

# POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren

## ÜBER DIE JAHRE

Zeit ist der entscheidende Faktor  
beim Aufbau eines Vermögens.

## DIE DEUTSCHEN UND DAS GELD

Eine exklusive Studie zeigt:  
Wir sparen gerne, aber schlecht.

## PROBLEME OHNE ENDE

Bestseller-Autor Michael Lewis  
analysiert die Psyche der Geldanleger

## Langfristig denken





### 20 Jahre später ...

Die Gründer Bert Flossbach (links) und Kurt von Storch lernten sich an der Uni kennen. Heute ist die Flossbach von Storch AG einer der größten Vermögensverwalter in Deutschland und verwaltet ein Kundenvermögen von fast 40 Milliarden Euro.

### AUF EIN WORT

Der wohl wichtigste Faktor bei der Geldanlage ist „Zeit“. Große Vermögen entstehen nicht über Nacht. Für eine auskömmliche private Altersvorsorge braucht es immerhin ein ganzes Berufsleben. Ausdauer ist also gefragt.

Auf kurze Sicht sind Anlageergebnisse zufällig. An der Börse spielen nun mal Emotionen eine wichtige Rolle. Kursschwankungen gehören zum Tagesgeschäft – und werden von sogenannten „Börsenexperten“ oder Kommentatoren regelmäßig dramatisiert. Anleger sollten den täglichen Lärm ausblenden und zwischenzeitliche Kursschwankungen als das betrachten, was sie sind: völlig normal. Sie gehen vorüber. Erst die Zeit rückt Anlageergebnisse ins richtige Licht.

Wer in den vergangenen vierzig Jahren in den MSCI Weltaktienindex investiert hat und mindestens zehn Jahre dabei blieb, musste in keiner Phase nennenswerte Verluste hinnehmen. Im Schnitt lag die jährliche Rendite bei mehr als neun Prozent (siehe Seite 14). Der (zwar gut gemeinte, aber vergebliche) Versuch, den Markt zu „timen“, also zu Tiefstkursen zu kaufen und zu Höchstpreisen wieder zu verkaufen, erscheint aus diesem Blickwinkel geradezu absurd.

Anleger brauchen Aktien, wenn sie ihr Vermögen langfristig erhalten und mehren möchten. In Zeiten ohne Zinsen schwindet bei Zinsanlagen nach Abzug von Kosten und Inflation der Wert des Vermögens. Hier arbeitet die Zeit gegen den Anleger. Der Zinseszins, den Albert Einstein einmal als „achtes Weltwunder“ beschrieben hat, taugt mit Blick auf die Nullzinspolitik nur noch als Antithese.

So wie die Zeit den Wert der Geldanlagen steigern kann, so wirkt sie auch auf den Anleger selbst. Erfahrung ist sehr wertvoll. Als langjähriger Investor habe ich viele Krisen erlebt. Black Friday, Dotcom-Crash, die große Finanzkrise. Glauben Sie mir: Das prägt. Erfahrung bremst Emotionen und lehrt Demut. In der Geldanlage schärft sie den Sinn für Qualität. Sie fördert das Misstrauen gegen die vielfach allzu flotten Urteile von Agenturen, Banken und „Experten“. Um an der Börse Erfolg zu haben, braucht es Geduld und Unabhängigkeit. Eigenschaften, die – wie es heißt – mit den Jahren zunehmen. Gerade im aktuellen Marktumfeld sind sie besonders gefragt (siehe Seite 6).

Eine spannende Lektüre wünscht

Kurt von Storch  
Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG



Die Flossbach von Storch Invest S.A. präsentiert Ihnen  
Position – das Wirtschaftsmagazin  
unseres Fondsmanagers Flossbach von Storch AG.

**Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.**



Das Magazin gibt es als PDF-Download oder im kostenfreien Abo  
[www.flossbachvonstorch.lu/position](http://www.flossbachvonstorch.lu/position)



WELTBILD

Kapitalmärkte	
<b>Katerstimmung</b>	6
Vermögensaufbau	
<b>Über die Jahre</b>	12
Interview	
<b>„Die Zeit ist unser Freund“</b>	16
Studie	
<b>Die Deutschen und das Geld</b>	24
Politik	
<b>Die „Gelbwesten“ sind da – und bringen Inflation</b>	32

ANLAGESTRATEGIE

Geldanlage	
<b>Nicht auf Wunder warten</b>	36
Anleihen	
<b>Besser aktiv</b>	40

KONTEXT

History	
<b>Von Menschen, Geld und Liebe</b>	44
Gastbeitrag	
<b>„Probleme ohne Ende“</b>	52
Strategie & Strategie	
<b>„Sprechen wir lieber von kreativer Zerstörung“</b>	56
Glossar	58



Vermögensaufbau

Über die Jahre

Bei der Geldanlage ist Geduld gefragt, gerade in turbulenten Börsenzeiten.

12

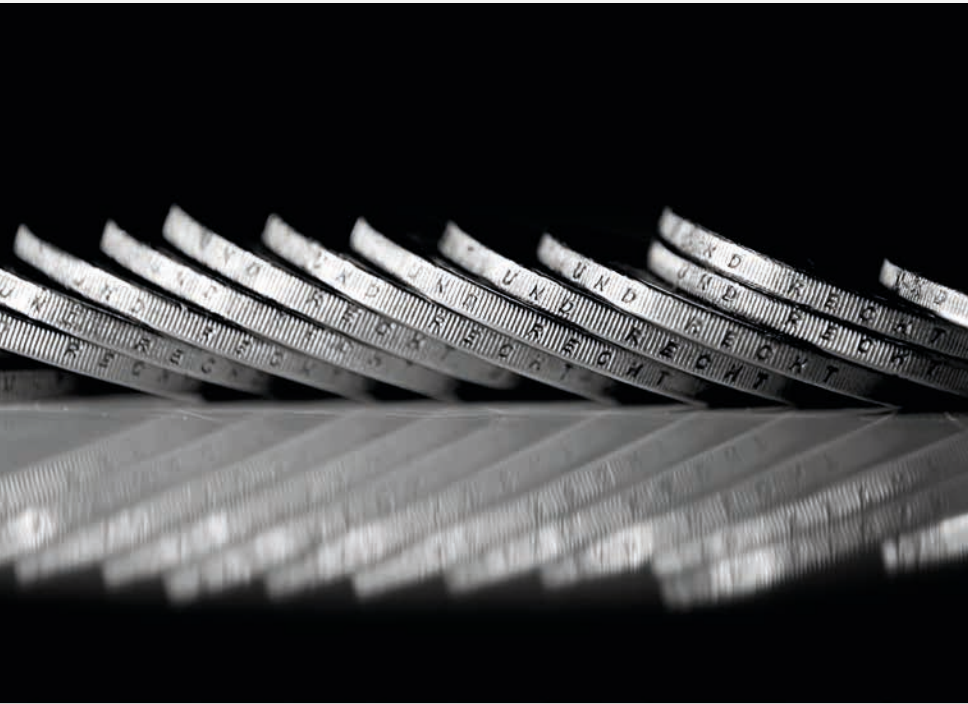


Gastbeitrag

„Probleme ohne Ende“

Die eigene Psyche ist der größte Feind der Anleger, findet Bestseller-Autor Michael Lewis. Wie sich Chancen und Risiken realistisch einschätzen lassen.

52



Studie

Die Deutschen und das Geld

Wir sparen gerne, aber falsch. Die größten Fehler, und was wir daraus lernen können.

24



# Kater- stimmung

Nachdem 2017 ein – trotz aller politischer Turbulenzen – gutes, ungewöhnlich unaufgeregtes Börsenjahr war, lässt sich das für 2018 nicht gerade behaupten. An den internationalen Kapitalmärkten fielen die Kurse zum Jahresende deutlich zurück. Aber was folgt daraus?

Grafik 1 **Kontraste: Auf linearen Anstieg folgt große Nervosität**



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.  
Quelle: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 2. Januar 2019



von Bert Flossbach

Bis Ende Januar setzten die Aktienmärkte ihren Aufwärtstrend zunächst fort, um dann für den Rest des Jahres umso heftiger zu wackeln (vgl. Grafik 1). Tagesschwankungen von mehr als zwei Prozent, die 2017 noch als „Sensation“ galten, waren 2018 keine Seltenheit mehr.

Dank der US-Steuerreform konnten amerikanische Aktien trotz der handelspolitischen Querelen bis September zunächst auf ein neues Rekordhoch steigen – um den Anlegern dann bis Heiligabend mit knapp minus 20 Prozent den größten Kursrückschlag seit der Finanzkrise zu bescheren.

Die europäischen Märkte mussten – anders als die Wall Street – ohne Steuerreform auskommen und notierten deshalb schon im Herbst, als der US-Markt seinen vorläufigen Höchststand markierte, im Minus. Für den Deutschen Aktienindex (Dax) galt das im Besonderen. Wegen seines hohen Anteils exportabhängiger Unternehmen ist der Dax so etwas wie ein globaler Handelsseismograph. Die von US-Präsident Donald Trump geschürten Handelskonflikte wogen dabei besonders schwer, was letztlich zu einem Jahresverlust von 18,3 Prozent und damit dem schlechtesten Jahr seit der Finanzkrise geführt hat (vgl. Grafik 2). „Politische Börsen“, denen man früher nachsagte, „kurze Beine zu haben“, also besonders kurzlebig zu sein, erwiesen sich zuletzt als deutlich hartnäckiger.

Der späte Kurseinbruch am US-Aktienmarkt hat zudem gezeigt, dass die USA keineswegs immun sind gegen die Folgen eines Handelskonflikts. Ein Warnschuss für Donald Trump, der zuvor die Unverwundbarkeit der US-Wirtschaft gepriesen und die Kursgewinne am Aktienmarkt als den Verdienst seiner Politik gewertet hatte.

TRUMP SUCHT SEINEN SÜNDEBOCK –  
UND FINDET IHN

Trump wäre aber nicht Trump, wenn er nicht schnell einen Sündenbock gefunden hätte: Die US-Notenbank. Deren Chef, Jerome Powell, habe mit seiner aggressiven Zinserhöhungspolitik Schuld am plötzlichen Kursverfall. Und überhaupt sei die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) das einzige Problem, das die US-Wirtschaft habe.

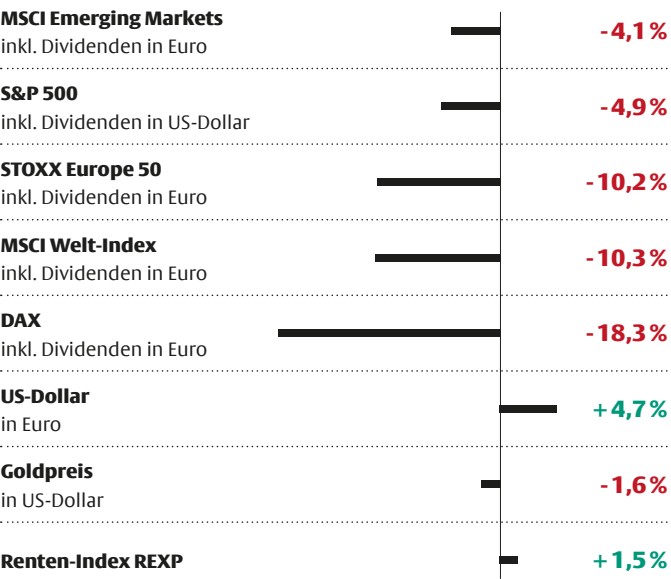
Zugegeben, Powell hatte während einer Pressekonferenz etwas unglücklich betont, dass er sich nicht für die Entwicklung einzelner Märkte interessiere. Die Interpretation der Anleger: Der US-Notenbank ist die Börsenentwicklung schlicht egal. Oder andersherum: Mit Fed-Chef Powells Hilfe ist nicht zu rechnen.

US-Finanzminister Steven Mnuchin versuchte noch, die Anleger zu besänftigen. Doch sein Hinweis, die US-Banken verfügten über ausreichend Liquidität, um Kredite vergeben zu können, ging nach hinten los, denn nichts anderes hatten die Anleger erwartet. Insofern wirkten seine Worte eher verdächtig denn beruhigend. Die Unsicherheit wuchs, und die Kurse fielen weiter. Das Ergebnis war der schlechteste Dezember an der US-Börse seit 1931.

ZINSWENDE? WELCHE ZINSWENDE?

Auch auf den Anleihemarkt wirkten sich die politischen Turbulenzen aus. Zunächst stiegen die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen – getrieben von den positiven Konjunkturerwartungen und den Zinserhöhungen der Fed – deutlich von 2,46 Prozent am Jahresanfang auf 3,24 Prozent im November. Zum Jahresende fielen die Renditen dann wieder auf 2,68 Prozent zurück; offenbar sind auch die Anleiheinvestoren davon überzeugt, dass die US-Konjunktur nicht von den negativen Auswirkungen eines ausgedehnten Handelskonflikts verschont bleibt. Die US-Renditekurve könnte ein weiterer Beleg dafür sein – einjährige Anleihen rentieren inzwischen höher als siebenjährige.

Grafik 2 **Kein gutes Jahr**  
Kapitalmarktentwicklung 1. Januar bis 31. Dezember 2018

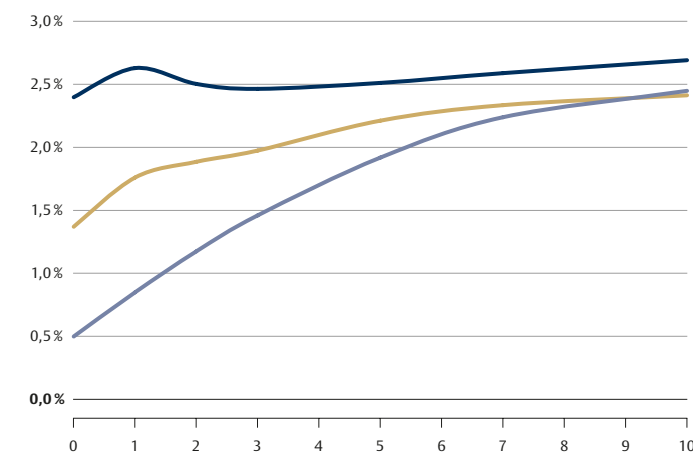


Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.  
Quelle: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 31. Dezember 2018

„Politische Börsen“, denen man früher nachsagte, „kurze Beine zu haben“, also besonders kurzlebig zu sein, erwiesen sich zuletzt als deutlich hartnäckiger.



Grafik 3 Leitzinsanhebungen „verpuffen“ am langen Ende



US-Staatsanleihen Zinskurve am

— 01.01.2019 — 01.01.2018 — 01.01.2017

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

Quelle: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 31. Dezember 2018

Die Chancen, dass 2019 ein guter Börsenjahrgang werden könnte, stehen unseres Erachtens gar nicht so schlecht.

Wenn man von den Leitzinserhöhungen der Fed absieht, hat es auch 2018 keine Zinswende gegeben, selbst in den USA nicht. Auch wenn sie noch so oft in der Presse herbeigeschrieben wurde. In Europa und Japan kann davon ohnehin keine Rede sein, ganz im Gegenteil. Die Renditen von Bundesanleihen und japanischen Staatsanleihen sind 2018 sogar noch weiter gefallen und liegen für Titel mit zehnjähriger Laufzeit nur noch bei 0,25 beziehungsweise null Prozent. Unternehmensanleihen litten zuletzt unter der schlechten Entwicklung am Aktienmarkt, was für Euro-Anleihen mit guter Bonität (Investmentgrade) zu einem Jahresergebnis von minus ein Prozent führte. Bei Hochzinsanleihen mit weniger guter Bonität lag das Minus sogar bei 3,5 Prozent (iBoxx Euro Liquid High Yield Index).

#### AUCH DEFENSIVE STRATEGIEN MUSSTEN LEIDEN

Für sogenannte gemischte Anlagestrategien, die vor allem auf Aktien und Anleihen setzen, war 2018 ein besonders schwieriges Jahr. Anders als früher konnten die Verluste im Aktienbereich nicht mehr durch Gewinne bei Anleihen kompensiert werden. Deshalb beendeten auch defensive Anlagestrategien das Jahr überwiegend im Minus. Und es wird vermutlich eine Weile dauern, bis die deutliche Korrektur verdaut ist.

Anders als Donald Trump es die Welt glauben machen möchte, ist nicht die Fed das Hauptproblem für die Aktienmärkte, insbesondere den US-amerikanischen, wie ein Blick auf den Anleihemarkt zeigt. Die gefallen Renditen bei US-Bonds spiegeln nicht zuletzt die Erwartungen von Investoren wider, dass die US-Notenbank eine vorsichtiger Gangart wählen könnte als bisher erwartet. Zwar hat Notenbank-Chef Powell zwei mögliche Zins-schritte angekündigt; er hat aber auch darauf hingewiesen, dies von der Konjunktur- und Inflationsentwicklung abhängig zu machen. So könnte es 2019 nur eine, möglicherweise gar keine Zins-erhöhung mehr geben.

#### DIE ANGST VOR DER REZESSION WÄCHST

Viel schwerer als die Furcht vor der bevorstehenden Zinswende wiegt die Sorge, dass der von Donald Trump geschürte Handelskonflikt dem langjährigen Konjunkturboom ein Ende bereiten könnte. Die Rezessionsangst lässt sich nicht nur an den Aktienmärkten ablesen, auch Umfragedaten zeigen, wie sehr die Stimmung in den vergangenen Monaten gelitten hat. Aufgrund des engen Gleichlaufs von Einkaufsmanagerindizes mit den Börsen ist das nicht weiter verwunderlich, auffällig ist aber, wie weit die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage und die Erwartungen für die Zukunft auseinanderklaffen (vgl. Grafik 3).

Die große Frage lautet also nicht, „kommt die Zinswende?“, sondern „kommt die Rezession?“. Wir halten eine Abkühlung des Weltwirtschaftswachstums für durchaus wahrscheinlich. Die USA dürften langsamer wachsen, ähnliches gilt für China – also die beiden größten und bedeutendsten Volkswirtschaften. Europa hat noch weit größere Probleme.

Aber: Die Wachstumsraten in China und den USA dürften in Summe ausreichend sein für ein moderates Wachstum der Weltwirtschaft. Eine Rezession, wie sie die Kursentwicklung zuletzt teilweise vorempfunden hat, erwarten wir also nicht. Im Umkehrschluss heißt das, dass in den Kursen unseres Erachtens schon relativ viel Negatives eingepreist ist, sich das Chance-Risiko-Profil einzelner Titel zuletzt deutlich verbessert hat. Womöglich kein schlechtes Umfeld, um Aktien zu kaufen. Die Chancen, dass 2019 ein guter Börsenjahrgang werden könnte, stehen unseres Erachtens gar nicht so schlecht. ♦

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





Grafik 1 **Crash? Welcher Crash?**  
Der Aktienindex S&P 500 hat Rücksetzer meist schnell wieder aufgeholt



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.  
Quelle: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 3. Dezember 2018

# ÜBER DIE JAHRE

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

von Elmar Peters

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

Umso unruhiger werden Anleger in diesen Tagen: Brexit, italienische Schuldenkrise, Gelbwesten in Paris und obendrein der mit viel Lust geführte Streit zwischen den USA (Donald Trump) und China. Angesichts der gesammelten Erfahrungen liegt der Schluss nahe, dass der nächste Börsencrash nicht lange auf sich warten lässt. Womöglich hat er sogar schon begonnen. Nur verläuft er diesmal, anders als etwa am Schwarzen Freitag im Oktober 1987, Schritt für Schritt. In der Presse war zuletzt des Öfteren das Wort Salami-Crash zu lesen. Ein Crash in Scheiben.

## KEINE ANGST VOR „CRASH-PROGNOSEN“

Das Ergebnis wäre das gleiche – am Ende stünden bei Aktien massive Verluste zu Buche. War das schwache Börsenjahr 2018 womöglich erst der Anfang?

Leider kann ich diese Frage nicht seriös beantworten. Das kann niemand, der es gut, weil ehrlich mit dem Fragesteller meint. Von daher sollten Anleger auch nicht allzu viel auf die Kommentare der allseits bekannten Crash-Vorherseher und Untergangspropheten geben. Ihr Geschäftsmodell ist es, den Crash herbeizureden – ihn jedes Jahr aufs Neue vorauszusagen. Eine sehr komfortable Ausgangslage im Übrigen, denn irgendwann werden sie Recht behalten. Denn Börsenkurse schwanken. Deswegen ist der Crashprophet im Allgemeinen auch weit besser beleumundet als derjenige, der davon ausgeht, dass die Aktienkurse weiter steigen werden. Letzterer ist schnell als hoffnungsloser Optimist verschrien, als Traumtänzer und Gesundheitsbeter. Er fällt wesentlich härter, wenn er mit seiner Prognose daneben liegt.

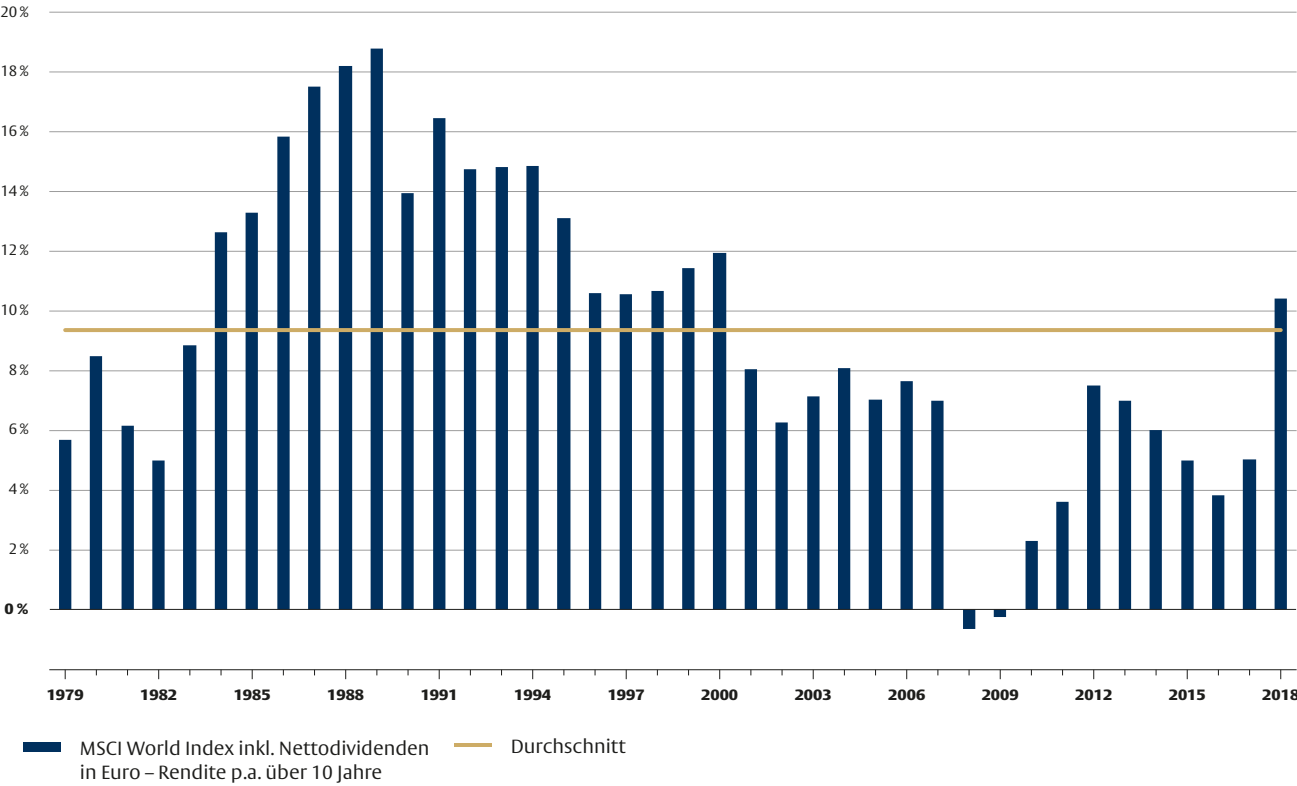
Das hängt nicht zuletzt mit der Psyche der Anleger zusammen. Es gibt verschiedene Studien zu diesem Thema, etwa die der beiden Psychologen Daniel Kahneman und Amos Tversky. Bereits vor mehr als 40 Jahren haben sie nachgewiesen, dass Verluste Anleger weitaus stärker „schmerzen“, als sie Gewinne „erfreuen“. Ein Verlust von hundert Euro ist gefühlt demnach eine höhere „Wertveränderung“ als ein Gewinn in gleicher Höhe. Das führt letztlich dazu, dass Anleger an der Börse schnell überreagieren, wenn es mal hektischer zugeht – oder ihr aus Angst vor möglichen Verlusten ganz fernbleiben.

## WAS GEGEN VERLUSTÄNGSTE HilFT

Dabei gäbe es ein vergleichsweise einfaches Rezept gegen die chronischen Verlustängste: den Blick auf die langfristige Aktienkursentwicklung, in [Grafik 1](#) exemplarisch dargestellt durch den US-amerikanischen S&P-500-Index, einen der bedeutendsten Indizes der Welt. Die Einschlüsse im Zeitverlauf, die zum jeweiligen Zeitpunkt stets als sehr einschneidende →



Grafik 2 **Langfristig denken, langfristig investieren**  
Jährliche Rendite des MSCI Weltaktienindexes über Zehnjahreszeiträume



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.  
Quelle: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 3. Dezember 2018

Ereignisse wahrgenommen werden und damit in der Rückschau abschreckend wirken, relativieren sich, je länger der Zeitraum ist, den wir betrachten. Nichts anderes sollten Anleger tun, wenn sie in Aktien investieren. Geduld haben. Nicht jeden Tag die Kurse überprüfen. Kurzum: Sich nicht so schnell verrückt machen lassen vom Börsengetöse und hektischen Hin und Her.

Das setzt voraus, Zeit zu haben. Denn nur wer Zeit hat, kann auch geduldig sein – und warten. Wer also in Aktien investieren möchte, sollte auf das Geld, das er investiert, mindestens fünf Jahre verzichten können, besser noch deutlich länger, zehn Jahre und mehr. Von Warren Buffett, dem weltbekannten Investor aus Omaha, Nebraska, stammt

der Hinweis, man solle doch tunlichst günstig kaufen und besser nie wieder verkaufen. Treffender lässt sich der Zeitfaktor bei der Geldanlage nicht umschreiben. Grafik 2 zeigt die Renditeentwicklung (Kursgewinne und Dividenden) des MSCI Weltaktienindexes in Zehnjahreszeiträumen. In der Vergangenheit war es sehr unwahrscheinlich, über einen solchen Zeitraum mit Aktien Verluste zu erleiden. Gerade für junge Menschen, die etwas für ihre Altersvorsorge (nennen wir es doch besser „Zukunftsvorsorge“) zurücklegen möchten.

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

**WAS WIRKLICH FÜR ANLEGER  
GEFÄHRLICH IST**

Das Problem für Anleger ist, dass es niemals zuvor wichtiger war, in Aktien zu investieren, als heute. Der Zins wird unseres Erachtens noch sehr lange sehr niedrig bleiben, insbesondere in unseren Breitengraden, in der Eurozone. Andernfalls wären einige Mitgliedsländer irgendwann zahlungsunfähig und der Euro wäre am Ende. Sparer werden also über die Jahre langsam, aber sicher enteignet. Sollte die Inflation anziehen, geht es sogar etwas schneller.

Die Kaufkraft schwindet, auch wenn die Zahl, die im Sparbuch zu sehen ist, nicht kleiner wird. Keine schönen Aussichten. Wer sein Vermögen langfristig erhalten (und mehren) möchte, kommt unseres Erachtens nicht umhin, zumindest einen Teil seines Vermögens in liquide Sachwerte zu investieren, allen voran in Aktien erstklassiger Unternehmen, statt es aufs Tages- oder Festgeldkonto zu packen. Nicht zuletzt als Schutz vor der schleichenden Enteignung.

Schlussendlich sollten sich Anleger fragen, ob es sinnvoll ist in einer Welt stetig wachsender Schulden, all ihr Geld an Banken zu verleihen – noch dazu kostenlos. Denn nichts anderes passiert bei Sparbuch oder Festgeldkonto. Ein Kredit an die Bank, für den diese fast nichts bezahlen muss. Oder wäre es nicht besser, sich an Unternehmen, also Produktivkapital, zu beteiligen und damit Sachwerte zu kaufen? An den Gewinnen in Form von Dividenden teilzuhaben?

Ein gutes Beispiel für einen langfristigen Investmentansatz ist der Norwegische Staatsfonds, der seit 1996 die Erträge aus den Öl- und Gasgeschäften des Landes für die Altersvorsorge der Norweger zurücklegt – ein Großteil des Geldes ist in Aktien investiert. Oder die Schweizerische Nationalbank (SNB). Um die eigene Währung, den Franken, zu schwächen, haben die Notenbanker in den vergan-

genen Jahren massiv in Fremdwährungen investiert. In US-Dollar und Euro. Und zwar nicht, indem sie allein in Anleihen aus den jeweiligen Währungsräumen investiert haben, sondern vorzugsweise in Aktien. Mittlerweile zählt die SNB zu den Großaktionären vieler großer US-Tech-Konzerne.

**AUF SONDERANGEBOTE WARTEN**

Investoren, die Zeit haben, müssen sich vor Kurschwankungen nicht fürchten, nicht einmal vor deutlichen Rücksetzern, vorausgesetzt, die Qualität der Unternehmen stimmt. Die Kernkompetenz eines Investors besteht darin, permanent Chancen und Risiken potenzieller und bereits bestehender Anlagen abzuwägen. Das wiederum setzt ein kaufmännisch geprägtes Risikoverständnis voraus, das nicht selten der Risikointerpretation an den Finanzmärkten entgegensteht. Ein deutlicher Kursrückgang etwa erhöht die Volatilität (Kursschwankungen) einer Aktie. Aus Sicht von Anhängern der Portfoliotheorie steigt damit auch das Risiko, obwohl der Preis nun viel niedriger ist. Für den kaufmännisch denkenden Investor dagegen ist es umgekehrt: Ein tieferer Einstiegskurs bedeutet ein geringeres Risiko, weil er das Renditepotenzial erhöht – vorausgesetzt, an der Substanz des Unternehmens hat sich nichts verändert. Kurschwankungen sind aus seiner Sicht nichts Böses. Im Gegenteil. Sie bescheren ihm von Zeit zu Zeit Sonderangebote – das gilt für Aktien und Anleihen gleichermaßen. Der Gewinn liegt bekanntlich (auch) im Einkauf. So gesehen könnte die Korrektur für einen langfristig denkenden Investor eine gute Gelegenheit sein. ♦

Elmar Peters ist Fondsmanager  
bei der Flossbach von Storch AG



# „Die Zeit ist unser Freund“

Das Kapitalmarktumfeld trübt sich ein – an den Börsen verlieren die Kurse deutlich. Im Interview sprechen Bert Flossbach und Kurt von Storch über Krisen, falsche Erwartungen und ihre Wünsche zum zwanzigsten Firmen-Geburtstag.

**In den vergangenen Wochen sind die Kapitalmärkte deutlich unter Druck geraten.**

**Sind das die Vorboten des nächsten Crashes?**

**KURT VON STORCH:** Wir sehen eine Korrektur, eine deutliche sogar. Aber: Eine Trendwende oder der Beginn eines anhaltenden Börsenabschwungs ist das unseres Erachtens nicht; wohl wissend, dass die Kurse durchaus noch weiter zurückfallen könnten.

**BERT FLOSSBACH:** Im Moment ist viel Negatives in den Kursen eingepreist. Dadurch hat sich das Chance-Risiko-Verhältnis deutlich verbessert. Ich bin deshalb optimistisch, was das Anlagejahr 2019 betrifft. Wir haben die Kursrücksetzer genutzt und selektiv zugekauft.

**Welche Branchen und Regionen hatten Sie dabei im Fokus?**

**VON STORCH:** Wir denken nicht in diesen Kategorien. Entscheidend ist immer die Qualität eines Unternehmens, einer Anlage – nicht die Branche oder das Herkunftsland. →



**Es gibt Trends, die sich abzeichnen – und die darauf hindeuten, dass die jahrelange Aktien- und Bondrally vorbei sein könnte.**

VON STORCH: An was konkret denken Sie?

**Die Schuldenprobleme in einigen Eurostaaten beispielsweise. Zu hohe Schulden haben letztlich auch die Finanzkrise ausgelöst.**

FLOSSBACH: An der Schuldenthematik hat sich nichts verändert. Das Problem ist nicht gelöst, sondern nur in die Zukunft verschoben und damit sicherlich nicht kleiner geworden. Irgendwann wird es sich entladen, das ist richtig – in welcher Form auch immer. Irgendwann bedeutet aber nicht zwingend morgen, nächsten Monat oder nächstes Jahr.

VON STORCH: Noch stehen die Notenbanken als Retter der letzten Instanz bereit ...



FLOSSBACH: Eine halbwegs exakte Vorhersage ist deshalb unmöglich. Wir hatten vor knapp 15 Jahren eine „Road Map 2020“ (siehe Seite 23) formuliert – unsere Gedanken damals zu den Kapitalmärkten und den langfristigen Trends, die wir für relevant erachteten. Die zunehmende Verschuldung von Staaten und Unternehmen war eines der

großen Themen der Analyse. Wie wir heute wissen, hat es aber dann noch eine Weile gedauert, bis das Thema in Form von US-Hypotheken-Anleihen an den Börsen aufgeschlagen ist. Trends entwickeln sich oft langsam, auch wenn das Problem schon frühzeitig identifiziert worden ist.

**Sie sehen aktuell keine Crashgefahr?**

VON STORCH: Keine akute, wenn wir die Möglichkeit, dass irgendwo ein Schwarzer Schwan auftaucht, mal beiseitelassen. Aber das bedeutet nicht, dass wir uns nicht mit den potenziellen Risikofaktoren und deren möglichen Auswirkungen beschäftigen.

FLOSSBACH: Ein guter Investor denkt immer in Risiken. Alles andere wäre grob fahrlässig.

VON STORCH: Die Zukunft der Eurozone ist sicherlich ein wichtiges Thema. Die Proteste der Gelbwesten in Frankreich dürften uns noch lange beschäftigen. Es sieht so aus, als wäre nach dem Italiener Matteo Renzi mit Emmanuel Macron bereits der zweite große europäische Hoffnungsträger gescheitert. Die Erwartungen an ihn waren riesig, umso größer ist nun die Enttäuschung. Macron und die in ihn gesetzten Hoffnungen scheinen zusammenzufallen wie ein schlecht zubereitetes Soufflé.

**Aber warum ist das ein Problem für die Eurozone?**

VON STORCH: Weil bislang allein die Europäische Zentralbank (EZB) und ihre ultralockere Geldpolitik dazu beitragen, dass der Euro nicht auseinanderfliegt. Ob das langfristig ausreichen wird, sei dahingestellt. Es braucht tiefgreifende Reformen. Auf Ebene der Währungsgemeinschaft, aber auch in den einzelnen Mitgliedstaaten. Und es braucht Regierungen und Politiker, die glaubwürdig für diese Reformen eintreten und das Vertrauen der Bevölkerung genießen.

FLOSSBACH: 2019 dürfte das Jahr der Fiskalpolitik werden, die Gelbwesten in Frankreich sind nur ein Indiz dafür, dass die Menschen in Europa die Sparpolitik schlicht leid sind. Die Regierungen werden sich das Wohlwollen der Wähler erkaufen, nicht zuletzt aus Angst vor den Populisten.

**Sie sprachen die EZB an. Wie gefährlich kann die Zinswende werden?**

FLOSSBACH: Die Frage impliziert, dass es eine solche geben wird oder bereits gegeben hat. Ich würde sagen: Es hat keine Zinswende gegeben, zumindest keine globale. Und es wird auch keine geben. Jedenfalls keine, die diesen Namen verdient. Die Staatsverschuldung in der Eurozone lässt sich dauerhaft nur mit niedrigen Zinsen finanzieren. Das gilt erst recht, wenn künftig weitere Steuer-senkungen, Investitionsprogramme und Subventionen die öffentlichen Kassen belasten sollten.

**Auch nicht in den USA?**

FLOSSBACH: Die USA sind ein Sonderfall. Die Federal Reserve ist die einzige der großen Notenbanken, die versucht, ihre Geldpolitik zu „normalisieren“, wobei die „Zinswende“ vor allem am kurzen Ende stattfindet. Je weiter man auf der Zinsstrukturkurve entlanggeht, umso schwächer fällt der Effekt der Leitzinsanhebungen aus. Weit draußen, bei 30-jährigen Staatspapieren, ist eine Zinswende nicht mal ansatzweise zu erkennen.

**Die EZB versucht ebenfalls, ihre Geldpolitik anzupassen, nur verzögert. Ist das nicht auch ein Zeichen dafür, dass sich das Zinsumfeld Schritt für Schritt normalisieren könnte?**

VON STORCH: Von einer Normalisierung ist die EZB noch meilenweit entfernt! Selbst wenn es ihr gelänge, im kommenden Sommer den Leitzins erstmals seit vielen Jahren wieder anzuheben, wäre damit die Phase ultraniedriger Zinsen noch lange nicht beendet. Die Zinsen in der Eurozone bleiben unseres Erachtens tief, weil sie es müssen. Andernfalls wäre der Euro in Gefahr.

**Und wie lange wird der Zins tief bleiben?**

FLOSSBACH: Die Zinsen bleiben für immer niedrig oder so lange, bis das Schuldenproblem gelöst ist. An dieser Prognose halte ich fest. Eine Entschuldung kann nur über negative Realzinsen gelingen, so wie in der Finanzrepression der 1940er- und 1950er-Jahre.

VON STORCH: „Forever low“ hat der Kollege Flossbach in einem seiner jüngsten Quartalsberichte geschrieben – für immer tief ...

**Also kein Crash aufgrund deutlich steigender Zinsen?**

VON STORCH: Sehen wir derzeit nicht, nein, wenn gleich auf diesem Niveau selbst kleinere Zinsänderungen zu Kursbewegungen führen, insbesondere bei Anleihen. Wir haben aber die Brille des langfristigen Investors auf. Und für den heißt das aktuelle Umfeld nichts anderes, als dass Aktien sehr guter Unternehmen attraktiv sind – und das auch bleiben.

---

**Die Zinsen in der Eurozone bleiben unseres Erachtens tief, weil sie es müssen. Andernfalls wäre der Euro in Gefahr.**

**Das klingt optimistisch. Im Gegensatz dazu wächst die Zahl derer, die empfehlen, Aktien zu verkaufen ...**

FLOSSBACH: Investment Management ist keine Wette auf Crash oder Rally. Timing ist reine Glückssache. Untergangsfantasien helfen uns nicht weiter, blindes Vertrauen in den vermeintlich ewig währenden Aufschwung tut dies genauso wenig. Investment Management muss konstruktiv sein. Es geht darum, ein Portfolio so aufzustellen, dass es auch größere Krisen weitgehend schadlos überstehen kann, ohne dabei auf sämtliche Renditepotenziale zu verzichten. Chancen und Risiken sind gegeneinander abzuwägen. →



VON STORCH: Sollen wir etwa alle Aktien gegen Cash und Konserven eintauschen und uns dann im Keller einschließen? Das größte – und obendrein bekannte – Risiko eines langfristigen Anlegers ist heute nicht, dass es an den Börsen kracht, sondern dass er in den kommenden Jahren Schritt für Schritt enteignet wird, weil ein Großteil seines Vermögens in niedrigverzinsten Nominalwertanlagen steckt – auf dem Tagesgeldkonto, dem Sparguthaben oder in der kapitalbildenden Lebensversicherung.

FLOSSBACH: Wir sind Unternehmer. Das impliziert ein gewisses Maß an Optimismus. Wir haben im vergangenen Jahr wieder neue Kollegen eingestellt. Wir sind also davon überzeugt, dass unsere Arbeit auch in Zukunft gefragt sein wird, selbst wenn das Umfeld aus verschiedenen Gründen herausfordernd ist. Die Welt wird nicht untergehen. Das hat sie noch nie getan.

---

**Unser Auftrag: Das Vermögen derjenigen, die uns ihr Geld anvertrauen, langfristig zu erhalten und zu mehren. Daran lassen wir uns messen.**

**Flossbach von Storch wird in diesem Jahr 20 Jahre alt. Hat sich die Anlagephilosophie denn im Laufe der Zeit verändert?**

VON STORCH: Nein, wir denken wie Kaufleute. Langfristig. Daran hat sich nichts geändert. Das gilt auch für unseren Auftrag: das Vermögen derjenigen, die uns ihr Geld anvertrauen, langfristig zu erhalten und zu mehren. Daran lassen wir uns messen. Trotzdem haben wir uns weiterentwickelt.

FLOSSBACH: Wir versuchen, aus unseren Fehlern zu lernen, wollen besser werden; geben uns nicht mit dem zufrieden, was gestern war. Den Blick in den Rückspiegel können Sie vergessen! Das Schlimmste in unserem Geschäft ist, seine Kunden zu enttäuschen.

VON STORCH: Wir sind sehr dankbar dafür, wie sich das Unternehmen in den vergangenen Jahren entwickelt hat und für das uns entgegengebrachte Vertrauen. Das ist eine riesige Verantwortung – und ihr wollen wir auch in Zukunft gerecht werden. Wir, und da spreche ich für das gesamte Flossbach-von-Storch-Team, werden kein bisschen nachlassen.

**In die vergangenen 20 Jahre fielen auch der Dotcom-Crash sowie die Finanz- und Eurokrise. Was war die aus Ihrer Sicht wichtigste Lektion?**

FLOSSBACH: Dass man sich niemals verbiegen sollte.

VON STORCH: Das wäre auch meine Antwort gewesen.

**Haben Sie ein konkretes Beispiel?**

FLOSSBACH: Den Dotcom-Hype. Damals gab es Kunden, die mit unserer Performance nicht zufrieden waren. Sie haben uns gedrängt, mehr von den „ganz heißen“ Tech-Aktien ins Portfolio zu nehmen. Die Erwartungshaltung war abenteuerlich. Niemand gab sich mit einer jährlichen Rendite von zehn Prozent zufrieden, weil der Nachbar oder Sportsfreund mit mindestens 30 Prozent geprahlt haben. Meistens mit noch deutlich mehr.

VON STORCH: Wir haben damals versucht, einen Mittelweg zu finden, weil wir als junges Unternehmen die Kunden nicht vergraulen wollten – obwohl wir der Meinung waren, dass die Börsenbewertung vieler Tech-Konzerne jenseits von Gut und Böse war.

**Die Blase ist geplatzt, die Kurse sind abgesackt – wie haben die Kunden reagiert?**

VON STORCH: Maximal verunsichert. Sie haben uns gefragt, ob es eine Anlage gebe, die gegen sämtliche Krisen und Katastrophen immun sei.

**Und was haben Sie geantwortet?**

FLOSSBACH: Risiken lassen sich nicht immer vermeiden oder ausschließen. Für jede Anlage gibt es Katastrophenszenarien, die Anleger nur schwer vorhersagen können.

VON STORCH: Wir versuchen stattdessen, die Risiken zu verstehen und die größten Gefahren, denen ein Vermögen langfristig ausgesetzt ist, zu umschiffen. Brandmauern zu errichten, die das Geld der Kunden, so gut es irgendwie geht, schützen.

FLOSSBACH: Die 2000er-Jahre haben uns vor allem eines gelehrt: Demut! Den Kunden, aber auch sich selbst nichts vorzumachen.

**Wie sind Sie mit der Situation damals umgegangen?**

VON STORCH: Wir haben in dieser Zeit unsere Investment-Leitlinien formuliert, unser Pentagramm. Bis heute das Fundament unserer Anlagephilosophie. Diversifikation, Qualität, Solvenz, Wert, Flexibilität. Wir sind davon überzeugt, dass wir keinen Schiffbruch erleiden werden, wenn wir uns immer wieder konsequent daran halten und sämtliche Anlageentscheidungen an diesen fünf Begriffen ausrichten. In den vergangenen Jahren hat das gut funktioniert. Finanz- und Eurokrise haben wir weitgehend unbeschadet überstanden.

**Was haben die genannten Krisen mit dem Pentagramm zu tun?**

FLOSSBACH: Nehmen wir die Finanzkrise als Beispiel: Wir hatten früh alle Finanztitel aus dem Portfolio geworfen, weil die Risiken, die in den Bankbilanzen steckten, für uns nicht nachzuvollziehen waren. Das war damals ein radikaler Schritt. Wir sind dafür zunächst belächelt worden. Letztlich war die Entscheidung nur konsequent. Die Qualität, also die Substanz, die ein Investment unseres Erachtens haben muss, war schlicht nicht gegeben.

**Die Crashes und Krisen der vergangenen 20 Jahre, insbesondere die Dotcom-Blase, haben viele Anleger nachhaltig vergrault.**

**Wie bewerten Sie das?**

VON STORCH: Das ist menschlich, aber im aktuellen Zinsumfeld eben auch gefährlich. Crashes wird es immer wieder geben, da sollten wir uns nichts vormachen. Aber wenn Sie sich den Kursverlauf der großen Aktienindizes über die vergangenen Jahrzehnte anschauen, dann werden die langfristigen Auswirkungen ebendieser Crashes schnell relativiert.



**Das Flossbach von Storch Research Institute hat jüngst gemeinsam mit der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) die bislang größte Umfrage unter Privatanlegern in Deutschland durchgeführt. Das Ergebnis: Trotz zehn Jahren Niedrigzinspolitik haben die Deutschen ihre Geldanlage nicht wirklich verändert. Zinsanlagen machen nach wie vor den Großteil der Vermögen aus. Wie lässt sich das ändern?**

VON STORCH: Vielleicht müsste der Schmerz, den der Nullzins verursacht, noch viel größer werden. Etwa weil die Inflation stärker steigt – und auch der letzte Sparer merkt, dass er enteignet wird.

FLOSSBACH: Was im Übrigen nicht völlig ausgeschlossen ist. Hinzu kommt, dass der Niedrigzins →



immer mehr Sparer in den Grauen Kapitalmarkt treibt. Dort warten dann windige Anbieter mit windigen Produkten und aberwitzigen Renditeversprechen. Zertifikate mit vermeintlich attraktiven Kupons oder geschlossene Beteiligungen, die dem Käufer eine Sicherheit vorgaukeln, die es in Wahrheit gar nicht gibt. In den vergangenen Jahren ist das bereits mehrfach in die Hose gegangen.

#### Was versprechen Sie denn Ihren Kunden?

FLOSSBACH: Nichts. Wir hängen uns voll rein, jeden Tag. Darauf können sie sich verlassen. Die Interessen unserer Kunden sind auch unsere Interessen. Das ist ganz wichtig!

#### Klingt nach klassischem Marketingsprech – woran machen Sie die Interessenlage fest, ganz konkret?

VON STORCH: Das Vermögen unserer Familien, von Freunden, Nachbarn und Bekannten steckt in unseren Fonds. Die betriebliche Altersvorsorge unserer Mitarbeiter ebenfalls. Die Interessenidentität ist schon sehr konkret, wie ich finde.

FLOSSBACH: Wir haben „Skin in the Game“. Wir wissen, was es bedeutet, wenn es mal nicht so läuft. Wenn wir hinter den Erwartungen der Kunden, aber auch den eigenen zurückbleiben. Das schmerzt. Man spürt es körperlich. Unser Anspruch ist es, langfristig attraktive Rendite zu erwirtschaften. Was aber nicht bedeutet, dass nicht auch mal ein schwächeres Jahr dabei sein kann.

VON STORCH: Vielleicht noch eine Ergänzung, was die Interessen betrifft: Wir kaufen nichts für die Fonds, was wir nicht auch als Privatleute kaufen würden. Es gibt Fondsmanager, die den Finanzsektor „untergewichten“, weil sie wissen, dass mit der Branche etwas nicht stimmt. Trotzdem haben sie immer noch Bankaktien im Fonds. Für ihr privates Depot würden sie diese Titel aber niemals kaufen. Das ist doch absurd!

#### Kommen wir zu der erwähnten Studie zurück. Warum tun sich die Deutschen mit Aktien so schwer?

VON STORCH: Es gibt verschiedene Studien, die belegen, dass temporäre Kursverluste weit mehr schmerzen, als mögliche Kursgewinne die Anleger erfreuen. Anlageformen, die im Zeitverlauf deutlicher schwanken, sind also per se suspekt. Die Deutschen sind zudem hochemotional, was das Thema Geld, das eigene Vermögen betrifft.

#### Gegenthese: Ich würde eher behaupten, den Deutschen ist das Thema Geldanlage ziemlich egal!

VON STORCH: Das sehe ich anders: Viele Anleger kennen nur Schwarz oder Weiß, ja oder nein, himmelhoch jauchzend oder zu Tode betrübt. Aktien rein oder raus, je nach Marktstimmung. Also jetzt besser raus. Deutsche Anleger lieben Extreme. Sie kaufen komplexe Zertifikate und lieben das Sparbuch. Da steckt eher zu viel Emotion drin. Eine sinnvolle, langfristig ausgerichtete Anlagestrategie funktioniert so aber nicht.

FLOSSBACH: Viele Menschen beschäftigen sich nicht mit dem Thema Geldanlage, ergo: wissen viel zu wenig darüber. Was unter anderem dazu führt, dass ihre Renditeerwartungen viel zu hoch sind gemessen an der Vermögensverteilung. Wenn ich drei Prozent Rendite erzielen möchte, aber alles auf das Sparbuch packe, dann kann das nicht funktionieren.

VON STORCH: Das große Problem ist, dass viele Anleger Kursschwankungen als Risiko missverstehen. Das führt dazu, dass sie, sobald es an den Börsen etwas ruppiger zugeht, eilig ihre Aktien verkaufen, so sie denn welche haben. Aus Angst, sie könnten noch mehr verlieren. Das ist zweifellos zu kurz gedacht.

#### Machen Sie einen Gegenvorschlag.

FLOSSBACH: Wer Vertrauen in die Qualität seiner Anlagen und Geduld hat, der muss Kursschwankungen nicht fürchten. Er kann warten – und sich in der Zwischenzeit über die Dividenden freuen. An der Börse ist die Zeit unser Freund. Ich würde mir wünschen, der ein oder andere Sparer würde das beherzigen.

#### Vielen Dank für das Gespräch.

## Maastricht adé

**2004 ist die „Road Map 2020“ von Flossbach von Storch entstanden: „Eckdaten für eine langfristig erfolgreiche Anlagestrategie.“ Darin ist unter anderem zu lesen ...**

### ... ÜBER DIE WACHSENDEN STAATSSCHULDEN

„Angesichts der strukturellen Wachstumsschwäche und der demographischen Belastung drohen die Staatsschulden ein Niveau zu erreichen, bei welchem der Schuldendienst die finanziellen Möglichkeiten vieler europäischer Länder übersteigt. Dringend notwendige Reformen für mehr Beschäftigung und Wachstum lassen sich jedoch nur schwer umsetzen [...].“

„Ein nachhaltiger Rückgang der Neuverschuldung ist genauso wenig absehbar wie eine Rückführung der Staatsschuld auf die in Maastricht vereinbarten 60 Prozent, denn die hohen Staatsdefizite sind struktureller Natur und kein temporäres konjunkturelles Phänomen.“

### ... ÜBER DEMOGRAPHIE

„Die demographische Entwicklung verschärft die Probleme einer zunehmenden Staatsverschuldung. Sie birgt eine ähnliche Sprengkraft wie Löcher in den Pensionskassen hochverschuldeter Unternehmen. Wenn es nicht zu gravierenden Änderungen der sozialen Sicherungssysteme kommt, werden Staaten, deren Haushalte schon jetzt ‚auf Kante genäht‘ sind, durch die Lasten des demographischen Wandels finanziell ausbluten und demokratiegefährdenden Entwicklungen ausgesetzt sein. Das sinkende Vertrauen in die sozialen Sicherungssysteme wird die Sparquote eher steigen als sinken lassen. Damit erhöht sich die Nachfrage nach Finanzanlagen und stützt damit deren Preise bzw. Kurse, allerdings zulasten des Konsums und des Wirtschaftswachstums.“

### ... ÜBER GLOBALISIERUNG

„Die Globalisierung ist eine Chance für global operierende Unternehmen in den klassischen Industrienationen. Neue Absatzmärkte eröffnen zusätzliche Umsatzpotenziale, und eine Reduzierung der Lohnstückkosten erhöht die Margen. Bislang überwogen die inflationsdämpfenden Effekte der Globalisierung. Die billigen Produkte aus China und anderen Niedriglohnländern sind eine der Hauptursachen für die moderate Inflationsentwicklung in den westlichen Industrieländern. Dieser Effekt wird in den nächsten Jahren aber nachlassen, denn die Löhne in den aufstrebenden Nationen werden sich unweigerlich nach oben bewegen. Für binnenmarktorientierte Unternehmen ist die Globalisierung vor allem eine Gefahr. Schwache Kaufkraft, hohe Lohnkosten und Steuern zollen ihren Tribut. Großunternehmen wie Opel und KarstadtQuelle oder Mittelständler wie Märklin leiden unter ihrer Abhängigkeit vom Heimatmarkt als Absatz- und Produktionsstandort.“



# DIE DEUTSCHEN UND DAS GELD

Wir sparen gerne, aber schlecht. Das zeigt eine exklusive Studie unter mehr als 10.000 Deutschen. Die Fehler der Anleger – und was sie besser machen können.

Über Deutsche gibt es viele Klischees. Fleißig sollen sie sein. Direkt in der Ansprache und dem Bier nicht abgeneigt. Was davon zu halten ist, mag jeder für sich selbst entscheiden. Ein Klischee ist aber nachweislich wahr: Die Deutschen sparen gerne. Rund zehn Prozent des verfügbaren Einkommens legen sie zurück, die Quote hat sich in den vergangenen zehn Jahren kaum verändert. Das ist fast doppelt so viel wie bei US-Amerikanern.

Das Problem: Der Konsumverzicht im Dienste des Sparschweins zahlt sich für viele Deutsche immer weniger aus. Mehr als zehn Jahre dauert das Zinstief – und die Deutschen investieren nach wie vor einen Großteil des Geldes in nominale Zinsanlagen. Mit dem Ergebnis, dass das Geldvermögen eines

US-Amerikaners mittlerweile dreimal größer ist als das eines durchschnittlichen Deutschen.

Irgendetwas scheint bei der Geldanlage schiefzulaufen. Aber was? Und welche Gründe gibt es dafür? Zusammen mit den Marktforschern der GfK erstellte das Flossbach von Storch Research Institute eine Studie, die das Sparverhalten der Deutschen grundlegend analysiert. Es ist die aufwendigste Untersuchung zu diesem Thema bisher, bis Ende November 2018 wurden mehr als 10.000 Deutsche befragt. „Die Ergebnisse geben einen tiefen Einblick in die Mentalität der deutschen Sparer – und warum sie ihre Ziele nur allzu selten erreichen“, erklärt Marius Kleinheyer, Analyst beim Flossbach von Storch Research Institute. →



THEORIE UND PRAXIS

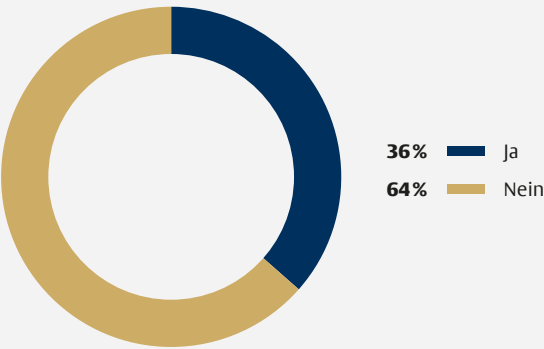
Lebenslanges Lernen – was im Job nur allzu normal erscheint, trifft für die Geldanlage selten zu. Nur jeder dritte Befragte gab an, sein Sparverhalten wegen der niedrigen Zinsen geändert zu haben (Grafik 1 bis 5). Die Neigung, das persönliche Depot den Gegebenheiten der Zeit anzupassen, kann individuell variieren. Männer ändern ihre Strategie eher als Frauen, Gutverdiener sind flexibler als Geringverdiener. Mit dem Bildungsgrad erhöht sich die Lernkurve. Senioren sind – vielleicht wegen ihrer größeren Lebenserfahrung – anpassungsfähiger als junge Sparer.

Bei der Geldanlage gilt: Wer langfristig anlegt und zyklische Trends meidet, ist in der Regel erfolgreich. Es gilt aber auch: Wer seiner Linie ohne Rücksicht auf Verluste treu bleibt, obwohl sich das Umfeld fundamental ändert, dem dürfte es schwerfallen, den Wert seines Vermögens langfristig zu erhalten.

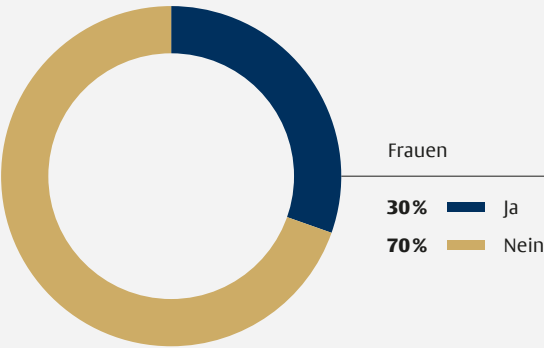
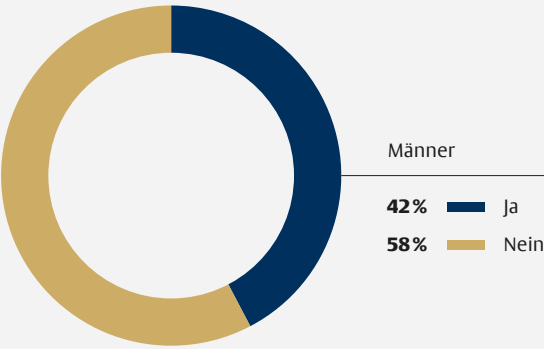
Der Zins ist die Gravitationskraft für die Bewertung aller Kapitalanlagen. Je niedriger er ist, umso höher ist der Wert einer Anlage – einer Aktie beispielsweise, einer Immobilie, aber auch einer Anleihe. Während die Verzinsung von Tagesgeldern wie auch die Rendite anderer Anlageprodukte wie etwa kapitalbildender Lebenspolicen in den vergangenen Jahren sukzessive fielen, gab es bei Sachwerten wie Aktien oder Immobilien starke Wertzuwächse. Oder anders formuliert: Wer in den vergangenen Jahren seinem Sparbuch treu geblieben ist, dem dürfte es schwerfallen, sich heutzutage von diesem Geld eine Immobilie oder einen größeren Bestand an werthaltigen Aktien zu leisten.

Dabei wäre doch genug Geld da. Laut Bundesbank liegen aktuell gut 2,16 Billionen Euro auf gering verzinsten Sparkonten. Weitere 208 Milliarden Euro horten die Deutschen als Bargeld. In der Summe sind das fast 800 Milliarden mehr als noch vor zehn Jahren. Zum Vergleich: Die

Grafik 1 Anteil der Deutschen, die ihr Sparverhalten aufgrund der niedrigen Zinsen geändert haben (Angaben in %)

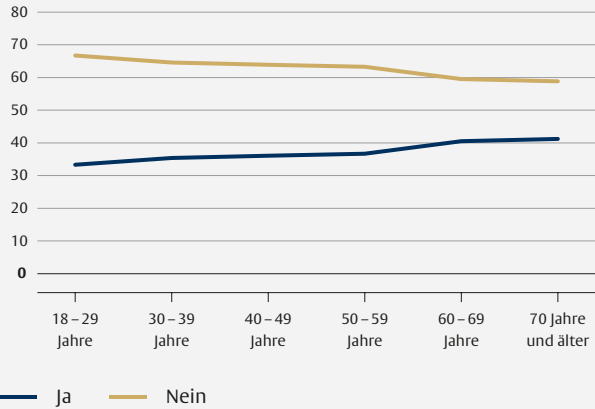


Grafik 2 Anpassung des Sparverhaltens an die niedrigen Zinsen nach Geschlecht (Angaben in %)

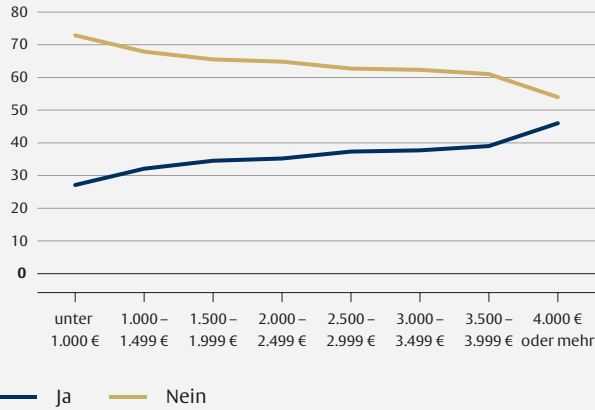


Quellen: Flossbach von Storch Research Institute in Zusammenarbeit mit der GfK

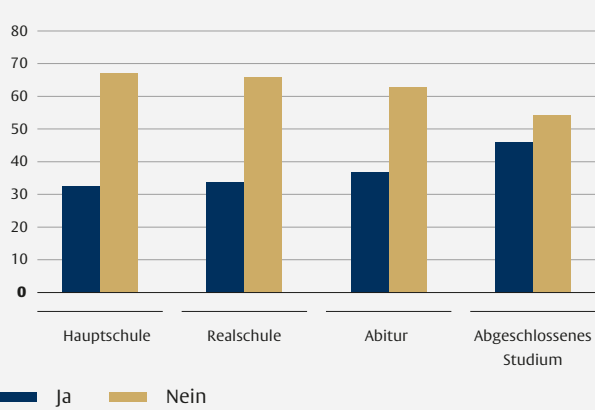
Grafik 3 Anpassung des Sparverhaltens an die niedrigen Zinsen nach Alter (Angaben in %)



Grafik 4 Anpassung des Sparverhaltens an die niedrigen Zinsen nach Einkommen (Angaben in %)



Grafik 5 Anpassung des Sparverhaltens an die niedrigen Zinsen nach Bildungsgrad (Angaben in %)



geplanten Ausgaben des Bundeshaushaltes 2018 lagen bei 356 Milliarden Euro. Wenn die deutschen Sparer nur die Hälfte ihrer Geldreserven in deutsche Aktien investieren würden, könnten sie den gesamten Aktienbestand aller im Dax gelisteten Unternehmen kaufen. Dann wären die Deutschen im Besitz eines nennenswerten Anteils des Produktivvermögens ihres Landes. Aktuell ist die Mehrzahl der Dax-Aktien im Besitz von Investoren aus dem Ausland.

Aber die Deutschen bleiben bei den gewohnten Zinskonten – auch wenn diese ihren Namen eigentlich kaum noch verdienen. Im November 2008 senkte die EZB im Zuge der internationalen Finanzkrise ihren Leitzins von 4,25 Prozent auf 3,75 Prozent. Danach ging es immer weiter runter. Seit mehr als einem Jahr steht die Null nun sowohl vor als auch hinter dem Komma. Die Europäische Zentralbank (EZB) könnte nach unserer Einschätzung das Zinsniveau noch lange historisch niedrig halten. Anders dürften sich die hochverschuldeten Haushalte vieler notorisch klammer Euro-Länder dauerhaft wohl nicht finanzieren lassen. Da passt es ins Bild, dass die Notenbanker den Besitz von (nicht investiertem) Geldvermögen längst sanktioniert haben. Banken, die ihre Einlagen bei der EZB parken, müssen seit Juni 2014 negative Zinsen zahlen. Aktuell beträgt dieser „Strafzins“ minus 0,4 Prozent. Anleger, die ihrem Sparbuch treu bleiben, können froh sein, dass sie überhaupt noch (minimal) positive Zinsen ergattern.

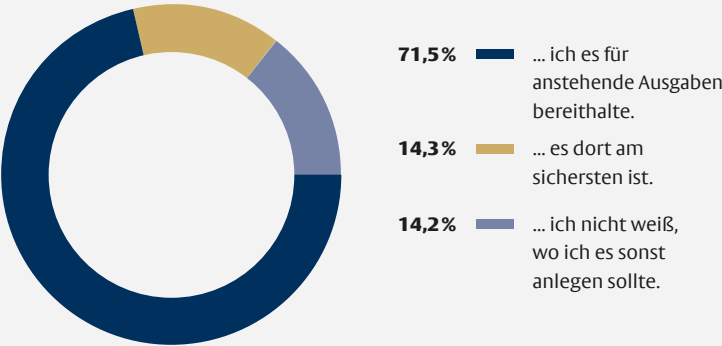
„Angesichts solcher Fakten mag es überraschen, dass die Deutschen ihre Sicht auf die privaten Finanzen nicht grundlegend überdenken“, sagt Analyst Kleinheyer. Sechs von zehn Befragten würden einen Sparplan für ihre Enkelkinder auf Nominalwerte wie Zinskonten oder Lebenspolicen abschließen (Grafik 8). Je nach Geschlecht, Einkommen und Bildungsstand gibt es große Unterschiede (Grafik 10 bis 12).



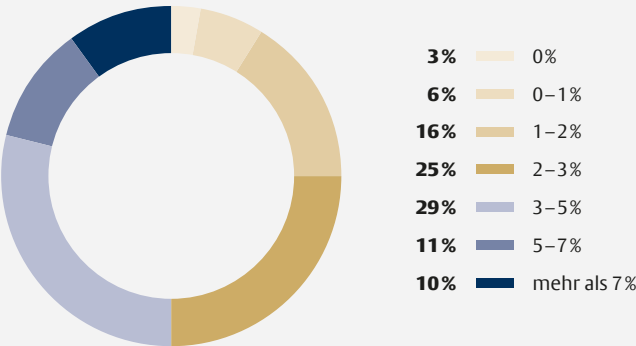


Ohne Rendite droht  
dem Vermögen  
wegen der Inflation  
ein realer Wertverlust.

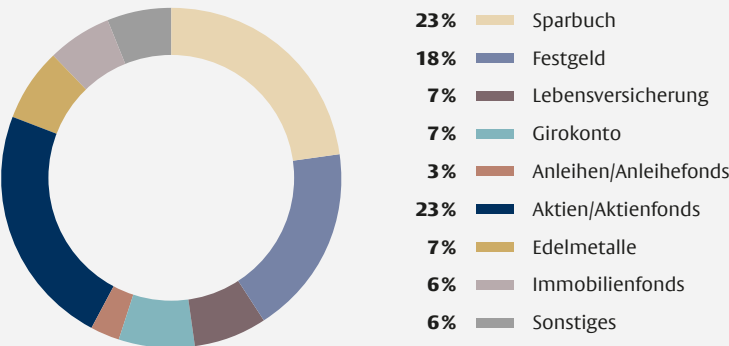
Grafik 6 Mein Geld liegt auf dem Girokonto, weil ...



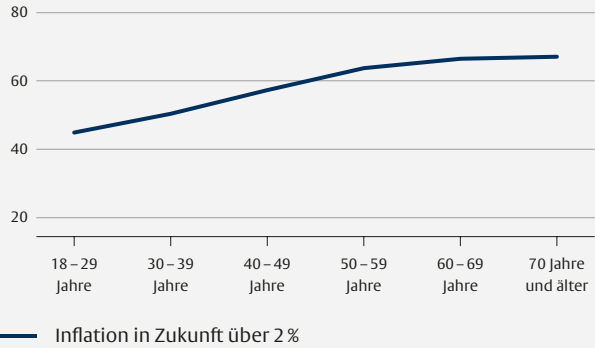
Grafik 7 Renditeerwartung für die Ersparnisse pro Jahr (Angaben in %)



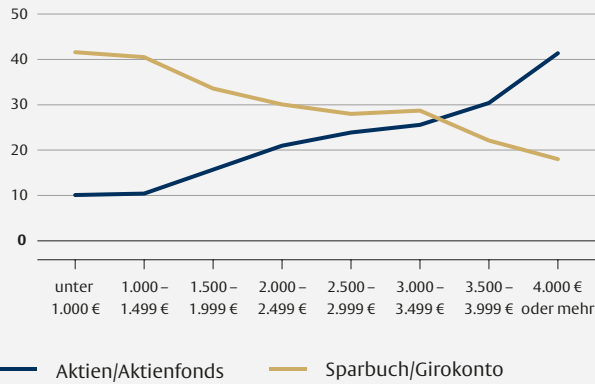
Grafik 8 Bevorzugte Anlage von 100 Euro jeden Monat für 18 Jahre (Angaben in %)



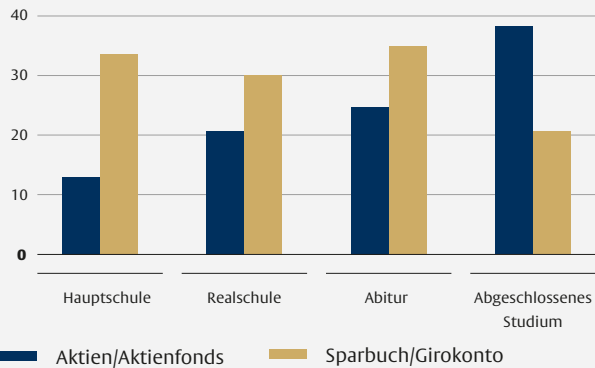
Grafik 9 Anteil der Deutschen, die in den kommenden zwei bis drei Jahren eine Inflation von mehr als zwei Prozent erwarten; nach Alter (Angaben in %)



Grafik 10 Präferenz für Aktien und Aktienfonds vs. Präferenz für Sparbuch und Girokonto nach Einkommen bei Anlage von 100 Euro jeden Monat für 18 Jahre (Angaben in %)



Grafik 11 Präferenz für Aktien und Aktienfonds vs. Präferenz für Sparbuch und Girokonto nach Bildungsgrad bei Anlage von 100 Euro jeden Monat für 18 Jahre (Angaben in %)



DAS RENDITEPARADOX

Die Erwartung, wie viel eine Anlage bringen soll, spiegelt die Vorliebe der Deutschen für Zins und Zinseszins nicht wider. Die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen lag Ende 2018 bei rund 0,25 Prozent. Tages- oder Festgelder dürften nur noch in zeitlich begrenzten Werbeaktionen etwas mehr bringen. Nichtsdestotrotz erwarten gut die Hälfte der Befragten eine Rendite auf ihre Ersparnisse von mehr als drei Prozent (Grafik 7).

Für eine solche Rendite müsste aber wohl zumindest ein Teil des Geldes außerhalb der gewohnten Zinswelt investiert werden. Aber welche Renditeerwartungen wären bei einem gemischten Portfolio langfristig überhaupt realistisch? Nehmen wir ein ganz einfaches Beispiel, ein Depot, das jeweils zur Hälfte aus erstklassigen Aktien und Anleihen von Top-Emittenten besteht. Der Wertbeitrag der Anleihen beträgt 0,5 Prozent. Nehmen wir die aktuelle Gewinnrendite der Unternehmen als Maßstab für die zu erwartenden Renditen am Aktienmarkt, dann sind rund sechs Prozent – je nachdem, welche Aktien man auswählt – unseres Erachtens ein relativ realistischer Wert. 0,5 und sechs geteilt durch zwei macht 3,25. 3,25 Prozent Rendite, die unser sehr stark vereinfachtes Musterportfolio realistischerweise im Schnitt pro Jahr langfristig abwerfen könnte.

Und drei Prozent Rendite sollten es – zumindest langfristig – schon sein. Im November 2018 stiegen die Verbraucherpreise erstmals seit zehn Jahren auf 2,5 Prozent. Ohne Rendite droht dem Vermögen wegen der Inflation ein realer Wertverlust. Dass die Inflation in den nächsten Jahren wieder deutlich sinken wird, erscheint unseres Erachtens eher unrealistisch. Dagegen spricht das (selbst gesteckte) Inflationsziel der EZB von zwei Prozent. Dagegen sprechen auch die ständig steigenden Schulden der Staaten, die auf lange Sicht wohl nur in einem Szenario der finanziellen Repression tragfähig



wären. Wenn die Zinsen niedriger sind als die Inflation. Wenn sich die Staatsschulden wie von Geisterhand reduzieren, weil in einem solchen Szenario die Einnahmen schneller steigen als die Zinslast.

EIN MAMMUTPROJEKT

Ohne Rendite lassen sich die Ziele der Sparer nicht erreichen. Altersvorsorge, Risikoreserve, Autos und Immobilien fallen dann etwas kleiner aus. Wahrscheinlich geht es auch nicht ohne eine kleine Änderung lieb gewordener Gewohnheiten. Die Umfrage zeigt, dass die private Altersvorsorge für die Deutschen in der Altersgruppe zwischen 50 und 59 Jahren die höchste Priorität hat – viel zu spät für den Aufbau eines Vermögens. Oder eine realistische Einschätzung, wie hoch die Reserve auf dem Girokonto sein muss. Sieben von zehn Deutschen geben an, dass sie ihr Bankkonto als Rücklage für anstehende Ausgaben nutzen (Grafik 6). Häufig erscheint der Speicher aber übertoll, Milliarden liegen auf zinslosen Konten, jahrelang ungenutzt. Auch andere Anlagen bieten tägliche Flexibilität für den Fall unerwarteter Ausgaben, etwa offene Investmentfonds, deren Anteile sich online häufig ohne Ausgabeaufschlag erwerben lassen. Ein Sparplan, beispielsweise in einen defensiven Fonds, könnte der erste Schritt in die Welt der Geldanlage sein – nicht nur für die vielen Kontosparer, die meinen, auf dem Girokonto liege das Geld am sichersten, oder nicht wissen, wo sie es sonst anlegen sollten.

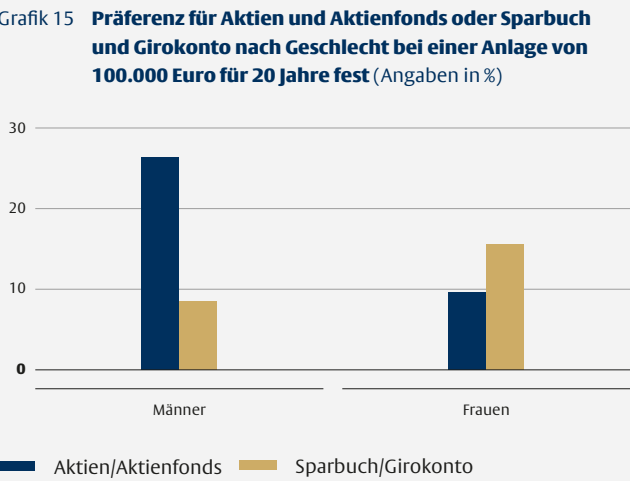
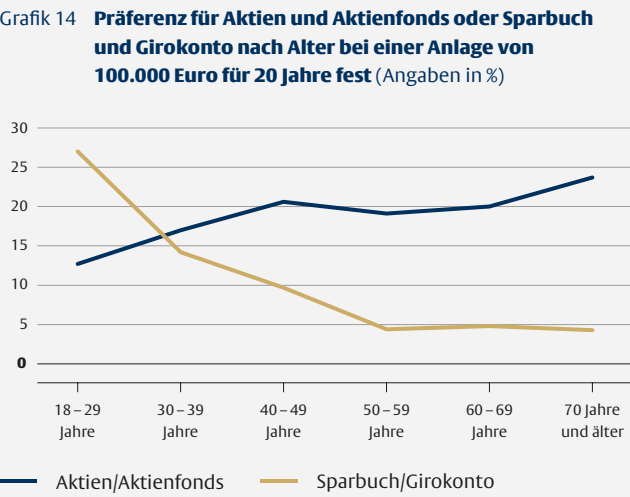
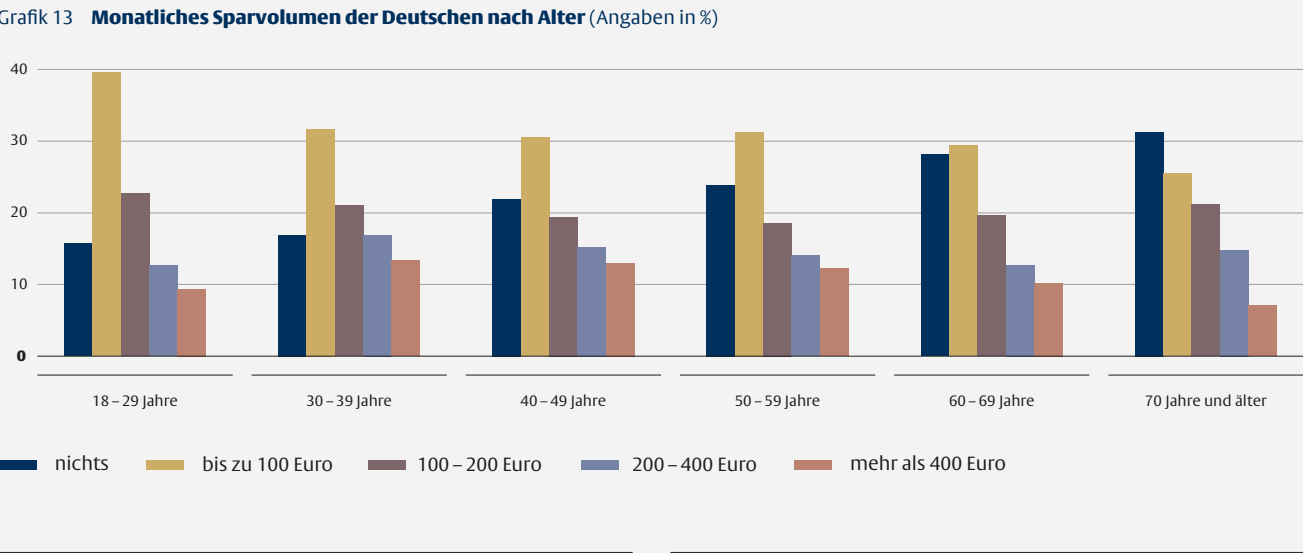
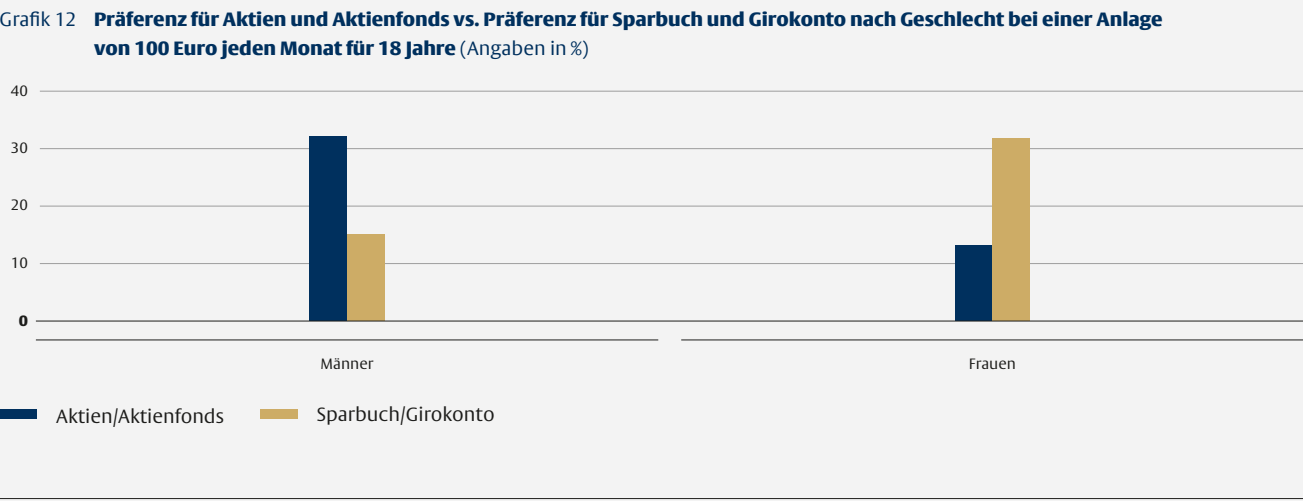
Letztlich zeigen die riesigen Datensätze der Studie zur Geldanlage der Deutschen vor allem eines: „Der deutsche Geldanleger hat nicht nur ein Umsetzungsproblem, sondern vor allem ein Erkenntnisproblem“, sagt Analyst Kleinheyer. Die Ergebnisse sind deswegen so alarmierend, weil vor allem diejenigen Anleger renditeschwache Anlageklassen bevorzugen, die eigentlich auf die Erträge aus ihren Ersparnissen angewiesen wären. Frauen etwa, die laut Statistischem Bundesamt im Schnitt weniger als Männer verdienen und geringere Rentenansprüche erwerben (Grafik 15).

Berufseinsteiger, die über die Jahrzehnte erhöhte Kursschwankungen von renditestarken Anlagen aussitzen könnten. Oder Geringverdiener, die eine Chance auf eine Verbesserung ihrer Finanzausstattung verstreichen lassen.

„Der deutsche Geldanleger hat nicht nur ein Umsetzungsproblem, sondern vor allem ein Erkenntnisproblem“, Marius Kleinheyer, Analyst des Flossbach von Storch Research Institute.

Ein Ausweg könnte wohl eine duale Strategie sein. Einerseits ist Motivation gefragt. Die Auseinandersetzung mit dem Thema Geldanlage bietet neben der intellektuellen Herausforderung zahlreiche handfeste Vorteile: Eine bessere Altersvorsorge etwa oder ein robust aufgestelltes Vermögen. Finanzielle Freiheit bedeutet immer auch persönliche Freiheit. Andererseits braucht es Know-how. Grundwissen, das schon in der Schule erworben werden kann – ergänzt mit Fachwissen, das sich individuell in späteren Jahren aneignen lässt. Hier sind Staat, Verwaltung und Wirtschaft gefragt. Ein Mammutprojekt, das immense volkswirtschaftliche und sozialpolitische Effekte hätte. ♦

Die Studie des unabhängigen Flossbach von Storch Research Institute können Sie im Internet unter <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/warum-die-deutschen-falsch-sparen/herunterladen>.





# Die „Gelbwesten“ sind da – und bringen Inflation

von Philipp Vorndran

Weltweit hoffen Sparer auf die Zinswende. Sie hoffen vergeblich. Aber das ist nicht das einzige Problem. Es könnte sie noch härter treffen.

In Frankreich brennt die Straße. Paris ist in der Hand der Gelbwesten. Was zunächst nach einer typisch französischen Geschichte klingt, könnte in der Rückschau – in einigen Jahren – weit mehr gewesen sein, als wir das heute vermuten. Eben kein rein französisches, sondern ein europäisches Phänomen. Vielleicht erzwingen die Gelbwesten einen historischen Wendepunkt für die Eurozone, für die europäische Politik im Großen und Ganzen. Viele Menschen fühlen sich abgehängt, fürchten den wirtschaftlichen Abstieg in einer zunehmend als unsicher empfundenen Welt.

Zunächst ist da der französische Präsident, Emmanuel Macron. Der Druck auf ihn ist groß, ebenso die Enttäuschung der Franzosen über seine Politik. Macron war angetreten als Hoffnungsträger. Als einer, der der europäischen Idee neues

Leben einhauchen, Frankreich durch kluge Reformen stärker machen könnte und gleichzeitig die Lebensverhältnisse der Franzosen verbessern würde. Wenig davon ist geblieben. Macron wirkt wie eine Märchengestalt, die ankommt in der harten Realität.

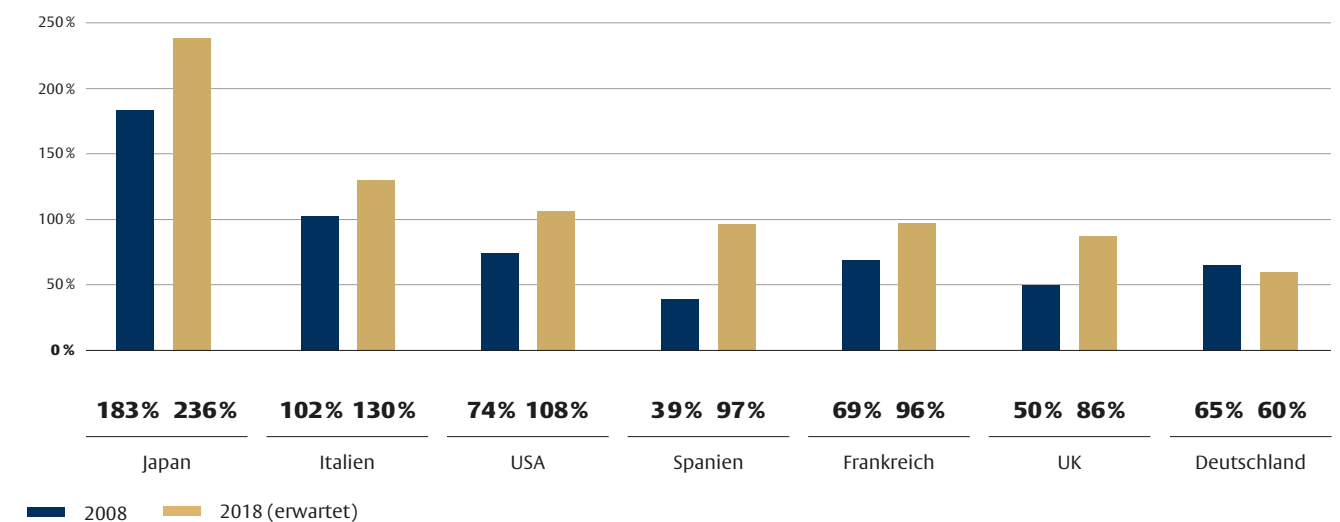
## MACRON VERTEILT GESCHENKE

Der Präsident schweigt zunächst. Dann zögert er. Letztlich gibt er den Forderungen der Gelbwesten nach, zumindest ein bisschen. Bei all dem macht er keine gute Figur. Er sieht nicht mehr aus wie der Hoffnungsträger mit der Vision von einem besseren Frankreich und dem festen Händedruck. Er wirkt stattdessen wie ein Getriebener, noch dazu verunsichert.

Aber was kümmert uns Investoren das, flapsig gefragt? Zumal Politik an den Börsen gewöhnlich eine geringe Halbwertszeit hat?

Als überzeugte Europäer wünschen wir uns eine stabile und prosperierende Eurozone. Dass nach dem Italiener Matteo Renzi nun mit dem Franzosen Emmanuel Macron bereits der zweite Politstar und vermeintliche Hoffnungsträger zu scheitern droht, ist keine gute Nachricht. Sie stärkt vor allem die Populisten. Die werden sich mehr denn je als Anwälte der →

Grafik 1 **Wer soll das bezahlen?** – Staatsschuldenquoten in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung. Quelle: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 2. Januar 2019

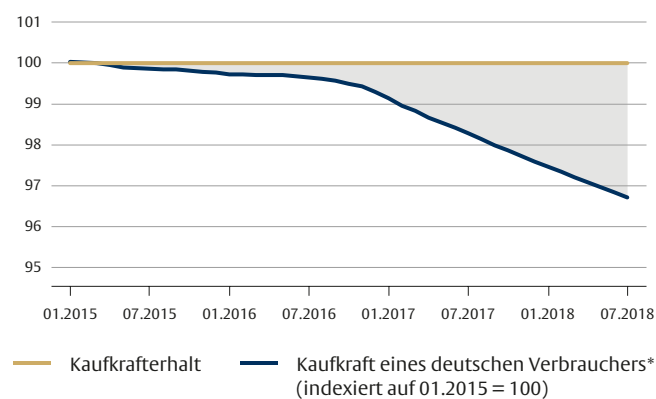




### Hoffnungsträger in der Krise.

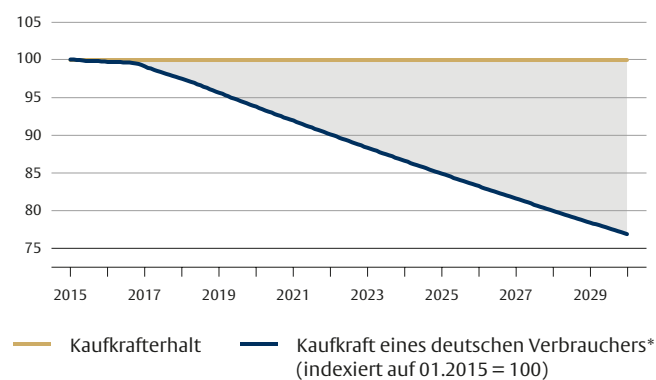
Mario Renzi (rechts) scheiterte mit seinen Reformen in Italien. Droht Emmanuel Macron in Frankreich ein ähnliches Schicksal?

Grafik 2 Die „Enteignung“ des Sparerers hat begonnen ...  
Kaufkraft von 100 Euro Sparguthaben



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 6. August 2018

Grafik 3 ... und nimmt ihren Lauf  
Kaufkraft von 100 Euro Sparguthaben



\* Szenario Flossbach von Storch: Ab August 2018 wird die Kaufkraft mit dem EZB-Inflationsziel von 2,0% abgezinst. Die tatsächliche Entwicklung kann von den hier dargestellten Annahmen abweichen.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 6. August 2018

Abgehängten positionieren. Als Stimme derjenigen, die ihren Platz in der Gesellschaft bedroht sehen, aus welchen Gründen auch immer. Italien, das Ende der Regierung Renzi und die anschließenden Wahlen sind ein „gutes“ Beispiel gewesen.

Aus Investorensicht ist aber noch etwas anderes bedeutsam: Macrons Zugeständnisse an die Gelbwesten zeigen, wie mächtig die Straße in Wahrheit ist und wie groß die Angst der Regierenden vor denen, die sich abgehängt fühlen. Um sich die Zustimmung der Menschen zu sichern, wird man sich in den Hauptstädten Europas eher früher als später von der ungeliebten Sparpolitik verabschieden. Auch in Deutschland, der größten Volkswirtschaft des Euroraums, wo man die „schwarze Null“ als Zeichen der vermeintlich seriösen Haushaltspolitik wie eine Monstranz vor sich hergetragen.

### DIE FISKALPOLITIK WIRD ES RICHTEN MÜSSEN

Im Grunde genommen wäre das nur folgerichtig. Die Euro-Zone braucht neue Impulse – das zeigt nicht allein die Konjunktur-entwicklung in den vergangenen Monaten. Europa ist weiter hinter den USA und Asien zurückgefallen. Nur welche Impulse könnten das sein?

Von der Europäischen Zentralbank (EZB) ist nicht mehr allzu viel zu erwarten. Sie vermag zwar den Zins niedrig zu halten, damit den Konkurs einzelner Staaten zu verschleppen, indem sie die Refinanzierungskosten künstlich drückt und so der Eurozone immer weiter Zeit verschafft. Darüber hinaus sind ihre Mittel begrenzt. Sie kann der Politik helfen, sie aber dauerhaft nicht ersetzen. Schmerzhaft strukturelle Reformen, die zwingend notwendig wären, um den Euro langfristig wetterfest zu machen, dessen Konstruktionsfehler zu beheben, wird dagegen niemand den Menschen zumuten wollen. Aus Angst vor der Straße.

Deshalb dürfte die Stunde der Fiskalpolitik schlagen: Konjunkturprogramme, Steuersenkungen oder Subventionen, kurzum: Geschenke für die Wähler. Eine expansive Fiskalpolitik wirkt inflationstreibend, was für Sparer und die klassischen Rentensysteme nichts Gutes verheißt. Denn die Zinsen werden weiter niedrig bleiben innerhalb der Eurozone. Das gilt künftig umso mehr, denn die Zugeständnisse der Politik müssen mit neuen Schulden finanziert werden. Der gewaltige

Schuldenberg wächst so immer weiter und damit die Abhängigkeit von den niedrigen Zinsen – ein Teufelskreis (siehe Grafik 1). Die Zinsen bleiben für immer tief. Zumindest, solange es den Euro in seiner jetzigen Form gibt.

### SPARER WERDEN WEITER ENTEIGNET

Andersherum: Die überschaubaren Renditen, die Anleger auf ihre verzinslichen Anlagen erhalten, werden bei Weitem nicht ausreichen, um die Inflation auszugleichen. Was nichts anderes bedeutet, als dass viele Menschen deutlich ärmer werden. Das Problem ist: Den meisten fällt das gar nicht auf, weil der Betrag, der im Sparbuch steht, ja nicht weniger wird. Ökonomen sprechen in diesem Zusammenhang von „Nominalwertillusion“ (siehe Grafiken 2 + 3).

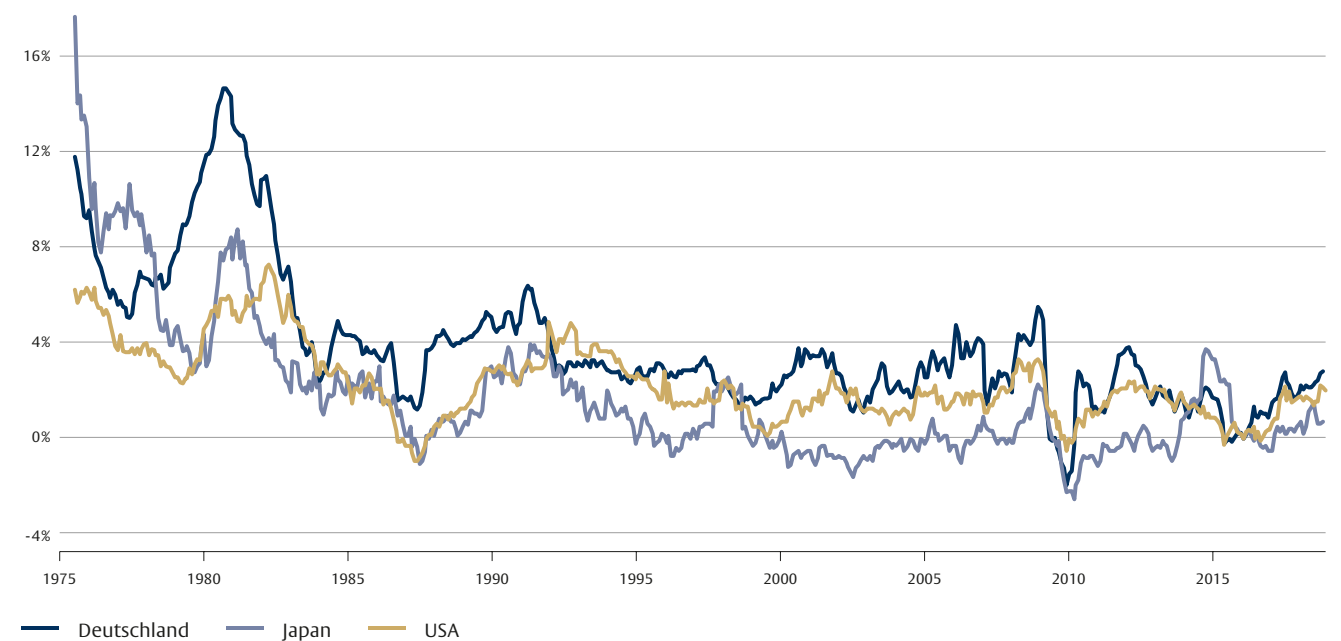
Treffen wird es vor allem diejenigen, die im Alter dringend auf ihr Ersparnis angewiesen sind. All diejenigen, die keine eigene Immobilie haben oder ein Depot mit Qualitätsaktien, die also keine Sachwerte ihr Eigen nennen. Deren Altersvorsorge stattdessen in einem Sparbrief steckt oder der Kapitallebensversicherung.

Je deutlicher die Inflation anzieht, desto größer wird das Problem werden, wenngleich selbst moderate Teuerungsraten über die Jahre verheerende Schäden anrichten können, rund zwei Prozent beispielsweise, die zuletzt in der Eurozone gemessen wurden (Grafik 4).

Wie sich die Inflationsraten entwickeln, wie weit sie möglicherweise zulegen werden, lässt sich leider nicht seriös vorhersagen. Eines steht unseres Erachtens jedoch fest: Wer sein Vermögen langfristig erhalten will, sollte einen signifikanten Teil davon in Sachwerte investieren. Die selbst genutzte Immobilie, allen voran Aktien erstklassiger Unternehmen und nicht zuletzt etwas Gold – als Versicherung gegen die Risiken des Finanzsystems. ♦

Philipp Vorndran ist Kapitalmarktstrategie der Flossbach von Storch AG

Grafik 4 Rückkehr der Inflation? Selbst ein moderater Anstieg der Teuerungsrate schmälert langfristig die Kaufkraft



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Stand: 6. August 2018



# Nicht auf Wunder warten

Die Deutschen sparen fleißig – und bauen doch kein Vermögen auf. Das lässt sich ändern. Was helfen kann.

---

von Simon Klosters

Eigentlich kennen wir die Wahrheit: Wollen wir im Alter leben wie heute, dann müssen wir etwas auf die Seite legen. Die Argumente sind seit Jahren bekannt: Rentenlücke, Demografie, Gesundheitskosten, Inflation. Wir kennen auch die bunten Bilder aus der Werbung: glückliche Rentner, die im Cabriolet Richtung Sonnenuntergang fahren. Und pflegebedürftige Menschen, die in Altersarmut leben. Beide Stereotype werden junge Menschen aber kaum dazu animieren, sich mit dem Thema Zukunftsvorsorge zu beschäftigen.

Es ist ja nicht so, dass die Deutschen nicht sparen würden. Laut der größten Online-Anlegerumfrage, die das Flossbach von Storch Research Institute und die GfK gemeinsam durchgeführt haben ([ab Seite 24](#)), tun sie das sogar gerne. Rund zehn Prozent des verfügbaren Einkommens legen sie zurück; die Quote hat sich in den vergangenen zehn Jahren kaum verändert. Leider legen sie das Geld größtenteils noch immer in den „falschen“ Finanzprodukten an – auf das Sparbuch oder das Tagesgeldkonto. Zehn Jahre Niedrigzins haben sie bislang nicht dazu gebracht, ihre Anlagestrategie zu überdenken. →



## EIN EFFEKT, DER VERMÖGEN WACHSEN LÄSST

In der Vergangenheit war der Zinseszinseffekt ein starkes Argument für das Sparbuch. Wie wirkmächtig diese Idee ist, zeigt ein Zitat, das Albert Einstein zugesprochen wird: Der soll den Zinseszinseffekt einmal als „achtetes Weltwunder“ bezeichnet haben. Doch seit vielen Jahren bleibt dieses Wunder aus. Und genauso bedauernswert ist, dass viele deutsche Anleger immer noch auf die Rückkehr dieses Wunders hoffen – vermutlich vergeblich.

Dabei gilt dieser Effekt nicht nur für das Sparbuch, sondern auch an der Börse – für Aktien und Anleihen. Wer seine dort erzielten Erträge immer wieder anlegt, kann damit in der Zukunft weitere Erträge erzielen. Je höher der Ertrag und je länger das Investment, umso wirkungsvoller kann der Effekt sein: Das Vermögen wächst schneller. Allerdings muss der Anleger an der Börse vorübergehende Kursschwankungen aushalten können.

## WAS HilFT? EINMALANLAGE, SPARPLAN UND NATÜRLICH: ANFANGEN!

Doch welche Möglichkeiten haben Sparer? Sie können einmalig eine in der Regel größere Summe anlegen, sie können aber auch regelmäßig kleinere Beiträge investieren oder beides kombinieren: mit einem Einmalbetrag als Grundstock starten und diesen dann regelmäßig mit kleineren Beiträgen aufstocken.

Wie der Name Einmalanlage schon sagt, investiert der Anleger einen festen Betrag zu einem bestimmten Zeitpunkt und nimmt dann mit seinem Investment an der Wertentwicklung seiner Anlage teil. So kann der Wert steigen, aber auch unter den ursprünglichen Betrag fallen. Gerade bei der Geldanlage an der Börse spielt der Zeitfaktor eine wichtige Rolle: Je länger der angestrebte Anlagehorizont ist, desto weniger fallen vorübergehende

Wertschwankungen ins Gewicht. Wer nicht über eine Einmalanlage investieren will, kann auch regelmäßig kleinere Beiträge über einen Sparplan anlegen – das geht ab 25 Euro monatlich. Das erleichtert den Einstieg in die Investmentwelt. Es werden also keine großen Summen zum Start benötigt.

## SELBST DER GROSSE BÖRSENCRASH KONNTE DEM SPARPLAN NICHTS ANHABEN

Ein schöner Nebeneffekt des Sparplans ist gerade für Anleger, die erste Erfahrungen bei der Geldanlage sammeln wollen, der Umgang mit den am Markt üblichen Wertschwankungen. Bei hohen Kursen kauft der Anleger automatisch weniger Anteile, bei niedrigen Kursen entsprechend mehr. Experten sprechen hier vom Durchschnittskosteneffekt. Allerdings gibt es unter Fachleuten Streit, wie groß dieser Vorteil tatsächlich ist.

Wer mit einem Sparplan den Schritt in die Anlagewelt macht, der beteiligt sich beispielsweise über Aktien am Produktivkapital, also an Sachwerten. Langfristig sind seine Chancen, Vermögen zu erhalten und zu mehren, unseres Erachtens deutlich besser als mit klassischen Zinsanlagen. Kursrücksetzer werden genutzt, um Beteiligungen zu günstigeren Kursen aufzustocken – ein Vorteil gegenüber Einmalanlagen.

In der Vergangenheit hat sich ein Sparplan, wenn er denn konsequent durchgehalten wurde, stets gelohnt – selbst dann, wenn lange Abwärtsphasen den Markt beherrscht haben. Ein Beispiel: Die bislang längste Abwärtsphase am deutschen Aktienmarkt begann 1961. In dem Jahr verlor der Vorgänger des Deutschen Aktienindexes acht Prozent und im folgenden Jahr nochmals 21 Prozent. Nach schwankungsreichen Jahren mit Aufschwüngen und Kursverlusten hätte ein Anleger, der 1961 einen Einmalbetrag investierte, 85 Monate warten müssen, um seinen ursprünglichen Einstandskurs wieder zu erreichen. Besser fuhren Sparplan-



Anleger: Mit einem monatlichen Sparplan hätten sie im Schnitt ein Plus von acht Prozent per annum erzielt.

Ähnlich erging es Anlegern, die kurz vor dem Crash am 24. Oktober 1929 mit einer Einmalanlage in US-Aktien investierten – sie mussten 24 Jahre warten, bis die alten Höchststände erreicht waren. Die längste Baisse der Geschichte. Wie hätte ein Sparplan abgeschnitten? Wer ab Oktober 1929 jeden Monat regelmäßig in US-Aktien investierte, konnte sich bis 1954 jährlich im Schnitt über sieben Prozent plus freuen.

Diese beiden Beispiele zeigen: Sparpläne können Anlegern viele Sorgen nehmen – etwa die vor dem falschen Einstiegszeitpunkt. Denn es stellt sich eine interessante psychologische Wirkung ein: Das regelmäßige Sparen führt dazu, dass die Anleger nicht darüber nachdenken müssen, ob sie nun zum richtigen Zeitpunkt in den Markt einsteigen. Sie sind einfach die ganze Zeit dabei. Das regelmäßige Sparen hat auch eine disziplinierende Funktion. Läuft der Sparplan einmal, wird er so schnell nicht gekündigt.

Unser Fazit: Das Sparbuch ist der Deutschen liebtes Kind – leider. Denn mit ihm ist wegen Niedrigzins und Inflation ein solider Vermögensaufbau kaum möglich. Anlageformen, die in Sachwerte wie Aktien investieren, können Alternativen bieten. Einen leichten Zugang an die Börse bieten Investmentfonds – Sparpläne helfen gerade unerfahrenen Anlegern, diszipliniert zu investieren. ♦

---

Simon Klosters  
arbeitet als freier Journalist in Köln



# Besser aktiv

Anleihe-ETFs liegen im Trend. Immer mehr Geld fließt in diese passiven Fonds, die Indizes einfach nachbilden. Aber können sie mit aktiv verwalteten Fonds mithalten?

In der Welt der Geldanlage gibt es eine Mode. ETFs heißen die Trendsetter, die Anleger magisch anziehen. Gut sechs Billionen US-Dollar liegen weltweit in ETFs auf den Aktienmarkt, gut sechsmal so viel wie noch vor zehn Jahren. Ob das Geld dort gut angelegt ist, darüber lässt sich streiten. Pauschale Urteile sind da wenig hilfreich. Die Ergebnisse der zahlreichen Studien variieren je nach Erkenntnisziel der Autoren.

Weniger im Fokus standen bislang Anleihe-ETFs. Passive Fonds, die Anleiheindizes nachbilden, wegen der entstehenden Kosten aber bei der Wertentwicklung immer hinter ihnen

zurückbleiben. Private und professionelle Investoren nutzen sie. Bei Robo Advisors finden sie sich in den gemischten Portfolios. Global sind mehr als eine Billion US-Dollar in Anleihe-ETFs investiert. Tendenz steigend.

Aber sind die passiven Fonds gegenüber ihren aktiven Pendanten wirklich die bessere Wahl? Eine Studie des Flossbach von Storch Research Institutes weckt Zweifel. Die Performance fällt hinter der von guten aktiven Fonds deutlich zurück. „Aktive Anleihefondsmanager mit einem global ausgerichteten, flexiblen Investmentansatz schaffen es sehr wohl, den breiten Markt auch über längere

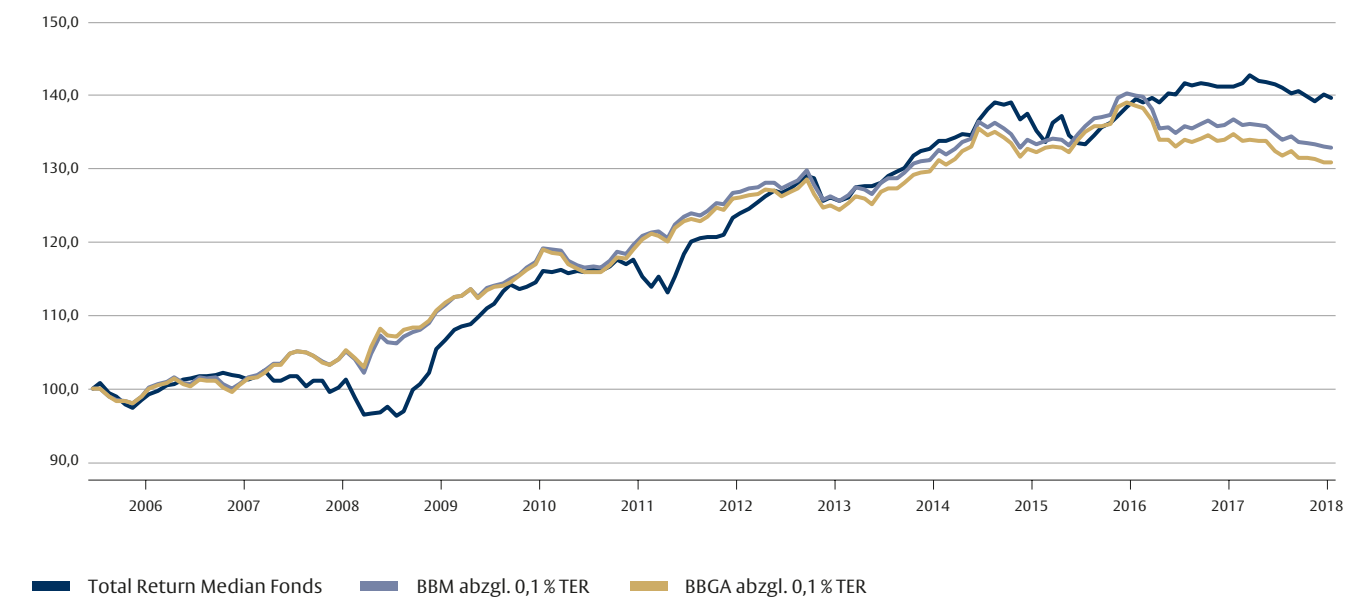
Zeiträume zu schlagen“, sagt Agnieszka Gehringer, Analystin beim Flossbach von Storch Research Institute. Anleger sollten bei der Auswahl der aktiven Fonds allerdings wählerisch sein und Fondsmanager bevorzugen, die ihre Qualität bereits unter Beweis gestellt haben.

Die Auswertung des Instituts zeigt, dass die jährliche Rendite der aktiven Anleihefonds seit dem Jahr 2006 um 0,3 bis 0,4 Prozentpunkte jährlich höher war als bei den passiven Strategien (siehe Grafik 1). Vor allen in außergewöhnlichen Marktphasen waren die aktiven Fonds überlegen. Das zeigt sich etwa in den Erholungsphasen nach der großen



Grafik 1 **Aktiv schlägt passiv**

Die Grafik zeigt die Wertentwicklung von aktiv gemanagten, flexiblen Anleihefonds im Vergleich zu zwei Anleiheindizes: dem Bloomberg Barclays Global Aggregate Index (BBGA), der den globalen Markt für Staats- und Unternehmensanleihen mit Investmentgraderating abbildet, und dem Bloomberg Barclays Multiverse Total Return Index (BBM), der zudem auch globale Staats- und Unternehmensanleihen ohne Investmentgraderating darstellt. Um einen Vergleich zwischen aktiven und passiven Anlagestrategien zu ermöglichen, wurde bei den beiden Indizes eine Kostenquote von 10 Basispunkten einkalkuliert, die bei günstigen ETFs anfällt.



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

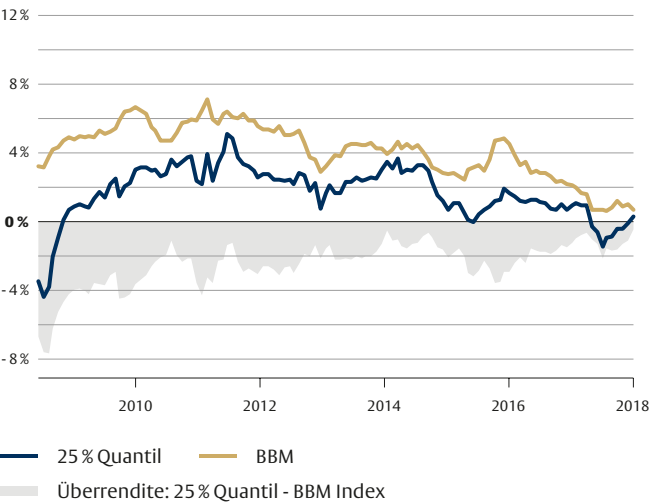
Quelle: Eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute, Bloomberg, Stand November 2018



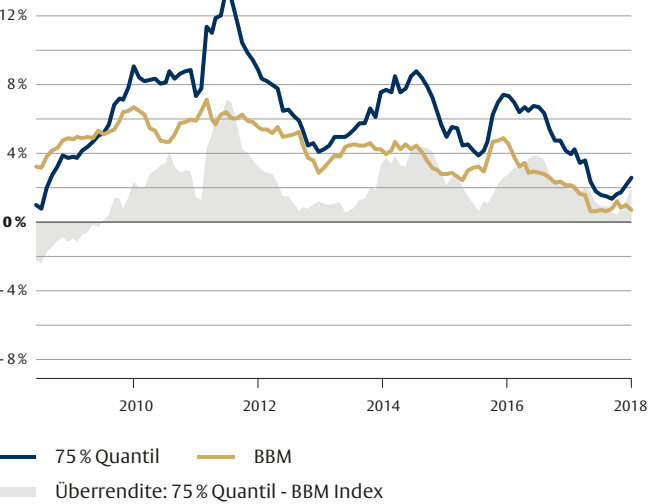
Grafik 2 **Aktive Fonds – auf die Auswahl kommt es an**

Während die besseren aktiven Fonds die passiven Strategien weit hinter sich lassen, fallen die schwächeren aktiven Fonds hinter dem Markt zurück. Das zeigt der Vergleich von rollierenden 3-Jahres-Renditen der aktiven Fonds, die zu den besten und schlechtesten 25 Prozent der Stichprobe gehörten, mit dem Bloomberg Barclays Multiverse Total Return Index (BBM), der globale Staats- und Unternehmensanleihen verschiedener Qualitäten darstellt. Um einen Vergleich zwischen aktiven und passiven Anlagestrategien zu ermöglichen, wurde bei diesem Index eine Kostenquote von 10 Basispunkten einkalkuliert, die bei günstigen ETFs anfällt.

**Die schlechten aktiven Fonds fallen zurück**



**Die besten Fonds lassen den Index weit hinter sich**



Quellen: Eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute, Bloomberg, Stand November 2018

Finanzkrise (Februar 2009 – Juli 2010), während der europäischen Schuldenkrise (September 2011 – März 2013) und nach den Marktturbulenzen nach dem „Taper Tantrum“ (2013), als der US-Notenbankchef Ben Bernanke erklärte, die Anleihekäufe zu reduzieren, und die Kurse schlagartig einbrachen. Anleger, deren Anleihebestand in Krisenzeiten für Stabilität sorgen soll, waren mit aktiven Fonds in der vergangenen Dekade besser aufgestellt. „In den anschließenden Erholungsphasen konnten die aktiven Fonds teils deutliche Überrenditen erzielen“, sagt Kai Lehmann, Analyst beim Flossbach von Storch Research Institute.

Nun reicht es für die Anleger aber nicht, sich einfach irgendeinen aktiven Fonds anzuschaffen. Nur die besseren können alle Renditepotenziale nutzen und die passive Konkurrenz abhängen (siehe Grafik 2). Schwächere Anleihefonds schafften es hingegen während keiner Marktphase, den Markt zu schlagen. „Es reicht nicht aus, sich schlicht vom Index zu lösen“, sagt Lehmann. „Bei der Auswahl festverzinslicher Anlagen braucht es eine konsistente Anlagestrategie und fähige Fondsmanager.“

Diese „Fondsmanager-Elite“ profitiert von den Eigenarten der Anlageklasse. Der Rentenmarkt ist stark segmentiert,

was zu Ineffizienzen bei der Preisbildung führen kann (siehe Seite 43). Während bei Aktien die Erträge nur aus Kursentwicklung und Dividende kommen, bieten Anleihen weitaus mehr Möglichkeiten. Anleger können in der Regel zwischen verschiedenen Laufzeiten, Kreditqualitäten oder Währungsräumen wählen. Zudem spielen Änderungen des Zinsniveaus eine große Rolle. „Anleihen sind hochkomplexe Finanzprodukte, eine echte Herausforderung für Fondsmanager“, sagt Lehmann. „Passive Produkte dürften kaum in der Lage sein, aus dieser Anlageklasse das Letzte herauszuholen.“ ♦

# Anleihen – die unterschätzte Anlageklasse

Hochkomplex und wenig effizient – der Markt für Anleihen bietet einige Herausforderungen.

- Anders als im Aktienbereich optimieren viele Anleihe-anleger ihre Investments nicht nur mit Blick auf Rendite und Risiko. Sie sind an Einschränkungen gebunden, die ihre Rendite schmälern. Zentralbanken kaufen Anleihen von Staaten allein deshalb, weil sie ihre geldpolitischen Ziele erreichen möchten. Versicherer müssen Garantien leisten und sind an staatliche Vorgaben gebunden. Der ineffiziente Markt kann Renditepotenziale für flexible Anleiheinvestoren bieten.
- Anleihen sind hochkomplexe Wertpapiere – mit Blick auf Konditionen, Auflagen und Vertragsdetails. Aktive Investoren können zwischen verschiedenen Laufzeiten, Sicherheitsstrukturen und Währungsräumen frei wählen. Die Preisbildung bei Anleihen ist nicht zu jeder Zeit effizient, da die Einschätzung, ob eine Anleihe für Anleger attraktiv erscheint, immer einer umfassenden Analyse bedarf.
- Die Renditeverteilung bei Anleihen folgt nicht dem Gesetz der großen Zahl. Wertentwicklungen sind auch kein Zufall. Einer hohen Wahrscheinlichkeit für schwach positive Renditen stehen geringe Wahrscheinlichkeiten für hohe Verluste gegenüber. Das Risiko, dass der Schuldner seinen Zahlungsverpflichtungen nicht ordnungsgemäß nachkommt, kann durch eine aktive Analyse der Kreditrisiken reduziert werden. In den Indizes sind aber gerade die Papiere der Unternehmen hoch gewichtet, die besonders hoch verschuldet sind.
- Der Anleihemarkt ist stark segmentiert. Einige Anleiheinvestoren bevorzugen etwa heimische Papiere. Einem globalen Fondsmanager, der ohne Beschränkungen zwischen den Märkten wechseln kann, bieten sich signifikante Ertragschancen. Das gilt auch für flexible Fondsmanager, die nicht an Ratingvorgaben gebunden sind. Dann vergrößert sich das Universum investierbarer Anleihen. Papiere ohne entsprechendes Rating können hohe Renditechancen bieten, die Risiken lassen sich in einer hauseigenen Analyse abschätzen.
- Nur ein kleiner Teil der handelbaren Anleihen ist überhaupt in Indizes integriert und kann von den ETFs nachgebildet werden. Herkömmliche Indizes enthalten oftmals nur Papiere, die über ein Rating verfügen. Aber längst nicht jede Anleihe hat ein Rating. Hinzu kommt: Bonitätsurteile passen sich in der Regel erst mit einer gewissen Verzögerung den ökonomischen Realitäten an. Ein aktiver Fondsmanager, der nicht an die Wertentwicklung eines Indexes gebunden ist, kann unter einer weit größeren Zahl an Anleihen wählen und schneller auf Marktbewegungen reagieren.
- Das Volumen von Neuemissionen ist bei Anleihen sehr viel größer als bei Aktien. Die Zuteilung neuer Anleihen kann aktiven Investoren Chancen bieten. Die klassischen Indizes berücksichtigen Neuemissionen aber nicht direkt, sondern in der Regel erst am Monatsende. Es ist nicht möglich, Neuemissionsprämien zu realisieren, wie sie etwa bei geringer Nachfrage üblich sind.



von Marius Kleinheyer

Ludwig Ehrhard wollte die Deutschen in den sechziger Jahren zu Aktionären machen. Aus Arbeitern sollten Eigentümer werden. Es sollte eine Aktienkultur entstehen. Deshalb ging Volkswagen an die Börse. Die Volksaktien fanden reißenden Absatz. Doch das Projekt scheiterte kläglich. Anleger mussten horrenden Verluste hinnehmen. Und Aktien haben in Deutschland immer noch einen schlechten Ruf. Was damals schief lief.

# VON MENSCHEN, GELD UND LIEBE







#### Mitteilung für VW-Aktionäre

VW-Arbeiter vor dem Werk beim Studium der Tagespresse am 11. April 1961 bezüglich des Börsengangs von VW.

Der 31. März 1961 ist ein guter Tag, um ins Kino zu gehen. Regenwolken ziehen über Westdeutschland. Das Thermometer zeigt 8 bis 10 Grad, und es ist Karfreitag. Für einen guten Film musste man ins Kino. TV-Geräte waren Statussymbole, nur gut vier Millionen Deutsche konnten fernsehen. „Die Nachrichten“ kannten die meisten nur aus der Filmbühne. Die „Neue Deutsche Wochenschau“ macht an dem Tag mit einem Thema zur privaten Geldanlage auf. „Die interessanteste Osterbescherung kommt in diesem Jahr aus dem Volkswagenwerk“, erklärt der Sprecher. Seit Jahresbeginn hatte VW 1,5 Millionen „Volksaktien“ an den Markt gegeben. Das Volkswagenwerk sei, was die Zahl der Aktionäre angehe, die zweitgrößte Aktiengesellschaft der Welt, sagt Hans Wilhelmi, Adenauers Minister für den wirtschaftlichen Besitz des Bundes. Er liest von einem Blatt Papier ab. „Das erzielte Ergebnis übertrifft alle Erwartungen“, sagt Wilhelmi. „Der Begriff der Volksaktie (...) ist heute ein fester Bestandteil unserer Gesellschaftsordnung.“

Auch wenn es aus heutiger Sicht vielleicht seltsam wirken mag – in den fünfziger und sechziger Jahren hatten Aktien eine gesellschaftspolitische Bedeutung. Nach dem Krieg wollte Wirt-



#### Jubiläum

Feierstunde im Volkswagenwerk Wolfsburg anlässlich der Fertigstellung des fünfmillionsten „Käfers“ am 4. Dezember 1961.

schaftsminister Ludwig Erhard eine Aktienkultur in Deutschland etablieren. Aus Angestellten sollten Eigentümer werden, indem sie Aktien am eigenen Unternehmen erwerben. Freiwillig und ohne Zwang. Es ist eben ein anderes Gefühl, die Werkshalle zu betreten, wenn man einen Anteil am Unternehmen besitzt.

Das Schlagwort der politischen Debatte war „Volkskapitalismus“. Ein Gegenentwurf zum „Sozialismus“ der DDR. Es gab einen unmittelbaren Wettstreit der Systeme, der Bau der Berliner Mauer wurde erst im August 1961 begonnen.

Vor diesem Hintergrund wollte sich die Bundesrepublik nicht nur aus ordnungspolitischen Gründen von großen Teilen ihrer Staatsbetriebe trennen. Als „Erbe“ Preußens und des Deutschen Reichs waren sie ihr zugefallen. Die Privatisierung sollte dazu genutzt werden, den freien Kapitalmarkt in Deutschland zu stärken. Das Projekt sollte außerdem eine soziale Dimension erhalten. Das Mittel zum Zweck sollten „Volksaktien“ sein. Für Haushalte mit geringem Einkommen gab es Sozialrabatte. Diese Förderung gab es aber nicht pauschal, etwa für alle Aktien oder Fonds. Unter staatlicher Patronage standen ebenjene

Konzerne, von denen sich die Bundesrepublik ganz oder in Teilen trennen wollte. Die hehren Regierungsziele wurden aber nicht erreicht. „Volksaktionäre“, die solche Börsengänge nicht für kurzfristige Spekulationen nutzten, mussten starke Kursverluste verkraften. Die allmählich entstehende Aktienkultur in Deutschland erlitt einen nachhaltigen Schaden.

#### DER RUN AUF DIE VW-AKTIE

Volkswagen – allein der Name prädestiniert wohl schon für eine „Volksaktie“. Und auch die Story zum Börsengang konnte sich sehen lassen. Der Käfer war das Symbol des Wirtschaftswunders, die Gewinne sprudelten. 60 Prozent des Aktienkapitals sollten an Privatanleger gehen. Jeweils 20 Prozent blieben beim Bund und dem Land Niedersachsen. Während sich der Bund 1988 von seinem Anteil trennte, besitzt Niedersachsen nach wie vor alle Aktien. Laut „VW-Gesetz“ besitzt das Land ein Vetorecht mit Sperrminorität für Kapitalmaßnahmen und Satzungsänderungen. Das bedeutet: Eine feindliche Übernahme wird es bei VW nicht geben. Der Preis dafür: Die Privatisierung wurde niemals abgeschlossen.



#### Scheckübergabe

Dr. Vallentin von Hauerschild (m.), Vorstandsmitglied der Deutschen Bank AG, überreicht 1961 in Köln Bundesschatzmeister Hans Wilhelmi (r.) einen Scheck in Höhe von 857.332.348,14 DM aus dem Erlös des Verkaufs der VW-Aktien.

Im Herbst 1960 startete die Werbekampagne. Es wurden Anzeigen in 100 Tageszeitungen geschaltet. Neben Plakat- und Prospektaktionen verschickte VW 17 Millionen Postwurfsendungen und ließ einen Werbefilm mit dem Titel „Von Menschen, Geld und Liebe“ produzieren.

Schnell wurden erste Fakten bekannt. Das Bundesschatzministerium legte das Grundkapital vor der Privatisierung auf 600 Millionen Deutsche Mark (DM) fest. Als im Januar 1961 die Frist für die erste Zeichnung begann, wurde ein Ausgabekurs von 350 DM je 100 DM Nennwert vereinbart. Bis zum Ende der Zeichnungsfrist im März 1961 meldeten sich über 1,5 Millionen Interessierte, darunter 63.000 der insgesamt 65.000 VW-Mitarbeiter.

Die Belegschaft konnte sich freuen. Ihre Zeichnungsanträge wurden bis zu einem Nennwert von 1.000 DM, also bis zu zehn Aktien, bevorzugt behandelt. Der Sozialrabatt lockte Zeichner mit niedrigem Einkommen. Bei einem Jahreseinkommen von 6.000 DM (Ehepaare: 12.000 DM) betrug der Abschlag vom Kaufpreis 20 Prozent. Die Empfänger konnten bis





zu fünf Aktien vergünstigt erwerben. Bei Familien mit mehr als zwei Kindern kam ein Nachlass von fünf Prozent oben drauf. Die Geringverdiener unter den Aktionären mussten für ihren Rabatt bei möglichen Verkäufen eine Sperrfrist von zwei Jahren einhalten. Der Spiegel titelte am 19. April 1961: „Auf dem Schleuderbrett“. Der Vorwurf: Die Bundesregierung würde vor der Bundestagswahl im gleichen Jahr Geschenke an die Bürger verteilen.

Es entwickelte sich ein Run auf die Aktie, am Ende war sie zu 85 Prozent überzeichnet. Jeder Zeichnungsberechtigte ohne Belegschafts- oder Sozialbonus bekam zwei Aktien zugeteilt, über die dritte entschied das Los. Eine Auswertung des Zeichnungsergebnisses ergab, dass nur etwa acht Prozent der Aktionäre Arbeiter waren. Auffällig hoch war hingegen die Zahl der Angestellten, Hausfrauen und Pensionäre (siehe Grafik). Es kursierten Vermutungen, dass sich darunter ein gewichtiger Anteil von „Stroh Männern“ befand.

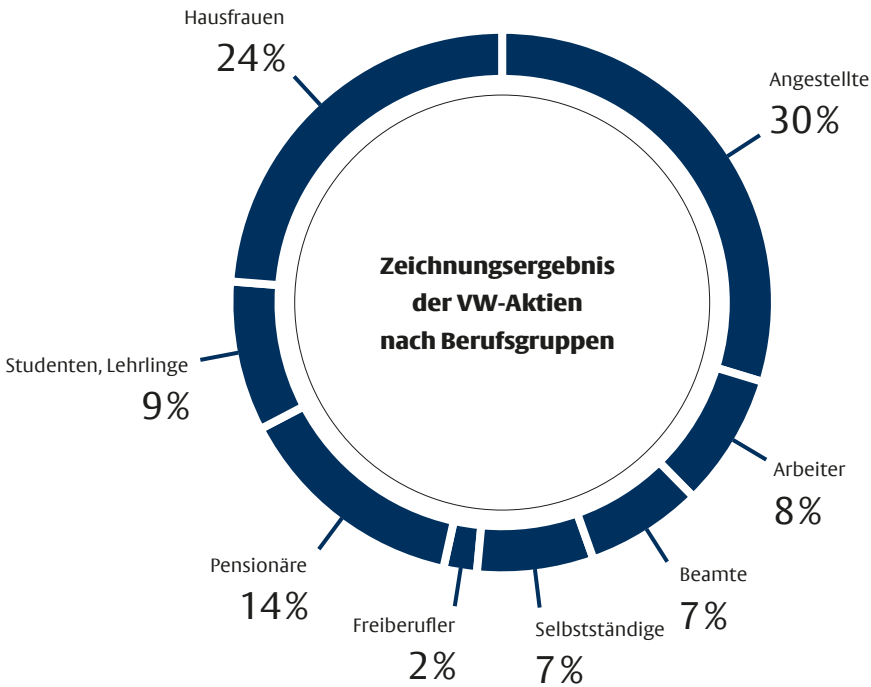
Die Euphorie verflog so schnell, wie sie gekommen war. Am ersten Handelstag im April 1961 notierte die Aktie bei 750 DM.

Am 6. Juni 1961 erreichte sie einen vorläufigen Höchstkurs von 1.110 DM. Danach brach der Kurs über Jahre ein.

Langfristige Anleger, die an die Idee der Volksaktien glaubten und langfristig dabeiblieben, machten ein schlechtes Geschäft. Gewinne realisierten die kurzfristigen Spekulanten, die ihre Volksaktien zu Anfang der Emission erhielten und möglichst früh ausstiegen. Bereits im November 1961 hatten 20 Prozent der Ersterwerber ihre Aktie wieder verkauft. Interessenten, die bei der Emission nicht bedacht wurden, zogen bis vor das Bundesverfassungsgericht. Ihre Klage wurde abgewiesen. Trotzdem haftete dem Börsengang der VW-Aktie der Ruch eines „krummen Geschäftes“ an.

EINE T-AKTIE FÜRS VOLK

Eigentlich hätte die Geschichte der deutschen Volksaktien eine Warnung sein sollen. Unverdrossen unternahm die Bundesregierung in den neunziger Jahren dennoch einen neuen Versuch. Das Ergebnis war – zumindest aus Sicht der meisten Bürger – ziemlich schwach. Wie schon bei VW.



Quelle: Rainer Nicolaysen „Der lange Weg zur Volkswagen-Stiftung“, S. 391; Berechnung: Flossbach von Storch, Research Institute

Auch ohne Sozialrabatte war der Börsengang der Deutschen Telekom am 18. November 1996 der bis dahin größte der Welt. Nicht nur in Frankfurt, auch an den Börsen in Tokio und New York konnten T-Aktien gehandelt werden. Der ein Jahr zuvor eingesetzte Vorstandschef Ron Sommer trommelte persönlich für den IPO des Fernmeldegeschäfts der früheren Deutschen Bundespost. Die Idee: Die T-Aktie sollte als Volksaktie vermarktet werden.

Dazu investierte das Unternehmen rund 100 Millionen DM in die Werbekampagne, bei der auch der populäre „Tatort“-Kommissar Manfred Krug eine Rolle spielte. Der ehemalige Nixdorf- und Sony-Manager Sommer war die schillernde Persönlichkeit des Börsengangs. Er gab die Parole aus: „Die T-Aktie soll eine echte Volksaktie werden.“ Fatalerweise ließ Sommer sich auch den Spruch entlocken: „Die T-Aktie wird so sicher wie eine vererbte Zusatzrente sein.“ Später wollte er von einer „T-Volksaktie“ nichts mehr wissen. Im Februar 2002 gab Sommer zu Protokoll: „Volksaktien haben wir noch nie verkauft, auch die T-Aktie ist keine Volksaktie“, und entschuldigte sich sogar bei den Aktionären.

Der Börsengang wurde zu einem Massenphänomen, Millionen Deutsche erfasste das „Aktienfieber“. Für die rund 700 Millionen T-Aktien lagen nicht weniger als 3,6 Milliarden Bestellungen vor. 1,9 Millionen Kleinanleger kauften die Papiere. Der Emissionskurs lag bei 14,57 Euro (28,50 DM). Stolz 20 Milliarden DM brachte der Börsengang der Telekom ein.

Dem ersten Schritt aufs Parkett im Jahr 1996 folgten noch zwei weitere. Im Juni 1999 emittierte die Telekom ein Aktienpaket zu einem Kurs von umgerechnet 39,50 Euro. Die dritte Tranche kam nach dem Allzeithoch zu 66,50 Euro im Juni 2000 auf den Markt. Bei jeder der drei Platzierungen schien der Enthusiasmus der deutschen Kleinanleger grenzenlos.

Der Absturz folgte schnell. Wertberichtigungen bei Immobilien und kostspielige Beteiligungen auf dem amerikanischen Mobilfunkmarkt verunsicherten die T-Aktien-Sparer. Ebenso wie eine immens teure Versteigerung von UMTS-Lizenzen durch den deutschen Staat im Wert von insgesamt 50,8 Milliarden Euro. DeTeMobil (heute T-Mobile) bot kräftig mit. Der Aktienkurs bleibt bis heute weit hinter dem Preis der zweiten ➔





und dritten Tranche des Börsengangs zurück. Ein langjähriger Musterprozess, angestrengt von knapp 17.000 Kleinanlegern, dauert an. Die Aktienkultur in Deutschland nahm schweren Schaden. Ähnlich wie bei den Volksaktien der 1960er Jahre lohnte sich nur eine kurzfristige Spekulation. Aktien, so glauben bis heute viele Deutsche, seien nur etwas für Zocker.

### SCHLAU DURCH SCHADEN?

Und heute? Haben die Deutschen etwas gelernt aus ihren Fehlern? Aus denen, die ihre Eltern und Großeltern machten? Die grundsätzliche Idee, nach der Sparer unternehmerisch denken und ihr Geld freiwillig und selbstbestimmt in Aktien investieren, ist wohl aller Ehren wert. Nur so können sie vom wirtschaftlichen Aufschwung profitieren. Eine neue Aktienkultur wäre auch sozialpolitisch dringend geboten. In Zeiten historisch tiefer Zinsen werfen die Lieblingssparprodukte der Deutschen, Zinskonten und Lebensversicherungen, kaum noch etwas ab. Die Rendite reicht kaum für einen realen Werterhalt nach Inflation. Ganz zu schweigen von einer auskömmlichen privaten Altersvorsorge oder dem Aufbau eines Vermögens. Dennoch fördert der Staat vor allem zinsbasierte Anlageprodukte – und keine Aktien. Mit dem Ergebnis, dass das Vermögen der Bürger in Ländern mit einer anderen Anlagetradition deutlich größer ist als im wirtschaftlich starken Deutschland.

Das Konzept der „Volksaktie“ schadete der deutschen Aktienkultur. Das lag wohl auch daran, dass grundsätzliche Regeln der Aktienanlage missachtet wurden. Eine Anlage sollte immer in einem breit gestreuten Portfolio erfolgen. Der Anlagehorizont sollte sich über mehrere Jahrzehnte erstrecken. Eine staatliche Kampagne für aktiv verwaltete „Volksportfolios“, die ihr Vermögen langfristig auf verschiedene Einzeltitel, Branchen, Regionen und Währungsräumen streuen, hätte bei der Schaffung einer deutschen Aktienkultur wohl weit mehr genützt. Aber man soll die Hoffnung ja niemals aufgeben. Vielleicht ist es noch nicht zu spät für eine Renaissance von Volks-Investments, die auch etwas taugen. ♦

Marius Kleinheyer ist Analyst beim  
Flossbach von Storch Research Institute

# Verbrannte Erde

Die Anleger verloren nach dem Kauf von Volksaktien häufig viel Geld. Das lag an falschen Versprechungen – und überzogenen Erwartungen. Fünf Gründe, warum das „Projekt Volksaktie“ scheiterte.

### DER PREIS ENTSPRICHT NICHT DEM WERT

Die Preisfindung bei der Neuemission einer Aktie ist nicht trivial. Es gilt, den Wert des Unternehmens realistisch zu taxieren – und den Preis, den Investoren bereit sind, für die Aktie zu bezahlen. Jedem Börsengang gehen komplizierte Bewertungsfragen voraus. Bei Volksaktien kommt noch der öffentliche Druck verschiedener Interessengruppen hinzu. Erscheint der Kurs zu niedrig, entsteht schnell der Verdacht, dass Regierende die Gunst der Wähler erringen möchten, indem sie öffentliches Eigentum unter Wert verschleudern. Bei vermeintlich zu hohen Kursen wird dagegen die sozialpolitische Motivation der Emission angezweifelt. Betriebswirtschaftliche Überlegungen auf Basis der Ertrags- und Liquiditätsslage des Unternehmens werden bei „Volksaktien“ schnell überschattet von dem Wunsch, die Aktienemission in der Öffentlichkeit zu einem Erfolg werden zu lassen.

### FEHLENDE FRUSTRATIONSTOLERANZ

Bei allen „Volksaktien“ lässt sich folgendes Phänomen feststellen: Sobald der Kurs fällt, reagieren viele Kleinaktionäre enttäuscht und verkaufen vorschnell. Die Folge sind Verluste. Schlimmer noch: Nach dieser negativen Erfahrung wenden sie sich endgültig von der Anlageklasse Aktien ab. Das staatliche Engagement und mögliche Sozialrabatte erwecken den trügerischen Eindruck, es handle sich bei der Volksaktie um eine Anlage, bei der der Eigentümer kein Risiko trägt. Aber auch Volksaktien sind letztlich normale Aktien mit schwankenden Kursen. Anleger mit „zitrigen Händen“ haben an der Börse aber selten Erfolg. Das wusste bereits der Börsenklärer André Kostolany.

### VERSPRECHEN DER MARKETING-ABTEILUNG

Während es bei der ursprünglichen Idee der Volksaktie noch um gesellschaftliche Ideale ging, verkam sie ab den 90er Jahren zu einer Werbestrategie. Beflügelt durch den zunächst erfolgreichen Start der Telekomaktie und die Börsen-Hausse Ende der 90er Jahre wurden immer mehr Börsengänge mit dem Label „Volksaktie“ versehen. Den Anfang machte Infineon im März 2000, im April folgte T-Online und im November die Deutsche Post. Seitdem haftet „Volksaktien“ der Makel nicht gehaltener Werbeversprechen an.

### MANGELHAFTES GELDANLAGEWISSEN

Die Emission der VW-Aktie und die Krise am Neuen Markt zeigten ein grundsätzliches Missverständnis der Deutschen beim Thema Aktien. Ihnen fehlt die Erfahrung, die etwa die Bürger der angelsächsischen Länder mit dieser Anlageklasse haben. Aktien taugen nicht für den schnellen und mühelosen Gewinn. Für viele Deutsche erscheinen große Börsengänge von Staatskonzernen wie ein Geschenk vom Fiskus – inklusive Rendite-Turbo und staatlicher Patronage. Oder anders formuliert: Die Emission einer Volksaktie in Deutschland wirkt so, als würde man versuchen, einer Gruppe von Jugendlichen mit Freibier beizubringen, dass ein Glas Rotwein am Abend den Blutdruck senken kann.

### ALLES AUF EINE KARTE

Der Fokus auf eine oder wenige Volksaktien verstößt gegen die vielleicht wichtigste Grundregel des Vermögensaufbaus: Ein großer Teil des Vermögens sollte niemals in nur eine Einzelanlage fließen. Wenn ein Anleger sein gesamtes Geld in eine Aktie investiert – und womöglich als Mitarbeiter auch noch sein Gehalt von dem Unternehmen bezieht – droht eine gefährliche Abhängigkeit. Und das, obwohl die Einflussmöglichkeiten von Kleinaktionären auf die Entwicklung des Unternehmens äußerst limitiert sind. Erfahrene Anleger setzen niemals alles auf eine Karte: Bei einer breiten Streuung des Vermögens in verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel, Regionen und Währungsräume verteilen sich mögliche Risiken.





# „Probleme ohne Ende“

Wie treffen wir Entscheidungen, wie bewerten wir Chancen und Risiken? Hier berichtet der Wirtschaftsjournalist Michael Lewis, wie die beiden Psychologen Daniel Kahneman und Amos Tversky mit ihren Antworten im Juni 1975 die Welt der Wirtschaftswissenschaft aus den Angeln hoben.

---

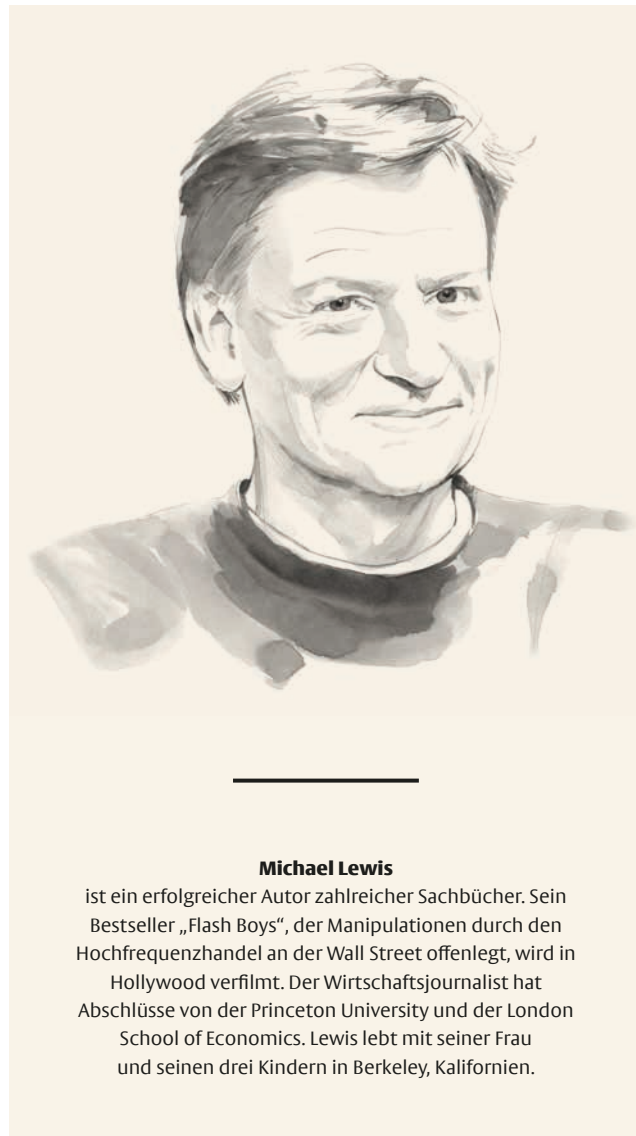
Ein Gastbeitrag  
von Michael Lewis

Die erste Hälfte des Jahres 1975 brachten Daniel und Amos damit zu, ihre Theorie so weit in Form zu bringen, dass sie anderen einen Rohentwurf zeigen konnten. Zu Beginn gaben sie ihr den Arbeitstitel „Value Theory“ („Werttheorie“), später änderten sie ihn aber in Risk-Value-Theory“ („Risiko-Wert-Theorie“). Für zwei Psychologen, die eine vor allem von Wirtschaftswissenschaftlern entworfene Theorie angriffen, formulierten sie erstaunlich offensiv und selbstbewusst. Die alte Theorie, so schrieben sie, ziehe nicht einmal in Betracht, wie wirkliche Menschen mit riskanten Entscheidungen umgehen. Vielmehr tat sie nichts anderes, als „riskante Entscheidungen ausschließlich unter dem Gesichtspunkt der Einstellung zu Geld oder Reichtum zu erklären“. Zwischen den Zeilen konnte man ihre Unbekümmertheit herauslesen. „Amos und ich stecken mitten in unserer produktivsten Phase“, schrieb Daniel Anfang 1975 an Paul Slovic. „Wir entwickeln eine nach unserem Eindruck ziemlich vollständige und ganz neue Erklärung für Entscheidungen angesichts von Ungewissheit. Wir behandeln sie nicht mehr unter dem Gesichtspunkt des Bedauerns, sondern auf einer Art Bezugs- oder Anpassungsebene.“ Ein halbes Jahr später schrieb Daniel an Slovic, sie hät-

ten jetzt den Prototyp einer neuen Theorie zur Entscheidungsfindung. „Amos und ich haben es knapp geschafft, einen Vortrag über riskante Entscheidungen rechtzeitig fertigzustellen, um ihn einer hochkarätigen Gruppe von Wirtschaftswissenschaftlern zu präsentieren, die sich diese Woche in Jerusalem treffen“, schrieb er. „Es ist ziemlich anstrengend.“

Das bewusste Treffen war als Konferenz über Volkswirtschaftslehre angekündigt und fand im Juni 1975 in einem Kibbuz außerhalb von Jerusalem statt. So kam es, dass eine Theorie, die eine der einflussreichsten in der Geschichte der Wirtschaftswissenschaft werden sollte, das Licht der Welt auf einem Bauernhof erblickte. Die Entscheidungstheorie war Amos' Fachgebiet, und entsprechend hielt er auch den gesamten Vortrag. Im Publikum saßen mindestens drei bereits ausgezeichnete Wissenschaftler und zukünftige Wirtschafts-nobelpreisträger: Peter Diamond, Daniel McFadden und Kenneth Arrow. „Wenn man Amos zuhörte, wusste man, dass man es mit einem erstklassigen Kopf zu tun hatte“, sagt Arrow. „Man stellte eine Frage. Er hat über die Frage bereits nachgedacht und liefert eine Antwort.“





Nachdem Arrow sich Amos' Vortrag angehört hatte, stellte er nur eine Frage: Was ist ein Verlust?

Die Theorie handelte ganz offensichtlich von den sehr unterschiedlichen Gefühlen von Menschen, die sich nicht mit potenziellen Gewinnen, sondern mit potenziellen Verlusten konfrontiert sehen. Ein Verlust war es der Theorie zufolge, wenn jemand gegenüber seinem Bezugspunkt schlechter gestellt ist. Aber was war dieser Bezugspunkt? Die einfache Antwort lautete: der Ausgangszustand. Der Status quo. Ein Verlust war dann eingetreten,

wenn sich der eigene Zustand gegenüber dem Status quo verschlechterte. Aber wie stellt man den Status quo eines Menschen fest? „In Experimenten ist völlig klar, was ein Verlust ist“, sagte Arrow später. „In der wirklichen Welt ist das nicht so klar.“

Einen Eindruck von dem Problem vermittelten die Maklerfirmen der Wall Street zum Jahresende. Rechnet ein Wertpapierhändler zum Jahresende mit einem Bonus von einer Million Euro und bekommt danach nur eine halbe Million, dann befindet er sich nach seinem eigenen Eindruck in der Verlustzone und verhält sich auch so. Sein Bezugspunkt ist die Erwartung, wie viel er erhalten wird. Diese Erwartung ist keine stabile Zahl, sondern sie kann sich auf vielerlei Weise verändern. Ein Börsenmakler, der einen Bonus von einer Million erwartet und außerdem damit rechnet, dass seine Kollegen Boni in gleicher Höhe bekommen, behält seinen Bezugspunkt nicht bei, wenn er erfährt, dass alle anderen jeweils zwei Millionen erhalten haben. Bekommt er dann eine Million Euro, befindet er sich immer noch in der Verlustzone. Mit diesem Beispiel erklärt Daniel später auch das Verhalten von Bonobo-Schimpansen, mit denen Wissenschaftler experimentiert hatten. „Wenn sowohl mein Nachbar im nächsten Käfig als auch ich selbst jeweils eine Gurke erhalten, weil wir etwas gut gemacht haben, ist das toll. Wenn er aber eine Banane bekommt, und ich bekomme eine Gurke, dann schmeiße ich dem Versuchsleiter das Gemüse ins Gesicht!“ In dem Augenblick, in dem der Affe eine Banane erhielt, wurde er für den Artgenossen im Nachbarkäfig zum Bezugspunkt.

Der Bezugspunkt ist ein Geisteszustand. Selbst in einem einfachen Glücksspiel kann man den Bezugspunkt eines Menschen verschieben, so dass ein Verlust aussieht wie ein Gewinn und umgekehrt. Damit kann man Entscheidungen einfach dadurch manipulieren, dass man die Alternativen auf unterschiedliche Weise beschreibt. Was Amos und Daniel damit meinten, demonstrierten sie den Wirtschaftswissenschaftlern folgendermaßen:

#### PROBLEM A

*Zusätzlich zu allem, was Sie besitzen, hat man Ihnen 1.000 Euro gegeben. Jetzt sollen Sie zwischen folgenden Alternativen wählen:*

##### ALTERNATIVE 1

Ein Glücksspiel, bei dem Sie mit einer Wahrscheinlichkeit von 50% 1.000 Euro gewinnen.

##### ALTERNATIVE 2

Ein Geschenk von 500 Euro.

Hier wählten die allermeisten Versuchspersonen die Alternative 2, den sicheren Gewinn.

#### PROBLEM B

*Zusätzlich zu allem, was Sie besitzen, hat man Ihnen 2.000 Euro gegeben. Jetzt sollen Sie zwischen folgenden Alternativen wählen:*

##### ALTERNATIVE 3

Ein Glücksspiel, bei dem Sie mit einer Wahrscheinlichkeit von 50% 1.000 Euro verlieren.

##### ALTERNATIVE 4

Ein sicherer Verlust von 500 Euro.

Nun entschieden sich die meisten Versuchspersonen für die Alternative 3, das Glücksspiel.

Die beiden Fragen waren eigentlich identisch. Wenn man das Glücksspiel wählte, besaß man in beiden Fällen am Ende mit 50-prozentiger Wahrscheinlichkeit 2.000 Euro. Wählte man die sichere Alternative, hatte man in beiden Fällen 1.500 Euro. Wurde das sichere Ergebnis aber als Verlust formuliert, entschieden sich die Probanden für das Glücksspiel. Formulierte man es als Gewinn, wählten sie die Sicherheit. Der Bezugspunkt – der Punkt, der einen in die Lage versetzt, zwischen einem Gewinn und einem Verlust zu unterscheiden – war keine feste Zahl, sondern ein psychologischer Zustand. „Was einen Gewinn oder einen Verlust ausmacht, ist abhängig von der Darstellung des Problems und von dem Zusammenhang, in dem es sich stellt“, lautete die recht vage Erklärung im ersten Entwurf der „Va-

lue Theory“. Und weiter hieß es: „Wir gehen davon aus, dass die derzeitige Theorie für die Gewinne und Verluste gilt, wie sie von der Versuchsperson wahrgenommen werden.“ Daniel und Amos wollten zeigen, dass wir, wenn wir mit einer riskanten Entscheidung konfrontiert sind, diese nicht in einen Zusammenhang stellen. Wir beurteilen sie isoliert. [...]

Die Probanden wählten nicht zwischen Dingen, sondern zwischen den Beschreibungen von Dingen. Wirtschaftswissenschaftler und alle anderen, die den Menschen gern für ein rationales Wesen halten, konnten die Aversion gegen Verluste rationalisieren oder dies zumindest versuchen. Aber wie rationalisiert man dieses Ergebnis? Die Wirtschaftswissenschaftler gingen davon aus, dass man einfach messen kann, was Menschen von ihren Entscheidungen erwarten. Wie sah die Sache aber aus, wenn solche Erwartungen sich je nach der Beschreibung der Alternative ändern? „Es war interessant, diese Aussage zu machen, denn in der Psychologie wäre sie banal gewesen“, erklärt der Psychologe Richard Nisbett später. „Natürlich werden wir davon beeinflusst, wie uns eine Entscheidung präsentiert wird!“

Nach der Konferenz im Kibbutz kehrten die Wirtschaftswissenschaftler in die Vereinigten Staaten zurück, und Amos schickte einen Brief an Paul Slovic. „Insgesamt betrachtet, sind wir auf sehr wohlwollende Reaktionen gestoßen“, schrieb er. „Irgendwie hatten die Wirtschaftswissenschaftler den Eindruck, dass wir recht haben, und gleichzeitig wünschten sie sich, dies wäre nicht der Fall, denn der Ersatz der Nutzentheorie durch das von uns skizzierte Modell würde ihnen Probleme ohne Ende bereiten.“ ♦

**Michael Lewis: Rebellen des Denkens**  
*Wie Daniel Kahneman und Amos Tversky die Psychologie revolutionierten*

Aus dem Englischen von  
Jürgen Neubauer und Sebastian Vogel  
Goldmann Verlag, Taschenbuch, 415 Seiten  
€ 11,00 [D] / € 11,40 [A]  
ISBN 978-3-442-15932-1



# „Sprechen wir lieber von kreativer Zerstörung.“

Die Kapitalmärkte liefern spannende Themen zuhauf. Auch an dieser Stelle wollen wir sie benennen – die großen Trends, aber auch deren Randaspekte. Auf einen Kaffee mit Philipp Vorndran und Thomas Lehr.

## Ist Disruption gut oder schlecht?

**VORNDRAN:** Kommt darauf an.

## Worauf?

**LEHR:** Auf den Blickwinkel. Für einen Vorstand, dessen Unternehmen auf den Prüfstand gestellt wird, weil sich die Welt verändert, weil die Digitalisierung ihn schlicht überrollt, ist sie bedrohlich, womöglich sogar existenzgefährdend, wenn er nicht die richtigen Schlüsse daraus zieht. Für uns als Investoren ist sie faszinierend.

## Habt Ihr ein Beispiel?

**LEHR:** Der Kollege hat Euch etwas mitgebracht ...

## Einen Pyjama?!

**VORNDRAN:** Einen Pyjama, ja.

## Und was hat der mit Disruption zu tun?

**VORNDRAN:** Er stammt aus Japan. Das dahinterstehende Unternehmen heißt Start Today. Der Anzug ist maßgeschneidert. Mithilfe des Smartphones wird der Körper vermessen – und dann wird bestellt.

## Haben die Maße denn gestimmt?

**VORNDRAN:** Sie waren auf den Millimeter korrekt; wir haben natürlich nachgemessen. Das ist Disruption! Die Disruption des Online-Versandhandels.

**LEHR:** Im Grunde ist Disruption kein wirklich neues Thema. Disruption hat es immer schon gegeben. Nicht nur heute oder zur Jahrtausendwende, als das Internet mit Macht in die Haushalte drängte. Prozesse verändern sich. Unternehmen verändern sich – kommen nicht mehr mit oder entwickeln sich weiter. Auch Volkswirtschaften verändern sich. Die Gesellschaft verändert sich. Also alles wie gehabt. Was sich jedoch verändert hat, ist die Geschwindigkeit des Wandels.

**VORNDRAN:** Das Internet wirkt gewissermaßen wie ein Disruptions-Turbo.

## Unser Gefühl ist, dass Disruption meist mit Risiken verbunden wird ...

**LEHR:** Was sicherlich auch am Begriff liegt und seiner Definition – Zerstörung. Sprechen wir lieber von „kreativer“ Zerstörung. Technologischer Fortschritt, Fortschritt im Allgemeinen, ist etwas Fantastisches, nichts Bedrohliches.

## Erzählt das mal dem klassischen Einzelhändler ...

**LEHR:** Für den ist die Digitalisierung eine Herausforderung, logisch. Für unsere Branche im Übrigen auch. Wer wettbewerbsfähig bleiben will, muss sich stetig weiterentwickeln. Diese Spielregeln gelten für alle. Entscheidend ist, dass wir die Neugier nicht verlieren. Fehler im System erkennen, aber auch die Chance finden – danach zu suchen, sie also finden zu wollen.

**VORNDRAN:** Korrekt. Es ist auch eine Frage der Haltung. Wir stehen uns leider

allzu gerne selbst im Weg. Weil wir so etwas wie einen Anker im Kopf haben, der alles um uns herum an dem ausrichtet, was wir bereits wissen oder kennen und deshalb den Raum, anders zu denken, ja das Außergewöhnliche und deshalb vermeintlich Undenkbare zu denken, begrenzt.

## Habt Ihr vielleicht ein konkretes Beispiel?

**VORNDRAN:** Ich war in der vergangenen Woche bei einer Bank in Oberbayern. Wir haben dort unter anderem über den Wohnungsmangel in München gesprochen – und wie der sich beheben ließe. Ich habe in diesem Zusammenhang auf ein Beispiel aus Norwegen, auf Oslo verwiesen. Wie in allen anderen europäischen Metropolen herrscht auch dort Platzmangel. In bester Lage befinden sich meist Friedhöfe. Was machen die Norweger? Sie

überlegen, ob es nicht sinnvoll wäre, den Ort für die Verstorbenen in die Höhe zu bauen statt in die Breite. Warum eigentlich nicht?

**LEHR:** Bayern oder das Rheinland wären vermutlich genau das richtige Versuchslabor ...

**VORNDRAN:** Schauen wir mal. Oft ging es viel schneller, und die Folgen der Disruption gingen weit über das hinaus, was die Menschen sich vorstellen konnten. Wenn wir Henry Ford hätten fragen können zu den Wünschen seiner Kunden, dann hätte er gesagt: „Sie wünschen sich schnellere Pferde.“ Ford selbst hat das anders gesehen – und recht damit behalten. ♦

## Strategie & Strategie

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



## Glossar

### Fachbegriffe kurz erklärt

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

**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. Es gibt Stamm- und Vorzugsaktien. Die Stammaktien verbriefen dem Inhaber das Stimmrecht auf der Hauptversammlung. Inhaber von Vorzugsaktien haben kein Stimmrecht, erhalten dafür aber eine bevorzugte – meist höhere – Dividende.

**Anleihe** – Wertpapier, mit dem der Herausgeber einen Kredit am Kapitalmarkt aufnehmen kann. Anleihen werden auch Bonds genannt, können in unterschiedlichen Währungen begeben werden und unterschiedliche Laufzeiten und Verzinsungen haben.

**Asset-Allokation** – Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel und Währungen.

**Baisse** – Auch Bärenmarkt genannt, bezeichnet eine längere Phase fallender Aktienkurse.

**Bankenunion** – Europäisches Projekt, das neben gemeinsamen Richtlinien im Bereich der Finanzmarktaufsicht auch die Sanierung oder Abwicklung von angeschlagenen Kreditinstituten innerhalb der Euro-Zone regeln soll.

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

**Dividende** – Ausgeschüttete Gewinne eines Unternehmens an seine Aktionäre.

**ESM** – Europäischer Stabilitätsmechanismus. Soll mit Krediten und Bürgschaften helfen, die Zahlungsfähigkeit hochverschuldeter Euro-Staaten zu sichern.

**ETF** – Abkürzung für Exchange Traded Fund (börsengehandelter Indexfonds), ein passiv verwalteter Investmentfonds, der Indizes abbildet und an der Börse handelbar ist.

**Geldwertstabilität** – Eine gleichbleibende Kaufkraft des Geldes. Wenn die Preise für Güter oder Dienstleistungen steigen, sinkt der Geldwert.

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

**Investmentgrade** – Festverzinsliche Wertpapiere, denen Ratingagenturen eine gute bis sehr gute Kreditwürdigkeit (Bonität) bescheinigen. Eine weniger gute Bonität wird mit „Non-Investmentgrade“ bezeichnet. „Sub-Investmentgrade“ ist der Sammelbegriff für Anleiheratings von Emittenten, deren Kreditwürdigkeit Analysten als noch schwächer bewerten.

**Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** – Bewertungskennzahl, die das Verhältnis des Aktienkurses zum Gewinn pro Aktie angibt.

**MSCI Emerging Markets** – Aktienindex, der die Entwicklung an den Börsen der wichtigsten Schwellenländer abbildet. Basis sind rund 1150 Unternehmen aus 24 Ländern.

**MSCI Welt-Index** – Der Aktienindex MSCI World bildet die Entwicklung an den Börsen der Industrieländer ab. Basis sind mehr als 1600 Aktien aus 23 Ländern.

**Performance** – Wertentwicklung eines Wertpapiers.

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

**REXP** – Der „Deutsche-Renten-Performance-index“ bildet die Wertentwicklung deutscher Staatsanleihen ab.

**Risikoaufschlag** – Aufpreis, den Gläubiger von weniger solventen Schuldnern verlangen, um das höhere Ausfallrisiko zu kompensieren.

**S&P 500** – Aktienindex, der die Entwicklung am breiten Aktienmarkt der USA abbildet und die 500 größten börsennotierten US-Unternehmen umfasst.

**Schwarzer Schwan** – Ein Ereignis, dass völlig unerwartet eintritt und die Börsenkurse stark beeinflusst.

**Spread** – Bezeichnet die Differenz zwischen zwei Zinssätzen, beispielsweise zwischen dem Zins für zehnjährige Bundesanleihen und dem für zehnjährige italienische Staatsanleihen. Die Zinsdifferenz ergibt sich unter anderem aus den Bonitätsunterschieden der Schuldner.

**STOXX Europe 50** – Aktienindex, der die Entwicklung am europäischen Aktienmarkt abbildet und 50 größten börsennotierten Unternehmen aus der Eurozone umfasst.

**Volatilität** – Mathematische Größe, die die Schwankungsbreite von Wertpapierkursen, Rohstoffpreisen, Zinssätzen oder Investmentfondsanteilen angibt.

**Zinsstrukturkurve** – Eine Zinsstrukturkurve bildet Renditen von Anleihen mit verschiedenen Restlaufzeiten ab.

#### RECHTLICHER HINWEIS

**Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung.**

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

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

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

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

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

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

© 2019 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

#### IMPRESSUM

*Herausgeber:*  
Flossbach von Storch Invest S.A.  
6, Avenue Marie-Thérèse, 2132 Luxembourg, Luxemburg  
Telefon +352.264.584-22, Fax +352.264.584-23  
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

*Vorstand:* Dirk von Velsen, Markus Müller, Karl Kempen  
*Vorsitzender des Aufsichtsrats:* Kurt von Storch

*Umsatzsteuer-ID:* LU25691460  
*Registre de Commerce:* Luxembourg No B 171513  
*Zuständige Aufsichtsbehörde:* Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), Luxembourg  
283 Route d'Arlon, 1150 Luxembourg, Luxembourg

*Redaktionsschluss:* 7. Januar 2019

**LU 112 0119 XXXX DE**

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

*Redaktion:*  
Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Marius Kleinheyer, Simon Klosters, Thomas Lehr, Michael Lewis, Julian Marx, Christian Panster, Elmar Peters, Tobias Schafföner, Klaus Spanke, Kurt von Storch, Philipp Vorndran

*Design:* Heller & C und Markus Taubeneck  
*Druck:* Druckerei Gebrüder Kopp

#### FOTONACHWEIS

*Bildrechte:* © Michael Eibes (S. 1); © Marc Comes, CHB-P (S. 2); © dpa - Report, Picture Alliance (S. 4); © Blagovesta Bakardjieva (S. 5); © Klaus Vartzbed/EyeEm, Getty Images (S. 5); © Spencer Platt/Staff, Getty Images (S. 6–7); © Bloomberg/Kontributor, Getty Images (S. 8–11); © dpa - Report, Picture Alliance (S. 12); © Wolfgang Filser, SZ Photo, Picture Alliance © Mary Altaffer, Picture Alliance (S. 12); © Jim Dyson/Kontributor, Getty Images (S.12); © Ines Lee Photos, Getty Images (S. 13); © Michael Eibes (S. 16); © Marc Comes, CHB-P (S. 18, 21); © Klaus Vartzbed/EyeEm, Getty Images (S. 24–25); © Pierre Rouanet/MAXPPP, Picture Alliance (S. 32); © Picture Alliance/ROPI (S. 34 links); © Picture Alliance/NurPhoto (S. 34 rechts); © Westend61, Getty Images (S. 36); © Victor Habbick Visions, Getty Images (S. 38–39); © Thomas Schorn (S. 40); © Kurt Rohwedder, dpa - Report, Picture Alliance (S. 44–45); © Klaus Heirier, Picture Alliance (S. 46); © akg-images, Picture Alliance (S. 46–47); © Heinz Ducklau, Picture Alliance (S. 47); © Oliver Berg, dpa - Fotoreport, Picture Alliance (S. 49); © Katja Lenz, dpa - Fotoreport, Picture Alliance (S. 50); © Blagovesta Bakardjieva (S. 52, 54); © Marcus Becker (S. 56–57); © Marc Comes, CHB-P (S. 60)



Flossbach von Storch Invest S.A.  
6, Avenue Marie-Thérèse, 2132 Luxembourg, Luxembourg  
[www.flossbachvonstorch.lu](http://www.flossbachvonstorch.lu)

