erfolg braucht innere Stärke, Ausdauer und den Willen, Verantwortung zu tragen.

**Sie haben vorhin erwähnt, was KI kann und was wir alle hier im Zuhörerkreis wohl nicht können. Warum braucht denn KI so lange, um den Führerschein zu machen? Also warum braucht ein Mensch meist bis zu 20 Fahrstunden und beim autonomen Fahren dauert die Entwicklung Jahre?**

Ein Mensch bringt zum Autofahren eine Lebensgeschichte an Erfahrung mit – wir verstehen Straßenverkehr intuitiv, lesen Körpersprache, erkennen Risiken. Eine KI startet dagegen bei null und muss Millionen Sonderfälle lernen, die für uns selbstverständlich sind. Technologisch funktioniert autonomes Fahren heute schon in vielen Szenarien. Was fehlt, sind klare Regeln, Haftungsfragen und gesellschaftliche Akzeptanz. Wir tolerieren Fehler von Menschen, aber von KI erwarten wir Perfektion – und genau deshalb dauert es länger.

**Auch Firmen, die mit KI arbeiten, müssen meist mit einer Fehlerquote leben, weil die KI manches noch nicht abdecken kann.**

**Wie gehen Unternehmen damit um?**

Ja, viele Firmen nutzen KI zum Beispiel für Chatbots im Kundenservice. Bei Eskalationen funktioniert das jedoch häufig nicht. Ein kluges Unternehmen wird daher darauf achten, dass KI und Menschen zusammenarbeiten: Die KI beantwortet vielleicht 90 Prozent der häufigsten Fragen, während sich die Mitarbeitenden um das Troubleshooting und die Deeskalation kümmern. Trotzdem lassen sich auch hier durch den Einsatz von KI deutliche Einsparungen erzielen – es entsteht also ein klarer Effizienzgewinn.

**Vielen Dank für das Gespräch.**

**„Wir tolerieren Fehler von Menschen, aber von KI erwarten wir Perfektion.“**

# Digitale Diversifikation

von Dirk Seel

**Warum wir uns darauf fokussieren, möglichst breit in den Technologiebereich zu investieren.**

Im aktuellen Hype um Künstliche Intelligenz (KI) erzeugt der Markt schnelle Narrative von Gewinnern und Verlierern. Das führt zu extremen Marktbewegungen bei Technologie-Titeln. Dabei ist die Frage, welche Firmen langfristig solide Geschäftsmodelle aus der Technologie entwickeln können und welche unter Druck gesetzt werden, längst noch nicht abschließend beantwortet. Um dennoch von diesen Entwicklungen zu profitieren, ohne allzu große Risiken einzugehen, plädieren wir für eine diversifizierte Positionierung.

Technologie ist ein breites Feld. In der Theorie teilt zwar der Global Industry Classification Standard (GICS) des Indexanbieters MSCI Unternehmen klar in elf Sektoren ein und Informations-technologie ist einer davon. In der Praxis aber ist es weit weniger eindeutig: So wird der Onlineversandhändler Amazon in den Bereich zyklischer Konsum eingeordnet, obwohl das Unternehmen auch einer der führenden Dienstleister im Clouddschäft ist. Die Nicht-nur-Google-Mutter Alphabet und die die nicht nur auf soziale Netzwerke konzentrierte Meta gelten zudem als Kommunikationsdienste, obwohl ihr Geschäftsmodell vielmehr im Verkauf von Werbung besteht. Weil Technologie viele Industrien durchzieht, betrachten wir die aktuellen Entwicklungen lieber vor dem Hintergrund der gesamten digitalen Wertschöpfungskette.

Dazu zählen wir Software, die von Verbrauchern oder von Unternehmen genutzt wird und solche, die hinter den so genannten Finanzinformations-Firmen steckt. Hinzu kommt die Hardware, die in und um Rechenzentren verbaut

wird. Alle vier Bereiche werden derzeit vor allem von den Entwicklungen in der KI beeinflusst und von einigen Markt-narrativen beherrscht.

## SOFTWARE FÜR VERBRAUCHER KANN ES NUR EINE GEBEN?

Egal ob Reiseportale, Streamingdiens-te, Fahrdienstleister oder soziale Netzwerke: Sie alle funktionieren aufgrund des Netzwerkeffekts am besten mit möglichst vielen Nutzern. Bei dieser Art von Software aus dem Konsumenten-alltag lautete daher bisher auch unser Credo, die Großen werden immer größer. Aktuell stellt sich aber die Frage, ob der Aufstieg von KI-Chatbots (auch Assistenten oder Agenten genannt) wie ChatGPT daran etwas ändert.

Dafür spricht, dass am Ende alle Firmen um die Aufmerksamkeit der Kunden buhlen, diese aber nur 24 Stunden am Tag haben. Ein Zuwachs bei einer App bedeutet daher einen Rückgang bei einer anderen. So setzte sich zwischen-zeitlich das Narrativ durch, ChatGPT und Suchmaschinen könnten nicht nebeneinander existieren, sondern die bessere Variante würde sich bei Kun-den durchsetzen. Bei Meta und Netflix wirkte der Markt aus unserer Sicht da-gegen eher sorglos. Dabei zeichnet sich ChatGPT durch Kreativität aus, die in Zukunft genutzt werden könnte, um etwa in die Bereiche soziale Medien und Videoproduktion zu expandieren.

Welche bestehenden Firmen also künftig durch Chatbots unter Druck gesetzt werden können, hängt stark von den Details der Geschäftsmodelle und den speziellen Fähigkeiten der Chatbots

ab. Bestätigt sich beispielsweise, dass Chatbots besonders gut im Aufspüren spezieller und seltener Informationen sind, würde das bestimmte Anbieter bedrängen, selbst wenn sie bisher die Platzhirsche waren. Anstatt also den groben Narrativen zu folgen, zu denen „der Markt“ mitunter neigt, müssen die Geschäftsmodelle, Disruptionsgefahren und KI-Entwicklungen genau beobachtet werden. Eine verfrühte Einteilung in KI-Gewinner- und -Verlierer ist nicht ratsam.

## SOFTWARE FÜR UNTERNEHMEN BRAUCHEN UNTERNEHMEN MEHR ODER WENIGER SOFTWARE?

Der Bereich von Unternehmenssoft-ware hat sich über viele Jahre durch hohe Vorhersehbarkeit ausgezeichnet, ist doch ein Anbieterwechsel für Un-ternehmenskunden meist mit hohem Aufwand verbunden. Nun aber gibt es auch hier die Diskussion, ob es zu einer Disruption durch KI kommen wird und wie sich die Preissetzungsmacht der Anbieter verändern könnte. Drei As-pekte werden hier vor allem diskutiert.

Erstens: Unternehmenssoftware wird aufgrund des Hinzufügens von KI-Funktionen immer effektiver, sodass Unternehmenskunden in Zukunft Personal abbauen könnten und in der Folge weniger Bedarf an Software-lizenzen für ihre kleinere Belegschaft haben. Dem gegenüber steht das Argument, dass Mitarbeiter durch KI produktiver werden und die dadurch erzielten Effizienzgewinne zwischen Softwareanbieter und Kunde aufge-teilt werden. Wir tendieren bei man-chen Unternehmen zu dieser Sicht. →

Zweitens argumentieren Skeptiker, dass Unternehmenssoftware-Anbieter, die neue KI-Features anbieten, gezwungen werden, eine andere Preissetzungspolitik anzunehmen. Historisch gesehen hätten sie zu viel verdient, weil sie bisher auf Bündelangebote, die unterschiedliche Programme nur kombiniert verkaufen, und Abos mit möglichst langer Laufzeit bestanden haben. Das könnte nun zum Nachteil werden.

Manche Unternehmen argumentieren zwar, dass das Hinzufügen von KI-Features Argumente für Preiserhöhungen wären und dass sich nutzungsbasierte Komponenten einbauen lassen, sodass Vielnutzer in Zukunft stärker zur Kasse gebeten werden könnten. Doch aktuell ist eine Zahlungsbereitschaft für zusätzliche KI-Features von Kunden etablierter Software nicht zu beobachten. Auch die Umstellung von Preismodellen weg von Abomodellen hin zu einer nutzungsbasierten Zahlweise dürfte aus unserer Sicht Herausforderungen bieten.

Drittens, so die Vermutungen, könnte das Geschäft von Softwareanbietern gefährdet sein, sollten Aufgaben künftig nicht mehr von Menschen durchgeführt werden, sondern von einer KI. Noch halten wir dieses Szenario für die meisten Bereiche allerdings für verfrüht. So sind Start-ups, die Agenten bauen, auf Daten angewiesen. Und wir beobachten seit einiger Zeit, dass Platzhirsche unter den Softwareanbietern den Zugang zu diesen Daten versperren. So gelingt es den Anbietern, sich Zeit zu erkaufen, um Agenten-Funktionen in ihre eigenen Produkte einzubauen. Dienstleistungen, die stark auf aktuellen Daten basieren, könnten daher weniger KI-Druck spüren.

### SOFTWARE FÜR FINANZINFORMATION WERDEN DATENANBIETER ÜBERFLÜSSIG?

Kreditkartenanbieter, Börsenbetreiber aber auch „Data & Analytics“-Firmen wie S&P Global – sie alle profitieren nicht nur vom Netzwerkeffekt, sondern sie machen auch Daten direkt und indirekt zu Geld.

So verarbeiten Kreditkartenanbieter täglich Milliarden von Transaktionen. Dabei entstehen granulare Daten – wer hat wo, was, wann gekauft, über welches Gerät? – die monetarisiert werden, indem beispielsweise Risikotools zum frühzeitigen Erkennen von Betrugsanomalien verkauft werden. Auch Börsenbetreiber verkaufen nicht nur Handelsdaten, sondern auch Analysetools für Risikocontrolling.

Wird KI solche Geschäfte in Zukunft erschweren? Den Markt treibt diese Sorge spätestens seit Mitte September 2025 um. Damals löste ein Quartalsergebnis des US-amerikanischen Finanzdatenunternehmens FactSet eine Verkaufswelle unter Finanzinformations-Aktien aus.

Das Management dort hatte angekündigt, dass es investieren und die Marke im kommenden Jahr entsprechend etwas zurückgehen werde, ohne dass es einen entsprechenden Anstieg beim Umsatz in Aussicht stellte. Ein Broker schrieb daraufhin: „Auch wenn es sich nicht um eine völlige Disruption durch KI handelt, steigen die Kosten für die Geschäftstätigkeit eindeutig.“

Das mag für Firmen aus diesem Bereich stimmen, die nur über einen re-

lativ kleinen Anteil von eigenen Daten verfügen. Dies trifft aber aus unserer Sicht keinesfalls auf die gesamte Branche zu. Wir gehen daher bei jedem der Unternehmen mit weiterführenden Fragen ins Detail, wie: Sind die Daten schwer replizierbar? Sind sie eingebettet in einen Arbeitsablauf? Werden sie durch Firmen-Input angereichert? Sind sie durch Regulierung geschützt? Sind sie für Kunden Ausdruck von Legitimation und Glaubwürdigkeit? Wo das bejaht werden kann, sehen wir oft Potenzial.

### HARDWARE WER SETZT SICH DURCH?

Der vierte und letzte Teil unserer digitalen Wertschöpfungskette, Hardware, lässt sich seinerseits in drei Bereiche gliedern:

- (1) Chips, die in einem Datenzentrum verbaut werden,
- (2) das Datenzentrum selbst und
- (3) alles, was es braucht, um das Datenzentrum in Betrieb zu halten.

All diese Bereiche haben in den vergangenen Jahren aufgrund der KI-Nachfrage einen strukturellen Schub erfahren. Dennoch sehen wir auch Risiken.

Im Chipbereich waren diese bis Mitte September 2025 für Aktionäre von Intel sichtbar, denn die Firma hat massive Marktanteile verloren. Auch im Halbleiterbereich hebt die Flut eben nicht alle Schiffe. Allerdings sind es nur sehr wenige Schiffe, die es zu beobachten gilt: Unter Chipdesignern gibt es mit Nvidia, Broadcom und AMD im Grunde nur drei signifikante Unternehmen, bei

Design-Software sind es mit Cadence und Synopsys zwei, unter den Chipproduzenten mit TSMC und Samsung ebenfalls zwei und unter den Equipmentlieferanten sind es mit ASML, Applied Materials, Lam Research, KLA und Tokyo Electron fünf.

Die oligopolistische Natur trifft auch auf den zweiten Bereich zu, die Cloud-Infrastruktur. Die drei Anbieter AWS (Amazon), Azure (Microsoft) und GCP (Alphabet) kommen aktuell auf einen Marktanteil von mehr als 90 Prozent. Allerdings ist ihr größter Zulieferer, Nvidia, bedacht, ihre Verhandlungsmacht zu verringern und beliefert bevorzugt neue Anbieter („Neoclouds“) um Oracle, CoreWeave und Nebius mit seinen Hochleistungsschips. Das soll die drei dominanten Anbieter unter Druck bringen. Dass solche Versuche aber ihre Tücken haben, bekamen die Aktionäre von Oracle zu spüren. War der Aktienkurs nach Bekanntgabe der Kooperation mit Nvidia ab September 2025 steil nach oben gegangen, büßte der Kurs in der Folge zeitweise etwa 45 Prozent ein – der Markt wägt eben genau ab, wie profitabel jedes geplante Datenzentrum ist.

Beim dritten Hardwarebereich, den „Enablers“, geht es ruhiger zu. Firmen wie der Steckverbindungshersteller Amphenol, Siemens oder Schneider Electric sorgen dafür, dass der Strom zuverlässig ins Datenzentrum gelangt und dort verteilt wird. Wer sich unter Verbraucher-, Unternehmens- oder Finanzinformations-Software durchsetzt, kann diesen Unternehmen ebenso egal sein wie die Frage, welcher Chip zum Einsatz kommt. Zudem macht der

KI-Trend zusammen mit Automatisierung nur etwa 50 Prozent der Umsätze aus. Diese Firmen profitieren also von der aktuellen Nachfrage nach KI-Rechenzentren, ohne davon abhängig zu sein.

### FÜR DIVERSIFIZIERTE, AUSGEWOGENE INVESTITIONEN

Die digitale Wertschöpfungskette zieht sich also durch viele Industrien mit jeweils besonderen Vor- und Nachteilen im Hinblick auf den KI-Fortschritt. Dafür gängige Marktnarrative sorgen zwar oft für Kursbewegungen, sind aus unserer Sicht aber nicht immer gerechtfertigt. Bei einigen Softwarefirmen im Unternehmensbereich beispielsweise halten wir Disruptionserwartungen für übertrieben – zum einen gehen hier Veränderungen in der Regel nicht sehr schnell vonstatten, wie die seit vielen Jahren andauernde Migration von Unternehmensdaten in die Cloud zeigt, zum anderen kann KI durchaus auch eine Opportunität für Platzhirsche sein.

Wir fokussieren uns daher darauf, Unternehmen sorgfältig zu analysieren und ausgewogen und diversifiziert entlang der Wertschöpfungskette zu investieren. So wollen wir die Chancen dieser außergewöhnlichen Entwicklungen nutzen, ohne übermäßige Risiken einzugehen. ♦

**Wir fokussieren uns daher darauf, Unternehmen sorgfältig zu analysieren und ausgewogen und diversifiziert entlang der Wertschöpfungskette zu investieren.**

Dirk Seel ist Portfoliomanager bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

# INNOVATIONEN gefragt



von Bert Flossbach

**Weltweit wachsen die Schuldenberge  
in vielen westlichen Industrienationen.  
Die (kurzfristigen) Risiken scheinen überschaubar.  
Doch die demografischen Lasten bergen Gefahren.**

Schulden statt Reformen in Europa, ein Staatsdefizit von um die sieben Prozent in den USA. Dabei haben einige Länder Europas und die USA bei der Staatsschuldenquote die magische Grenze von 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) längst hinter sich gelassen.

Schwarzmalerei ist dennoch unangebracht. Risiken müssen, wie oben beschrieben, vielmehr auf der Zeitachse betrachtet werden; kurzfristig ist die Insolvenz einer westlichen Industrienation ein kaum vorstellbares Szenario. Vielmehr dürfte die inhärente Instabilität, die durch hohe Staatsschulden erzeugt wird, durch die Interessenidentität von Staatsgläubigern, Rentenbeziehern, Unternehmern oder auch Staatsbediensteten stabilisiert werden. Denn niemand dieser Akteure hat ein Interesse an einer ungeordneten Staatspleite und deren unabsehbaren Folgen. Mittel- bis langfristig spricht daher unverändert viel dafür, dass die Notenbanken die Finanzierung der Staatshaushalte mit tiefen Realzinsen garantieren werden. Der Segen der Marktteilnehmer dürfte den Währungshütern dabei sicher sein.

Was aus Sicht der Staatsfinanzen in den kommenden Jahrzehnten aber erschwerend hinzukommt, sind steigende demografische Lasten – ein Problem, das die größten Wirtschaftsräume der Welt gleichermaßen betrifft, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Für die Eurozone gehen Bevölkerungsmodelle der Vereinten Nationen davon aus, dass im Jahr 2040 auf 100 Personen im erwerbsfähigen Alter (20 bis 64 Jahre) 57 Personen kommen, die 65 Jahre und älter sind. Aktuell sind es 40. In der Dynamik umso beeindruckender ist die Entwicklung in China. Dort dürften im Jahr 2040 etwa 43 über 65-jährige auf 100 Personen im erwerbsfähigen Alter kommen (vgl. Grafik), derzeit sind es 23. Im Laufe der 2050er-Jahre dürfte das Verhältnis von jungen zu alten Menschen in China sogar schlechter aussehen als in der Eurozone.

## DEMOGRAPHIE ALS TICKENDE ZEITBOMBE

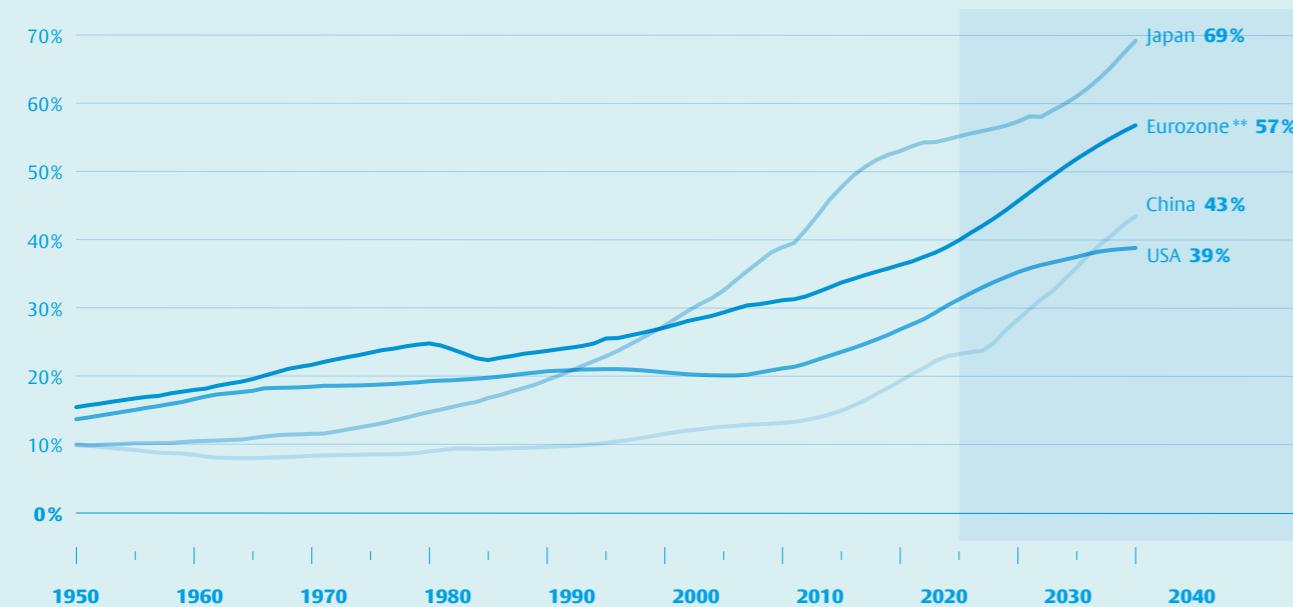
Die Demografie wird damit zur tickenden Zeitbombe für die sozialen Sicherungssysteme. Es ist nicht nur die Alterung der Bevölkerung allein, die Kopfzerbrechen bereiten sollte. Zeitgleich sinkt das Bevölkerungswachstum in den Industrieländern unter den „Erhaltungsfaktor“ von 2,1 Kindern pro Frau. Die Sozialsysteme sind damit auf qualifizierte Zuwanderung angewiesen, um bei latenter Reformmündigkeit der Bevölkerung die finanzielle Selbsterhaltung sicherstellen zu können.

Aus anlagestrategischer Sicht ist entscheidend, dass die demografischen Bremsspuren vor allem jene Volkswirtschaften treffen, die im internationalen Vergleich eine hohe Kaufkraft aufweisen.

Damit verlieren Unternehmen, die vom Zusammenspiel aus einer wachsenden Bevölkerung und zunehmendem Wohlstand profitiert haben, zumindest partiell an Rückenwind. Diese Belastungen müssen zwar nicht zwangsläufig in einer

Was in den kommenden Jahrzehnten erschwerend hinzukommt, sind steigende demografische Lasten – ein Problem, das die größten Wirtschaftsräume der Welt gleichermaßen betrifft





Grafik

**Die Welt wird immer älter**

Der Altenquotient\* zieht rund um den Globus an

\* Anzahl der über 65-Jährigen im Verhältnis zu den Personen im erwerbsfähigen Alter (20 bis 64 Jahre); Schätzungen ab 2025.

\*\* Betrachtet wurden die vier bevölkerungsreichsten Volkswirtschaften der Eurozone: Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien.

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

rückläufigen Geschäftsentwicklung münden, doch werden die betroffenen Unternehmen in Zukunft stärker gefordert sein, ihr Wachstum aus eigener Kraft zu stemmen – beispielsweise durch eine höhere Innovationsaktivität oder Differenzierung ihrer Produktpaletten.

**INNOVATIONEN WÜRDEN HELFEN**

Daneben richtet sich ein stärkerer Fokus auf eine effiziente Produktion, denn der demografische Wandel übt nicht nur Druck auf den Absatz aus, sondern führt auch zu einem stagnierenden oder gar sinkenden Arbeitskräfteangebot. Effizienzgewinne werden damit zur zentralen Wachstumsquelle. Doch Produktivitätssteigerungen entstehen selten frictionsfrei – sie erfordern harte Arbeit und verlangen mitunter schöpferische Zerstörung, was gerade in einer alternden Bevölkerung auf Widerstand stößt. Aus diesem Grund richten sich die größten Hoffnungen unserer Zeit auf zwei Buchstaben, die zum Synonym für den nächsten Produktivitätsschub geworden sind: Kl. ♦

# GESUNDHEIT

Ein wichtiger Baustein im Portfolio

von Eugen Uretzki

Pharma-Aktien haben an Aufmerksamkeit verloren. Dabei gibt es gute Gründe, weshalb dieser Sektor – wie auch andere Segmente des Gesundheitsmarkts – langfristig attraktive Chancen bieten.



Nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie im Februar 2020 war die Welt auf der Suche nach einem Impfstoff – und Biopharma-Aktien erlebten eine Rally, die bis nach Mainz zu Biontech reichte. Doch seit der Fortschritt bei Künstlicher Intelligenz (KI) die Aktienkurse großer Indizes immer weiter nach oben treibt, bleibt die Wertentwicklung des Gesundheitssektors zurück. Dabei gilt es als wahrscheinlich, dass gerade die Medizin dauerhaft und massiv von KI-Entwicklungen profitieren dürfte. Doch vor allem Maßnahmen und Vorhaben der Regierung Trump sorgen vielfach für Unsicherheit – und lassen viele Anleger strukturelle Wachstumstreiber im Segment übersehen.

In unseren Portfolios würden wir nicht auf Unternehmen eines Bereichs verzichten wollen, der für eine konjunkturunabhängige Geschäftsentwicklung bekannt ist und somit eine hohe Voraussagbarkeit der Gewinnentwicklung verspricht – zumal der Gesundheitsmarkt strukturelle Wachstumstreiber bietet, die ihn auch jenseits außergewöhnlicher Trendphasen wie einer Pandemie zu einem attraktiven Investitionsfeld machen.

## DEMOGRAPHIE UND INNOVATIONEN ALS WACHSTUMSTREIBER

Die globalen demografischen Veränderungen steigern den Bedarf an Medikamenten und medizinischer Betreuung. So soll die weltweite Bevölkerung bis Ende der 2050er-Jahre von derzeit rund acht auf dann geschätzte zehn Milliarden Menschen steigen. Im Zuge dessen steigt auch das Durchschnittsalter der Bevölkerung insbesondere in vielen sogenannten entwickelten Volkswirtschaften – womit das Auftreten vieler chronischer Krankheiten statistisch zunimmt. Der-

weil ermöglicht die erstarkende Kaufkraft einer wachsenden Mittelschicht in vielen Emerging Markets den Zugang zu moderner medizinischer Versorgung und eröffnet somit überproportional wachsendes Umsatzpotential.

Zudem sind die bestehenden medizinischen Lösungen für die meisten Erkrankungen (noch) nicht optimal, weshalb medizinische Innovationen gefragt sind. Hier hat sich das Tempo in den vergangenen Jahrzehnten enorm erhöht. Erfolgreiche

Medikamentenentwicklungen erschließen somit häufig unmittelbar kommerzielle Opportunitäten. Einige Beispiele:

→ Krebs ist eine der häufigsten Todesursachen der Menschheit. Auch wenn sich die Sterblichkeit seit den 1970er-Jahren erheblich verringert hat, gibt es auch heute noch Krebsarten, die schwierig zu diagnostizieren und zu behandeln sind. Dank moderner onkologischer Medikamente wird die Krebsbehandlung immer präziser und personalisierter. So werden Medikamente mit chemotherapeutischer Wirkung oder Bestrahlung inzwischen direkt an betroffenen Tumorzellen wirksam, ohne das umliegende Gewebe zu schädigen, was Nebenwirkungen

mildert. Andere moderne Krebsmedikamente richten sich gegen spezifische genetische Veränderungen im Tumor. Die zur Covid-Impfstoffentwicklung verwendete mRNA-Technologie verspricht gar einen Zuschnitt der Therapie auf den individuellen Patienten.

→ In der Medizintechnik zieht zudem die Chirurgie-Robotik in die Operationssäle ein. Sie sorgt für minimalinvasive Eingriffe, was Komplikationsrisiken mildert und Ärzte, die die Geräte steuern, entlastet.

## Bestehende medizinische Lösungen lassen viele Patientenbedürfnisse unerfüllt. Erfolgreiche Medikamentenentwicklungen erschließen somit häufig unmittelbar kommerzielle Opportunitäten.

→ Parallel dazu gibt es grundlegende Innovationen in der Ausrüstung für die Forschung und Entwicklung und für die Produktion neuer Medikamentenklassen. Die neuartigen Präzisionswerkzeuge verkürzen die Entwicklungszeit neuer Medikamente und ermöglichen ihre kosteneffiziente Herstellung.

Historische Chancen also, nicht nur für Pharmafirmen, sondern auch für weniger prominente Segmente des Gesundheitsmarkts. Dabei unterscheiden sich die Bereiche in einigen Spezifika ihrer Geschäftsmodelle und den damit verbundenen Chancen und Risiken.

Klassische Pharmaunternehmen profitieren von Patenten auf ihre Medikamente, die ihnen hohe Margen sichern – allerdings nur über die begrenzte Laufzeit der Patente. Danach kommen billigere Nachahmerprodukte auf den Markt, und die Unternehmen müssen mit neuen Medikamentenentwicklungen für neue Umsatz- und Gewinnträger sorgen. Die Erforschung und die Entwicklung neuer Wirkstoffe unterliegen naturgemäß aber einem erhöhten Risiko. Größere Pharmafirmen sind diesbezüglich über eine breite Forschungspipeline diversifiziert. Derweil verspricht der Fortschritt bei Anwendungen von KI, die Entwicklungszeiten neuer Medikamente künftig zu verkürzen. Da aber die Versorgung mit Medikamenten im Zentrum der politischen Aufmerksamkeit steht, unterliegt der Sektor einem gesteigerten politischen Risiko. Vor allem regulatorischer Eingriffe und erzwungene Preisreduktionen in den USA schrecken derzeit viele Anleger ab.

## WENIG POLITISCHES RISIKO BEI MEDIZINTECHNIK UND LIFESCIENCE-TOOLS

Weit weniger im Fokus stehen andere Subsegmente des Gesundheitsbereichs: Die Medizintechnik etwa, also – grob gesagt – die Ausrüstungs- und Verbrauchsgüter für das Krankenhaus. Beispiele hierzu sind etwa Systeme für den Operationssaal und Chirurgie-Instrumente, oder Produkte, die direkt am Patienten eingesetzt werden, etwa Herzschrittmacher, künstliche Gelenke oder Inkontinenzprodukte. Hinzu

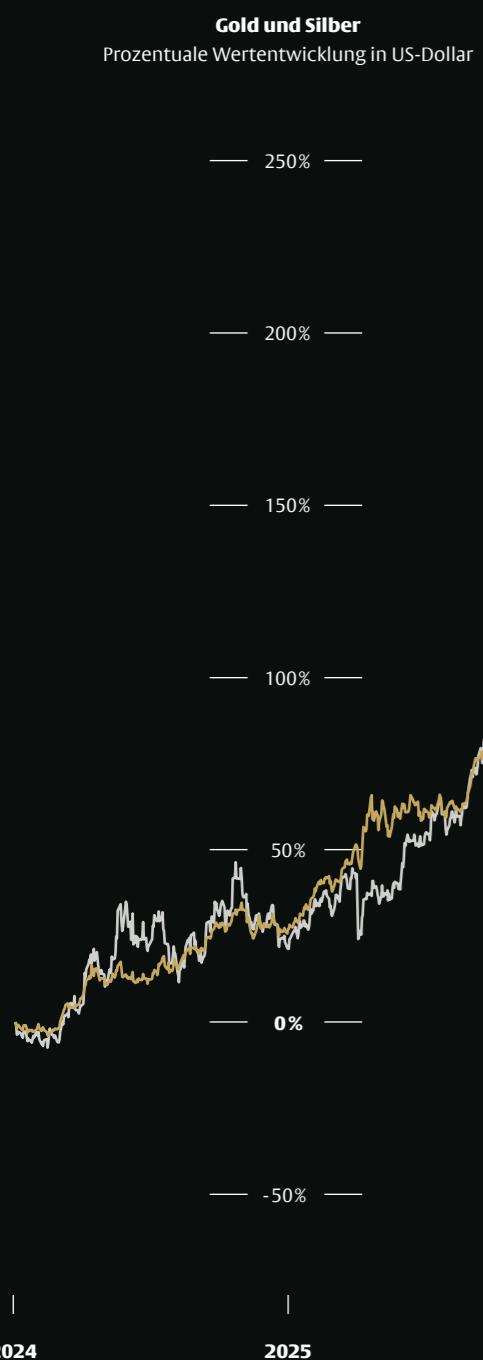
kommen weitere Vertreter der Lifescience-Tools oder der Ausrüster der biopharmazeutischen Forschung und Entwicklung.

Neben einem vergleichsweise geringen regulatorischen Risiko, profitiert die Medizintechnik auch von kürzeren Innovationszyklen als die Biopharmazie und gleichzeitig auch geringeren Entwicklungsrisiken, da die Produktneuerungen häufig inkrementeller Natur sind. Die Anwendung der Produkte am kranken Patienten ergibt für die Hersteller allerdings gleichermaßen gesteigerte Produkthaftungs- und Klagerisiken.

Der Lifescience-Bereich liefert nicht die Patienten beziehungsweise die Ärzte, sondern vielmehr die Pharmafirmen und andere institutionelle Forschungsakteure, die die Produkte für den Endkunden entwickeln. Damit profitiert er von den genannten Makrotrends, ohne das Entwicklungsrisiko einzelner Medikamente zu tragen. Zudem spielen Produkthaftungsrisiken in diesem Geschäft eine kleinere Rolle. Kennzeichnend für die Firmen ist oft das „Rasierer-Rasierklingen“-Geschäftsmodell: Die Installation eines bestimmten Forschungs- und Produktionsinstruments (der Rasierer) zieht wiederkehrende Käufe von exklusiv spezifizierten Verbrauchsgütern (die Rasierklingen) nach sich.

Eine Reihe struktureller Wachstumstreiber eröffnet also attraktive Chancen im Gesundheitsmarkt. Doch wie für jede Branche gilt: Eine profunde Analyse und gezielte Auswahl der Einzeltiltel sind die Basis für erfolgversprechende Investments. ♦

Eugen Uretzki ist Investment Analyst bei der Flossbach von Storch SE in Köln.



Silberpreis in US-Dollar pro Unze  
Goldpreis in US-Dollar pro Unze  
(jeweils prozentuale Veränderung  
gegenüber dem 1. Januar 2024 = 100)  
**Die historische Wertentwicklung ist kein  
verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**  
Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

# GOLD und SILBER lieb ich sehr

Die Preise für die beiden  
bekanntesten Edelmetalle  
sind zuletzt rasant gestiegen.  
Droht jetzt eine Blase?



So eine Rally ist etwas für Geschichtsbücher. Als der Goldpreis am zweiten Weihnachtsfeiertag auf den neuen historischen Höchststand von 4.533 US-Dollar kletterte (und für das Gesamtjahr 2025 mit einem Plus von 65 Prozent in US-Dollar abschloss, wovon in Euro immerhin noch 45 Prozent übrigblieben), mischten sich bei den Besitzern von Barren, Münzen und Schmuck neben der Freude über den starken Anstieg des Edelmetalls aber auch einige Sorgen.

Zunehmende geopolitische Spannungen und die steigende Verschuldung vieler Staaten haben den Charakter von Gold als Wertaufbewahrungsmittel und Währung der letzten Instanz noch stärker in den Vordergrund gerückt. Vor allem in den goldaffinen Ländern haben Notenbanken und Privatanleger ihre Goldbestände erhöht, während sich bei den US-Amerikanern der Appetit auf das Edelmetall noch in Grenzen hält.

## DER BLICK ZURÜCK

Man ist zunehmend geneigt, den jüngsten Anstieg des Goldpreises als mögliche Spekulationsblase einzuordnen. Erinnerungen an die späten 1970er-Jahre werden wach, als die Preise von Gold und Silber durch die Decke gingen, weil die Inflation hartnäckig über zehn Prozent verharrte.

Als der damalige US-Notenbankpräsident Paul Volcker mit beherzten Zinsanhebungen auf bis zu 20 Prozent der Inflation das Genick brach, fiel auch der Goldpreis von über 800 auf rund 400 US-Dollar je Unze. Damals betrug die Verschuldung der USA rund 30 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Heute sind es fast 130 Prozent. Eine Inflationsbekämpfung mit hohen (Real-)Zinsen im Stile Paul Volckers wäre deshalb heute völlig undenkbar.

Auch Investoren wenden sich langsam wieder Gold als Anlageklasse zu. So sind die ETF-Goldbestände im vergangenen Jahr um knapp 500 Tonnen auf 3.078 Tonnen gestiegen, liegen damit aber immer noch um rund 400 Tonnen unter dem Höchststand aus dem Jahr 2020.

Andere Bereiche des Edelmetallmarkts lassen aber hellhörig werden. Während das Kursplus von Gold im vierten Quartal 2025 mit 12 Prozent noch überschaubar aussieht, hat der Silberpreis im gleichen Zeitraum um 54 Prozent zugelegt und im Gesamtjahr 2025 um rund 148 Prozent auf 71 Dollar die Unze (vgl. Grafik links).

Der Silbermarkt ist der kleine, spekulative Bruder des Goldmarkts. Das tägliche Handelsvolumen ist nur ein Bruchteil so groß wie bei Gold, weshalb der Silberpreis mit geringerem Kapitaleinsatz stärker bewegt werden kann. In Aufwärtsphasen steigt er überproportional, in Korrekturen fällt er stärker als Gold. Dieses Muster war auch in den späten 1970er-Jahren und während der Rohstoffhause 2011 zu beobachten.

Dass ein möglicher Rücksetzer in der Silbereuphorie auch den Goldpreis temporär belasten könnte, ist wahrscheinlich, zumal das Tempo des Goldpreisanstiegs zuletzt sehr hoch war. Die Anlagemotive, die für Gold sprechen, bleiben aber intakt.

Steigende Staatsschulden, hohe Haushaltsdefizite, Fragezeichen hinter der Unabhängigkeit der US-Notenbank und Konfiskationsrisiken in den USA lassen Gold nicht nur für ausländische Zentralbanken als sichere Alternative zu US-Staatsanleihen erscheinen. Der starke Preisanstieg ist weniger Ausdruck von Euphorie als von Vorsorge. Auch wenn kurzfristige Rücksetzer möglich und wahrscheinlich sind, bleibt Gold eine Versicherung gegen systemische Risiken. ♦

# Schutz und Chance



Anlagen in Anleihen sind wieder attraktiv. Ein Beispiel zeigt, wie sich Rendite und Risiken in der Praxis ins Gleichgewicht bringen lassen.

von Lars Conrad

Der Zins ist wieder da. Bonds are back. Anleihen feiern ein Comeback – so hört (und liest) man immer wieder. Und tatsächlich: Aktuell spricht einiges für diese Anlageklasse, die nach langen Jahren von Null- und Minuszinsen und einer historischen Zinswende allmählich wieder den Ruf des Mauerblümchens abschüttelt.

Neben auskömmlichen Kupons (auch bei Topbonitäten), also den garantierten Renditen, die Anleger jährlich bis zum Ende der Laufzeit vereinnahmen, gibt es zahlreiche weitere Renditequellen. Anleihen werden täglich auf einem freien Markt gehandelt. Das eröffnet Kurschancen, wenn der Preis, den Käufer bereit sind zu zahlen, über dem ursprünglichen Kaufpreis liegt.

Gleichfalls wird Ausdauer belohnt: Die Zinsstrukturkurven steigen steil an. Lange Laufzeiten werden wieder deutlich besser verzinst als kurze. Nach einem positiven Anleihejahr von 2025, bei dem bei aktiven und ausgewogenen Fonds auskömmliche Renditen möglich waren, sehen wir auch für 2026 gute Chancen.

Das Problem: Der Bondmarkt ist hoch komplex. Jedes einzelne Papier muss einer sorgfältigen Chance-Risiko-Prüfung

unterzogen werden. Stimmt die Solvenz des Emittenten und rechtfertigt sie den Preis der Anleihe? Gibt es Übertreibungen an den Märkten, von denen flexible Anleger profitieren können? Sind auch die Währungsrisiken einkalkuliert? Nicht zuletzt sollte die Diversifikation stimmen. Aktive Bondportfolios bestehen schnell aus 200 bis 300 Einzeltiteln, die genau auf die Strategie des Fonds abgestimmt sein müssen. In turbulenteren Bondjahren kann das gesamte Portfolio zwei- bis dreimal umgeschichtet werden.

Aber wie erkennt man Chancen im Markt? Wir möchten einmal an einem konkreten Beispiel erklären, wie ausgewählte Titel ihren Platz in einem Bondportfolio finden. Wichtig dabei ist: Wir geben natürlich keine Kaufempfehlungen. Ohne raten wir Privatanlegern von Bondpicking dringend ab: Anlagen machen nur in der Kombination, also in einem diversifizierten Portfolio Sinn.

## GÜNSTIGER SCHUTZ GEGEN INFLATION

„Inflation Linker“ enthalten eine Versicherungsfunktion, decken die tatsächlich aufgelaufene Inflation. Im Gegensatz zu einer reinen Risikoschutz-Police offerieren sie aber auch →



einen realen Ertrag – die Realrendite, die aktuell historisch hoch ist. Im Gegensatz zu nominalen Staatsanleihen (die einen fixierten Kupon haben) kommen die Erträge bei inflationsgeschützten Anleihen von zwei Komponenten: einem niedrigeren Kuponzins (dem „Realkupon“) plus einem Ausgleich für die tatsächlich aufgelaufene Inflation (gemessen an einem fest definierten Preisindex).

Die Differenz der Rendite (ohne Inflation) eines „Linkers“ im Vergleich zu einer nominalen Anleihe mit gleicher Laufzeit ist die von Markt erwartete „implizite Inflationserwartung“ (auch „Breakeven“ genannt). Geht der Anleger davon aus, dass die tatsächliche Inflation über die verbleibende Laufzeit höher ausfallen wird als die vom Markt eingepreiste, dann fährt er mit dem „Linker“ besser (daher „Breakeven“).

Aktuell sehen wir in den großen Märkten, dass die Inflationserwartungen (für zehn Jahre) beispielsweise in den USA nur moderat über dem Zentralbanken-Ziel von zwei Prozent liegen. Für die Eurozone notieren sie sogar knapp darunter (vgl. Grafik 1). Oder anders formuliert: Die Versicherungsprämie für eine unerwartet hohe Inflation ist aktuell verhältnismäßig günstig.

Das gilt insbesondere mit Blick auf die globale Verschuldungsdynamik. Die Schuldenlast der Staaten steigt seit vielen Jahren rasant, zuletzt hat sich das Tempo immer weiter erhöht. Das alles muss finanziert werden, insbesondere in Zeiten steigender Zinsen. Dabei ist die Inflation ein willkommener Helfer: Steigen die Preise, ziehen auch die (Steuer-)Einnahmen der Staatskassen an. Staaten (und Zentralbanken) könnten auf Sicht also geneigt sein, eine strukturell (etwas) höhere Inflation zuzulassen, um die Schuldenberge in Schach zu halten – oder sogar zu reduzieren.

Neben der Schutzfunktion vor Inflation gibt es einen zweiten Punkt, der „Linker“ interessant macht. Die Realrenditen bewegten sich zuletzt auf historischen Höchstständen. Insbesondere in den USA (und anderen angelsächsischen Ländern) lagen die Renditen von Staatsanleihen mit langen Laufzeiten zwei bis drei Prozent oberhalb der erwarteten Inflation. Zuletzt gab es solche Sätze vor mehr als 15 Jahren, zu Zeiten der Großen Finanzkrise (vgl. Grafik 2).

Damals waren die Schuldenquoten der Staaten allerdings noch deutlich niedriger als heute. Und andere Schuldenkennzahlen verschlechtern sich ebenfalls. So ist etwa die

Zinslast vieler Länder deutlich gestiegen – während die Wachstumsaussichten sinken (insbesondere in der Eurozone). Kritischen Beobachtern könnten die Realrenditen vor diesem Hintergrund als zu hoch erscheinen.

Kurzum: „Linker“ bieten Anleger Chancen, wenn die Realrenditen auf Sicht wieder sinken sollten (vor allem bei längeren Laufzeiten, die Marktbewegungen in ihren Kursen stärker spiegeln). Gleichfalls bieten sie Anlegern Schutz – puffern Bewegungen in einem Portfolio ab, wenn die Inflation in Zukunft mit Blick auf eine strukturelle staatliche Schuldenproblematik wieder anziehen könnte.

Pars pro Toto, als Teil im großen Ganzen, können „Linker“ (vor allem TIPS aus den USA, ergänzt um Titel aus der Eurozone von Staaten guter Bonität) in einem Portfolio aus unserer Sicht also Mehrwert stiften. Erfahrene Portfoliomanager sollten sie sorgfältig einsetzen. Der Anteil im Portfolio sollte den Rendite- und Risikozielen angemessen sein. Auch die Durationsstruktur sollte passen. Wenn Nominal- und Realrenditen beispielsweise im Gleichklang sinken, profitieren Anleger, die bei Linkern eher auf längere Laufzeiten setzen, überproportional. Bei geringerer Duration zeigt sich das

Portfolio stattdessen robuster, wenn die Renditen wegen steigender Inflationsängste anziehen. Diese „Schiefe“ kann für Anleger Vorteile bringen.

Wie gesagt – die „Linker“ sind nur ein Beispiel von vielen Anleihen im Bestand. Erst in der richtigen Kombination mit anderen Titeln erfüllen sie ihren Zweck. Geldanlage ist vergleichbar mit vielen Entscheidungen, die im Leben zu treffen sind. Letztlich geht es dabei immer auch um Komplexität. Mutige Entscheidungen verdienen Respekt – vor allem dann, wenn sie nicht alle anderen möglichen Chancen verbauen. ♦

Lars Conrad ist Portfolio Director Fixed Income bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

# Kann KI auch Klima?

von Theresa Eyerund



Im Zuge von KI investieren große US-Technologiekonzerne massiv in den Ausbau von energieintensiven Datenzentren – halten aber an ehrgeizigen Klimazielen fest.

„Man kann das Computerzeitalter überall wahrnehmen, außer in den Produktivitätsstatistiken“, so beschrieb der Ökonom und Nobelpreisträger Robert Solow 1987 das „Produktivitätsparadoxon“ des damals einsetzenden Computerzeitalters. Er hatte beobachtet, dass die Arbeitsproduktivität trotz der zunehmenden Verbreitung von Computern und IT-Infrastruktur in den 1980er-Jahren – anders als von Techbegeisterten erwartet und versprochen – kaum anstieg. Erst ab den späten 1990er-Jahren, mit dem Aufkommen des Internets, besserer Software und organisatorischer Anpassungen, verbesserte sich die Produktivität durch diese Technologie messbar. Daher nennen viele Ökonomen die Phase davor heute „paradoxe Zeit“, die durch aufwendige Anpassungen und Umstellungen zu erklären war und daher als Übergangsphase bewertet werden könnte.

Aktuell wird erneut über die Frage diskutiert, ob die starke Präsenz von Künstlicher Intelligenz (KI) zu Produktivitätssteigerungen führen wird, denn auch bisher sind in Sachen Produktivität in vielen Industrieländern nur geringe positive Veränderungen messbar. Davon unbirrt kündigen große US-Techfirmen weiter den Ausbau ihrer Datenzentren an und nehmen dafür Unsummen in die Hand (oder am Kapitalmarkt auf). Der Glaube an den großen gesellschaftlichen und volkswirtschaftlichen Nutzen von KI ist also ungebrochen. Ebenso ungebrochen ist paradoxe Weise der Glaube der Techfirmen daran, ihre ambitionierten Klimaziele trotz des KI-Booms erreichen zu können. Weder Alphabet, Meta, Microsoft noch Apple haben die unter dem US-Präsidenten Donald Trump eigentlich dafür politisch opportune Stimmung genutzt, um ihre nicht nur ambitionierten, sondern fast schon großspurigen Klimaziele fallen zu lassen.

## STEIGENDE EMISSIONEN TROTZ REDUKTIONSZIELEN

Anfang der 2020er-Jahre setzten sich alle vier „net-zero“- oder sogar „carbon-negative“-Ziele, die sie bis Ende der Dekade erreichen wollen. Und das bedeutet, sie müssen bis dahin einen Großteil ihrer Emissionen reduzieren und den Rest binden, sodass die Summe der Emissionen bei netto null liegt. „Carbon-negative“ verlangt sogar, mehr Kohlendioxid aus der Atmosphäre zu entfernen, als verursacht wird.





**Nicht nur eine  
Produktivitätssteigerung  
durch KI braucht weitere  
„begleitende“ Veränderungen,  
auch für das Erreichen  
von Klimazielen ist mehr nötig  
als nur der Ausbau von  
erneuerbaren Energien.**

Die aktuellen Umweltbilanzen besagter Firmen zeigen jedoch: Der Energieverbrauch stieg nach der Zielsetzung rasant an, die tatsächlich vor Ort angefallenen Treibhausgasemissionen durch Stromverbrauch ebenfalls, und auch die Emissionen der Wertschöpfungskette klettern stetig nach oben. Oder frei nach Solow formuliert: „Netto-Null ist zwar überall sichtbar – nur nicht in den Treibhausgasbilanzen“.

Dass die Firmen öffentlichkeitswirksam an ihren Versprechen festhalten, mag womöglich ein weiterer Ausdruck von Großspurigkeit und Überschätzung sein. Vielleicht sehen sie in ihren Treibhausgasbilanzen aber auch nur Hoffnungsschimmer dafür, dass sich auch das Paradoxon der Klimaversprechen in einigen Jahren ebenso auflösen könnte, wie das von Solow beobachtete Produktivitätsparadoxon; Anhaltspunkte gäbe es.

#### **ERNEUERBARE ENERGIE**

Nahezu alle großen Cloud- und Softwareanbieter „beziehen“ ihren Strom zu 100 Prozent aus erneuerbaren Energien. Das funktioniert dadurch, dass dort, wo keine erneuerbare Energie durch die Netze fließt, Zertifikate von anderen Orten weltweit gekauft werden können, an denen diese zur Verfügung steht. Auch haben alle großen Firmen in Erneuerbare investiert, beispielsweise in den Bau von Windparks oder sind langfristige Energiekaufvereinbarungen („Power Purchase Agreements“) eingegangen. Anlagen werden so wirtschaftlich abgesichert gebaut. Beide Praktiken senden Marktsignale zum Ausbau erneuerbarer Energie.

Da diese Kapazitäten allein nicht reichen, ist Big Tech auch zunehmend an anderen kohlenstoffneutralen Techniken, vornehmlich Atomkraft interessiert. Neben den jährlich steigenden Abnahmeverträgen für erneuerbare Energie finanzieren mehrere große Technologie-Konzerne neue Projekte direkt mit oder beteiligen sich an ihnen. Wenn diese Kapazitäten ans Netz gehen, verringern sich langfristig die Treibhausgas-Emissionen durch Stromerzeugung.

#### **EMISSIONSTARKE KAPITALGÜTER**

Ihre direkten und strombezogenen Emissionen haben die meisten Big Techs – zumindest nach Anrechnung von

Zertifikaten – gut im Griff. Ein deutlich größeres Problem stellen die indirekten Emissionen in der Wertschöpfungskette dar („Scope 3“).

Denn um „net-zero“ zu erreichen, müssen auch die Emissionen in der vor- und nachgelagerten Wertschöpfungskette, also beispielsweise durch den Einkauf von Gütern und Dienstleistungen, den Bau von Gebäuden oder den Transport von Produkten zum Kunden reduziert werden. Hier schlägt bei den Technologie-Konzernen aktuell vor allem die vorgelagerte Kategorie der Kapitalgüter zu Buche.

Darin werden beispielsweise für neu gebaute Datenzentren Emissionen der Zementproduktion, für Baufahrzeuge oder für die Herstellung von Servern und Chips bilanziert. Diese Emissionen stiegen etwa bei Meta von 2,5 Millionen Tonnen im Jahr 2021 auf rund 5,5 Millionen Tonnen anno 2024. Auffällig ist, dass sich damit der Anteil der Kategorie Kapitalgüter an den gesamten Wertschöpfungsemissionen, die 15 Kategorien umfassen, von 43 auf 68 Prozent erhöht hat. Die anderen Kategorien entwickelten sich also nicht in gleichem Maße. Die üblicherweise stärkste Kategorie „Einkauf von Gütern und Dienstleistungen“ sank absolut im selben Zeitraum beispielsweise um etwa eine Million Tonnen CO<sub>2</sub> oder anteilig von 51 auf 23 Prozent.

Diese Emissionswerte sind insofern besorgniserregend, als dass heute gebaute Datenzentren erst künftig zu mehr Energieverbrauch führen werden – der dann wiederum durch erneuerbare oder zumindest kohlenstofffreie Energie erzeugt werden muss. Positiv gelesen bedeuten die Werte aber auch, dass nach dem Abebben des Investitionsbooms in Datenzentren sich die Wertschöpfungsketten-Emissionen wieder normalisieren oder sogar deutlich sinken dürften, wenn die zunehmende Verfügbarkeit von erneuerbarer Energie und Effizienzfortschritte (auch durch die KI selbst) zu sinkenden Emissionen bei Zulieferern und Kunden führen.

Und so bleibt die Hoffnung, dass das Klimazieleparadoxon in einigen Jahren oder Jahrzehnten ähnlich kommentiert werden muss wie Robert Solow es damals zum Produktivitätsparadoxon tat: „Ich habe nicht die Zukunft vorhergesagt, sondern beschrieben, was zu diesem Zeitpunkt gegolten hat.“ Solow scheute sich aber auch nicht vor der detaillierten Analyse, wie es zur Auflösung des Paradoxons kam.

#### **VERFÜGBARKEIT ALLEIN REICHT NICHT**

Die tatsächliche Produktivitätswende erforderte eben nicht nur die Verfügbarkeit von Computern, sondern auch entsprechende Prozesse und das richtige Management. IT-Investitionen schlugen sich erst dann in der Produktivität nieder, als sie mit tiefgreifenden organisatorischen Veränderungen, komplementären Investitionen, besseren Indikatoren, Schulungen und vor allem Prozessumstellungen verbunden waren. Das beschreibt das sogenannte „Walmart-Phänomen“. So wurde beim US-Einzelhändler Walmart die Produktivität erst stark durch IT erhöht, indem etwa mit Echtzeitdaten das Lagermanagement, die Einkaufspraktiken sowie Abläufe in den Märkten verändert wurden.

Es liegt also nahe, anzunehmen, dass es nicht nur für eine Produktivitätssteigerung durch KI weitere „begleitende“ Veränderungen braucht, sondern auch für das Erreichen von Klimazielen mehr nötig ist als nur der Ausbau von erneuerbaren Energien.

Zum einen wäre der Aufbau von Energie- und Emissions-Monitoring in Echtzeit aus unserer Sicht wichtig, um Betriebsprozesse nach Energieverfügbarkeit und Marktgegebenheiten zu planen. Bereits heute werden nicht zeitkritische Rechenlasten (beispielsweise zu KI-Trainingszwecken) in Zeiten verschoben, in denen mehr erneuerbare Energie in den Netzen verfügbar ist und daher der Preis an der Strombörse niedrig ist. Die Flexibilisierung von Netzen, der Einsatz von zunehmend kostengünstigeren und größeren Speichern und auch die Einbindung von CO<sub>2</sub>-Signalen in Planung, Reporting und Vergütung (beispielsweise auch interne CO<sub>2</sub>-Preise) sind wichtige begleitende Prozesse, um künftig Fortschritte zu sehen.

Weder KI noch erneuerbare Energie können als Heilsbringer, die über einer Volkswirtschaft ausgeschüttet werden, verstanden werden. Beide Technologien müssen wirkungsvoll eingebunden werden. Doch das erfordert Zeit und Anpassungsbereitschaft. ♦

---

Theresa Eyerund ist ESG Analyst  
bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

# F R E U N D D E R Z E I T



Warren Buffett hat zum Jahresende den Vorsitz seiner Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway abgegeben – irgendwie unvorstellbar.

Omaha liegt in den USA, im Bundesstaat Nebraska. Ziemlich weit weg ist das von der Wall Street in New York, dem Zentrum des Kapitalismus und der großen Börsenglocke. Mehr als 1800 Kilometer.

Warren Buffett, den weltbekannten Investor, hat das nie gestört – weit weg zu sein vom Trubel. Nicht allem zuhören zu müssen, dem nervösen Geplapper und Gedröhne. Im Gegenteil. Er hat sich nie darum geschert, welche Aktien gerade von den Investmentbanken (oder wem auch immer) marktschreierisch angepriesen oder verteufelt wurden. Die überdrehte, mitunter gespielte Hektik des täglichen Börsenbetriebs – das ist nie seine Welt gewesen.

Buffett denkt nicht in Quartalen oder Kalenderjahren. „Wenn wir Anteile an herausragenden Unternehmen mit hervorragendem Management besitzen, ist unsere bevorzugte Haltedauer für immer.“ Oder: „Kaufe günstig, verkaufe nie!“

Buffett ist ein Freund der Zeit. Geboren wurde er am 30. August des Jahres 1930 – in Omaha. Ende 2025, in den Tagen seines Rückzugs von der Spitze seiner Investmentholding Berkshire Hathaway, zählt er stolze 95 Lebensjahre!

## KEINE „BILLIGEN“ ANZÜGE

Uns, die wir ihn – gefühlt – seit Ewigkeiten bewundernd beobachten, seine Briefe an die Aktionäre lesen und uns wieder und wieder seiner Weisheiten erinnern, kommt sein Rücktritt irgendwie unwirklich vor. Denn Buffett ist immer dagewesen.

Und er hat immer gleich ausgesehen. Die silber-graue Locke. Eine ähnliche Brille. Ähnliche Anzüge, über die er selbst einst sagte, sie seien nicht so billig, wie sie an ihm aussähen.

*„Wenn wir Anteile an herausragenden Unternehmen mit hervorragendem Management besitzen, ist unsere bevorzugte Haltedauer für immer.“*

Sein gewitztes, charmantes Lächeln. Sein trockener Humor, das Selbstironische. Der messerscharfe Verstand sowie das unvergleichliche Zahlengeschick und -gedächtnis.

Die Zeit ist immer auch Buffetts Freundin gewesen ...

Sein Vater, Howard, war Börsenmakler und Politiker. Insofern wurde das Interesse des Sohnes für Zahlen und Geld recht früh geweckt. Während andere Kinder die Baseballkarten ihrer Idole sammeln, kauft und verkauft der junge Warren in den 1930er- und 1940er-Jahren Cola-Flaschen und Süßigkeiten, trägt Zeitungen aus und betreibt später einen kleinen Flipperautomaten.

#### **VON DEN UNGEDULDIGEN ZU DEN GEDULDIGEN**

*„Ich schaue nicht, dass ich über 7-Fuß-Hürden springe: Ich schaue mich nach 1-Fuß-Hürden um, über die ich bequem drübersteigen kann.“*

Mit gerade einmal elf Jahren ordert er seine ersten Aktien – drei Cities Service Preferred, für 38 Dollar je Anteilschein. Als deren Kurs auf 27 Dollar fällt, wird ihm mulmig zumute. So, wie es tagein tagaus Millionen Anlegern mulmig wird, wenn die Kurse an der Börse in die „falsche“ Richtung ausschlagen. Als sich die Aktie erholt, auf gut 40 Dollar, verkauft der junge Aktionär eilig. Glück gehabt!

Kurze Zeit später steigt der Kurs auf mehr als 200 Dollar ...

Buffett lernt aus dieser frühen Lektion. Viele Jahre später wird er sagen, dass die Börse ein Mechanismus sei, um Geld von den Ungeduldigen zu den Geduldigen zu transferieren. Er gehört da längst zur zweiten Gruppe.

Und er wird sagen, dass es „lediglich“ einen Hügel brauche und feuchten Schnee. Aus dem kleinen Schneeball wird dann, rollt man ihn den Abhang hinunter, ein immer größerer und größerer Ball ...

Buffett geht in den 1950er-Jahren bei Benjamin Graham in die „Lehre“, seinem großen Idol und Begründer des Value Investing – wobei der ihn zunächst gar nicht haben möchte! Der junge Warren bleibt jedoch hartnäckig, bietet sogar an, kostenlos für das Unternehmen zu arbeiten. Irgendwann gibt Graham klein bei. Er wird Buffett und seinen Investmentstil prägen.

Bis Buffett Charlie Munger trifft, erstmals 1959 bei einem Abendessen in Omaha. Sie freunden sich an. In den 1970er-Jahren werden sie dann Geschäftspartner und machen über viele Jahrzehnte Berkshire Hathaway zu dem, was es heute ist.

#### **DIE KRAFT VON CHARLIES VERSTAND**

Munger ist es, der Buffett überzeugt, seinen Anlagestil zu verändern: Statt passable Unternehmen zu guten Preisen zu kaufen, sei es langfristig besser, exzellente Unternehmen zu passablen Preisen zu kaufen. Buffett folgt Munger, auch wenn es ihm anfangs schwerfällt.

Viele Jahre später sagt er über seinen Ende 2023 verstorbenen Partner: „Es war die Kraft von Charlies Verstand. Er hat meinen Horizont erweitert“.

Was sich in all den Jahren und dem überwältigenden Erfolg von Berkshire Hathaway nicht verändert hat, sind Buffetts Bodenständigkeit und seine Bescheidenheit.

Buffett ist gewissermaßen die Antithese zu den breitbeinig umherlaufenden Wall-Street-Cowboys. Er will nicht immer recht haben, selbst wenn er es hat. Statt dessen macht er sich über sich und seine Fehler lustig. Er wohnt noch im selben Haus, das er Anfang der 1970er-Jahre gekauft hat; er fährt gebrauchte Autos, die ihm seine Tochter beschafft. Trinkt lieber Cherry Coke statt teurer Weine. Und zum Frühstück speist er gerne bei McDonald's. Das Menü macht Buffett abhängig vom Berkshire-Börsenkurs. Hat der sich gut entwickelt, gönnt er sich das größere ...

Buffett ist stets Warren geblieben.

Seinen Tag verbringt er mit dem Lesen von Zeitungen und Geschäftsberichten. Sein Büro in der Berkshire-Zentrale wirkt, als sei darin die Zeit stehen geblieben, seit Jahrzehnten.

Unzählige Male wurde er in der Vergangenheit in den Ruhestand verabschiedet. Das Orakel vermöge nicht mehr zu orakeln, hieß es, wenn Berkshire Hathaway zeitweise den Markttrenden hinterherlief. Der in die Jahre gekommene Investor habe den Anschluss an die Moderne verloren. Oder das „Näschen“, wenn die sogenannten Experten mal wieder der Meinung gewesen sind, dass die „Kasse“ von Berkshire viel zu groß sei. Ergo: Buffett keine Ideen mehr habe, wohin mit dem vielen Geld.

Er würde dazu vermutlich folgendes sagen oder denken: „Ich schaue nicht, dass ich über 7-Fuß-Hürden springe: Ich schaue mich nach 1-Fuß-Hürden um, über die ich bequem drübersteigen kann.“

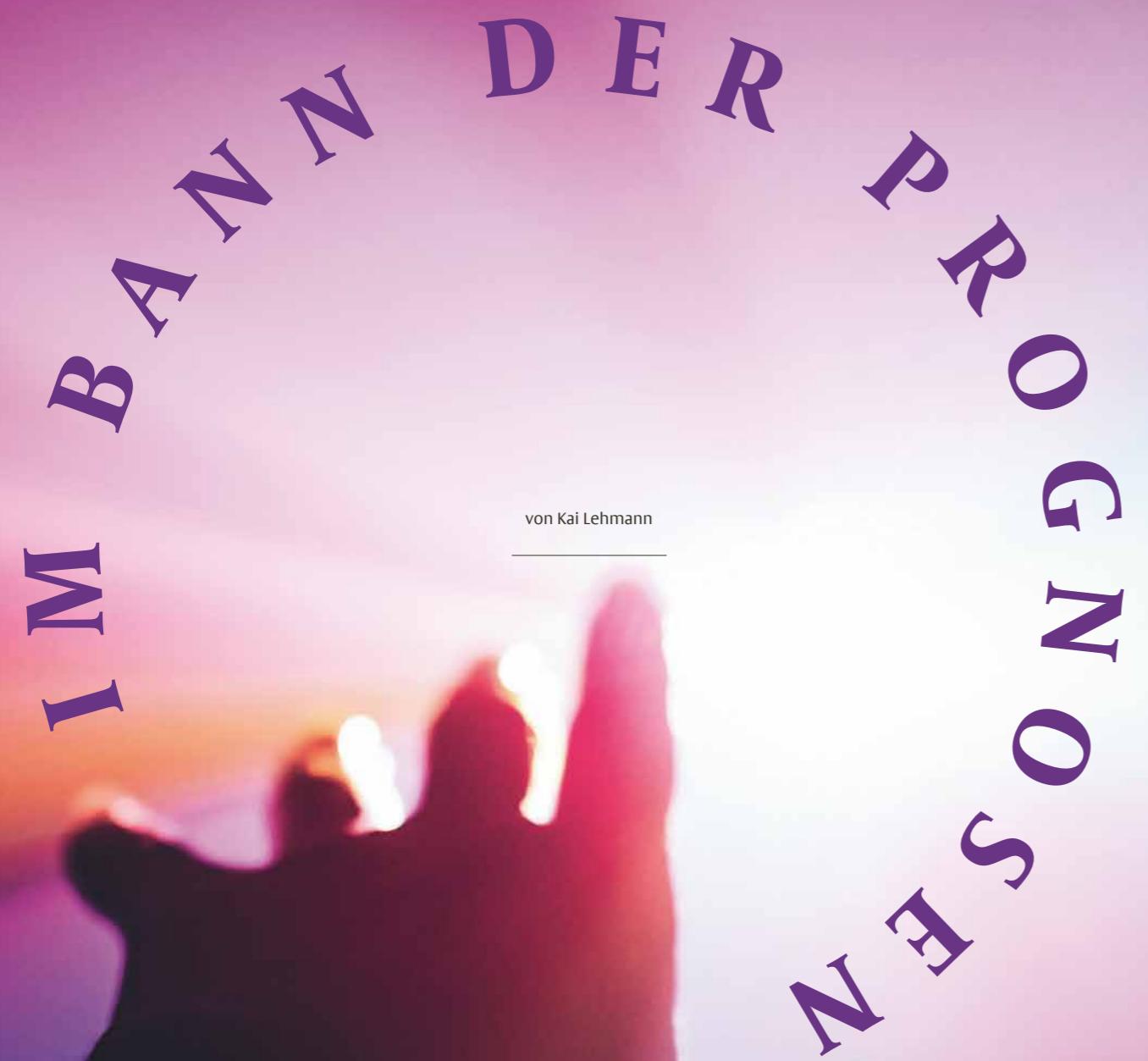
Und das hat Buffett in den vergangenen Jahrzehnten sehr oft getan. ◇

i

ZUR PERSON

#### **Warren Buffett**

wurde am 30. August 1930 in Omaha, im US-Bundesstaat Nebraska geboren – dort lebt er auch heute noch. Er ist Investor, Unternehmer und Philanthrop, bekannt als das „Orakel von Omaha“ und Gründer von Berkshire Hathaway. Er gilt als einer der erfolgreichsten Investoren der Welt. Beliebt ist er aber nicht zuletzt wegen seiner Bescheidenheit – trotz seines großen Vermögens.



# IM BANN DER PROGNOSEN

von Kai Lehmann

In den USA naht die neue Berichtssaison. Wenn die Zahlen der Unternehmen nicht den Erwartungen entsprechen, werden die Aktien abgestraft. Das wissen die Manager – und beugen vor.

In diesen Tagen richten sich die Blicke der Anleger wieder in die USA. In der nun beginnenden Berichtssaison präsentieren die Unternehmen ihre Geschäftszahlen für das vergangene Jahr. Traditionell sind es die großen US-Banken, die als Erste ihre Bücher öffnen. Ihre Ergebnisse werden mit Spannung erwartet, denn sie dienen als Frühindikatoren für den Zustand der gesamten Wirtschaft. Wenn klar wird, wie sich Kreditvolumen, Finanzierungskonditionen und Ausfallraten entwickelt haben, lässt sich grob abschätzen, wie sich die anderen Branchen geschlagen haben.

Doch ganz unabhängig davon, welcher Branche ein Unternehmen angehört – eines scheint im aktuellen „Earnings Game“ gewiss: Große Überraschungen dürften wohl auch diesmal nur die Ausnahme sein. Trotz launischer Konsumenten, einer erratischen Handelspolitik und der omnipräsenten Frage, wie sich das Thema Künstliche Intelligenz (KI) schon in den Gewinnen niederschlägt, weiß „der Markt“ in der Regel recht genau, was er von den Unternehmen erwarten kann – und was nicht.

Denn die Unternehmenslenker verstehen es normalerweise sehr gut, die Erwartungen von Analysten und Investoren im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation zu lenken. Sie betreiben ein sogenanntes „Expectations Management“, möchten mit einer professionellen Kommunikation böse Überraschungen vermeiden. Dabei ist Diplomatie gefragt. Sind die Einschätzungen des Markts, etwa zur Umsatz- und Gewinnentwicklung, aus Sicht der Unternehmensleitung zu hoch, wird der Ton des Managements auf Konferenzen oder Kapitalmarkttagen gerne etwas verhaltener. Sind sie zu pessimistisch, lässt man etwas mehr Euphorie durchblicken, etwa indem bilanzielle Rückenwinde von jüngst gefallenen Material-, Arbeitskosten oder dem zuletzt gefallenen US-Dollar stärker hervorgehoben werden. Das geschieht meist eher subtil, um keine allzu präzisen Erwartungen zu schüren. Das Ziel des Managements: eine einschlägige Messlatte zu erzeugen, von der man erwartet, sie mit großer Sicherheit übertreffen zu können. Bedingung: Das Management möchte unter allen Umständen vermeiden, die Erwartungen des Kapitalmarkts zu verfehlen. ➔

Anteil von Unternehmen, die im Vergleich zu den Analystenschätzungen positive, neutrale oder negative Umsatz- beziehungsweise Ergebnisgrößen berichteten.



Die historische Entwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 25. November 2025

## DIE MACHT DES MARKTES

Die Vorsicht ist berechtigt. Mit Enttäuschungen gehen Kurs- und Vertrauensverluste einher. Wie empirische Untersuchungen zeigen, werden negative Überraschungen an der Börse weitaus stärker abgestraft, als ein identisches Übertreffen der Erwartungen honoriert wird. Im Gegensatz dazu steigt das Vertrauen, wenn die Erwartungen in den Zahlenwerken regelmäßig eingehalten oder (noch besser) leicht übertroffen werden. Wenn „man“ weiß, was man bekommt, wirkt sich das spürbar positiv auf die Aktienbewertung, die Finanzierungskosten des Unternehmens und die Volatilität des Aktienkurses aus. Zudem kann sich das Management mit der Zeit einen Reputationsgewinn erarbeiten. Wer es vermag, Umsatz und Gewinn verlässlich vorherzusagen, der versteht offenbar sein Geschäft.

Die Analysten wiederum sind in ihren Einschätzungen ebenso wenig unbefangen, da sie selbst Teil des Erwartungsapparats sind. Neben anderen Anreizen, beeinflusst auch die Beziehung zum Management die Einschätzungen. Dabei meiden Analysten sowohl zu negative als auch zu ambitionierte Einschätzungen, da beides das Verhältnis zum Unternehmen und damit den Zugang zu wertvollen Informationen gefährden kann.

Kommunikation ist ein komplexes Geschäft. Wir wollten einmal wissen, wie sich das in der Praxis auswirkt und haben auf Basis von Bloomberg-Daten mehr als 27.000 Quartalsergebnisse von Unternehmen des breiten US-Aktienindex S&P 500 zu den Umsatzerlösen und den Jahresergebnissen ausgewertet. Die Ergebnisse erscheinen uns in mehrfacher Hinsicht interessant.

- Seit dem Jahr 2019 wurden mehr als dreimal so viele Analystenschätzungen übertroffen wie verfehlt. Konkret wurden etwa 70 Prozent der Schätzungen übertroffen, während nur gut 20 Prozent verfehlt wurden. Jede zehnte Einschätzung wird in etwa erfüllt.

- Bei den Ergebnisschätzungen sind die Anteile der positiven „Überraschungen“ mit 78 Prozent überproportional hoch. Demgegenüber wurden hier nur knapp 18 Prozent der Schätzungen verfehlt. Diese Feststellung lässt sich mit bilanzpolitischen Spielräumen erklären („Earnings Management“). Diese sind beim Jahresergebnis größer als bei den Umsatzerlösen. So lassen sich bestimmte Aufwendungen und Erträge gezielt auf der Zeitachse verschieben, etwa indem die Abschreibungsdauer verändert oder Rückstellungen gebildet (oder aufgelöst) werden.

Hinzu kommt: Mit der Zeit gewöhnt sich der Markt an ein stetiges Übertreffen. Sind Unternehmen ständig zu vorsichtig, preist der Markt dies bereits im Vorfeld ein. Mit dem Ergebnis, dass bereits das Einhalten der eigenen Prognosen als Enttäuschung gewertet wird. Dies kann eine dynamische Erwartungsspirale in Gang setzen, die die nachhaltige Unternehmensentwicklung gefährden kann. Unterm Strich kennt dieses Spiel also keine Gewinner, weshalb etwa Investorenlegende Warren Buffett Unternehmen rät, erst gar keine Prognosen abzugeben.

**Unterm Strich kennt dieses Spiel keine Gewinner, weshalb Investorenlegende Warren Buffett Unternehmen rät, erst gar keine Prognosen abzugeben.**

- Neben den relativen Anteilen ist auch die Konsistenz, mit der die Erwartungen innerhalb des Beobachtungszeitraums (über-)erfüllt werden, auffällig. Zu keinem Zeitpunkt werden mehr Einschätzungen verfehlt als übertroffen. Selbst im zweiten Quartal 2020 ist der Anteil an verfehlten Ergebnissen mit nur gut einem Viertel überschaubar, was angesichts der Dynamik, mit der das Corona-Virus das Wirtschaftsleben zum Erliegen brachte, überraschend ist. Konkret haben die Unternehmen die Ergebnisschätzungen der Analysten in diesem Quartal im Durchschnitt um ganze 0,5 Prozent übertroffen. Die Analysten vermochten es also trotz der hohen Verunsicherung, die zu diesem Zeitpunkt vorherrschte, sehr präzise Vorhersagen zu treffen.

Problematisch wird das „Earnings Game“, wenn das Einhalten von Quartalsergebnissen zur obersten Maxime wird und die kurzfristige Ausrichtung strategisch die langfristige dominiert. Erliegt das Management dem institutionellen Imperativ und hetzt von Quartalsergebnis zu Quartalsergebnis, so ist eine auf finanzielle Nachhaltigkeit ausgerichtete Unternehmensführung kaum möglich. Entwicklungen wie bei General Electric oder Intel in den 2000er-Jahren dienen hier als mahnende Beispiele.

## WAS MACHEN WIR DARAUS?

Professionelle Geldanlage ist kein Glühwein-Geplauder. Als langfristig orientierter Investor verfolgen wir das „Earnings Game“ mit einer gewissen Distanz. Für uns ist unerheblich, ob die Erwartungen der Analysten in einem bestimmten Quartal auf die Nachkommastelle genau eingehalten werden. Wir wissen um die Befangenheit der Akteure. Viel entscheidender ist aber, dass wir unsere Beteiligungen und Portfolios langfristig steuern.

Für uns ist entscheidend, ob wir (nach wie vor) von den Wachstumschancen und der Resilienz des Geschäftsmodells, dem Management und der bilanziellen Qualität eines Unternehmens überzeugt sind – und ob der Aktienkurs in einem attraktiven Verhältnis zu diesen Qualitätsmerkmalen steht. ♦

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

# Staatsschulden und Kriegsfinanzierung

Wie militärische Konflikte  
Staaten in große Finanznot bringen (können),  
zeigt eine historische Betrachtung und  
ein Gastbeitrag von Professor Werner Plumpe.



→

Mit Vernunft ist  
in absehbarer Zeit  
wohl kaum  
zu rechnen.

Die geplante Aufrüstung in den hoch verschuldeten Staaten Europas lässt aufhorchen. Die Historie zeigt, dass Kriege immer wieder für große Finanznot sorgten, selbst wenn Staaten vorher nicht so hoch verschuldet waren wie derzeit.

So war es bereits im 16. Jahrhundert extrem teuer, Kriege zu führen. Und bei der spanischen Krone landete nach der Entdeckung Amerikas tonnenweise Silber. Dennoch konnte Spanien Kriege im 16. und 17. Jahrhundert gegen die Niederlande, Großbritannien und Frankreich nur durch immer neue Schulden finanzieren, die nicht zuletzt von den großen oberdeutschen Finanzhäusern, etwa der Fugger und Welser, aufgebracht wurden. Dadurch war Spanien zwar in der Lage, den Krieg lange hinauszuziehen, aber im Kampf um die Vorherrschaft in Europa hat es letztlich nichts genutzt.

Statt zu triumphieren, war die spanische Krone zwischen 1557 und 1647 sechsmal gezwungen, ihre Zahlungsunfähigkeit zu erklären; Staatsbankrotte, die jeweils auch für die Gläubiger verheerende Folgen hatten.

Die Niederlande, lange Zeit Spaniens Hauptgegner, hatten hingegen bereits ein recht modernes Steuer- und Bankensystem, erzielten hohe Einnahmen und waren durchweg liquide. Amsterdam wandelte sich zum europäischen Finanzzentrum, in dem Anleger aus allen Teilen des Kontinents ihr Geld in Sicherheit brachten. Trotz der Belastung durch den Krieg mit Spanien blieb der Zinssatz, den die niederländischen Generalstaaten zahlen mussten, niedrig. Doch diese frühe Etablierung moder-

ner Finanzmarktstrukturen war die Ausnahme.

Die großen europäischen Staaten hielten am Schuldenmachen fest. So wurde der Spanische Erbfolgekrieg zwischen 1701 und 1714 von Frankreich, Großbritannien und Habsburg mit Schulden finanziert, die nach dem Ende des Kriegs die Staaten an den Rand der Zahlungsfähigkeit brachten. Versuche der Entschuldung von Frankreich und Großbritannien führten zu zwei der ersten großen europäischen Finanz- und Spekulationskrisen.

#### **– 1718 BIS 1720 –**

##### **SCHULDENINDIZIERTE SPEKULATIONSBLASEN IN PARIS UND LONDON**

Das ging, kurz gesagt, so: Der Staat stattete private „Entrepreneure“ mit Privilegien in bestimmten Bereichen des Kolonialhandels, namentlich im südlichen Nordamerika und der Karibik aus und erlaubte zur Ausnutzung dieser Chancen auch die Gründung einschlägiger Aktiengesellschaften. Deren Aktienkurse schossen wegen der zu erwartenden Gewinne durch die Decke („South Sea Bubbles“), sodass es diesen Kaufleuten möglich war, im Gegenzug zu den Privilegien einen großen Teil der Staatsschulden zu übernehmen. In Frankreich gehörte zu den Privilegien zusätzlich das Recht eine Bank mit Notenausgaberecht („Banque Royale“) des Unternehmers John Law) zu errichten, die ebenfalls rasch den Zuspruch der Bevölkerung erzielte. Die ersten Erfolge waren phänomenal. Law wurde wie ein „Magier“ verehrt. In London wurden

zur gleichen Zeit dutzende Aktiengesellschaften gegründet, die nicht einmal einen Zweck ihrer Tätigkeit angaben; das Publikum riss die Aktien den Anbietern gleichwohl aus den Händen.

Es kam, wie es kommen musste. Sobald klar war, dass die Erwartungen in den Kolonien nicht erfüllt wurden, brachen die Kurse zusammen, zunächst in Paris, wo ein großer Teil des Publikums in wenigen Tagen enteignet wurde, als ihre Papiere nichts mehr wert waren. Law musste Paris fluchtartig verlassen. Wer noch konnte, suchte sich an den Londoner Kapitalmarkt zu retten, doch auch der brach nur kurze Zeit später zusammen. Wieder stand das Publikum mit leeren Händen da. Die Regierung in London reagierte immerhin mit dem „Bubbles Act“, der für die Zukunft die Gründung von Aktiengesellschaften faktisch verbot, für die Masse des enteigneten Publikums war das aber nur ein schwacher Trost.

#### **– NACH 1815 –**

##### **STRIKTE SPARPOLITIK GEGEN HOHE VERSCHULDUNG NACH WATERLOO**

Doch die französische und die britische Regierung finanzierten ihre andauern den Konflikte im 18. Jahrhundert weiter mit Schulden; am Ende der napoleonischen Kriege im Juni 1815 waren beide Staaten überschuldet. Diesmal kam es allerdings nicht zur Masseneignung.

Eine überaus restriktive Finanzpolitik war die Folge. Frankreich, das seit den 1790er-Jahren mit Papiergeinflation experimentiert hatte, kam durch eine

Währungsreform und eine restriktive Geldpolitik nach und nach aus den Schulden heraus. Ähnlich war es in England, wo in den Jahren nach Napoleon massiv um die Verfassung des Finanzmarkts gestritten wurde; ein Streit, der mit der Einführung des Goldstandards und strikten Regeln für die Bank of England endete, mit denen Papiergeinflationen ein Riegel vorgeschoben werden sollte.

Zur restriktiven Geldpolitik kam eine überaus sparsame Haushaltspolitik hinzu, die ebenfalls in den überschuldeten Staaten Österreich und Preußen verfolgt wurde. Modern gesprochen ging die Staatsquote, die in der Kriegszeit bei mehr als der Hälfte der wirtschaftlichen Gesamtleistung gelegen hatte, nach dem Ende der Napoleonischen Kriege durchweg dramatisch zurück. In Preußen nahm der Staat zur Mitte des Jahrhunderts kaum zehn Prozent des Inlandsprodukts in Anspruch; in den anderen Staaten war es ähnlich. Manchesterkapitalismus und Nachtwächterstaat waren so gesehen eben auch Kinder der Not, ohne die die hohe Staatsverschuldung nie hätte bewältigt werden können.

Anders als man heute zu denken geneigt ist, führte der Rückzug des Staats im 19. Jahrhundert nicht zu einer wirtschaftlichen Lähmung der beteiligten Volkswirtschaften, im Gegenteil: Der

dem französischen König Louis Philippe zugeschriebene, wahrscheinlich wohl von seinem Finanzminister François Guizot stammende Satz: „Bereichert euch!“ – gedacht als Aufforderung an das Bürgertum, Geschäfte zu machen und dadurch Vermögen zu gewinnen – traf den Nerv der Zeit, die

als Hochphase der industriellen Revolution in Erinnerung geblieben ist.

#### **– ERSTER WELTKRIEG –**

##### **MASSIVE VERSCHULDUNG ENDET IN INFLATION**

Das Ausbleiben großer militärischer Auseinandersetzungen begünstigte den „schlanken Staat“, dessen Stärke allerdings mit dem Kriegsausbruch 1914 schlug. Während der militärische Aufwand in den Jahren danach gewaltig stieg, ging das zivile Güterangebot immer schneller zurück. Der Goldstandard wurde suspendiert, gewaltige Kriegskredite mobilisiert, eine Papiergeinflation setzte zunächst schlechend, später immer offener ein. Die Weimarer Republik finanzierte auch die Rückkehr zur Friedenswirtschaft auf Pump. Die Inflation nahm nach einer kurzen Scheinblüte schließlich ungeahnte Ausmaße an, die mit der Währungsreform vom November 1923 (Rentenmark) in einer vollständigen Enteignung der Geldvermögen und einer kompletten Entwertung der Staatsanleihen endete. Wie nach dem Spanischen Erbfolgekrieg zahlte auch diesmal, zumindest im deutschen Fall, das Publikum mit dem vollständigen Verlust des Geldvermögens.

Auch die alliierten Staaten Großbritannien, Frankreich und Russland hatten sich hoch verschuldet. Sie hofften auf deutsche Reparationszahlungen, doch reichten diese kaum hin, um die Kriegsfolgen zu decken, zumal Sowjetrussland, einer der Hauptschuldner aus der Vorkriegs- und Kriegszeit, sich weigerte, die Schulden aus der Zarenzeit anzuerkennen.



Großbritannien stand noch vergleichsweise gut da. Sein Auslandsvermögen war vor dem Krieg groß gewesen war und als damals wichtigster Finanzplatz der Welt hatte es selbst Kredite an die Alliierten vergeben, aber der Ausweg, die verbliebenen Verpflichtungen durch eine kontrollierte Inflation des Pfundes in den Griff zu bekommen, war versperrt. Denn dadurch wäre dessen Stellung als Anker des Goldstandards und Garant der Bedeutung des Finanzplatzes London unterminiert worden. Also betrieb das Land eine seinerzeit sehr umstrittene restriktive Geldpolitik. Der alte Goldstandard kehrte zwar modifiziert zurück, aber London verlor seinen Glanz.

Deutschland bezahlte seine Reparationen mit amerikanischen Krediten, Frankreich und Großbritannien nutzten diese Zahlungen zumindest teilweise, um ihre Kriegsschulden in den USA zu begleichen, während die US-Banken das Geld gleich wieder an Deutschland ausliehen: angesichts der hohen Zinsen in Deutschland ein lukratives Geschäft, das sofort zusammenbrechen musste, wenn der Geldstrom aus den USA versiegte. Genau das geschah in der Wirtschaftskrise 1929 und riss die Weltwirtschaft in den Abgrund.

#### **– ZWEITER WELTKRIEG –**

##### **SCHULDENORGIE, WÄHRUNGSREFORM UND KONSOLIDIERUNG**

Auch der Zweite Weltkrieg war nur über Schulden zu finanzieren – in der Hoffnung, die Lasten dem Verlierer aufzuerlegen zu können. Deutschland war bei der Verschuldung besonders dynamisch und besonders einfallsreich,

doch änderte das nichts an einer Situation der völligen Überschuldung bei Kriegsende. Erneut wurden die Schulden durch eine gänzliche Enteignung des geldbesitzenden Publikums getilgt: die Währungsreform von 1948, bei der alle inländischen Guthaben und Verbindlichkeiten drastisch abgewertet wurden (100 RM zu 6,50 DM).

Die Auslandsschulden regelte das Londoner Abkommen, das der Bundesrepublik neben dem Verzicht auf ausstehende Zinszahlungen großzügige Zahlungsfristen einräumte, sodass das Land nach und nach seinen Verpflichtungen nachkommen konnte. Die Tatsache der relativen Schuldensfreiheit sowie eine überaus zurückhaltende staatliche Finanzpolitik dürften in Kombination mit den Stabilitätsbemühungen der Bundesbank der wesentliche Pfeiler des Wirtschaftswunders gewesen sein.

#### **– SEIT DEN SPÄTEN 1960ER-JAHREN –**

##### **IMMER NEUE GRÜNDE FÜR STAATSSCHULDEN**

Seit dem Ende der 1960er-Jahre ging der Zusammenhang von Staatsverschuldung und Kriegsfinanzierung indes verloren. Im Zuge des Keynesianismus und des Ausbaus des Sozialstaats änderte sich der Charakter der Verschuldung, die zu einem gewöhnlichen, ja gewünschten Instrument der Staatsfinanzierung wurde. Der Finanzhistoriker Hans-Peter Ullmann spricht in diesem Zusammenhang vom „Verschuldungskomplex“, der Ende der 1960er-Jahre in der Hoffnung entstand, mit Schulden eine Modernisierung der Wirtschaft (und der

Gesellschaft) erreichen zu können, die wiederum durch ihre Erfolge die Verschuldung mehr als kompensieren würde. Der Erfolg blieb so erwartbar aus, wie die Schulden blieben.

Seither lässt sich eine Koevolution von Schuldenexpansion und staatlicher Wirtschafts- und Finanzpolitik beobachten, die mittlerweile atemberaubend ist. Die (wohlgemerkt) steigenden Steuereinnahmen reichen seit jener Zeit nicht mehr aus, um den Staat im Sinne des politischen Mainstreams handlungsfähig zu halten, sodass auf jede Herausforderung oder Krise mit neuen Schulden reagiert wird, die indes lediglich in den 1980er-Jahren zeitweise wieder abgebaut wurden. Die Finanzierung der Wiedervereinigung, die Herausforderungen der Dotcomkrise, die Weltfinanzkrise, die Flüchtlingskrise, die Corona-Krise und schließlich der Ukrainekrieg waren die wichtigsten Etappen in dieser Schuldenkumulation, die durch die aktuelle Verschuldungspolitik noch einmal radikalisiert wird.

#### **– NACH 1990 –**

##### **ENTKOPPELUNG VON SCHULDENWACHSTUM UND PRODUKTIVITÄTSSTEIGERUNG**

Fatal ist: Die Verschuldung wird seit den 1990er-Jahren auch nicht durch eine zunehmende Produktivität gedeckt, wie man es im Verschuldungskomplex der 1970er-Jahre erhofft hatte, im Gegenteil. Seit den 1990er-Jahren gehen die Produktivitätszuwächse deutlich zurück, aktuell sinkt das Produktivitätsniveau sogar. Es ist absehbar, dass die Schuldentragfähigkeit selbst eines

Landes wie Deutschland an ihre Grenzen stößt. Bereits aktuell erwirtschaftet die deutsche Wirtschaft nicht mehr den Aufwand, den der Staat betreibt. Die Schulden sind mittlerweile keine bloße Krisenintervention mehr, auch wenn sie so verkauft werden. Sie sind Ausdruck, dass der Staat über seine „Verhältnisse“ lebt, ja ohne stets neue Schulden gar nicht mehr handlungsfähig wäre.

Und nun? – Historisch wurden Verschuldungskrisen zumeist durch die Enteignung des geldbesitzenden Publikums – also über Staatsbankrotte, Inflationen beziehungsweise Währungsreformen „überwunden“. Alternativen waren und sind die finanzielle Repression, wie sie nach 1945 in den USA betrieben wurde, was freilich nur wegen der günstigen konjunkturellen Rahmenbedingungen einigermaßen und keineswegs ohne negative Folgen funktionierte. Oder der Staat nimmt sich extrem zurück, reduziert den Aufwand, den er betreibt, und vergrößert damit die Handlungschancen der Wirtschaft, freilich um den Preis der deutlichen Schrumpfung beziehungsweise der Nichtentstehung eines funktionierenden Sozialstaats. Das war nach 1815 in Frankreich, Großbritannien oder Preußen möglich, da es noch keine massen demokratischen Strukturen gab. Heute ist ein derartiges Vorgehen wohl faktisch unvorstellbar; in Frankreich gelingt es nicht einmal ansatzweise trotz gravierender Verschuldungsprobleme den Sozialaufwand auch nur geringfügig zu senken, obwohl es nur vernünftig wäre, zu handeln, bevor die Verschuldungskrise unkontrollierbar wird.

Aber mit Vernunft ist in absehbarer Zeit wohl kaum zu rechnen. ♦



**ZUR PERSON**

**Der Historiker**

**Professor Dr. Werner Plumpe** bekleidete von 1999 bis 2022 den Lehrstuhl für Wirtschafts- und Sozialgeschichte an der Goethe-Universität Frankfurt am Main. Der Autor mehrerer Bücher erhielt 2014 den Ludwig-Ehrhard-Preis für Wirtschaftspublizistik. Sein jüngstes Werk heißt „Gefährliche Rivalitäten. Wirtschaftskriege – von den Anfängen der Globalisierung bis zu Trumps Deal-Politik“ und ist 2025 im Rowohlt Verlag erschienen, ISBN: 978-3-7371-0216-2.

**i**



# 300 Euro für eine Heißluftfriteuse



Ende November war es wieder soweit! Mit den Rabatttagen Black Friday und Cyber Monday startete die heiße Phase des Weihnachtsgeschäfts. Vor allem Elektro- und Techartikel waren bei Schnäppchenjägern wieder ein Dauerbrenner.

Lag das durchschnittliche Budget für den Black Friday 2022 in Deutschland noch bei 280 Euro, planten Online-Shoppende 2025 schon mit Ausgaben in Höhe von 300 Euro.

Ob sich die „Megarabatte“ immer lohnen, steht auf einem anderen Blatt. Häufig lässt man sich dann auch noch zu Impulskäufen verleiten und gibt mehr Geld aus, als man eigentlich wollte.

Es liegt in Ihrer Hand: Kaufen Sie heute beispielsweise für 300 Euro einen Airfryer, bleibt Ihnen schon nach nicht einmal neun Jahren ein knuspriger Restwert von null Euro. Wenn das trendige Küchengerät überhaupt so lange hält (wir rechnen mit einer jährlichen Entwertung von zehn Prozent).

Investieren Sie dieselbe Summe in Aktien sehr guter Unternehmen, können Sie Ihr Geld im selben Zeitraum fast verdoppeln auf 538 Euro. So brachte auf lange Sicht beispielsweise die Anlage in den MSCI World im Schnitt meist über sieben Prozent Rendite pro Jahr, manchmal auch deutlich mehr.

Klar, zukünftige Erträge sind am Kapitalmarkt ungewiss, trotzdem ist die mögliche Rendite einer breit diversifizierten und global gestreuten Anlage langfristig relativ abschätzbar. So beträgt zum Beispiel die Wahrscheinlichkeit, bei einer Anlage in den MSCI World, eine negative Rendite zu erzielen, schon nach zehn Jahren nur noch fünf Prozent – nach 20 Jahren Haltedauer null Prozent.

Mit jedem weiteren Jahr also, das Sie investiert bleiben, eliminieren Sie stetig das Risiko, Geld zu verlieren. Gleichzeitig nimmt die Wahrscheinlichkeit, Gewinne zu erzielen, peu à peu zu.

Konsum ist nicht per se schlecht – aber eben keine Altersvorsorge. Vor allem sind es häufig kleine Alltagsentscheidungen, die über die Jahre einen großen Effekt aufs Vermögen haben können. Denn wer an der Börse erfolgreich sein will, braucht Sitzfleisch.

Vornehmer sagte es mal der US-amerikanische Investor Charlie Munger: „Das große Geld verdient man nicht durch kaufen oder verkaufen, sondern durch Warten.“

Eine aktuelle Übersicht über unsere Kanäle finden Sie hier:

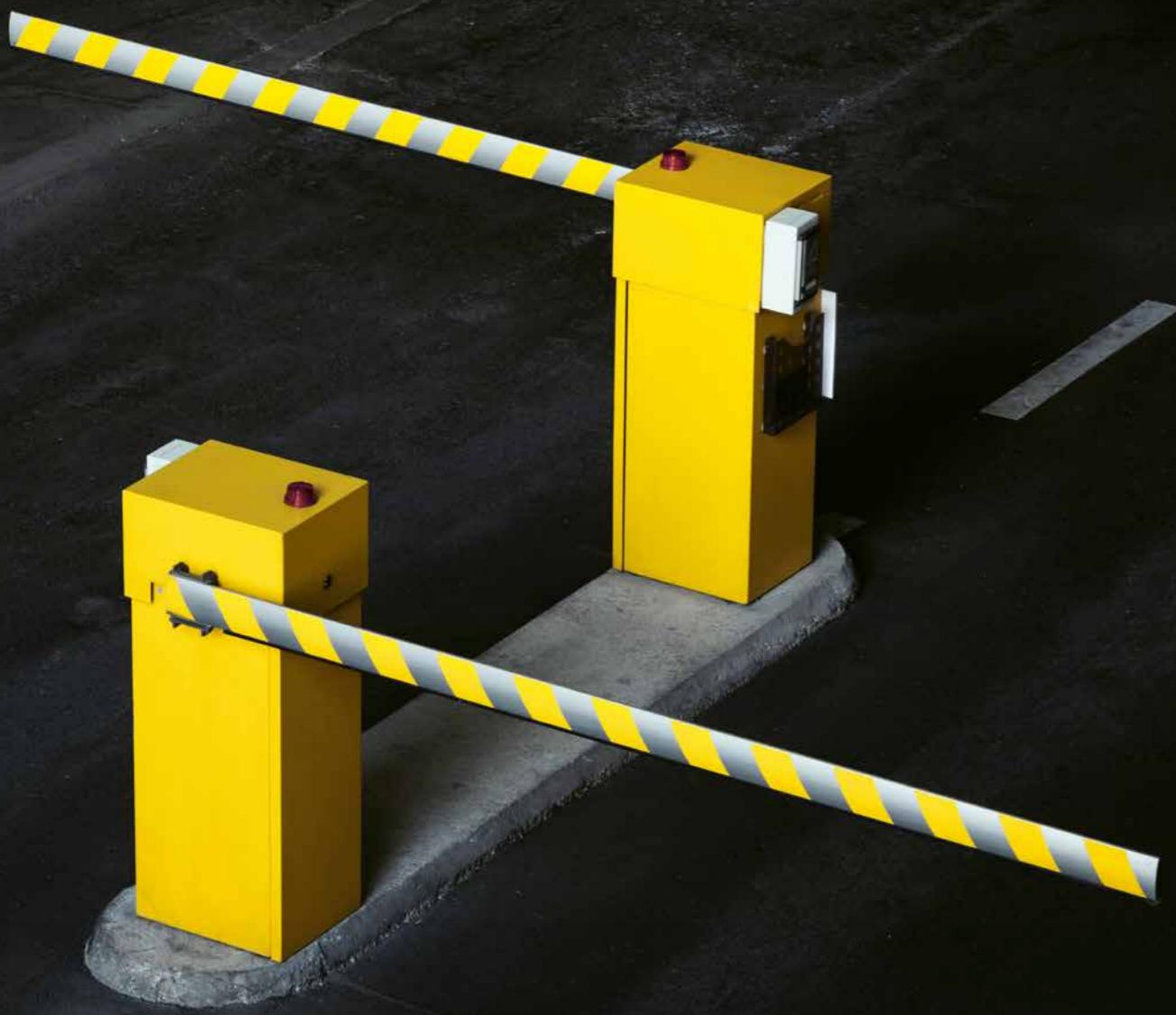


i

o

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

Instagram  
flossbachvonstorch



von Carla König

# WAS ZOLL DAS? WIR UND DER WELTHANDEL

Die nächste Runde von econo\_me hat die Globalisierung zum Thema – ein Thema, das derzeit nicht nur Investoren bewegt.

Ein Smartphone reist um die Welt. Der Prozessor stammt aus Taiwan, das Display aus Südkorea, entworfen wurde es in Kalifornien, montiert in China – und genutzt wird es hier bei uns. Kaum ein Produkt steht so deutlich für die globale Verflechtung unserer Wirtschaft. Doch diese Ordnung gerät zunehmend ins Wanken. Handelskonflikte, neue Zölle und geopolitische Spannungen zeigen: Globalisierung ist kein Selbstläufer mehr.

Internationale Arbeitsteilung ermöglicht Wohlstand. Sie sorgt dafür, dass Güter dort produziert werden, wo sie effizient hergestellt werden können und weltweit verfügbar sind. Doch politische Entscheidungen können diese Logik auf den Kopf stellen.

Zölle sind im Grunde Eintrittspreise für Waren, die Grenzen überschreiten. Formal zahlt sie der Importeur, tatsächlich landen sie oft als Aufschlag auf den Ladenpreis. So wird ein politisches Instrument schnell zur spürbaren Alltagsrealität – beim Smartphone, bei Jeans oder beim Wocheneinkauf.

## WENN POLITIK PREISE MACHT

Kurzfristig mögen Zölle heimische Produzenten schützen. Langfristig führen sie jedoch zu höheren Preisen, geringerer Auswahl und wachsender Unsicherheit. Sie machen sichtbar, wie eng wirtschaftliche Prozesse mit politischen Entscheidungen verflochten sind und wie wichtig es ist, diese Zusammenhänge zu verstehen.

Hier setzt der econo\_me Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen an, den die Flossbach von Storch Stiftung initiiert hat und gemeinsam mit dem Institut für Ökonomische Bildung und ZEIT für die Schule ausrichtet. Das aktuelle Thema 2025/26 lautet:

## „WAS ZOLL DAS? WIR UND DER WELTHANDEL“

Schülerinnen und Schüler ab Klasse 7 aller Schulformen sind eingeladen, den globalen Handel aus ihrer eigenen Lebenswelt heraus zu erforschen: Warum treiben Unternehmen internationalen Handel? Wie beeinflussen Zölle Preise und Arbeitsplätze? Und was passiert, wenn Grenzen wieder wichtiger werden?

Der Wettbewerb schafft Raum für forschendes Lernen – und für Projektarbeit, die über das Schulbuch hinausgehen. Die Jugendlichen arbeiten in Teams, sie recherchieren, vergleichen, interviewen, diskutieren und entwickeln kreative Beiträge: beispielsweise Videos, Podcasts, Blogs, Instagram-Stories oder Webseiten. Sie erleben, dass Wirtschaft nicht abstrakt ist, sondern jeden Tag neu verhandelt wird – an Supermarktkassen, in Nachrichten und in politischen Entscheidungen. →

# econo\_me

Jetzt anmelden

zum aktuellen econo\_me Wettbewerb:  
„Was ZOLL das? Wir und der Welthandel“

Zur Anmeldung, allen Informationen  
und den Gewinnerbeiträgen der letzten Runde  
geht es auf [www.econo-me.de](http://www.econo-me.de)



econo\_me Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen  
– Wirtschaft verstehen, Zukunft gestalten –

Der bundesweite econo\_me Wettbewerb lädt  
Schülerinnen und Schüler ab Klasse 7 aller  
Schulformen ein, aktuelle Wirtschaftsthemen  
eigenständig zu erforschen. Ziel ist es,  
ökonomische Zusammenhänge zu erkennen  
und im Team verständliche, kritische  
und kreative Beiträge zu erarbeiten – im  
Unterricht oder in Projektarbeit.

**Zielgruppe:**

Schülerinnen und Schüler der  
Sekundarstufen I und II aller Schulformen  
(Gruppen von drei bis zehn Teilnehmenden)

Die Beiträge werden separat bewertet  
und die Preise doppelt vergeben.

**Einsendeschluss:**

27. Februar 2026

**Preisverleihung:**

24. Juni 2026 in Köln

„Wir erleben jedes Jahr, wie viel Neugier entsteht, wenn junge Menschen Wirtschaft selbst entdecken“, sagt Kurt von Storch, Stifter der Flossbach von Storch Stiftung sowie Gründer und Vorsitzender des Verwaltungsrats der Flossbach von Storch SE. „Sie entwickeln ein erstaunlich feines Gespür dafür, wie globale Zusammenhänge ihr eigenes Leben prägen – und lernen, kritisch zu fragen statt einfach zu übernehmen.“

Damit wird econo\_me zu einem Lernlabor für ökonomisches Denken und Zukunftskompetenzen – und für demokratische Teilhabe. Denn wer ökonomische Wechselwirkungen erkennt, kann politische und gesellschaftliche Entwicklungen besser einordnen.

## ELF JAHRE VERTRAUEN IN JUNGE KÖPFE

Seit 2015 begleitet econo\_me junge Menschen dabei, Wirtschaft zu verstehen. Elf Jahre, in denen Neugier und Urteilskraft gewachsen sind – und ein Wettbewerb gezeigt hat, was passiert, wenn man Schülerinnen und Schülern etwas zutraut.

## BILDUNG ÜBER GRENZEN HINAUS

Der Welthandel lehrt uns: Keine Gesellschaft steht für sich allein. Entscheidungen eines Landes wirken weit über Grenzen hinaus – wirtschaftlich, politisch und sozial.

Gerade deshalb gehört Ökonomische Bildung mitten in die Allgemeinbildung. Sie befähigt dazu, eigene Standpunkte zu entwickeln, komplexe Zusammenhänge zu durchdringen und verantwortungsbewusst zu handeln.

Unsere Vision bleibt klar: eine Gesellschaft, in der Wirtschafts- und Finanzbildung keine elitäre Ressource ist, sondern ein demokratisches Gut. Eine Gesellschaft, in der Jugendliche Zukunftskompetenzen erwerben, um die Welt zu verstehen – und sie mitzugestalten.

Der econo\_me Wettbewerb zeigt, wie das gelingen kann: wenn Bildung Brücken schlägt – zwischen Kopf und Herz, zwischen Individuum und Gemeinschaft, zwischen Wirtschaft und Gesellschaft, zwischen Wissen und Verantwortung. ♦

Carla König arbeitet für die Flossbach von Storch Stiftung.

Eine Initiative der



Didaktikpartner



Schirmherrschaft



In Kooperation mit



## 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.

**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.

**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 1.300 Aktien aus 23 Ländern.

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

**Portfolio** – Bestand an Wertpapieren im Depot.

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

### RECHTLICHER HINWEIS

#### Diese Publikation dient unter anderem als 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 Gestaltung 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](http://www.flossbachvonstorch.com/glossar).

© 2026 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

### IMPRESSUM

**Herausgeber:**  
Flossbach von Storch Invest S.A.  
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg  
Telefon +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39  
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

**Vorstand:** Christoph Adamy, Markus Müller  
**Vorsitzender des Aufsichtsrats:** Kurt von Storch

**Umsatzsteuer-ID:** LU25691460  
**Handelsregister:** Luxembourg Nr. B 171513  
**Zuständige Aufsichtsbehörde:** Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)  
283, route d'Arlon, 1150 Luxembourg

**Kontakt Schweiz:**  
Flossbach von Storch S.A.  
Vertretung Zürich  
Fraumünsterstrasse 21, 8001 Zürich

**Kontakt Österreich:**  
Flossbach von Storch SE  
Zweigniederlassung Österreich  
Schottenring 2–6/Top 8, 1010 Wien  
[www.flossbachvonstorch.com](http://www.flossbachvonstorch.com)

**Redaktionsschluss:** 9. Januar 2026

#### EU 112 0126 XXXX DE

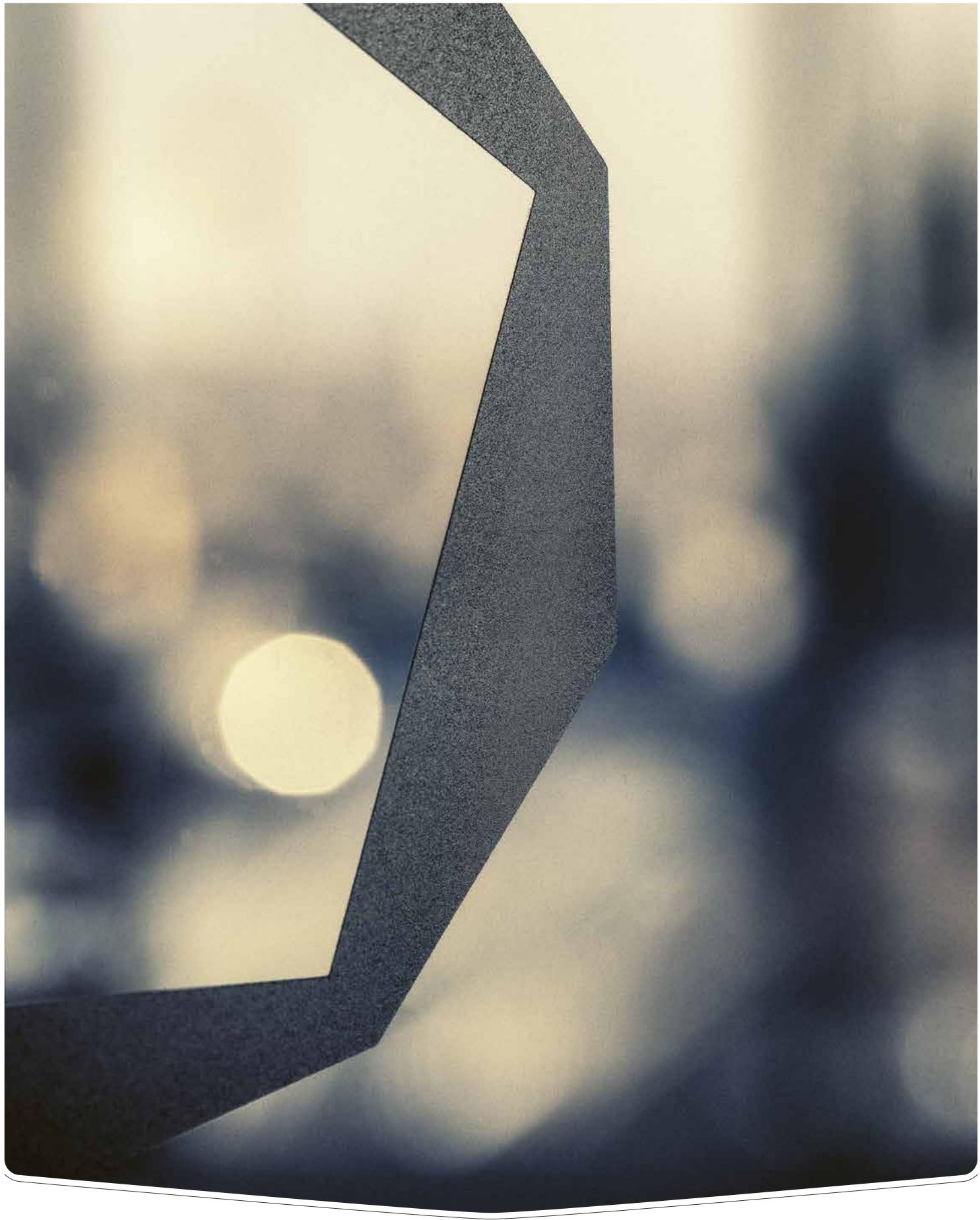
Nachdrucke des Dokuments sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträgern aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE.

**Redaktion:**  
Lars Conrad, Pablo Duarte, Theresa Eyerund,  
Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Verena von Hugo,  
Dörte Jochims, Carina Kontio, Dr. Kai Lehmann,  
Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster,  
Prof. Dr. Gunther Schnabl, Dirk Seel, Kurt von Storch,  
Eugen Uretzki, Philipp Vorndran

**Design:** Carolin Euskirchen und Heller & C  
**Druck:** TheissenKopp GmbH

### FOTONACHWEIS

Bildrechte: ©Marc Comes, CHB-P (Cover, S. 2, 3); ©Haussmann Visuals, Getty Images (S. 5 oben); ©CSA Images, Getty Images (S. 5 mittig); © Etienne De Malglaive, Getty Images (S. 5 unten); ©Carolin Euskirchen, Collage (S. 6–11); ©Haussmann Visuals, Getty Images (S. 12–19); ©Joern Siegroth, Getty Images (S. 28, 31); ©ThePalmer, Getty Images (S. 32, 35); ©Jinhe Li (S. 36); © Marc Comes, CHB-P (S. 38–39); ©CSA Images, Getty Images (S. 44–46); ©Floortje, Getty Images (S. 48); ©Yuichiro Chino, Getty Images (S. 52); ©Gcore/Feiyu Xu, Nyonic (S. 55); ©matejmo, Getty Images (S. 58); ©Ajeet Mistry, unsplash (S. 62); ©Hemme, Getty Images (S. 65); ©Maarten Wouters, Getty Images (S. 68–69); ©Ryan McVay, Getty Images (S. 70–73); ©Just\_Super, Getty Images (S. 74–76); ©Etienne De Malglaive, Getty Images (S. 78); ©Yana Iskayeva, Getty Images (S. 82–84); ©Chandler Cruttenden, unsplash (S. 86–91); ©Kayra Sercan, unsplash (S. 92); ©Jorg Greuel, Getty Images (S. 94); ©Astrid Piethan (S. 97); ©Marc Comes, CHB-P (Rückseite)



Konsequent unabhängig



Flossbach von Storch