

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren



Auf Ebbe folgt Flut ...

„DER FEHLER STECKT IM SYSTEM“

Welche Probleme die expansive Geldpolitik der Notenbanken schafft.

FATA MORGANA

Die nahende Zinswende bleibt eine Illusion. Die Folgen sind gravierend.

DIE WAHRE INFLATION

Die Preise für Vermögenswerte steigen, nicht nur bei Immobilien.



... oder etwa nicht?

Menschen richten sich nach ihren Erfahrungen. Nach der Ebbe folgt die Flut.
So viel scheint klar. Was passiert aber, wenn gewohnte Kontinuitäten einmal ausfallen?
Ebendieses Phänomen erleben wir gerade an den Kapitalmärkten (siehe Seite 6).



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



AUF EIN WORT

Die „Zinswende“ gehörte 2018 vermutlich zu den am häufigsten verwendeten Wörtern in der Wirtschaftspresse. Millionen Leser (Sparer) warten darauf, endlich wieder eine ordentliche Rendite für ihr Sparkonto zu bekommen – seit Jahren schon. Vergeblich. Ihre Hoffnung, EZB-Chef Mario Draghi könnte 2019 den Leitzins anheben, ist seit der jüngsten Notenbanksitzung verpufft!

Draghi, der im Oktober sein Amt abgibt, verkündete, dass der Zins unverändert tief bleibe; auch 2020 noch, wenn er selbst sich längst „neuen Herausforderungen“ gewidmet hat. Damit kommt Draghi in acht Jahren Amtszeit auf keine einzige Leitzinsanhebung. Stattdessen sind die Zinsen zuletzt deutlich gefallen. Zehnjährige Bundesanleihen rentierten zeitweise unter null!

Sieht so die viel zitierte Zinswende aus? Nur dann, wenn gemeint ist, dass die Zinsen noch tiefer fallen. Eine Wende in die falsche Richtung.

Es ist ein gewaltiges ökonomisches Experiment, das die Notenbanken mit ihrer Zinspolitik vollführen. Der Zins ist die

Gravitationskraft der Märkte. Wird sie aufgehoben, fehlt die Orientierung. Dann drohen Übertreibungen, etwa am Immobilienmarkt. Oder eine „Zombifizierung“ der Wirtschaft. Viele Unternehmen, die nicht produktiv und damit nicht wettbewerbsfähig sind, werden mit billigen Krediten künstlich am Leben gehalten. Die Kredite fehlen dann für innovative Geschäftsmodelle und Ideen, also für Wachstum.

In einer Finanzwelt, der die Orientierung fehlt, sind Werte gefragt. Nur wer die langfristigen Trends – das andauernde Zinstief etwa – erkennt, kann als Anleger erfolgreich sein. Aktiv und antizyklisch investieren, wenn der tägliche Börsenlärm die Aktienkurse über Gebühr fallen lässt. Den inneren Wert von Anlagen erkennen und immer dann misstrauisch werden, wenn am Markt alle in eine Richtung laufen.

Geduld ist dabei gefragt, aber wer seit Jahren so geduldig auf die Zinswende wartet, könnte eigentlich auch ein guter Investor sein. Denn er weiß, wie mächtig der Faktor Zeit ist. Nur Mut!

Eine spannende Lektüre wünscht

Kurt von Storch
Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG



Flossbach von Storch
POSITION
2/2019

WELTBILD	
	Kapitalmärkte
6	Auf Ebbe folgt Flut ...
	Konjunktur
12	Der Spielraum wird kleiner
	Interview
16	„Der Fehler steckt im System“
	Vermögenspreisindex
22	Die wahre Inflation
ANLAGESTRATEGIE	
	Zinswende
26	Fata Morgana
	Aktien
32	An Tagen wie diesen ...
	Bundesanleihen
36	Alles, aber nicht langweilig
	Studie
40	It's a man's world
KONTEXT	
	Gastbeitrag
46	Gefangene der Zeit
	History
50	Fliegendes Geld
	Strategie & Strategie
56	„Der Euro ist mehr Lira als D-Mark“
58	Glossar



Interview

„Der Fehler steckt im System“

Die Notenbankpolitik ist gescheitert, sagt Thomas Mayer im Interview. Was das für das Finanzsystem bedeutet.

16



Zinswende

Fata Morgana

Die Zinswende ist da, nur anders, als viele es erwartet haben. Für Anleger hat das Folgen.

26



History

Fliegendes Geld

Inflation ist der Feind des Sparers, seit jeher. Was die Vergangenheit über die Zukunft verrät.

50

von Philipp Vorndran

Auf Ebbe folgt Flut oder etwa nicht?

Ein Investor sollte niemals nur in bekannten Mustern denken, sondern vermeintliche Gewissheiten hinterfragen. Alles andere wäre gefährlich, wie uns nicht zuletzt Kasachen und Usbeken lehren.

Aus unserem Büro in Köln haben wir einen fantastischen Blick auf den Rhein. In den vergangenen Monaten ließ sich das ein oder andere Mal beobachten, was passiert, wenn der Pegelstand deutlich sinkt. Die Fahrrinne wird schmäler, die großen Containerschiffe müssen vorsichtiger fahren. Irgendwann, nach einigen Regentagen, wächst der Rhein dann wieder zu beachtlicher Größe. Ein stetes Wechselspiel. Auf Wasserarmut folgt das nächste Hochwasser. Nicht ganz so berechenbar wie die Gezeiten an der See, wie Ebbe und Flut, aber dennoch einigermaßen verlässlich. Nennen wir es doch schlicht und einfach „Kontinuität“.

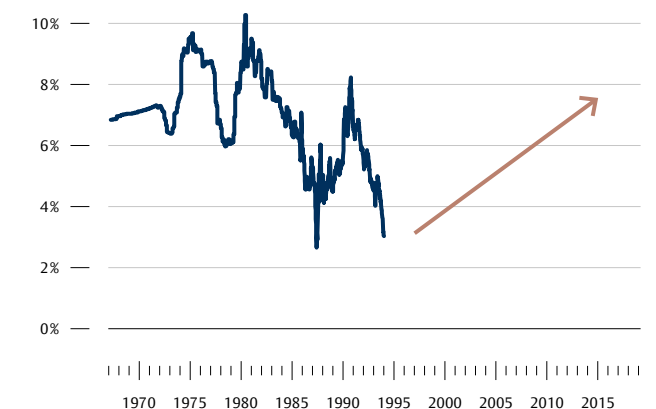
Ich möchte gerne, um auf das Gegenteil zu sprechen zu kommen, noch ein weiteres Bild bemühen: In der Schule habe ich in den 1970er-Jahren im Erdkunde-Unterricht gelernt, dass der Aralsee in der Sowjetunion einer der größten Binnenseen der Welt sei; er hatte eine Fläche von mehr als 60.000 Quadratkilometern und war damit hundertmal so groß wie der Bodensee! Und heute? Heute heißt die Sowjetunion in diesen Breitengraden Kasachstan und Usbekistan. Geblieben sind gerade einmal 8.000 Quadratkilometer Wasserfläche. Das Wasser weicht, ohne je wieder zurückzufließen. Aus einem gewaltigen See sind mehrere kleine geworden, die – dazu braucht es vermutlich keinen Propheten – noch kleiner werden. Die Existenz der Menschen, die seit Generationen von der Fischerei leben, ist bedroht. Sie sehnen sich nach Kontinuität, noch immer – vergeblich.

STRUKTURBRÜCHE WERDEN OFT NICHT ALS SOLCHE ERKANNT

Was das alles mit den Finanzmärkten zu tun hat? Sehr viel sogar. Auch Investoren vertrauen auf die Kontinuität des Zeitenlaufs, nicht wenige zumindest. Strukturbrüche kommen in ihrer Welt nicht vor. Und das kann gefährlich sein.

Schauen wir uns [Grafik 1](#) an, die Entwicklung der Rendite japanischer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren. Zunächst ging es rauf und runter, wieder rauf und runter. Wenn wir uns den gewählten Zeitabschnitt anschauen müssten und man uns fragte, in welche Richtung sich die Rendite wohl als Nächstes bewegen würde, hieße die Antwort in den meisten Fällen vermutlich „nach oben“. Ich kann mich noch sehr gut an diese Zeit erinnern. Tatsächlich haben viele Investoren

Grafik 1 **Wohin geht die Reise?**
Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen



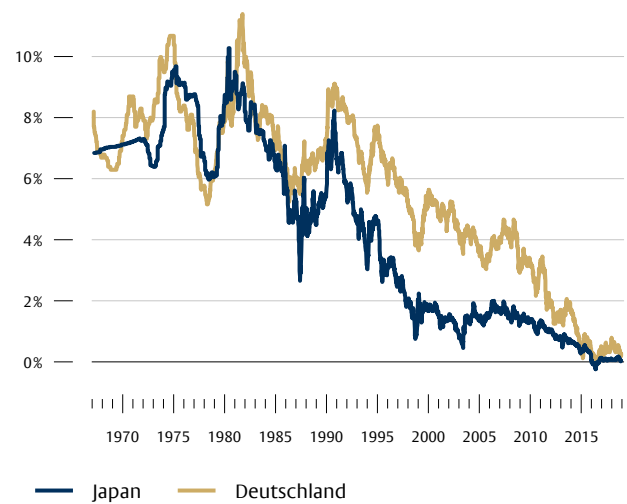
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quellen: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 25. April 2019

→

Grafik 2 **Nur noch in eine Richtung ...**
Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen



Grafik 3 **Zwei Volkswirtschaften, das gleiche Bild**
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen im Vergleich



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quellen: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 25. April 2019

damals so gedacht, warum auch nicht, der Chartverlauf und die damaligen Erfahrungen haben genau das angezeigt. Zinsen steigen und fallen, je nachdem, wie das konjunkturelle Umfeld aussieht.

Nehmen wir also [Grafik 2](#), um zu schauen, wohin die Reise wirklich ging, und siehe da, es ging nur noch in eine Richtung, nämlich nach unten. Und weiter nach unten. Und weiter. Genau dort ist die Rendite bis heute geblieben. Das Ergebnis einer ökonomischen Katastrophe, von Menschenhand gemacht. Anders als bei Naturkatastrophen wird den ökonomischen aber weniger Aufmerksamkeit geschenkt.

In Japan haben sich in den vergangenen Jahrzehnten die wichtigsten Parameter massiv verschoben: Die Gesellschaft altert, die Wirtschaft wächst kaum noch, und die Verschuldung steigt – das eine bedingt dabei das andere. Die Notenbank musste einspringen, um die Wirtschaft zu stützen und die Schulden dauerhaft finanzierbar zu halten. Die Folge waren ein massiver Renditeverfall bei Anleihen und eine dauerhafte Abhängigkeit der Schuldner vom billigen Geld. Japan ist ein sehr gutes Beispiel dafür, dass wir eben nicht in einer kontinuierlichen Welt leben, sondern einer diskontinuierlichen.

JAPAN UND DEUTSCHLAND ÄHNELN SICH

Was kümmert uns das Tausende von Kilometern entfernte Japan, wird manch einer an dieser Stelle vielleicht denken. Weit weg, eine ganz andere Volkswirtschaft mit ganz anderen Problemen und damit überhaupt nicht vergleichbar mit denen in Europa. Ist das wirklich so einfach?

Kommen wir zu [Grafik 3](#), bei der wir beispielhaft den Renditeverlauf der deutschen Bundesanleihe, ebenfalls die zehnjährige, über den der japanischen gelegt haben. Und siehe da, die Ähnlichkeit ist verblüffend und beunruhigend zugleich. Besonders für all jene, die noch immer darauf vertrauen, dass die Zinsen in Europa, allen voran in Deutschland, irgendwann wieder deutlich steigen werden. Tun Sie das? Wir sollten uns besser nicht darauf verlassen.

So langsam dämmert es den Deutschen: Auf Ebbe folgt vermutlich keine Flut mehr. Das Flossbach von Storch Research Institute hat Ende vergangenen Jahres gemeinsam mit der

Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) die größte Onlineumfrage unter Anlegern durchgeführt ([vgl. Grafik 4](#)). Jeder Dritte gab dabei an, dass er Inflation als das größte Risiko für sein Ersparnis erachte. Das Problem wird also zunehmend erkannt, was gut ist. Aber: An der Umsetzung hapert es. Lediglich 36 Prozent der Deutschen haben bislang ihr Sparverhalten wegen der niedrigen Zinsen geändert. Die überwiegende Mehrheit dagegen bleibt dem Sparbuch oder dem Tagesgeldkonto treu.

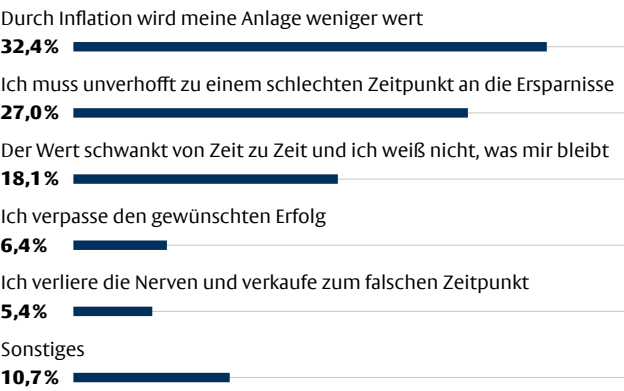
WENN DER FINANZMINISTER DEM SPARBUCH HULDIGT ...

Sie befinden sich in prominenter Gesellschaft. Bundesfinanzminister Olaf Scholz kokettierte bereits in der „Bild“-Zeitung damit, dass sein gesamtes Vermögen auf dem Sparbuch liege und dort gut aufgehoben sei. Jener Minister also, der qua seines Amtes für finanziellen Sachverstand stehen sollte, schaut offenbar wissend (oder auch unwissend) dabei zu, wie die Kaufkraft seines Vermögens langsam, aber sicher schwindet. Wohl dem, dessen Ruhestand über ministeriale Pensionsansprüche weitgehend „durchfinanziert“ sein dürfte. Oder Andrea Nahles, Vorsitzende der SPD und Scholz' Parteifreundin, die in einem „Spiegel“-Interview zum Besten gab, dass die gesetzliche Rente „das überlegene System“ sei, weil es mindestens zwei bis drei Prozent Rendite bringe. „Das schaffen Sie am Kapitalmarkt nicht.“*

Wie Nahles bei einem umlagefinanzierten Rentensystem auf diese Renditen kommt, können wir beim besten Willen nicht nachvollziehen. Auch bei ihrer Einschätzung zum Kapitalmarkt liegt sie falsch. Wer einen Tag vor der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers in den Aktienindex MSCI Welt investiert hätte, könnte sich heute über eine jährliche Rendite von mehr als neun Prozent freuen ([vgl. Grafik 5](#)).

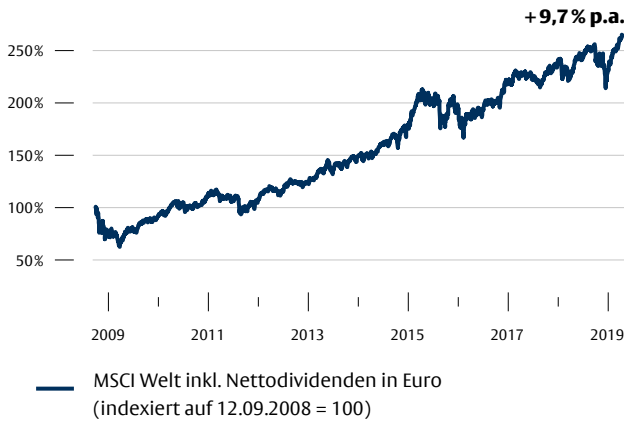
Dennoch ist die Angst vor der Börse, vor Aktien, sehr weit verbreitet in Europa, ja sie wird von Politikern aller Couleur sogar geschürt. Teufelszeug, reines Glücksspiel, ein sicherer Weg, um Geld zu verbrennen. Die Angst vor Kursschwankungen ist vermutlich der Grund für die Vorurteile, die schlussendlich dazu führen, dass so viele Anleger bei der Geldanlage immer wieder die gleichen Fehler machen. Mehr als die Hälfte der Befragten der zuvor genannten Umfrage gab an, sich vor Kursschwankungen – im Fachjargon „Volatilität“ – zu fürchten.

Grafik 4 **Angst vor Inflation**
Was ist für Sie das größte Risiko in der Geldanlage?



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute in Zusammenarbeit mit der GfK, Flossbach von Storch, Stand: April 2018

Grafik 5 **Die „Lehman-Pleite“ feiert 10-jähriges Jubiläum!**
Was wäre, wenn Sie einen Handelstag vor der Pleite in den Aktienindex MSCI Welt investiert hätten?



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 25. April 2019

* Die Auswahl der Zitate ist rein zufällig und allein der Prominenz der Protagonisten geschuldet. Ähnliche Aussagen und Meinungen finden sich bei Vertretern aller Parteien.



Aber wieso sollten sie es auch besser wissen? Weder in der Schule noch bei der Ausbildung oder in den meisten Studiengängen ist die private Geldanlage ein Thema. Das hat langfristig Folgen. In meinen Jahren als Chefstrategie bei der Credit Suisse habe ich Kunden aus insgesamt 75 Ländern betreut – ich durfte also viele Gespräche führen und Beobachtungen anstellen. Den mit weitem Abstand größten Nachholbedarf in puncto Finanzwissen haben Deutsche und Japaner. Und damit meine ich nicht nur private Anleger, sondern auch die Profis, also institutionelle Investoren.

Nehmen wir nochmals Japan als Beispiel. Seit 2010 lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis im Topix-Index zwischen zehn und 15 Prozent. Trotzdem investieren Japaner gerne in Anleihen. Wenn es etwas mehr Rendite sein soll im Ausland, wenn es weniger sein soll im Inland. Dabei beträgt der Abstand zwischen der Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen und der erwarteten Gewinnrendite der im Topix gelisteten Unternehmen fast neun Prozent p.a. Wer würde diese Differenz nicht gerne für sich reservieren? Wohl jeder, der seine Anlageentscheidungen mit kühlem Kopf trifft und sich nicht von Verlustängsten treiben lässt.

DAS VERMÖGEN IST SCHUTZLOS DER INFLATION AUSGELIEFERT

Nicht anders sieht es in Deutschland aus. Der Unterschied zwischen der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen und der Gewinnrendite der Dax-Unternehmen beträgt ebenfalls knapp neun Prozent. Wobei das nicht als Aufforderung zu verstehen ist, ausschließlich japanische oder deutsche Aktien zu kaufen. Investoren sollten besser global denken und ihre Anlagen global streuen.

Wie in Japan ist in Deutschland das Verlangen der Anleger, sich Aktien ins Depot zu legen, begrenzt. Das machen dann lieber internationale Investoren. US-Amerikaner, Asiaten, darunter vor allem Chinesen, Russen, Briten oder Schweizer. Längst ist die überwiegende Mehrheit der Dax-Aktien im Eigentum von Investoren ohne deutschen Pass. Die Deutschen warten lieber darauf, dass die Zinsen wieder steigen. Der Weltspartag hat noch lange nicht ausgedient. Mehr als zwei Billionen Euro liegen auf niedrig verzinsten Sparkonten, wo sie der Inflation schutzlos ausgeliefert sind.

Nicht einmal jeder vierte Privatanleger, das zeigt die Studie, würde bei einem Sparplan für das eigene Kind (mit einer Laufzeit von 18 Jahren!) in Aktien investieren. Das muss man sich einmal auf der Zunge zergehen lassen – 18 Jahre Anlagehorizont! Wer so viel Zeit hat, sollte unseres Erachtens keine Angst vor der Börse haben. Er kann warten, Kursschwankungen aussitzen und sich über die Dividenden freuen.

Das Traurige ist: Bei den Profis sieht es noch düsterer aus. Nicht einmal zehn Prozent des Geldes der deutschen Pensionskassen sind laut OECD in Aktien angelegt. Das liegt an den mitunter völlig überzogenen Anlagerichtlinien, aber eben auch an der Konstitution der handelnden Personen. Bloß keine Kursschwankungen aushalten, weil man sich – wenn es mal nach unten geht – sehr schnell erklären müsste.

DAS TRAUERGE: DIE PROFIS MACHEN ES AUCH NICHT BESSER

Mit dieser Haltung ist den Ruheständlern in spe, um deren Geld es letztlich geht, kaum geholfen. Eine langfristige Rendite von etwas mehr als zwei Prozent bei Pensionskassen bedeutet nach Abzug der Inflation eine reale Rendite von null Prozent. In den USA, in denen Aktien einen besseren Ruf haben, lag die Rendite laut OECD im Schnitt bei 7,5 Prozent. Wozu das langfristig führt? Laut Allianz Global Wealth Report ist das Geldvermögen eines durchschnittlich vermögenden US-Amerikaners heute dreimal höher als das eines durchschnittlichen Deutschen. Ich fürchte, den wenigsten ist hierzulande bewusst, dass die Schere immer weiter auseinandergeht, eben weil viele ihr Geld so anlegen, wie sie es anlegen. Leider.

Strukturbrüche finden nicht nur auf der Makroebene (die langfristige Zinsentwicklung als Beispiel) statt, sondern auch auf den Ebenen darunter. Also nicht nur im Großen, sondern auch im Kleinen bzw. Kleineren. Auf Veranstaltungen werde ich oft gefragt, was wir bei Flossbach von Storch von Bankaktien hielten. Nach den deutlichen Rückschlägen der vergangenen Jahre müsste es doch irgendwann wieder deutlich bergauf gehen mit deren Kursen, so die weit verbreitete Hoffnung.

Wenn wir in Kontinuitäten denken würden, müsste das vermutlich so sein, ja. Auf und Ab, auf Ebbe folgt Flut. Aber das sollten wir, denken wir nur an den Aralsee, nicht tun. Viele

Institute haben in den vergangenen Jahren viele Kapitalerhöhungen durchführen müssen, um ihre Bilanzen zu sanieren. Die Aktionärsstruktur wurde dermaßen verwässert, es bedürfte schon eines Wunders, dass die Aktien einiger Institute jemals wieder alte Kursniveaus erreichten. Und selbst wenn es der Branche dauerhaft gelänge, ähnlich hohe Gewinne zu erzielen wie in Vorfinanzkrisenzeiten, müssten diese Gewinne auf eine rasant gestiegene Zahl von Aktien aufgeteilt werden. Überhaupt, wenn es ihr gelänge ...

WIE ATTRAKTIV SIND BANKAKTIEN?

Denn auch das ist fraglich. Die Finanzbranche gehört zu jenen Branchen, die besonders stark disruptiert werden. Nicht zuletzt wegen des niedrigen Zinsniveaus. Für die stark angeschlagenen Institute, also für jene, die ohne die Notenbankhilfen längst bankrott wären, sind ebendiese Hilfen überlebensnotwendig. Dauerhaft überlebensnotwendig.

Problematisch wird es dann irgendwann für die eigentlich gesunden Häuser, für diejenigen, die auf die ultragünstigen Refinanzierungsmöglichkeiten nicht angewiesen sind. Sie beraubt die Notenbank-Rettungspolitik der Zinserträge aus dem klassischen Kreditgeschäft. Wenn der Baukredit mit zehn Jahren Zinsbindung nicht mehr drei, nicht mehr zwei, nicht einmal mehr ein Prozent Zinsen kostet, schmilzt auch die Zinsmarge, eine der wichtigsten Ertragsquellen der Banken, dahin. Das hat Folgen. Bankmitarbeitern wird gekündigt, Institute werden fusioniert. Klassische Rückzugsgefechte.

Zumal der Niedrigzins nicht die einzige Herausforderung für die Branche ist. Auch die Digitalisierung macht ihr zu schaffen. Neue Zahlungssysteme werden entwickelt – nicht wenige davon außerhalb der Bankentürme. Es betreten also neue Herausforderer die Bühne, derer sich die Finanzinstitute erwehren müssen. Wie gut ihnen das gelingen wird, bleibt abzuwarten. Ich würde aber nicht darauf wetten wollen, dass alles wieder so schön wie früher wird. Auf die Ebbe folgt nicht zwingend die Flut. ♦

*Philipp Vorndran ist Kapitalmarktstrategie
bei der Flossbach von Storch AG*

Den mit weitem Abstand
größten
Nachholbedarf
in puncto Finanzwissen haben
Deutsche und
Japaner.

Der Spielraum wird kleiner

China ist in den vergangenen Jahren zum wichtigsten Faktor für das Wachstum der Weltwirtschaft geworden – und damit von entscheidender Bedeutung für die Beurteilung der Kapitalmarktperspektiven. Wie steht es wirklich um das Reich der Mitte?

von Bert Flossbach

Folgen wir der vergleichsweise subjektiven Interpretation von US-Präsident Donald Trump, dann geht es der chinesischen Wirtschaft deutlich schlechter als der US-amerikanischen. Anders ausgedrückt: China ist auf die USA angewiesen, mehr als die USA auf China.

Schauen wir zunächst auf die Wachstumszahlen: Um etwa 6,6 Prozent soll die chinesische Volkswirtschaft im vergangenen Jahr zugelegt haben – immerhin. Für 2019 wird weniger erwartet, etwa 6,2 Prozent (so man den offiziellen Zahlen denn glauben mag). Die Wachstumsdynamik lässt nach, wenngleich ein solches Wachstum – angesichts der heutigen Größe Chinas – immer noch einen deutlich positiven Beitrag zum Wachstum der Weltwirtschaft liefern würde.

Nichtsdestotrotz scheint sich das wirtschaftliche Umfeld in China zunehmend einzutrüben; der Handelsstreit mit den USA rückt die Probleme der Volksrepublik in den (medialen) Fokus, ist aber lediglich ein Verstärker und nicht die alleinige Ursache jener Probleme. Die schlechten Nachrichten häufen sich jedenfalls.

Nehmen wir den viel beachteten Automarkt als Beispiel, dessen Bedeutung für die europäische

Autoindustrie kaum zu überschätzen ist. 2018 ist der Absatz von Neufahrzeugen erstmals seit 20 Jahren wieder gefallen. Für 2019 erwartet der chinesische Automobilverband eine Stagnation auf dem zugegebenermaßen hohen Niveau von 22,7 Millionen Pkws. Zum Vergleich: Sowohl in den USA als auch in der EU wurden 2018 etwas mehr als 17 Millionen Pkws und SUVs verkauft.

Die Situation auf dem chinesischen Automarkt lässt sich aber nicht eins zu eins auf die allgemeine Wirtschaftslage übertragen; sie ist nicht zuletzt ein Ergebnis auslaufender Steuervorteile, eines wachsenden Gebrauchtwagenmarktes, von Zulassungsbeschränkungen in den Metropolen oder der Schließung zahlreicher Finanzierungsplattformen. Beunruhigender ist etwas anderes.

AUCH CHINA IST MASSIV VERSCHULDET

Chinas Verschuldung ist seit der Finanzkrise 2008 auf gut 250 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) gestiegen. Damit hat sie inzwischen das Niveau der USA und der Euro-Zone erreicht, wobei die Euro-Zone ohne Deutschland bei 280 Prozent liegen würde. Vor allem die chinesischen Unternehmensschulden, die teilweise dem Staat →

zuzurechnen sind, haben relativ zum BIP seit der Finanzkrise um mehr als 60 Prozentpunkte zugelegt (vgl. Grafik 1).

Chinas „Versicherung“ sind seine Währungsreserven, die größten der Welt, rund 3,1 Billionen US-Dollar. Hinzu kommt, dass die Chinesen fleißig sparen, weit mehr als Europäer und US-Amerikaner. China verfügt also über ausreichend finanzielle Möglichkeiten, mit neuen Ausgabe- und Investitionsprogrammen die Konjunktur zu stützen, sollte es nötig sein.

China ist zudem nicht mehr so abhängig von seinen Exporten wie vor einigen Jahren noch. Die Bedeutung der Binnenwirtschaft, also des inländischen Handels, ist weiter gewachsen. Die Exportquote liegt heute gerade mal bei 20 Prozent des BIP; 2006 waren es noch gut 36 Prozent. Zur Stärkung der Binnenkonjunktur tragen auch Investitionen in die Infrastruktur bei wie das jüngst angekündigte Ausbauprogramm für das Eisenbahnnetz – Kostenpunkt: rund 125 Milliarden US-Dollar.

ANGST VOR DEN SCHATTENBANKEN

Dennoch werden immer wieder Zweifel an der Nachhaltigkeit des kreditfinanzierten Wachstums laut, wobei der Finanzsektor mit seinen faulen Unternehmenskrediten und unregulierten Schattenbanken als größter Gefahrenherd gilt. Der Anteil der als zweifelhaft eingestufted Kredite liegt zwar offiziell nur bei 1,9 Prozent, nach inoffiziellen Schätzungen dürfte es aber ein Mehrfaches sein.

Die Regierung weiß darum und hat deshalb den Anteil von Schattenbankinstrumenten an der Neukreditvergabe inzwischen deutlich von rund 50 Prozent im Jahr 2013 auf weniger als 20 Prozent reduziert.

Die Rückbesinnung auf das klassische Kreditgeschäft der Banken wird zudem erleichtert, indem die Regierung den Kreditinstituten günstigere

Finanzierungsbedingungen verschafft hat. So ist der Mindestreservesatz, den die Banken bei der Zentralbank für ihre Kreditvergabe hinterlegen müssen, Anfang des Jahres von 15 auf 14 Prozent gesenkt worden (für kleine Institute von 13 auf 12 Prozent). Historisch lag er zwischen 6 und 21,5 Prozent, was der chinesischen Zentralbank noch Spielraum für weitere Senkungen böte.

Aber: Der Spielraum für eine Fortsetzung des schuldenfinanzierten Aufschwungs ist definitiv kleiner geworden. Wo die Grenzen für China liegen, lässt sich aber nur schwer bestimmen. Nehmen wir Frankreich mit einer Schuldenquote von gut 300 Prozent (99 Prozent Staat, 143 Prozent Unternehmen und 59 Prozent Privathaushalte) als Vergleichsmaßstab, gäbe es noch Spielraum (vgl. Grafik 2).

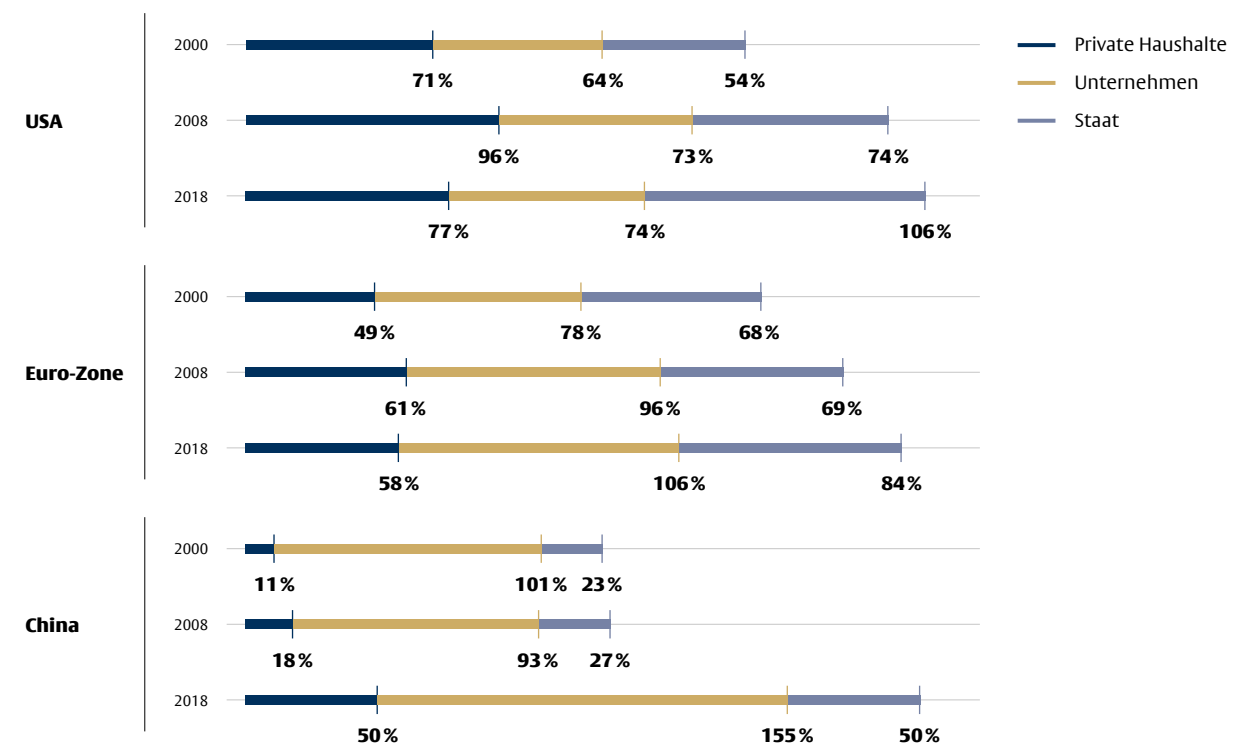
China dürfte unseres Erachtens noch einige Zeit in der Lage sein, Konjunkturerinbrüche mit Ausgabe-programmen, Steuersenkungen oder verbesserten Finanzierungsbedingungen zu bekämpfen, und hat im Gegensatz zu Ländern wie Frankreich oder Italien auch den Vorteil, dass die Schulden auf eigene Währung lauten – China kann also im Zweifel „Geld drucken“, um die Schulden zu bedienen.

Was allerdings den Kurs des Renminbi unter Druck brächte und, wie schon 2016, eine Kapitalflucht auslösen könnte. Deshalb lässt sich das schuldenfinanzierte Wachstum nicht dauerhaft fortsetzen.

Mittlweile sind drei Yuan neue Schulden erforderlich, um einen Yuan Wirtschaftswachstum heraus zu bekommen. Irgendwann könnte das Wachstum zum Erliegen kommen und die über die Jahre angehäuften Schulden zu einem Problem werden. Noch ist es unseres Erachtens nicht so weit. Wir werden die Entwicklung in China aufmerksam verfolgen. ♦

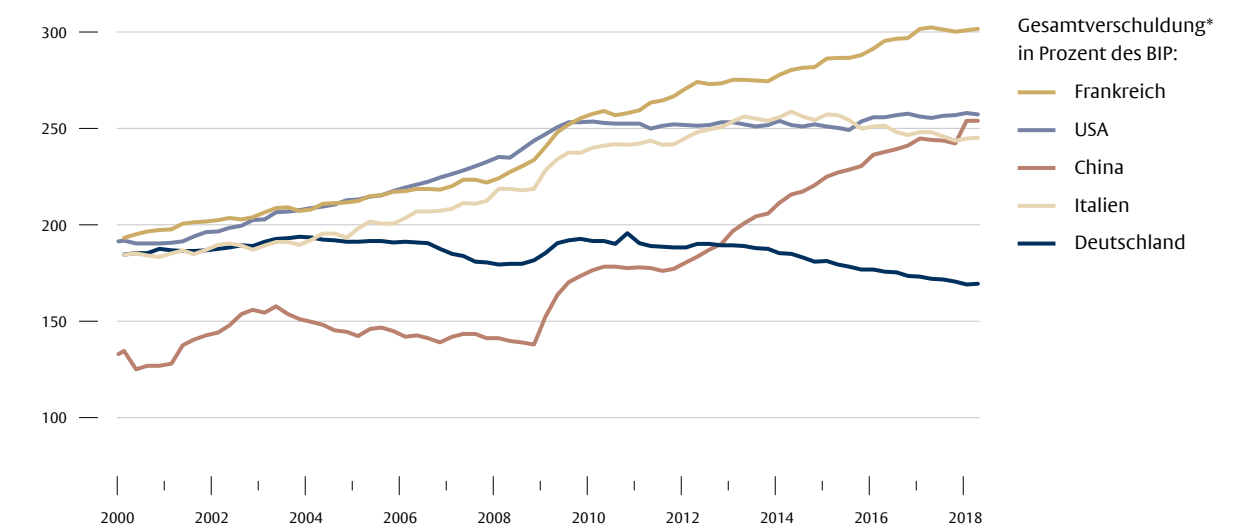
Dr. Bert Flossbach ist Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG

Grafik 1 **Die Luft wird dünner** – Private und öffentliche Verschuldung in Prozent des BIP



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 25. April 2019

Grafik 2 **Nicht nur China mit rasantem Schuldenwachstum** – Private und öffentliche Verschuldung in Prozent des BIP



* Kumulierte Bruttoverschuldung von Privathaushalten, Staat und Unternehmen (bzw. nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften).

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 25. April 2019

„Der Fehler steckt im System“

Die weltweite Verschuldung steigt rasant, die Konjunktur dagegen schwächt. Im Interview spricht Thomas Mayer über den Zustand der Weltwirtschaft und die Rolle der Notenbanken.

*Prof. Thomas Mayer ist Gründungsdirektor
des Flossbach von Storch Research Institute*

Der aktuelle Wirtschaftsaufschwung ist der zweitlängste der Geschichte. Wie lange trägt er noch?

MAYER: Das lässt sich leider nicht exakt vorhersagen. Wir sehen einen wirtschaftlichen Aufschwung, der zwar nicht besonders dynamisch gewesen ist, aber lange angehalten hat. Sein fortgeschrittenes Alter muss nicht zwingend bedeuten, dass er schon bald zu Ende ist. Mittlerweile zeigt er aber tiefe Kratzer.

Welche denn – und wo?

Werfen wir einen Blick auf die Konjunkturdaten in den verschiedenen Volkswirtschaften, dann lassen sich Anzeichen einer wirtschaftlichen Abkühlung erkennen. In den Industriestaaten, aber auch in den Schwellenländern ist eine spürbare Schwäche im verarbeitenden Gewerbe zu erkennen. Wir müssen mit der Rezession rechnen.

Die Konsensschätzungen der Ökonomen dagegen sind vergleichsweise optimistisch ...

Wundert Sie das etwa? Für mich ist das kein verlässlicher Indikator. Ich bin seit mehr als 30 Jahren in diesem Geschäft und war lange Zeit Teil der Prognose-Mühle. Ich kann mich nicht daran erinnern, dass jemals einer der Konjunkturexperten eine Rezession richtig vorhergesagt hätte. Wir sollten uns deshalb besser nicht auf deren Prognosen verlassen.

Das klingt fast ein wenig zynisch ...

Ich würde es realistisch nennen. Wir alle wissen doch um die Ungenauigkeit und damit den Wert solcher Prognosen. Kritisieren lässt sich aber nicht allein derjenige, der sie macht, sondern auch diejenigen, die den Ergebnissen blind vertrauen und sich dann womöglich noch beschweren, dass es anders gekommen ist.

Nicht nur die Ökonomen und ihre Prognosen stehen in der Kritik, sondern die Wirtschaftswissenschaften im Allgemeinen – zu Recht?

Eine sehr spannende Frage. Ich war kürzlich auf einer Konferenz zur ökonomischen Bildung, auf der diskutiert wurde, wie wissenschaftliche Er-

kenntnis in die Öffentlichkeit getragen werden kann. Schlussendlich ging es also genau um diese Frage, inwieweit die Wissenschaft in der Lage ist, Antworten auf praktische Probleme zu geben.

Zu welchen Schlüssen sind die Teilnehmer gekommen?

Ich fand zwei Aspekte besonders interessant: die Tendenz der akademischen Wirtschaftswissenschaften, sich vornehmlich mit sich selbst zu beschäftigen, und das Problem, die Grenzen wissenschaftlicher Erkenntnis bei ihrer öffentlichen Verbreitung mit zu vermitteln. Wobei es anderen Disziplinen da kaum besser ergehen dürfte.

Woran machen Sie die Selbstbezogenheit der Wirtschaftswissenschaften fest?

Für die Reputation eines Wissenschaftlers ist es besonders wichtig, in angesehenen Zeitschriften zu veröffentlichen, den sogenannten A-Journals. Das Problem ist aber, dass weniger als zwanzig Prozent der dort erschienenen Artikel einen sichtbaren Einfluss auf die wissenschaftliche Debatte haben – von der praktischen Relevanz ganz zu schweigen.

Argumente aus dem Elfenbeinturm für den Elfenbeinturm.

Gewissermaßen. Außerdem kann sich wissenschaftliche Erkenntnis nur dann weiterentwickeln, wenn sie von Kritikern bezweifelt werden darf. Erst die Auseinandersetzung zwischen den Vertretern der vorherrschenden Lehrmeinung und ihren Gegnern bringt sie voran.

Sie sagen also, es gibt zu wenig Diskurs?

Sagen wir, es gibt zu wenig offenen Diskurs. Besonders bei grundlegenden Veränderungen wird meist in einer Schärfe diskutiert, die zu Parteilichkeit führt.

Wie meinen Sie das?

Wo hart um Erkenntnisfortschritte gekämpft wird, sind die Kombattanten in ihrer Argumentation gefangen. Man kann von ihnen keine Selbstzweifel →



„Ich kann mich nicht daran erinnern, dass jemals einer der Konjunkturexperten eine Rezession richtig vorhergesagt hätte.“

„Wir können doch nicht Probleme mit den gleichen Mitteln bekämpfen, mit denen wir sie verursacht haben.“



erwarten. Wenn aber These und Gegenthese in aller Schärfe in die Öffentlichkeit getragen werden, verwirrt das die Menschen. Und wenn die Politik dann noch auf Grundlage der einen oder anderen These mit weitreichenden Folgen in das Leben aller eingreift, geht Vertrauen in die Wissenschaft verloren. Politik und Wissenschaft werden dann als parteiisch wahrgenommen.

Das klingt sehr abstrakt. Haben Sie ein konkretes Beispiel?

Ganz aktuell den Dieselskandal. Hier wurden fehlbare wissenschaftliche Erkenntnisse direkt in harte Grenzwerte übertragen, auch weil massiv Lobbyarbeit betrieben wurde. Kritische Fragen wurden beiseitegewischt. Schlussendlich zweifeln die Menschen an der Legitimation der schwerwiegenden Eingriffe in ihren Alltag. Oder nehmen Sie die Geldpolitik der Notenbanken.

Sie meinen, die Notenbankhilfen seien nach Ausbruch der Finanzkrise vor gut zehn Jahren nicht nötig gewesen?

Das habe ich nicht gesagt. Die Notenbanken haben damals versucht, die Wirtschaft am Laufen zu halten, was auch leidlich funktioniert hat. Mir geht es vielmehr um die scheinbar endlose Fortsetzung dieser Rettungspolitik auf der Grundlage wirtschaftlicher Modelle, mit denen die Ökonomen schon die Finanzkrise nicht haben kommen sehen. Wir können doch nicht Probleme mit den gleichen Mitteln bekämpfen, mit denen wir sie verursacht haben, um Albert Einstein zu bemühen. Nach herrschender Lehre ist die permanente Rettungspolitik alternativlos. Aber was ist, wenn sie irrt?

Sagen Sie es uns.

Dann wären nicht nur hochangesehene Wirtschaftswissenschaftler gescheitert, sondern, was viel schwerer wöge, wir alle massiv geschädigt. Wissenschaftliche Erkenntnis ist immer dem Irrtum ausgesetzt. Wer seine Politik darauf stützt, sollte sich also immer fragen, was wäre, wenn sich diese Erkenntnis als Irrtum herausstellen würde.

Gegenthese: Die Notenbanken haben längst begonnen, ihre Geldpolitik zu normalisieren, nur dauert dieser Prozess viel länger als ursprünglich gedacht.

Sie haben versucht, zur Normalität zurückzukehren, sind dabei aber krachend gescheitert. Die US-Notenbank Federal Reserve hat weitere Zinsanhebungen abgesagt, die EZB den Versuch einer Normalisierung erneut verschoben – womöglich auf den Sankt Nimmerleinstag. Die Verschuldung ist heute noch höher als vor der Schuldenkrise – vor allem wegen der Rettungspolitik der Zentralbanken. Der Fehler steckt also im System.

Schulden waren in den Industriestaaten schon immer ein Thema ...

Aber nun sind sie so hoch, dass viele Schuldner keine höheren Zinsen mehr verkraften würden. Außerdem haben auch die Schwellenländer kräftig zugelegt, vor allem China, um sich von der Rezession der Industriestaaten 2008–2009 abzukoppeln. Alle sitzen im gleichen Boot.

Welche Rolle spielen dabei die Notenbanken?

Sie haben die Zinsen so tief gedrückt wie niemals zuvor in den vergangenen 5.000 Jahren. Dazu haben sie ihre Bilanzen gewaltig ausgeweitet – die großen Notenbanken von zusammen rund 2,5 Billionen US-Dollar um die Jahrtausendwende auf mittlerweile mehr als 20 Billionen US-Dollar. Wir leben heute in einer zentral geplanten Geld- und Finanzwirtschaft.

Wie kommt man raus aus dieser Abhängigkeit?

Vermutlich nur noch mit einem Systemwechsel. Womöglich kann das Schuldgeldsystem nicht mehr repariert werden. Wir sollten deshalb endlich beginnen, über mögliche Alternativen zu diskutieren, statt dogmatisch auf überholten Positionen zu beharren. Damit wäre fürs Erste schon viel gewonnen.

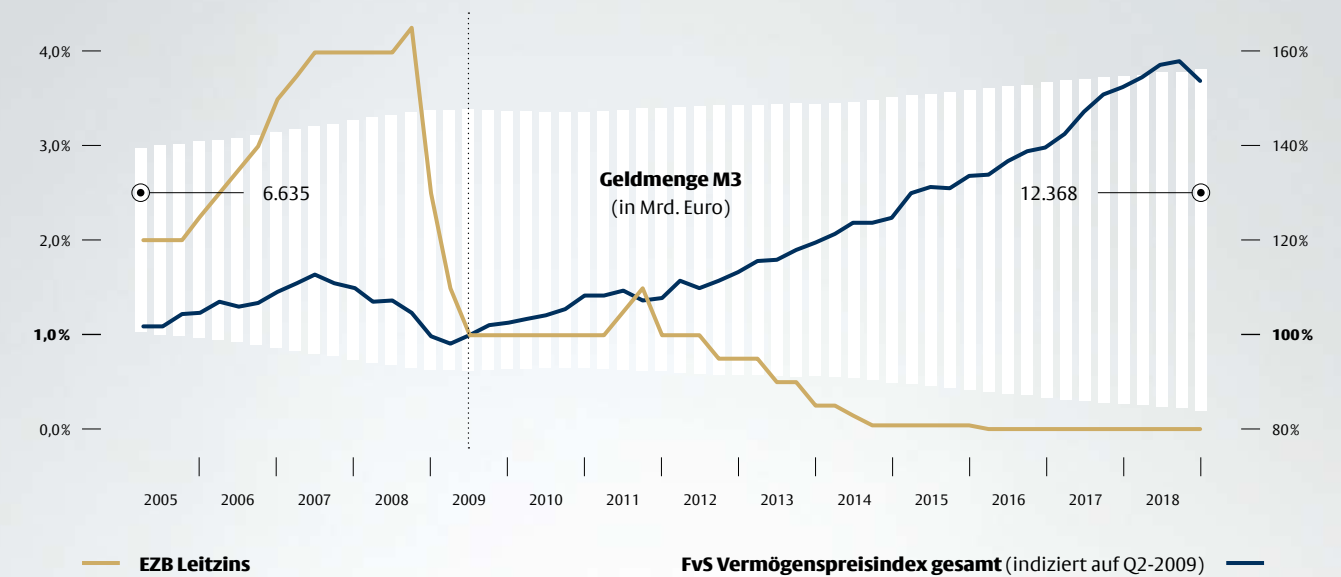
Vielen Dank für das Gespräch.

Die wahre Inflation

Das historische Zinstief dauert nun schon fast zehn Jahre.
Allmählich werden Auswirkungen für die Menschen sichtbar.
Wer sind die Gewinner, wer die Verlierer?



Grafik 1 Geldvermehrung und Nullzinsen treiben die Preise für Vermögenswerte – Geldmenge M3* (in Milliarden Euro)



* alles verfügbare Geld, inklusive Schulden und Wertpapiere

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 28. Februar 2019

Plötzlich ging es ganz schnell. Ende des Jahres 2008 erreichte die große Finanzkrise ihren Höhepunkt. Innerhalb von drei Monaten zogen die Notenbanker um den damaligen EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet den Leitzins von 4,25 auf 1,5 Prozent runter. Ein Manöver des letzten Augenblicks. Das Finanzsystem stand kurz vor dem Zusammenbruch, es drohte die globale Depression.

Die Zinsen kamen seitdem nie wieder hoch. Trichets Nachfolger Mario Draghi senkte sie in vielen kleinen Schritten auf null. Bankeinlagen werden sogar mit Strafzinsen von minus 0,4 Prozent bedacht. Zehn Jahre dauert die expansive Geldpolitik nun an. Ein massiver Eingriff in den Finanzmarkt, der nicht ohne Folgen bleibt. Der Zins ist die Gravitationskraft für die Bewertung aller Kapitalanlagen. Je niedriger, umso höher ist der Wert einer Anlage – einer Aktie beispielsweise, einer Immobilie, aber auch einer Anleihe.

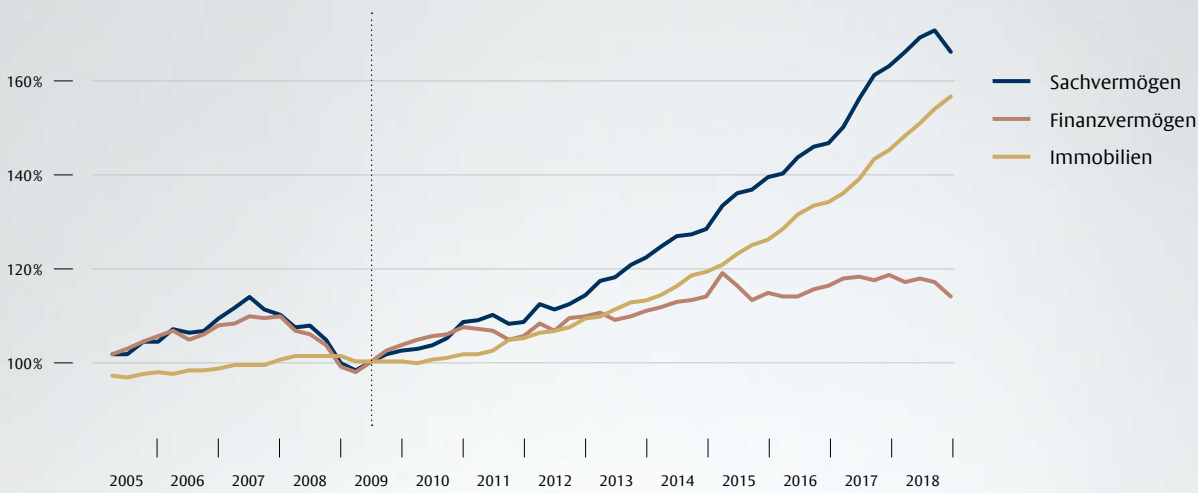
Die Auswirkungen bekommt letztlich jeder zu spüren. Wer ein Haus kaufen oder eine Wohnung mieten möchte, kennt den Effekt. Baugeld ist billig und macht den Kauf für Inves-

toren günstiger. Hinzu kommt eine latente Fragilität des Finanzsystems, die Sachwerte attraktiv erscheinen lässt. Noch nie waren Immobilien in Deutschland so teuer wie jetzt.

Nachdem der Leitzins im Juni 2009 auf ein Prozent gefallen war, gab es in der Euro-Zone eine wahre Geldschwemme. Die Geldmenge stieg um knapp ein Drittel (vgl. Grafik 1). Gleichzeitig sanken die Zinsen für Kredite und Einlagen auf historische Tiefs. Wer jetzt nicht in Sachwerte wie Aktien investiert, ist selber schuld, könnte man meinen. Die globalen Börsen sprangen im vergangenen Jahr auf ein Allzeithoch.

Seit der Gründung im Jahr 2014 untersucht das Flossbach von Storch Research Institute die Auswirkungen des allgemeinen Zinsschwunds. „Seitdem es keine nennenswerten Zinsen mehr gibt, messen wir einen massiven Anstieg der Preise für Vermögenswerte“, sagt Philipp Immenkötter, Analyst beim Flossbach von Storch Research Institute. „Der Anstieg ist wesentlich stärker als die Inflation der Verbraucherpreise und deutet darauf hin, dass die lockere Geldpolitik schon jetzt weitreichendere Folgen hat, als viele glauben.“

Grafik 2 Sachwerte sind in Zeiten expansiver Geldpolitik gefragt – Teilgruppen des FvS-Vermögenspreisindex (indiziert auf Q2-2009)



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 28. Februar 2019

INFLATION DES VERMÖGENS

Seit dem Zeitpunkt, als der Leitzins auf ein Prozent fiel, zogen die Vermögenspreise um 54 Prozent an. Beim genaueren Blick zeigt der FvS-Vermögenspreisindex ein differenziertes Bild. Das Sachvermögen, das aus Immobilien, Betriebsvermögen, langlebigen Gütern und Sammelobjekten wie Kunst oder Oldtimern besteht, konnte um 65 Prozent steigen (vgl. Grafik 2). Weniger positiv entwickelte sich das Finanzvermögen, das sich nur um 14 Prozent verteuerte. Die schwache Bilanz liegt an der Vorliebe der Deutschen für Zinsanlagen. Während die Aktienkurse stark zulegen konnten, brachten sichere Anleihen und Zinskonten keine nennenswerten Renditen.

Der Index zeigt, wer die Gewinner und Verlierer des Zinstiefs sind. Erfolgreich waren etwa alle unternehmerisch denkenden Anleger, die sich am Produktivkapital, etwa mit Aktien, beteiligten. Verlierer sind sicherheitsorientierte Anleger, die Kursschwankungen meiden und ihr Vermögen vor allem in Nominalanlagen investierten. So, wie es die meisten Deutschen tun. 40 Prozent des Vermögens, oder mehr als zwei Billionen Euro, liegen laut Bundesbank auf schwach rentierlichen Bankkonten. Weitere 37 Prozent in ertragsschwachen Versicherungen.

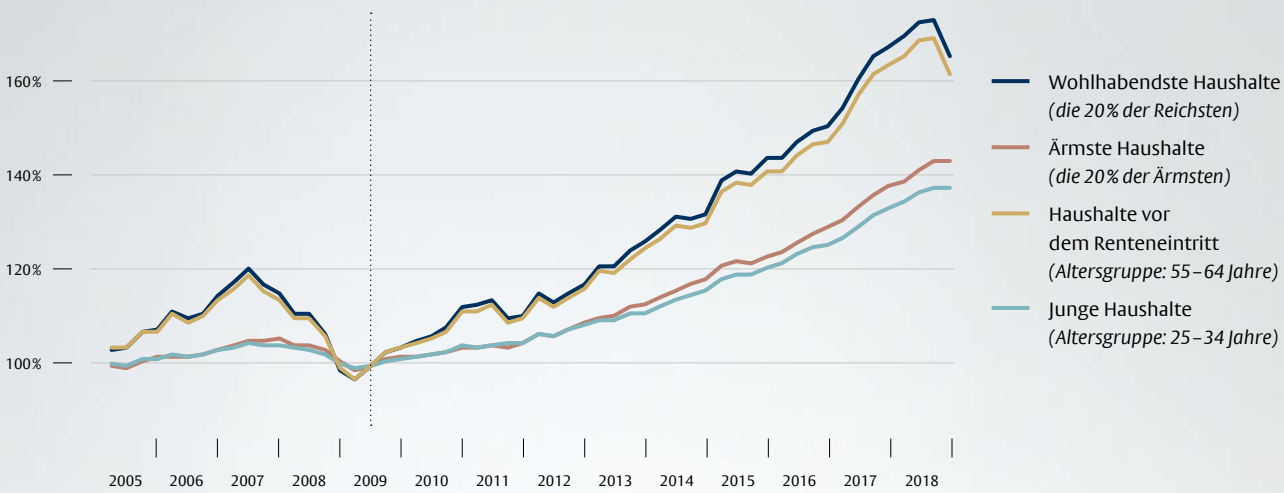
Der Vermögenspreisindex zeigt, dass die expansive Geldpolitik der Notenbanken die Ungleichheit der Vermögen in Deutschland verstärkt hat. Reiche werden reicher, weil Vermögende in der Regel über ein größeres Aktiendepot oder eigene Immobilien verfügen. Der Wert des Vermögens von den zehn Prozent der Deutschen, die das größte Vermögen besitzen, stieg während des Zinstiefs um 65 Prozent. Das ist knapp ein Fünftel mehr als bei den ärmsten Haushalten (vgl. Grafik 3).

Gewinner des Zinstiefs sind außerdem all diejenigen, die bereits investiert waren. Ältere Personen hatten bereits genug Zeit, im Laufe ihres Lebens ein Vermögen aufzubauen. Ihr Aktienportfolio ist größer, sie besitzen häufiger Immobilien und andere Sach- und Betriebsvermögenswerte. Haushalte im Alter zwischen 55 und 64 Jahren konnten sich im Zinstief über einen Anstieg ihrer Vermögenswerte um 61 Prozent freuen – das sind 24 Prozentpunkte mehr als bei jungen Haushalten.

FOREVER LOW?

Wer nun auf eine rasche Zinswende hofft, könnte enttäuscht werden. Nur mit niedrigen Zinsen lassen sich die ausufernden Staatshaushalte in der Euro-Zone finanzieren. In Frankreich und Spanien liegt die Verschuldung bei rund 97 Prozent des

Grafik 3 Gewinner und Verlierer des Zinstiefs – Vermögenszuwächse nach Alter und Wohlstand (indiziert auf Q2-2009)



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 28. Februar 2019

Bruttoinlandsprodukts (BIP), in Italien bei 130 Prozent. Vor Einführung des Euros haben sich die Mitgliedstaaten der Währungsunion im Maastricht-Vertrag noch auf eine Obergrenze von 60 Prozent geeinigt. Wenn der Euro Bestand haben soll, müssen die ständig steigenden Staatsschulden aber finanzierbar sein – und das geht langfristig nur mit niedrigen Zinskosten.

Die expansive Geldpolitik führt zu einem Gewöhnungseffekt. Je länger die EZB das Zinsniveau niedrig hält, umso größer wird dieser. Schuldner, ganz gleich ob öffentliche oder private, richten sich in der Niedrigzinswelt ein. Schulden ohne Kosten machen bequem. Warum schmerzhaft Reformen durchführen, um den Haushalt zu sanieren, wenn Schuldenmachen derart günstig ist? Mit Sparmaßnahmen gewinnt man keine Wahlen. Das zeigte sich zuletzt etwa bei der neuen populistischen Regierung in Italien oder den Steuerentlastungen im Zuge der Proteste der Gelbwesten in Frankreich.

Nicht nur Staaten, auch Unternehmen gewöhnen sich an den Niedrigzins. Firmen, die am Markt eigentlich nicht mehr bestehen können, werden mit niedrigen Kosten für Kredite künstlich am Leben gehalten. Es droht eine „Zombifizierung“ der Wirtschaft, die fortschreitet, je länger das Zinstief

andauert. Dass der Zins irgendwann wieder steigen könnte, ziehen viele schlicht nicht mehr in Erwägung. Das ist das tückische an den niedrigen Zinsen.

Der „Weg zurück“ wird so für die EZB immer schwieriger. Auf dem Weg zur geplanten Entschuldung kann unseres Erachtens im schlimmsten Fall sogar eine finanzielle Repression drohen. Die strategisch geplante Entschuldung von Staaten, bei der der Wertverlust der Vermögen der Sparer in Kauf genommen würde. Eine systematische Beeinflussung des allgemeinen Zinsniveaus durch die Notenbanken, mit Zinsen weit unterhalb der Inflation. Negative Realzinsen führen zu einer schrittweisen Enteignung von privaten Sparvermögen – und erhöhen die Schuldentragfähigkeit der Staaten. Mit ebendieser Methode entschuldeten sich die USA nach dem Zweiten Weltkrieg.

Sollte die Notenbank tatsächlich zu diesem letzten Mittel greifen, würden sich die schon jetzt sichtbaren Entwicklungen noch einmal verschärfen. Unternehmerisch denkende Anleger wären einmal mehr die Gewinner. Sparfüchse mit Zinskonten die Verlierer. ♦

Weitere Informationen zum FvS Vermögenspreisindex finden Sie unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/vermoegenspreisindex/deutschland/>

M O ^F R ^A G ^T A ^A N A

Die Zinswende kommt, ganz bestimmt.
Zumindest war das 2018 überall zu hören, vor allem zu lesen. Zunächst komme sie in den USA, dann in Europa. Heute, einige Monate später – was ist geblieben von der Zinswende, die eigentlich ausgemacht schien? Eine Spurensuche.

von Bert Flossbach

Etwas ketzerisch ließe sich anmerken, dass es die Zinswende tatsächlich gegeben hat, nur ganz anders, als viele das erwartet hatten. Denn die Zinsen sind nicht deutlich gestiegen, wie viele Sparer es sich sehnlichst wünschen, sondern weiter gefallen. Eine Wende, ja gewiss, nur in die falsche Richtung – aber warum?

Zunächst hatte die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) signalisiert, dass sie die für dieses Jahr geplanten Zinserhöhungen streichen werde. Außerdem wollen die Notenbanker im Herbst den Abbau der gewaltigen Notenbankbilanz stoppen. In den Büchern der Fed stehen Anleihen im Wert von umgerechnet fast vier Billionen Euro.

Es dauerte nicht lange, und die Europäische Zentralbank (EZB) zog nach. EZB-Chef Mario Draghi verschob die erwartete Zinserhöhung, es wäre die erste seit der Finanzkrise gewesen, auf 2020. Frühestens. Draghi selbst wird dann nicht mehr im Amt sein; er geht noch dieses Jahr, im Oktober. Sein Nachfolger oder seine Nachfolgerin wird dann darüber befinden müssen, ob die Null- und Negativzinsen in der Euro-Zone weiter Bestand haben sollen oder nicht. Die Wahrscheinlichkeit, dass Ersteres zutreffen wird, dürfte wesentlich höher sein als Variante zwei (siehe Seite 30 „Point of No Return“).

Weltweit sind
die Renditen bei
Staatsanleihen
im Wert von
9.700
Milliarden Euro
negativ.



DER BUND VERDIENT MIT SCHULDENMACHEN

Die Auswirkungen der Notenbanksitzungen haben sich schnell an den Märkten gezeigt: Die Rendite von US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren fiel seit dem Hoch im Oktober 2018 in der Spitze um 0,9 Prozentpunkte auf nur noch 2,34 Prozent. Zuletzt ist sie wieder leicht gestiegen.

Auch andernorts rutschen die Renditen: Die von zehnjährigen Bundesanleihen sogar unter die Nulllinie (vgl. Grafik 1). Weltweit sind die Renditen bei Staatsanleihen im Wert von 9.700 (!) Milliarden Euro negativ, mehr waren es nur im Rekordsommer 2016. Das heißt nichts anderes, als dass Staaten im großen Stil Geld mit Schuldenmachen verdienen. Die Welt steht kopf.

REZESSION ODER WACHSTUMSDELLE?

Die Kommentatoren, auch jene, die vor kurzem noch lauthals die Zinswende ausgerufen hatten, waren sich schnell einig: Die Zinsen werden wohl noch lange niedrig bleiben. Von einem Anstieg keine Rede mehr. Warum? Das globale Wachstum schwächelt. In den USA zeigt sich obendrein beim Blick auf die Zinsstrukturkurve ein interessantes Phänomen: Erstmals seit 2007 rentierten US-Staatsanleihen mit langen Laufzeiten zeitweise unter dem Niveau von kurzfristigen Titeln (vgl. Grafik 2). In diesem Falle spricht man von einer inversen Zinsstrukturkurve – ein klares Indiz dafür, dass Anleihe-Investoren die Wachstumsaussichten pessimistischer einschätzen. Doch damit nicht genug: Eine inverse Zinsstrukturkurve war in der Vergangenheit häufig Hinweis auf eine bevorstehende Rezession (vgl. Grafik 3).

Ob die Zinsstrukturkurve als verlässlicher Rezessionsindikator taugt, werden die kommenden zwölf Monaten zeigen. In vielen Berichten wird

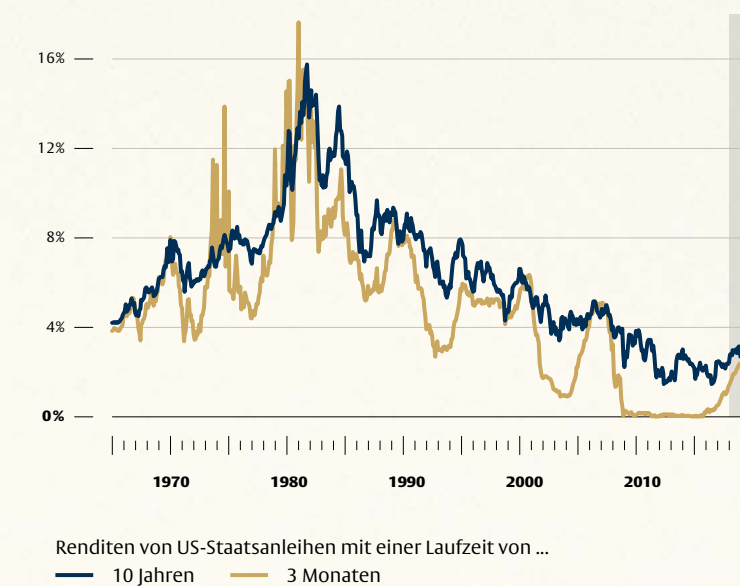
Grafik 1 **Zinswende nach unten** – Rendite 10-jähriger Bundesanleihen unter der Nulllinie



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

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 4. April 2019

Grafik 2 **Kurzläufer holen Langläufer ein**

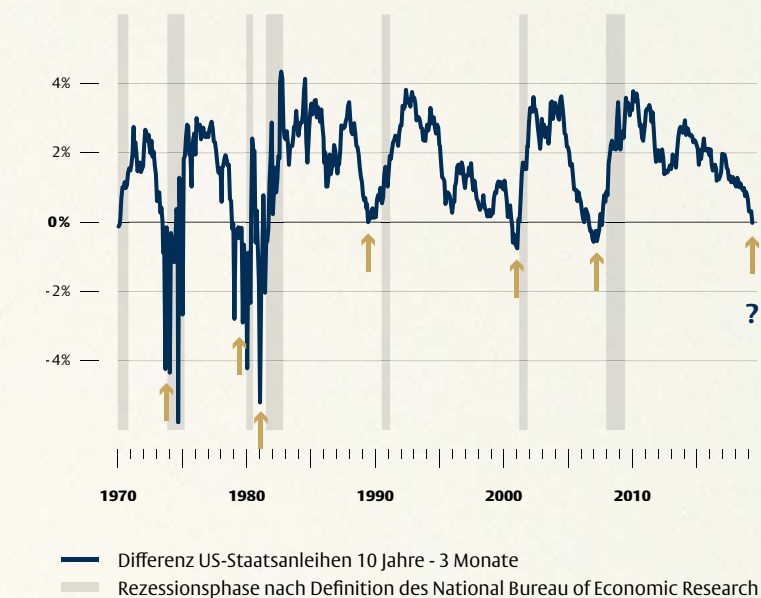


Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 4. April 2019



Grafik 3 **Inverse Zinskurve = Rezession?**



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 4. April 2019

Echte Rezessionen
führen zu steigender
Arbeitslosigkeit
und fallenden
Unternehmens-
gewinnen.

genau das fälschlicherweise behauptet. Zwar ging in den vergangenen 40 Jahren jeder US-Rezession eine inverse Zinskurve voraus; jedoch folgte nicht jeder inversen Zinskurve auch eine Rezession.

KOMMT NUN DER GROSSE CRASH?

Volkswirte definieren eine Rezession als Zeitraum von mindestens zwei aufeinanderfolgenden Quartalen mit negativen Wachstumsraten. Rein technisch betrachtet reicht also schon ein winziger Rückgang der realen Wirtschaftsleistung von jeweils 0,1 Prozent aus. Eine solche Rezession spüren die Menschen nicht, sondern lesen von ihr in der Zeitung, wenn sie schon wieder vorbei ist.

Echte Rezessionen sind von anderem Kaliber. Sie führen zu steigender Arbeitslosigkeit und fallenden Unternehmensgewinnen. Die Zahl der Insolvenzen legt kräftig zu. Investitionen und Konsum brechen ein. Die beiden Rezessionen in den Jahren 2008 und 2001 haben diese Kriterien zweifelsohne erfüllt. In beiden Fällen kam es auch zu starken Einbrüchen an den Aktienmärkten, 2008 sogar zu einer ausgewachsenen Finanzkrise. ➔

DIE WIRTSCHAFT WÄCHST MODERAT

All das scheint derzeit kaum absehbar. Trotz der extrem lockeren Geldpolitik und einer expansiven Steuerreform in den USA kann man nur schwerlich einen Inflationsanstieg ausmachen, der die Notenbanken dazu veranlassen könnte, die Zinsen deutlich anzuheben, um so die Teuerung in Schach zu halten.

Die niedrige Inflation in den westlichen Industrieländern, die immer noch kein Heißlaufen der Wirtschaft vermuten lässt, spricht gegen einen klassischen Boom-Bust-Zyklus. Die tiefen Zinsen haben zwar die Preise von Vermögenswerten, von Immobilien oder Aktien, in die Höhe getrieben, aber eben keine nennenswerten Preissteigerungen in der Realwirtschaft ausgelöst. Zumindest wenn man vom Baugewerbe absieht, das unmittelbar vom Immobilienboom in den Metropolen profitiert.

Wir halten deshalb an unserem Weltbild fest. Die Wirtschaft wächst auf Sicht nur noch moderat. Gewaltige Schuldenberge, die Alterung der Industriegesellschaften und Strukturprobleme in bedeutenden Schwellenländern dämpfen die globale Konjunktur. Wir sollten uns deshalb von den zum Teil kräftigen Wachstumsraten der Vergangenheit verabschieden. Die fetten Jahre sind unseres Erachtens vorbei.

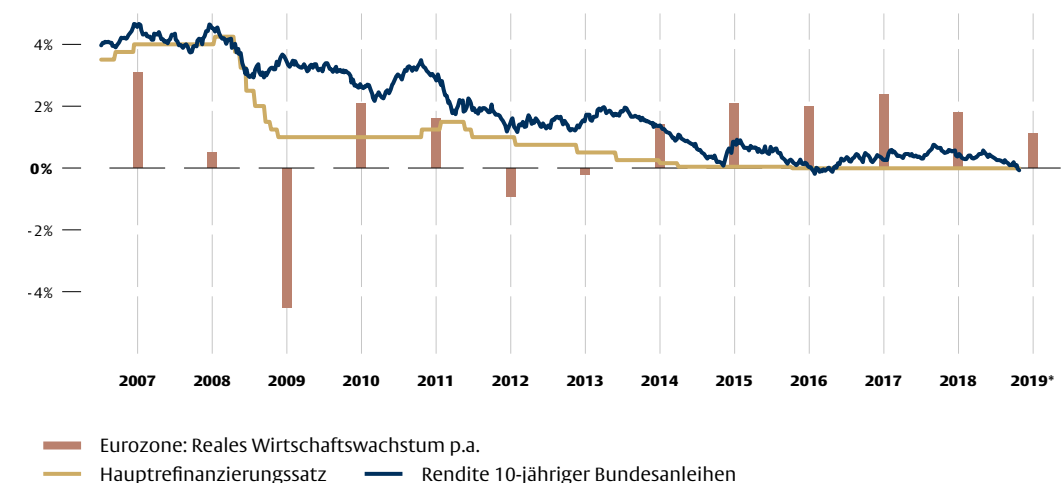
Die Folge sind dauerhaft niedrige Zinsen. Sie müssen in Europa niedrig sein, damit die hochverschuldeten Staaten ihre Kredite bedienen können. Nur dann hat der Euro Bestand. Dass die Zinsen bald wieder steigen – daran glauben wir schon seit vielen Jahren nicht mehr. ♦

POINT OF NO RETURN

Beim Start eines Flugzeugs gibt es einen Punkt, ab dem der Startvorgang nicht mehr abgebrochen werden kann. Auch in der Geldpolitik gibt es diesen „Point of No Return“. EZB-Präsident Mario Draghi hat versprochen, alles zu tun, um den Euro zu retten. Deshalb muss der Flieger mindestens bis zum Ende seiner Amtszeit im Oktober 2019 in der Luft bleiben. Das Tiefzinsniveau wird zementiert. In seiner Amtszeit hat Mario Draghi nicht nur den Euro gerettet, sondern auch als erster EZB-Präsident kein einziges Mal die Zinsen erhöht.

Mit der Bekanntgabe der Eckdaten für die zukünftige EZB-Geldpolitik im März dieses Jahres wird eine Abkehr von der ultralockeren Geldpolitik auch nach Draghi noch unwahrscheinlicher: Bis mindestens Anfang 2020 sollen der Leitzins bei null Prozent und der Einlagesatz bei Minus 0,4 Prozent bleiben. Die EZB plant, fällig werdende Anleihen aus ihrem Bestand noch deutlich über

Euro-Zone: Nach sechs Jahren Aufschwung ein Zins von null – Keine Aussicht auf Zinserhöhungen 2019



* Makroökonomische Prognose der EZB, März 2019

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 25. April 2019

den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung hinaus durch Neukäufe zu ersetzen und ihre Bilanz nicht wieder auf ein „normales“ Niveau schrumpfen zu lassen. Mindestens bis 2021 werden sich Banken in beliebiger Höhe bei der EZB refinanzieren können. Erwartungsgemäß kündigte Draghi auch eine dritte Runde sogenannter „zielgerichteter, langfristiger Refinanzierungsgeschäfte“ (TLTRO) an, um schwächelnde Banken zu stützen. Diese Form der Bankenrefinanzierung reicht bis in das Jahr 2023.

Wer auch immer im Oktober das Steuer von Kapitän Draghi übernehmen wird, trägt eine schwere Bürde. Nach einer langen Expansionsphase droht der Wirtschaftsaufschwung zu erlahmen. Da das Zinsniveau auf absoluten Tiefständen liegt, ist die Manövriermasse der EZB im Fall eines Konjunkturabschwungs gering. Sollte sich die Schuldenkrise in der Euro-Zone verschärfen, könnte die EZB ihr

Anleihekaufprogramm wieder aufnehmen, um kriselnde Euro-Länder zu stützen. So ließe sich der Flieger noch eine Weile in der Luft halten, um dem Bodenpersonal Zeit zu geben, einen Schaumteppich auszulegen, der eine vergleichsweise sanfte Notlandung ermöglicht.

Dass eine solche weitgehend schmerzfreie Landung noch gelingen kann, scheint aber mehr als fraglich. Die hochverschuldeten Euro-Länder haben die Zeit, die ihnen die EZB mit ihrer Tiefzinspolitik gewährt hat, weitgehend ungenutzt verstreichen lassen. Daran wird sich angesichts der politischen Entwicklung in vielen Ländern auch zukünftig nur wenig ändern. Die herbeigesehnte Zinswende in Europa kommt nicht, weil sie nicht kommen darf. Sie bleibt auch nach sechs Jahren Aufschwung (ohne die kleine Delle in der Euro-Krise 2012/2013 sind es sogar zehn Jahre) eine Fata Morgana.

An Tagen wie diesen

...

Das Anlagejahr 2018 war schwach, der aktuelle Jahrgang dagegen scheint deutlich besser zu werden. Aber sind Stichtagsvergleiche wirklich aussagekräftig – und sagen sie etwas über die Bewertung von Aktien aus?

von Thomas Lehr

Anlegern wird gerne eine zu kurzfristige Denke vorgeworfen. Das ist sicher nicht ganz unberechtigt, denn tatsächlich schauen Anleger oftmals mehr auf die Entwicklung einzelner Quartale oder Anlagejahre, statt den Anlageerfolg über viele Jahre im Auge zu haben. An dieser Form der Kurzsichtigkeit leiden übrigens nicht ausschließlich Privatanleger. Im Gegenteil – im Lager der Profis ist der Fokus auf die kommenden Wochen und Monate noch sehr viel verbreiteter.

Es muss niemanden wundern, wenn durch sogenannte „Jahresausblicke“ beim Privatanleger der Eindruck entsteht, der Verlauf eines Quartals oder eines Jahres sei nicht nur relevant, sondern auch stichtagsgenau prognostizierbar. Auch die Tatsache, dass es regelmäßig anders kommt, als Experten zu Jahresbeginn spekuliert haben, ändert leider nichts an der Verbreitung solcher Prognosen. Bei anderen, ähnlich langfristigen Anlagen wären solche Mutmaßungen übrigens kaum denkbar. So fragt sich vermutlich kaum ein Käufer einer Immobilie, ob 2019 ein „gutes oder schlechtes Immobilienjahr“ wird. Wenn überhaupt, stellt er eine Einschätzung darüber an, wo der Wert seiner Immobilie in vielen Jahren liegt.

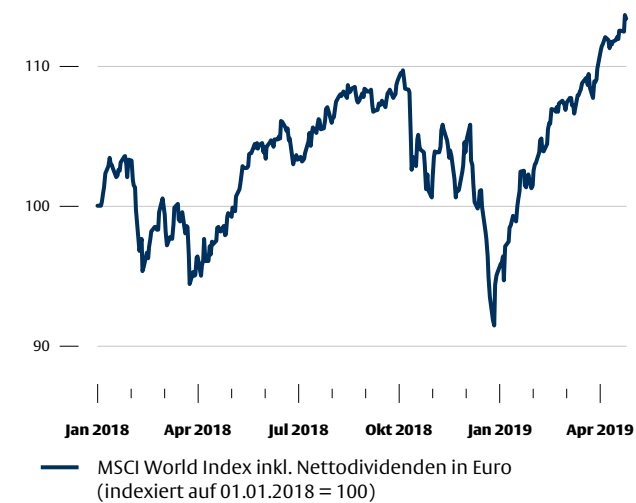
Dass für börsennotierte Unternehmen nicht nur am Jahres- oder Quartalsende, sondern sekundlich ein Preis festgestellt wird, ist dabei Segen wie Fluch gleichermaßen. Fluch vor allem deswegen, weil der schwankende Preis dem Aktionär ständig suggeriert, in der von ihm beobachteten Zeitspanne ärmer oder reicher geworden zu sein. Ob sich in der gleichen Zeit tatsächlich auch etwas am Wert und den Perspektiven des jeweiligen Unternehmens verändert hat, spielt oft eine nur untergeordnete Rolle. Besondere Bedeutung werden in dem Zusammenhang den Kursen vom 31. Dezember beigemessen. Sie allein entscheiden darüber, ob ein Börsenjahr

gut oder schlecht war. Wie sehr solche Stichtage die Wahrnehmung verzerren, zeigt der Blick auf die zurückliegenden 15 Monate (vgl. Grafik 1 auf der folgenden Seite).

Wenn ein in Euro denkender und global agierender Investor einen Maßstab sucht, dann findet er ihn noch am ehesten im MSCI Welt. Der Index zeigt seit Anfang 2018 einen schwankenden Kursverlauf. Wir sprechen vom „Sägezahnmarkt“. Am Ende des Jahres überwog die Angst vor einer Wachstumsdelle oder gar Rezession 2019, was die Kurse von Oktober bis zum Jahresende deutlich drückte. Dies zeigt übrigens, ganz nebenbei bemerkt: Wer Kursentwicklungen für ein Kalenderjahr prognostizieren wollte, der müsste wissen, was Anleger am Ende des betreffenden Jahres für das nächste Jahr antizipieren. Und zwar ganz gleich, ob sie damit richtig oder falsch liegen! Für den Indexstand am 31.12.2019 wäre demnach eine Wachstumsdelle im Jahr 2019 weniger relevant. Entscheidender wäre es, ob Anleger gegen Ende 2019 für 2020 bereits wieder einen Aufschwung erwarten. Da es für solche Vorhersagen hellseherischer Fähigkeiten bedarf, gehören solche Prognosen in die Kategorie der Wahrsagerei.

Aber kommen wir zurück zum Kursverlauf der vergangenen 15 Monate. Vom 1. Januar 2018 bis zum 31. Dezember 2018 fiel der Index um etwas mehr als vier Prozent. Aber was sagt das aus? Wenn man den Stichtag nur zwei Wochen nach vorne oder hinten verschiebt, lautet das Fazit: nichts passiert. Drei Monate vor und nach dem Jahreswechsel lag der Index sogar etwa zehn Prozent im Plus. In Euro gerechnet lag der Weltaktienindex elf der zurückliegenden 15 Monate im Plus. Aber auch das sind lediglich belanglose Momentaufnahmen. Im Grunde ist es die Zeit nicht wert, darüber nachzudenken. →

Grafik 1 **Moderate Schwankungen** – Der Aktienindex MSCI Welt schwankte zumeist in einer Bandbreite von sechs Prozent



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 25. April 2019

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

Tabelle 1 **Deutlicher Gewinnssprung** – nicht nur dank Steuerreform Gewinne des S&P 500 nach Quartalen und Kalenderjahren

Kalenderjahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Gesamt
2006	20,73	22,31	22,60	22,44	88,18
2007	22,71	24,40	21,31	16,14	85,12
2008	18,96	19,78	17,49	5,62	65,47
2009	12,83	16,03	16,36	16,80	60,80
2010	19,71	21,48	21,75	22,55	85,28
2011	23,50	24,14	25,65	24,55	97,82
2012	25,60	25,84	26,00	26,32	103,80
2013	26,74	27,40	27,63	28,62	109,68
2014	28,18	30,07	30,04	30,54	118,78
2015	28,60	30,09	29,99	29,52	117,46
2016	26,96	29,61	31,21	31,30	118,10
2017	30,90	32,58	33,45	36,02	132,00
2018	38,07	41,00	42,66	41,17	161,89
2019*	37,13	41,17	43,69	44,94	167,53**
2020*	42,72	46,30	48,59	49,80	186,73**

* Konsensschätzungen für 2019/20 per April 2019

** Die tatsächliche Wertentwicklung kann von der hier gezeigten Wertentwicklung abweichen.

Quelle: I/B/E/S Daten von Refinitiv, Daten per 25. April 2019

Im besten Fall langweilt, im schlimmsten Fall aber verunsichert die Berichterstattung über das „schwache Börsenjahr 2018“. Wenn zusätzlich als Beleg die für einen global diversifizierten Anleger irrelevante Wertentwicklung des Dax (minus 18,3 Prozent 2018) angeführt wird, darf man sich nicht wundern, wenn Sparer hierzulande beinahe erleichtert zum Schluss kommen, dass ihr Vermögen glücklicherweise „sicher“ auf dem Sparbuch oder dem Festgeldkonto liegt. Möglicherweise kämen sie zu einem anderen Schluss, wenn sie sich längere und somit aussagekräftigere Zeiträume anschauten.

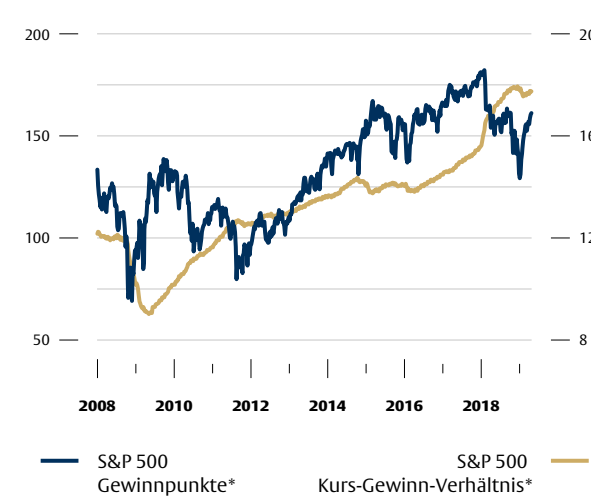
Über die Bewertung – und damit über die Chancen und Risiken, die Aktien nach vorne blickend bieten – sagt die bloße Betrachtung der Kurse ohnehin nichts aus. Ein gutes Beispiel ist der US-Aktienmarkt gemessen am S&P 500. Dort stiegen die Gewinne der Unternehmen im vergangenen Jahr um etwa 23 Prozent. Für jemanden, der an diesen Unternehmen beteiligt ist, sind das erst einmal gute Nachrichten. Auch wenn dieses Gewinnplus nicht allein Donald Trumps Steuerreform zuzuschreiben ist, wundert es nicht, dass diese Dynamik so nicht fortgeschrieben werden kann. Hinzu kommen die inzwischen weit verbreiteten Sorgen, die Kon-

junktur könne sich dieses Jahr empfindlich abkühlen. Die Erwartungen für 2019 fallen daher deutlich magerer aus. Gerade einmal ein Gewinnplus von drei Prozent erwarten Analysten für das laufende Jahr derzeit.

Das bedeutet aber: In Summe läge das Gewinnniveau Ende dieses Jahres ganze 27 Prozent über dem Niveau von Ende 2017 (vgl. Tabelle 1). Nun kann man von solchen Schätzungen halten, was man will. Fakt ist aber: Der Index selbst notiert trotz der im Vergleich deutlich höheren Unternehmensgewinne derzeit auf dem gleichen Niveau wie vor 15 Monaten. Für die Bewertung von US-Aktien bedeutet dies: Trotz der kräftigen Erholungen über die vergangenen Wochen sind diese heute günstiger als Anfang 2018 (vgl. Grafik 2). Natürlich können sich die verhaltenen Erwartungen für dieses Jahr immer noch als zu optimistisch erweisen. Die niedrigeren Bewertungen sorgen in dem Fall aber zumindest für einen gewissen Puffer.

Noch attraktiver erscheinen Aktien im Vergleich zu vermeintlich sicheren Anlagealternativen. Das zeigt beispielhaft der Vergleich des „Weltzinses“, also eines Mix aus der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus den USA und Deutschland, mit der erwarteten Gewinnrendite der Unternehmen, die im

Grafik 2 **Immer noch attraktiv bewertet** – Entwicklung der Unternehmensgewinne und das Kurs-Gewinn-Verhältnis im S&P 500



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 25. April 2019

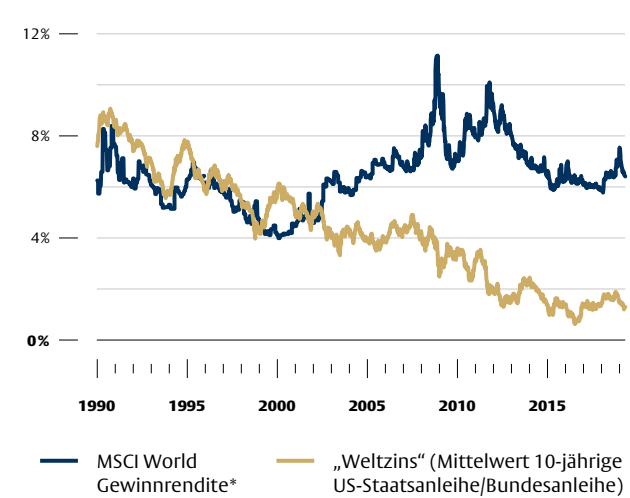
* Auf Basis der Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate.

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

Aktienindex MSCI Welt gelistet sind (vgl. Grafik 3). Erinnern Sie sich an den Optimismus, der die Kurse und Bewertungen von Aktien Ende der 1990er-Jahre in die Höhe schnellen ließ? Mit den steigenden Bewertungen fielen die Gewinnrenditen von Unternehmen. Dazu ein kurzes Beispiel: Wird ein Unternehmen, das einen Gewinn von sechs Milliarden Euro erwirtschaftet, an der Börse mit 100 Milliarden Euro bewertet, liegt die Gewinnrendite bei sechs Prozent. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) liegt bei 16,6. Verdoppelt sich der Aktienkurs bei gleichem Gewinn, verdoppelt sich auch das KGV. Die Gewinnrendite halbiert sich auf drei Prozent.

Ende der 1990er-Jahre waren Anleger bereit, niedrigere Unternehmensgewinnrenditen zu akzeptieren, als sie mit vermeintlich sicheren Anleihen erzielt hätten. Inzwischen spricht die Renditedifferenz eindeutig für die Aktie. Und nicht nur das. Weil Anleihen in den zurückliegenden Monaten teurer und Aktien billiger wurden, hat sich die Differenz ausgeweitet. Aktien sind somit nicht nur losgelöst von ihren Anlagealternativen billiger geworden. Sie haben jüngst auch im Vergleich zu Anleihen wieder an Attraktivität gewonnen, weil die Zinsen entgegen allen Prognosen in den vergangenen Monaten nicht gestiegen, sondern deutlich gefallen sind.

Grafik 3 **Deutlicher Renditeabstand** – trotz der jüngsten Aktienkursgewinne – Entwicklung von MSCI Welt Aktien-Gewinnrendite und „Weltzins“



Nun sind wir nicht dafür bekannt, dass wir den Einstieg in den breiten Markt wählen würden. Kennziffern eines Indexes, wie beispielsweise das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Gewinnrendite, vereinfachen sehr stark, allerdings können sie helfen, die Dinge zu veranschaulichen. Indexschwankungen sind ebenso wie die Schwankungen der im Index enthaltenen Aktien kurzfristig kaum prognostizierbar. Schon gar nicht stichtagsgenau. Eine Anlagestrategie, deren Kern im Timing liegt, ist daher unseres Erachtens langfristig nur wenig erfolgversprechend. So wird aus Investition Spekulation. Zielführender erscheint uns eine möglichst zuverlässige Kalkulation. Wer sich über den fairen Wert einzelner Unternehmen bewusst wird und seine Käufe und Verkäufe danach ausrichtet, dürfte langfristig zufriedenstellendere Ergebnisse erzielen als Spekulanten, die versuchen, im täglichen Auf und Ab der Kurse, den richtigen Ein- oder Ausstiegszeitpunkt zu erwischen. ♦

Thomas Lehr ist Kapitalmarktstrategie bei der Flossbach von Storch AG



Alles, aber nicht langweilig

Anleihen können ein Vermögen in schwierigen Zeiten stabilisieren. Wer allerdings meint, Rentensparkonten würden wie Sparschweinchen funktionieren, liegt falsch.

von Julian Marx

In Zeiten von Null- und Negativzinsen kann es sinnvoll sein, einige Dinge noch einmal grundsätzlich zu betrachten. Das gilt vor allem für Anleihen, eine Anlageklasse, die allzu oft missverstanden wird. Wenn das historische Zinstief bereits erreicht ist, bringen sie doch eh keine Erträge mehr, heißt es. Langweilig sollen sie sein, bestenfalls geeignet als Stabilisator für Aktienportfolios in schweren Börsenzeiten. Doch Anleihen können mehr – das ist zumindest unsere Überzeugung.

Im Grunde genommen sind Anleihen nichts anderes als standardisierte, leicht handelbare Kredite. Im Rahmen der „Kreditvergabe“ – also der Anleiheemission – wird ein Zinskupon ausgehandelt. Der Zinskupon legt fest, welche jährliche Zinszahlung der Anleger neben der Rückzahlung des „Kredits“ erhält. Für Anleger, die ihre Anleihen bis zu ihrer Endfälligkeit halten, gestaltet sich der Anlageprozess tatsächlich vergleichsweise simpel. Sie kassieren den jährlich anfallenden Kupon und den Kreditbetrag am Ende der Laufzeit. Ein einfaches, berechenbares Investment. Zumindest, solange der Schuldner seine Kredite zurückzahlen kann.

Doch ganz so simpel ist es nicht. Denn Anleihen sind keine Festgelder, sondern täglich handelbare Wertpapiere. Für einen Großteil der Investoren kann es sinnvoll oder notwendig sein, ihre Anleihen weit vor Fälligkeit zu verkaufen. Das Beispiel deutscher Bundesanleihen zeigt, welche Bewegungen auf dem Zinsmarkt möglich sind. Dabei gilt die „Zehnjährige“ eigentlich als „sicherer Hafen“: Die einschlägigen Urteile der →

Ratingagenturen attestieren dem deutschen Staat Top-Bonität und Sicherheit. Die „Bunds“ haben daher den Ruf eines langweiligen Investments. Wäre da nicht die Mechanik von Anleihen, die über den Zinskupon hinausgehende Ertragspotenziale schaffen kann.

DER ERSTAUNLICHE „ROLL-DOWN-EFFEKT“

Mit jedem Tag der Haltedauer verkürzt sich die Restlaufzeit einer Anleihe. Nach einem Jahr Haltedauer ist aus einer zehnjährigen eine neunjährige, aus einer zweijährigen eine einjährige Anleihe geworden. Anleihen „wandern“ auf der Zinsstrukturkurve, die Renditen für verschiedene Laufzeiten visualisiert, mit fortschreitender Zeit immer weiter nach links. Für die Struktur der Zinskurve gilt dabei in der Regel: Je kürzer die Restlaufzeit, desto niedriger die jährliche Verzinsung beziehungsweise die Rendite (vgl. Grafik 1).

Die Erklärung für dieses „Phänomen“: Weil die Berechenbarkeit des Ausfallrisikos bei längeren Laufzeiten sinkt, lassen sich Investoren das höhere Kreditrisiko in Form von höheren Zinsen bezahlen. Aktiven Anlegern können sich so attraktive Anlagegelegenheiten bieten, wie folgendes Rechenbeispiel zeigen soll (siehe rechts).

Angenommen, man würde heute für exakt ein Jahr in eine zehnjährige Bundesanleihe investieren. Dann verschiebt sich diese Bundesanleihe auf der Zinskurve nach links und hat nach einjähriger Haltedauer noch eine Restlaufzeit von 9 Jahren. Rentierte die Bundesanleihe zu Beginn des Investments noch bei 0,50 Prozent jährlicher Rendite, so würde sie – bei unveränderter Zinskurve – nach einem Jahr bei 0,38 Prozent rentieren (vgl. Grafik 1). Als Gesamtertrag blieben vor Steuern und Kosten also 1,58 Prozent und nicht 0,50 Prozent übrig:

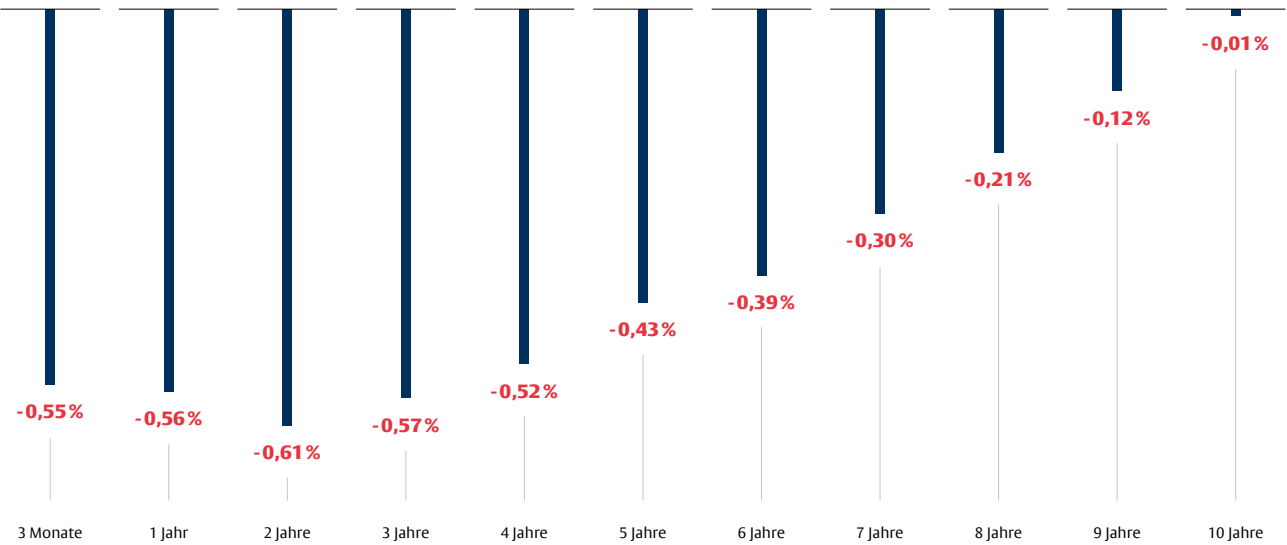
Gesamtertrag 10-jährige Bundesanleihe:
10 Jahre x 0,50% p.a. = 5,0%

Gesamtertrag 9-jährige Bundesanleihe:
9 Jahre x 0,38% p.a. = 3,42%

Ertrag 10-jährige Bundesanleihe im 1. Jahr:
5,0% – 3,42% = 1,58%

Somit läge der Ertrag für das einjährige Investment signifikant oberhalb der 0,50 Prozent, die als jährliche Rendite bei Halten bis zur Endfälligkeit ausgewiesen werden. Dieser Mehrertrag resultiert in dem skizzierten Beispiel aus der Verschiebung einer Anleihe auf der Zinskurve, dem sogenannten „Roll-Down-Effekt“.

Grafik 1 **Die Zinswelt steht kopf** – Negative Renditen bei Bundesanleihen (25. April 2018)



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 25. April 2018

VERÄNDERUNGEN DER ZINSKURVE

Ein weiterer grundlegender Aspekt, der sich auf die Ertragsentwicklung einer Anleihe auswirken kann, ist eine mögliche Verschiebung der Zinskurve selbst. Unsicherheiten an den Märkten können dazu führen, dass sich die Renditen in den verschiedenen Laufzeiten verändern.

Das geschah etwa im Sommer des Jahres 2011. Damals erfasste die Euro-Schuldenkrise insbesondere die südlichen Länder der Euro-Zone. Dort gingen die Renditen hoch – während deutsche Bundesanleihen wegen ihres Rufs als „sicherer Hafen“ gefragt waren. Die Rendite einer – zu diesem Zeitpunkt – 9-jährigen Bundesanleihe reduzierte sich am Markt innerhalb eines halben Jahres von knapp 3,5 Prozent auf nur noch 1,5 Prozent. Risikoscheue Investoren waren in diesem Umfeld bereit, dem deutschen Staat ihr Geld auch zu einer deutlich niedrigeren Rendite anzuvertrauen.

Wer bereits Bundesanleihen besaß, konnte sich freuen. Die gestiegene Nachfrage sorgte nicht nur für fallende Renditen. Im Gleichschritt stiegen die Anleihekurse um mehr als zehn Prozent. Wer damals verkaufte, konnte mit den angeblich so langweiligen Bundesanleihen eine ordentliche Rendite erzielen.

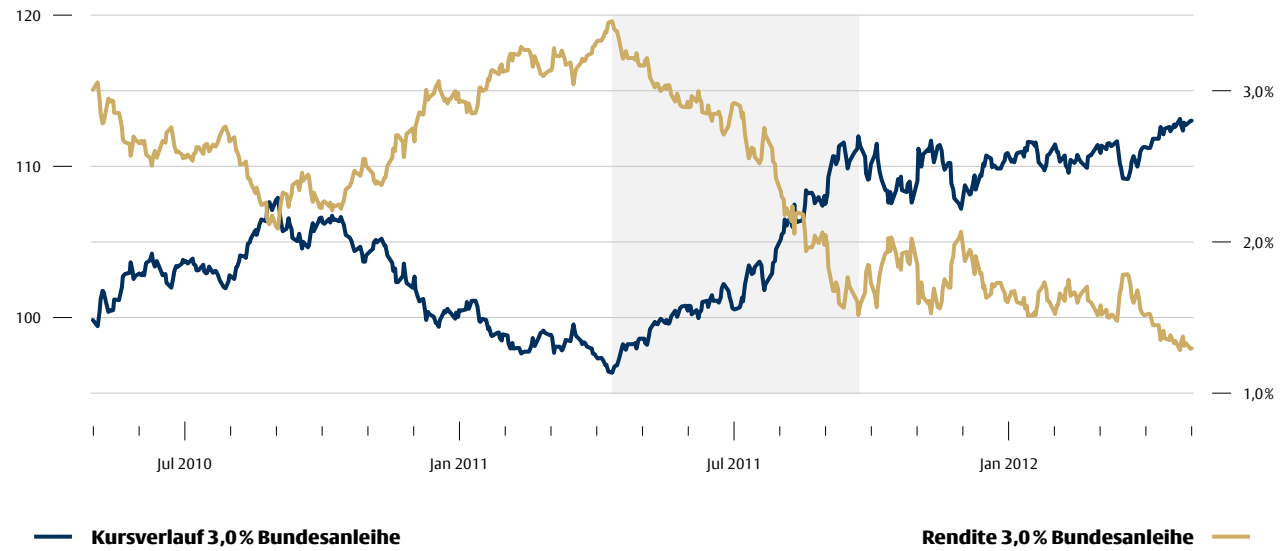
Verschiebungen auf der Zinskurve gibt es immer wieder. Dafür kann es viele Gründe geben. Neben einer veränderten Risikowahrnehmung der Anleger können auch geldpolitische Maßnahmen wie eine Leitzinsanpassung oder ein markttechnisch bedingtes Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage die Zinskurve verändern.

MEHR ALS NUR DER ZINSKUPON

Wer sich mit Anleiheninvestments auseinandersetzt, erkennt schnell die Komplexität dieser Anleiheklasse. Die hier beschriebenen Beispiele für die Bundesanleihe stellen bei weitem nicht alle Ertragsmöglichkeiten dar, die diese Anlageklasse bieten kann. Gerade in Zeiten ohne Zinsen ist es aber wichtig, solche Gelegenheiten zu nutzen. Das kann unseres Erachtens nur mit einer aktiven und flexiblen Anlagestrategie gelingen, die alle Möglichkeiten dieser Anlageklasse nutzen kann. ♦

Julian Marx ist Analyst bei der Flossbach von Storch AG

Grafik 2 **Kurvenverschiebungen bieten Chancen und Risiken**



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 25. April 2018

Frauen sparen anders als Männer. Sie bleiben ihrem Sparbuch treu, obwohl Rendite für sie besonders wichtig ist. Vom Risiko, alle Risiken zu meiden.

It's a man's world



von Dörte Jochims

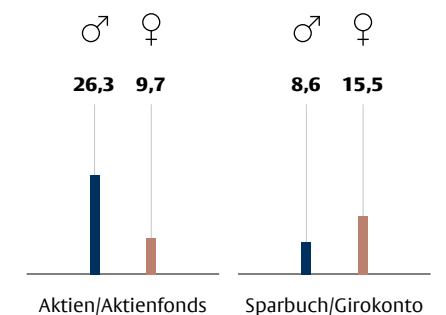
In ökonomischer Hinsicht müssten Frauen eigentlich unschlagbar sein. Zumindest, wenn es nach den alten Griechen geht. Der Begriff „Ökonomie“ stammt von „oikos“ – das waren landwirtschaftlich geprägte Hauswirtschaften, die das Ziel hatten, mit den vorhandenen Mitteln auszukommen. Auch wenn der rechtliche Eigentümer meist der Mann war, haben diese Aufgabe in der Praxis über Jahrhunderte Frauen übernommen. Über Generationen haben sparsame Mütter und Großmütter also gewirtschaftet. Und ihre Töchter gelehrt, möglichst wenig zu verschwenden und für schlechte Zeiten zu sparen.

Diese Zeiten scheinen vorbei – zumindest wenn es um den Aufbau des Vermögens und die private Altersvorsorge geht. Denn trotz Nullzinsphase verzichten deutlich mehr Frauen als Männer dabei auf Aktien oder Aktienfonds. Sie setzen stattdessen lieber auf Girokonten und niedrig verzinsten Sparbüchern. Das zeigt eine Studie unter 10.000 Anlegerinnen und Anlegern, die das Marktforschungsinstitut GfK im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute erstellt hat.

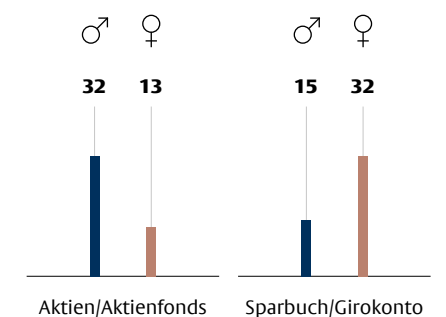
Schon seit Jahren reichen die Renditen von Zinskonten nicht aus, den Kaufkraftverlust durch die Inflationsrate auszugleichen. Dabei sind Frauen eigentlich noch stärker auf Erträge angewiesen als Männer, zumindest wenn sie weniger verdienen. Im Schnitt haben sie 43 Prozent weniger gesetzliche Rente als die Männer. „Bei der Geldanlage hat das Geschlecht einen großen Einfluss“, sagt Marius Kleinheyer, Analyst des Flossbach von Storch Research Institute. „Die Aversion gegen Aktien ist brisant, weil die Frauen in Zukunft im Nachteil sein werden.“

Selbst bei Zeiträumen, die ein halbes Berufsleben dauern, bevorzugt nur knapp jede zehnte Frau, aber jeder vierte Mann, eine Aktienanlage (vgl. Grafik 1). Rund 16 Prozent der Frauen präferieren selbst bei einer Anlagedauer von 20 Jahren weitgehend zinslose Sparbücher oder Girokonten. Die Vorliebe für Zinskonten betrifft auch die folgende Generation. Während sich mehr als 30 Prozent der Männer bei einem Sparplan fürs Kind tendenziell für Aktien und Aktienfonds entschieden, favorisierten mehr als 30 Prozent der befragten Frauen Sparbücher und Girokonten (vgl. Grafik 2).

Grafik 1 Rendite? Nicht so wichtig
Präferenz für Aktien und Aktienfonds im Vergleich zu Sparbuch und Girokonten (nach Geschlecht, bei einer Anlage von 100.000 Euro, 20 Jahre fest, in %)



Grafik 2 Die nächste Generation
Präferenz für Aktien und Aktienfonds im Vergleich zu Sparbuch und Girokonten (nach Geschlecht, bei einer Anlage von 100 Euro im Monat, 18 Jahre lang, in %)



Quellen: Flossbach von Storch Research Institute in Zusammenarbeit mit der GfK, Daten aus Umfrage Januar 2019

In der aktuellen Anlagepraxis nutzen doppelt so viele Männer die Ertragschancen des Aktienmarkts wie Frauen.

Mit Aktien haben Anleger beiderlei Geschlechts in der Vergangenheit deutlich höhere Erträge erzielt als mit Sparbüchern. In Zukunft kann der Unterschied langfristig sogar noch deutlicher ausfallen. „Das scheinbar sichere Sparen auf festverzinslichen Konten ist zu einem Verlustgeschäft geworden, seit die Zinsen in der Nähe von null liegen“, erklärt Kleinheyer. Denn der Kaufkraftverlust durch die Inflation lässt sich nicht mehr ausgleichen. Wer beispielsweise 10.000 Euro unverzinst auf einem Girokonto liegen lässt, verfügt bei einer jährlichen Inflationsrate von durchschnittlich 1,6 Prozent, wie derzeit, in 20 Jahren nur noch über 7.243 Euro an Kaufkraft.

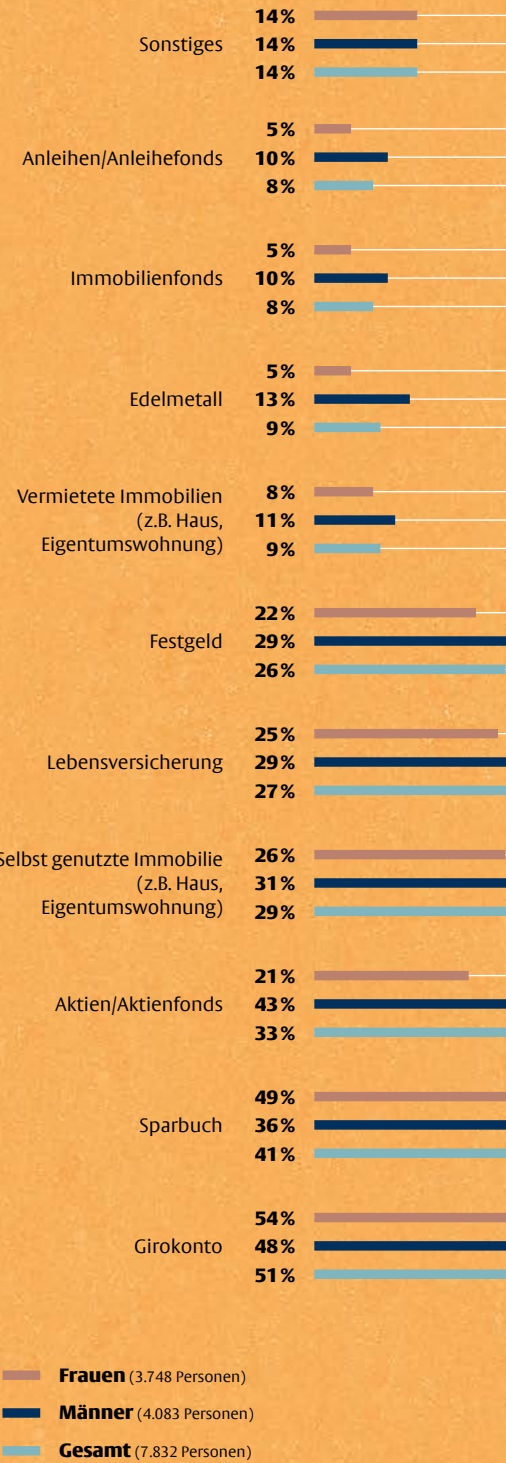
Doch nur 30 Prozent der befragten Sparerinnen halten den Kaufkraftverlust durch die Inflation für das größte Risiko bei ihrer Anlagestrategie. 26 Prozent fürchten sich am meisten vor Kursschwankungen. Das erscheint wenig rational, wenn das Geld vor allem auf Sparbüchern und Girokonten liegt. Eine Nullzins-Anlagestrategie ist beim langfristigen Vermögensaufbau ein sicheres Verlustgeschäft. Unter diesen Bedingungen sollte Geld wohl eher langfristig investiert werden, in Sachwerte, wie zum Beispiel Aktien. Für die private Geldanlage nutzen aber 54 Prozent der Frauen das Girokonto und 48 Prozent das Sparbuch. Nur 21 Prozent gaben an, auch mal in Aktien oder Aktienfonds zu investieren – der Anteil ist nur halb so hoch wie bei den Männern.

Mehr als zehn Jahre dauert die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) nun schon an. Im Frühjahr garantierte EZB-Präsident Mario Draghi Null- und Negativzinsen bis ins Jahr 2020. In acht Jahren Amtszeit gelang es ihm nicht, auch nur einmal die Zinsen anzuheben. Nur mit niedrigen Zinsen bleiben die Haushalte vieler hochverschuldeter Staaten finanzierbar, und der Euro hat Bestand.

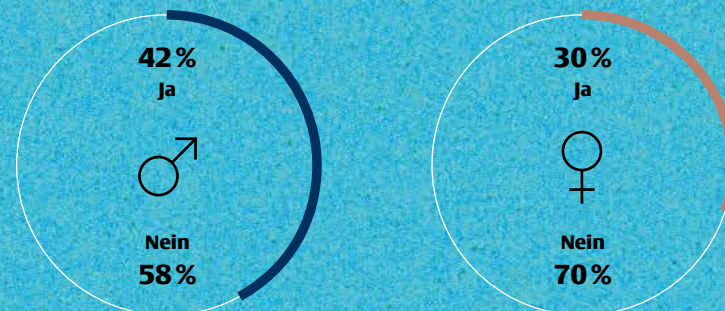
Die Auswirkungen des historischen Zinstiefs scheinen vor allem Frauen kaum zu schrecken. 42 Prozent der Männer, aber nur 30 Prozent der Frauen gaben in der Umfrage an, dass sie ihr Sparverhalten seit der Finanzkrise verändert haben. „Der deutsche Geldanleger hat nicht nur ein Umsetzungsproblem, sondern vor allem ein Erkenntnisproblem“, sagt Professor Thomas Mayer, Gründer des Flossbach von Storch Research Institute.

Aktien haben in Deutschland aber kein gutes Image. Sie gelten als Spekulationsinstrument, ein Spielzeug der Zocker. „Die wenigsten verbinden mit Aktien gedanklich die Möglichkeit, über einen langen Zeitraum an Unternehmen und den Gewinnen, die sie erwirtschaften, teilzuhaben“, sagt Kleinheyer. Das ist aber nötig, um ein eigenes Vermögen für das Alter aufzubauen, wenn es keinen Zins mehr gibt. Zu oft gehen bei dem Thema die Rollläden sofort runter. „Der Preis dafür ist hoch: selbstverschuldete wirtschaftliche Unmündigkeit“, sagt Kleinheyer. →

Grafik 3 Beliebte Sparkonten
Wie Männer und Frauen ihr Geld anlegen (in %)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute in Zusammenarbeit mit der GfK, Daten aus Umfrage Januar 2019

Grafik 4 **Zinslos glücklich** – Anpassung des Sparverhaltens an die niedrigen Zinsen (in %)

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute in Zusammenarbeit mit der GfK, Daten aus Umfrage Januar 2019

Viele Frauen scheinen beim Geldanlegen mittlerweile resigniert zu haben. Laut Umfrage sparen nur 23 Prozent der Frauen, aber 32 Prozent der Männer für die private Altersvorsorge. Das ist viel zu wenig, allein mit der gesetzlichen Rente dürfte es im Alter für den gewohnten Lebensstandard kaum reichen. Auch die private Vermögensbildung hat in der Praxis oft nur eine geringe Priorität. Jeder fünfte Deutsche, egal welchen Geschlechts, spart gar nicht. 36 Prozent der Frauen und 29 Prozent der Männer gaben an, bis zu 100 Euro monatlich zu sparen. Angesichts der geringen Summe und vielfach niedrigen realen Renditen erscheint es unmöglich, auch nur ein bescheidenes Vermögen aufzubauen.

Aber woher kommt der Unterschied zwischen den Geschlechtern bei der Geldanlage? „Verlustängste verhindern bei vielen Deutschen eine sinnvolle Vermögensbildung – und das vor allem bei Frauen“, sagt Kleinheyer. Die Erklärungsversuche der Wissenschaft zu diesem Punkt sind vielfältig. Eine Studie von der University of Chicago zeigte etwa, dass das männliche Hormon Testosteron für Unterschiede bei der Risikoneigung verantwortlich sein könnte.

Eine weitere Studie der Europäischen Kommission stellt fest, dass sich die Vermögensschere – anders als die Gehaltsschere zwischen Frau und Mann – seit Jahrzehnten tendenziell eher verschlechtert als verbessert hat. Dabei, so zeigt eine weitere Analyse der University of California, sind Frauen, wenn sie tatsächlich in Wertpapiere investieren, oft die besseren Anleger: Viele informieren sich gründlicher und überlegen länger, bevor sie einsteigen. Doch dann halten sie Marktturbulenzen besser aus.

Der Vermögensunterschied zwischen den Geschlechtern ist also nicht in Stein gemeißelt. Letztlich geht es darum, sein finanzielles Schicksal selbst in die Hand zu nehmen. Altväterliche Hilfestellungen sind dabei nicht vonnöten. „Deutsche Männer taugen nicht pauschal als Vorbild. Denn auch sie sparen in der Regel schlecht“, warnt Mayer. Sein Credo: „Geldanlage sollte keine männliche Domäne bleiben, dazu ist das Thema zu wichtig.“ ♦

Dörte Jochims ist freie Finanzjournalistin in Köln

„Verlustängste verhindern bei vielen Deutschen eine sinnvolle Vermögensbildung – und das vor allem bei Frauen.“

Gefangene der Zeit

Ein Gastbeitrag
von Emil Kowalski

Der „Westen“ gefällt sich zunehmend in Untergangsfantasien. Dabei sieht die Zukunft womöglich besser aus, als wir glauben bzw. viele uns das glauben machen wollen. Nur müssen wir etwas dafür tun. Eine kurze Rückschau, verbunden mit einem Plädoyer für mehr Zuversicht.

Um 1450 erfand Johannes Gutenberg den Buchdruck mit beweglichen Lettern. Bücher, vorher nur für Klöster und Fürsten erschwinglich, da sie von Hand kopiert wurden, konnten nun in großen Stückzahlen hergestellt werden. Das gespeicherte Wissen der Menschheit wurde für jedermann zugänglich, zumindest in der Theorie. Nennen wir es die *erste Dezentralisierung der Intelligenz*.

Ein halbes Jahrtausend danach, im Jahre 1956, erhielten die Herren Shockley, Bardeen und Brattain den Nobelpreis für die Erfindung des Transistors. Er ist der wichtigste Baustein heutiger Digitaltechnik. Der Zugriff auf den Wissensschatz der Menschheit wurde dank seiner Hilfe deutlich vereinfacht und beschleunigt. Nennen wir es also die *zweite Dezentralisierung der Intelligenz*.

Gutenbergs Erfindung veränderte die westliche Gesellschaft grundlegend. Ohne Buchdruck wären Humanismus, Reformation und Aufklärung undenkbar gewesen. Bücher haben zur Alphabetisierung breiter Bevölkerungsschichten geführt – eine Grundvoraussetzung für die spätere Demokratisierung. Die Aufklärung führte zur Emanzipation

von kirchlichen Dogmen, zur „Explosion“ (im positiven Sinne) des naturwissenschaftlichen Denkens und zu technischem Fortschritt – der wirtschaftlichen Basis unserer liberalen Demokratie.

Bildung war nicht mehr nur wenigen vorbehalten, sondern einer stetig wachsenden Zahl zugänglich. Nach Jahrtausenden der Rechtlosigkeit wurden die Würde des Menschen, seine Freiheit, seine Ansprüche, ja sein individuelles „Recht auf Rechte“ (Hannah Arendt) verbrieft. Unsere liberale Demokratie ist die Folge einer unscheinbaren technischen Innovation. Der Westen erblühte, und Kulturen, die sich dem Buchdruck versperren, fielen zurück. Dan Diner erwähnt in seinem Buch *Versiegelte Zeit*, dass in Europa um 1500 bereits rund acht Millionen (!) gedruckte Bücher vorlagen und eine Wissens euphorie einsetzte.

Aber hätte der Reformator Martin Luther, mit seinen Schriften einer der ersten Nutznießer der Gutenberg'schen Innovation, die Zukunft errahnen können? Hätte er – angesichts einiger klobiger Lettern aus legiertem Blei – sich die heutige Welt ausmalen können, zumindest ansatzweise? Nein, ➔

Hatte
Luther
eine
Ahnung,
was
kommen
würde?

gewiss nicht. Der Mensch bleibt im Denken seiner Epoche gefangen und erkennt die verborgenen Potenziale des Neuen nur durch die Brille seiner Lebenszeit.

Wir stehen heute mitten im Paradigmenwechsel der *zweiten Dezentralisierung der Intelligenz*. Sie wird ebenso epochale Auswirkungen haben wie seinerzeit Gutenbergs Bleisatz. Aber welche?

Auch wir sind Gefangene unserer Zeit, und unsere Prognosen reichen kaum über die Fortschreibung heutiger Trends hinaus. Alles andere sind nur banale Hoffnungen auf eine paradiesische Zukunft im materiellen Überfluss mit bedingungslosem Grundeinkommen. Oder aber apokalyptische Befürchtungen, dass künstliche Intelligenz den Homo sapiens ausrotten werde. Die epochalen soziopolitischen Änderungen liegen jenseits unserer Prognosen. Immerhin können wir – ausgehend von der heutigen Situation – versuchen, einige Lehren aus den uns bekannten Folgen von Gutenbergs Paradigmenwechsel zu ziehen.

Bezogen auf die gesamte Welt: Die erste Dezentralisierung blieb auf den Westen beschränkt – heute leben wir in einer globalisierten Welt, die digitale Revolution findet global statt. Der Westen hatte viele Jahrhunderte Zeit, sich in der Bewältigung kultureller Metamorphosen wie der Renaissance und der Aufklärung zu üben. Er entwickelte mit der liberalen Demokratie eine flexible *diskursive Gesellschaftsordnung*. Nicht so der Rest der Welt.

Der stabilisierende gesellschaftliche Diskurs blieb eine Errungenschaft westlicher Demokratien. Die Frage ist: Wie wird die digitale Revolution die gesellschaftlichen Strukturen der nichtwestlichen Welt verändern? Verschiedene Anzeichen sprechen dafür, dass es dort nicht zu einer Demokratisierung kommt, sondern die autokratischen Strukturen verfestigt werden. Die „Autokratisierung“ könnte stattdessen auf den Westen „überschwappen“.

Wir stehen vor einem epochalen Wandel.

Bezogen auf soziale Gerechtigkeit: Der rasante Aufschwung von Wissenschaft und Technik führte ab 1800 zu ebenso rasanten Produktivitätszuwächsen in der Wirtschaft. Der Lohn der Industrialisierung wurde allerdings ungleich verteilt. Neben dem Wohlstand wuchsen das Proletariat und dessen Elend. Die alphabetisierten, selbstbewusst gewordenen Massen beehrten auf und waren nicht bereit, das alte Unrecht und die neue Verelendung hinzunehmen. Denker wie Locke, Montesquieu und Mill erdachten die Grundlagen einer demokratischen Ordnung. In Amerika wurde 1776 ihre praktische Umsetzung gewagt, mit dem Recht der Bürger auf eine *individualistisch* verstandene „pursuit of happiness“.

Karl Marx wiederum sah den Ursprung der Ungerechtigkeit im Eigentumsrecht des Liberalismus und entwarf mit dem Kommunismus eine kollektivistische Gegenideologie. Obwohl seine Theorien in der Praxis kläglich versagten, beeinflusste Marx’ Kritik die Entwicklung des Kapitalismus und führte zu den Umverteilungsmechanismen der heutigen Sozialen Marktwirtschaft. Die Digitalisierung bewirkt einen neuen wirtschaftlichen Schub – mit noch größeren Einkommensunterschieden. Sind die Umverteilungsmechanismen der liberalen Demokratie dieser Herausforderung gewachsen?

Bezogen auf China: Mit dem wirtschaftlichen Aufstieg Chinas unter Xi Jinping hat ein bedeutender Akteur die Bühne der Weltpolitik betreten. Chinas heutige Ideologie ist ein Kompromiss: Der autokratischen Führungsrolle einer sich kommunistisch nennenden Partei wurden (etwas) unternehmerische Freiheit und das Recht auf Eigentum „aufgepfropft“. Die Partei behielt die Oberaufsicht und legt die Rahmenbedingungen fest – der „Markt“ darf von den Unternehmen dagegen weitgehend selbst gestaltet werden. Der Bevölkerung hat die Partei einige Freiheiten zugebilligt, die vor allem dem Amusement dienen. Urlaubsreisen ins Ausland beispielsweise. Ansonsten leben die Chinesen

in einer Big-Brother-Diktatur, die sich modernster Überwachungstechnik bedient. Das Volk wird ruhiggestellt, indem der materielle Wohlstand steigt. Das „Modell“ scheint erfolgreich; China hat seinen wirtschaftlichen Rückstand gegenüber anderen Volkswirtschaften innerhalb von nur drei Dekaden aufgeholt. Wird das chinesische Modell damit zum Gegenentwurf und einer Herausforderung für die westlichen Demokratien? Sind die zunehmend illiberalen Tendenzen vieler westlicher Länder gar Vorboten einer ideologischen Wende?

Bezogen auf die Weltpolitik: Graham Allison provozierte 2017 in *Destined for War* mit Aussagen über den unausweichlichen kriegerischen Konflikt zwischen der alten Weltmacht USA und dem Herausforderer China, gemäß dem altgriechischen Historiker Thukydides. Der wollte im Peloponnesischen Krieg zwischen Sparta und dem aufstrebenden Athen ein allgemeingültiges Muster erkannt haben, nach dem das Weltmachtstreben zweier Staaten (der Etablierte trifft auf den Herausforderer) am Ende stets kriegerisch gelöst werde.

Heute wird über die Wahrscheinlichkeit und die möglichen Auswirkungen eines solchen Szenarios gestritten. Es ist zu hoffen, dass die Drohung der gegenseitigen atomaren Auslöschung nicht mehr als eine solche ist und auch bleibt. Wahrscheinlicher ist der moderne Cyberkrieg.



Dummheit. Eine Erfolgsgeschichte
XII, 176 S., gebunden
J.B. Metzler,
ein Teil von Springer
Nature 2017
Book & eBook:
€ 19,99 (D) / € 20,46 (A)
CHF 22,00

Dr. Emil Kowalski

Der philosophierende Physiker und Autor mehrerer Sachbücher wurde 1937 geboren. Er studierte an den Universitäten von Bratislava, Dresden und Bern, wo er promovierte und habilitierte. Nach Jahren in leitenden Positionen in Schweizer Unternehmen widmet sich Kowalski heute der Publizistik. 2017 erschien im Verlag J.B. Metzler **Dummheit. Eine Erfolgsgeschichte**, eine ironisch-tiefsinnige Betrachtung der technischen User-Zivilisation. Der vorliegende Text beruht auf seinem Essay über die liberale Demokratie, **Liberté, Egalité, Fragilité. Über die Zerbrechlichkeit der Demokratie**, der im Sommer 2019 ebenfalls bei J.B. Metzler erscheinen wird.

Ein anderes Szenario bietet Alexis de Tocqueville an. Ihm zufolge stehen immer dann Revolutionen kurz bevor, wenn tyrannische Regime Zugeständnisse an die Unterdrückten machen müssen und so zusätzlich deren Freiheitsdrang bestärken. Die Französische Revolution kam in ihre entscheidende Phase, als der König zum Entgegenkommen die Hand bot. Das Volk wollte aber nicht die Hand, sondern seinen Kopf. Die Sowjetunion zerbrach, als Michail Gorbatschow, der Generalsekretär des Zentralkomitees der Kommunistischen Partei, zaghafte Schritte Richtung Demokratie wagte. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass das wirtschaftliche Erstarken der Mittelschicht in China früher oder später zu Forderungen nach politischer Mitwirkung führt – was schlussendlich den Tocqueville-Effekt auslösen könnte.

Die Zeit wird zeigen, ob der Weg zu Thukydides oder Tocqueville führt. Die Stärke der liberalen Demokratie liegt in ihrer Flexibilität. Gewiss, die Herausforderungen der *zweiten Dezentralisierung der Intelligenz* sind groß, größer als zu Zeiten Gutenbergs. Aber auch unsere Fähigkeiten sind seither gewachsen, sie bekommen mit der Digitalisierung zudem neuen Auftrieb. Die größte Bedrohung liegt in der gegenwärtigen Lust des Westens an Untergangsszenarien. Widerstehen wir diesen und stärken die liberale Demokratie, dann sieht die Zukunft nicht düster aus. ♦

Links: **Spielgeld***Kinder spielen mit wertlos gewordenen Geldscheinen,
Weimarer Republik, 1923.*

Fliegendes Geld

Sparer fürchten Inflation, seit Generationen schon. Zu Recht. Und doch merken viele nicht, wenn die Teuerung ihr Erspartes bedroht. Es ist ein Drama, das sich in den nächsten Jahren abspielen könnte.

von Philipp Vorndran

Die Geschichte der Inflation ist so alt wie die Geschichte des Geldes selbst. Menschen aus aller Herren Länder haben in mehr als 2000 Jahren erleben müssen, wie die Teuerung ihr Erspartes aufgefressen und Armut gebracht hat. In Argentinien, Simbabwe, Ungarn, Thailand, in Deutschland oder derzeit in der Türkei, wo die Inflationsrate im Frühjahr bei mehr als 25 Prozent lag und das Zinsniveau (zehnjährige türkische Staatsanleihen rentierten bei 18 Prozent) deutlich überstieg. Die Liste ließe sich beliebig verlängern.

In den Geschichtsbüchern ist die erste Inflation auf das 2. Jahrhundert nach Christus datiert – im Römischen Reich. Dort waren die Herrscher auf die Idee gekommen, Münzen, die bislang aus Edelmetallen geprägt waren, mit Blei zu versetzen und so die Geldmenge zu erhöhen. Zwischen den Jahren 150 und 301 legten die Preise immerhin um den Faktor 200 zu! Aber das war erst der Anfang von der Geschichte über die Inflation.

GELD FÜR KRIEG

Ihren vorläufigen Höhepunkt hat sie mit der Einführung des Papiergeldes erreicht. Glaubt man den Geschichtsschreibern, dann waren es die Chinesen, die im 10. Jahrhundert und damit als Erste auf die Idee kamen, Münzen durch Papier zu

ersetzen. Je mehr, desto besser. „Fliegendes Geld“ nannten sie es. Geld, mit dem die damaligen Herrscher ihre Kriege im Fernen Osten finanzierten.

In Europa gilt John Law, ein Schotte und Glücksspieler, als Vater des Papiergeldsystems. Im Vereinigten Königreich zum Tode verurteilt, verschlug es ihn über Umwege an den französischen Königshof. Dort stieg er zum obersten Finanzkontrolleur des Monarchen auf und ließ in großem Stil Geld drucken. Geld, das – zumindest in der Theorie – durch künftige Staatseinnahmen gedeckt sein sollte. Am Ende war Frankreich ruiniert.

Dennoch war die Idee in der Welt, eine Verheißung für jeden Politiker. Denn Papiergeld lässt sich (fast) unbegrenzt herstellen, wenn man denn über eine eigene Notenbank verfügt. Geld ausgeben, das man eigentlich nicht hat. Das Problem an der Geschichte sind die Nebenwirkungen.

Um seiner Funktion als Wertspeicher dauerhaft gerecht zu werden, muss Geld – es klingt heute fast wie ein Witz – vergleichsweise „knapp“ bemessen bzw. durch einen entsprechenden Gegenwert gedeckt sein. Je schneller gedruckt und größer die Geldmenge wird, umso stärker droht das Geld langfristig an Wert zu verlieren. Weil es beliebig verfügbar erscheint. ➔

„NUR“ 30.000 PROZENT INFLATION!

Inflation ist also nicht allein eine statistische Größe, ausgedrückt durch die Preissteigerung eines eher schlecht als recht geeigneten Warenkorbs, der heute nicht zuletzt den Notenbanken als Argument für die Steuerung ihrer Geldpolitik dient. Sie spiegelt vielmehr das Misstrauen der Menschen in ihre Währung und deren Halbwertszeit wider.

Nehmen wir das eingangs erwähnte Ungarn als Beispiel: Im Jahr 1946 erreichte die Inflation dort unglaubliche 4,19 Billionen Prozent – im Monat. Was nichts anderes bedeutet, als dass sich damals die Preise von einem auf den nächsten Tag verdreifacht haben. Verglichen damit, nimmt sich die deutsche Hyperinflation geradezu bescheiden

aus: Im Oktober 1924 kletterten die Preise hierzulande „nur“ um knapp 30.000 Prozent. Am Ende stand die Währungsreform.

Beispiele wie diese bleiben im Gedächtnis. Sie sind der Grund dafür, warum sich viele Menschen vor Inflation fürchten. Gerade die älteren, deren Eltern die Hyperinflation noch selbst miterlebt und das Erlebte an ihre Kinder weitergegeben haben. Kann so etwas wieder passieren?

Diese Frage wird immer häufiger gestellt (werden) angesichts der massiven Notenbankhilfen in den vergangenen Jahren. Und die Antwort darauf lautet: Ja, so etwas kann wieder passieren. Vertrauen in Währungen ist endlich. Die Geschichte hält, wie eingangs angedeutet, zahlreiche Beispiele dafür

bereit. Allerdings vermag niemand, den exakten Zeitpunkt vorherzusagen oder den konkreten Auslöser für einen massiven Vertrauensverlust.

DIE MERKWÜRDIGE SICHT DER EZB

Bislang scheint jedenfalls alles unter Kontrolle. Die Inflation wächst moderat. Wobei uns noch immer schleierhaft ist, warum eine Teuerungsrate von bis zu zwei Prozent von der Europäischen Zentralbank (EZB) als Geldwertstabilität definiert ist. Stabil wäre der Geldwert, wenn er sich eben nicht verändern würde. Zuletzt betrug die Inflationsrate in der Euro-Zone 1,4 Prozent. In den Jahren zuvor waren die Teuerungsraten noch niedriger – trotz der massiven Notenbankhilfen (vgl. Grafik 1). Es gibt verschiedene Kräfte, die einem deutlicheren Inflationsanstieg entgegenwirken, noch zumindest. Der demografische Wandel beispielsweise, also die zunehmende Alterung der Bevölkerung in den Industriestaaten. Oder die massive Verschuldung in ebendiesen Ländern und die damit verbundenen Sparanstrengungen.

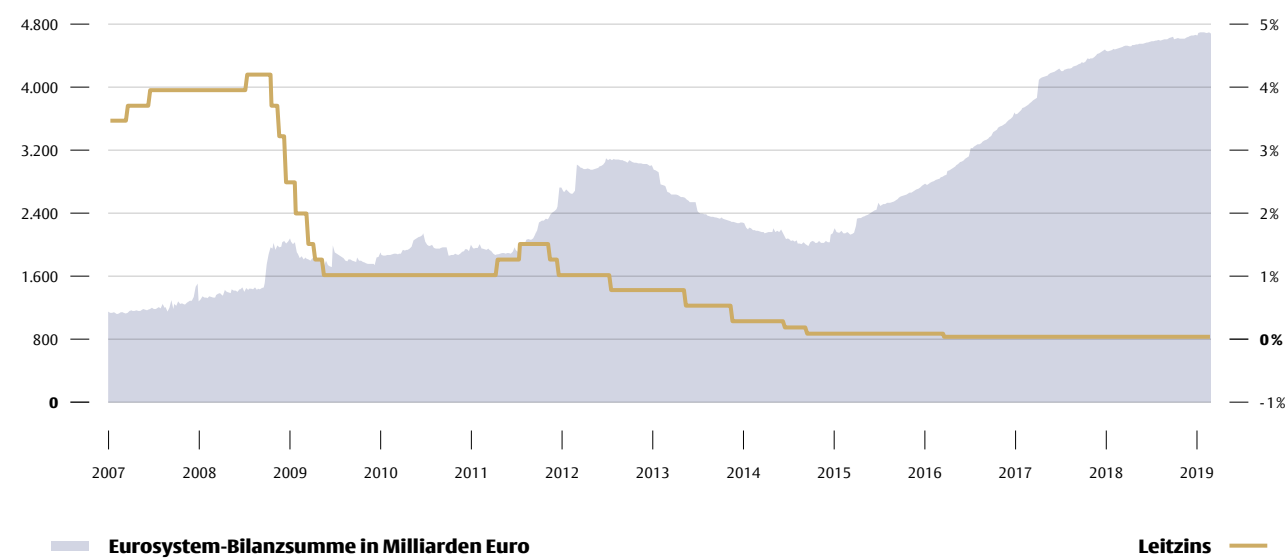
Aber was passiert, wenn sich zu der ultralockeren Geldpolitik der Notenbanken noch ein weiteres Element gesellt, die Fiskalpolitik? Die Proteste der Gelbwesten in Frankreich haben gezeigt, welche Macht von der Straße ausgehen kann – und dass Regierungen mitunter „erpressbar“ sind.

WAS KÜMMERT UNS UNSER GESCHWÄTZ VON GESTERN?!

Die finanziellen Zugeständnisse, die Präsident Emmanuel Macron gemacht hat, zeigen jedenfalls, dass Regierungen künftig sehr viel spendabler sein könnten gegenüber ihren Wählern. Dass die



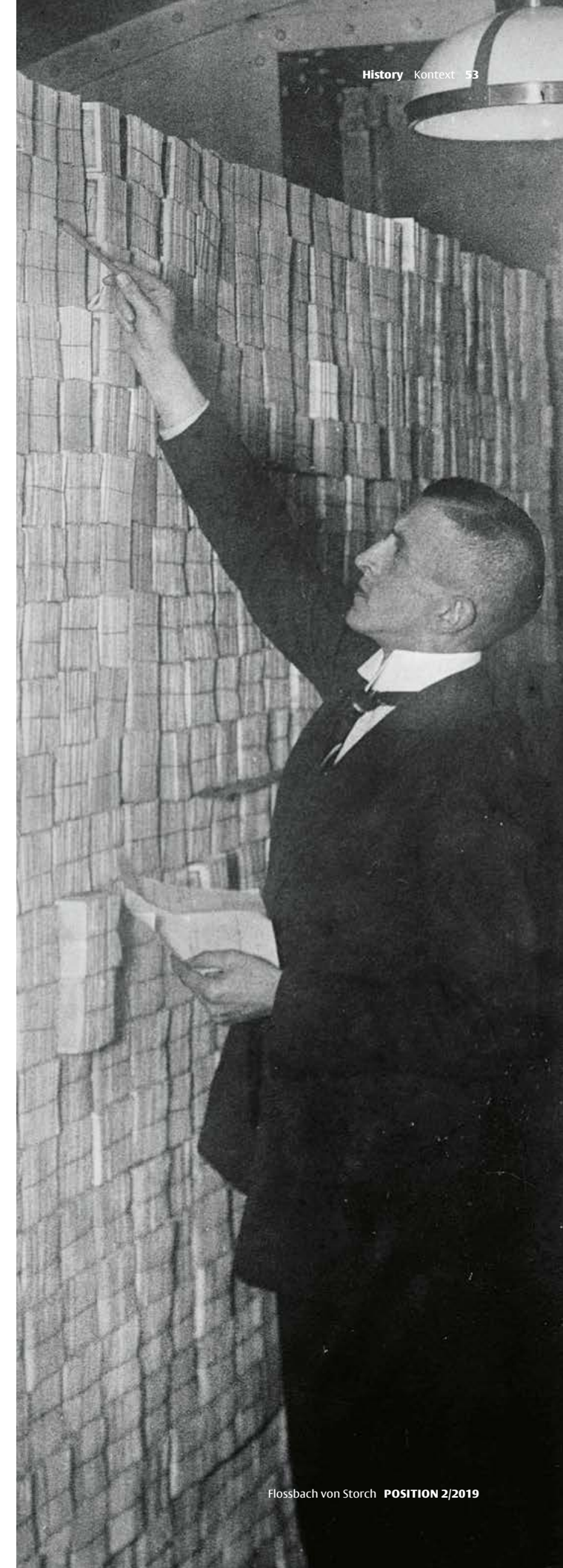
Grafik 1 **Geldschwemme für die Euro-Zone** – Nullzinsen und massive Ausweitung der EZB-Bilanz



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 25. April 2019

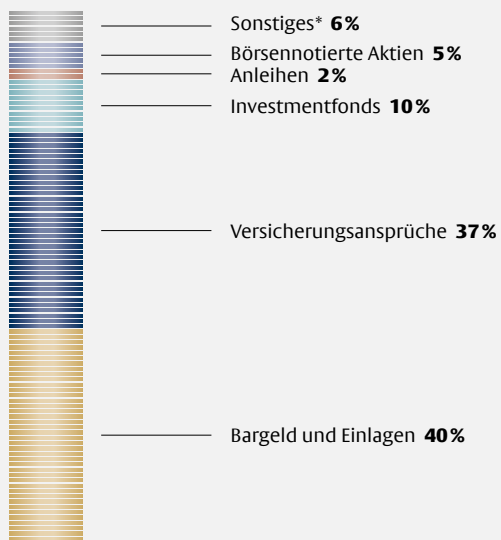
Zähltag

Während der Inflation wird Papiergeld in einer Berliner Bank bis unter die Decke gestapelt, Weimarer Republik, 1922.





Grafik 2 **Der Inflation schutzlos ausgeliefert** – Geldvermögen deutscher Haushalte von 6.053 Mrd. Euro (30. September 2018)



* insbesondere sonstige Anteilsrechte (312 Mrd. Euro)
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 25. April 2019

Oben: **La Fortune des Actions**

Satire auf die französische Wirtschaftskrise Ende 1720, ausgelöst durch die inflationäre Ausgabe von Aktien der vom britischen Bankier John Law gegründeten „Compagnie d’Occident“.

Mitte: **Da kommt der Karren mit dem Geld / Freu dich! auff! du verarmte Welt.**

Satirisches Flugblatt auf die Nachwirkungen des Dreißigjährigen Krieges.

hehren Sparpläne, die es innerhalb der Euro-Zone gab und gibt, alsbald und endgültig über den Haufen geworfen werden könnten. Die schwarze Null, die wir Deutschen wie eine Monstranz vor uns hertragen? Was kümmert uns unser Geschwätz von gestern, wie bereits Konrad Adenauer in Ich-Form zu sagen pflegte! Wir wollen, dass den Wählern mehr Geld im Portemonnaie bleibt.

Ultralockere Geldpolitik gepaart mit fiskalpolitischen Stimuli wirken in Summe inflationsfördernd. Es wäre also keine allzu große Überraschung aus unserer Sicht, wenn die Teuerung in den kommenden Jahren tendenziell zulegen würde, was nicht bedeutet, dass die nächste Hyperinflation schon vor der Tür steht.

Gefährlich wäre das trotzdem. Für Sparer allen voran und Altersvorsorgeprodukte, die in Europa und speziell in Deutschland hauptsächlich aus festverzinslichen Wertpapieren bestehen (vgl. Grafik 2). Deren mickrige Renditen reichen bei weitem nicht aus, um die Inflation auszugleichen. Was nichts anderes bedeutet, als dass viele Menschen in den kommenden Jahren – gemessen an der Kaufkraft ihres Ersparnis – deutlich ärmer werden. Das Problem ist: Vielen fällt das gar nicht auf, weil der Betrag, der im Sparbuch steht, ja nicht weniger wird – es sei denn, man gibt das Geld aus.

DEN MITTELSTAND TRIFFT ES AM HÄRTESTEN

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

Oben: **Friedrich Merz**

auf dem CDU-Parteitag in Hamburg, Dezember 2018.

Unten: **1000 Chien (Käsch)**

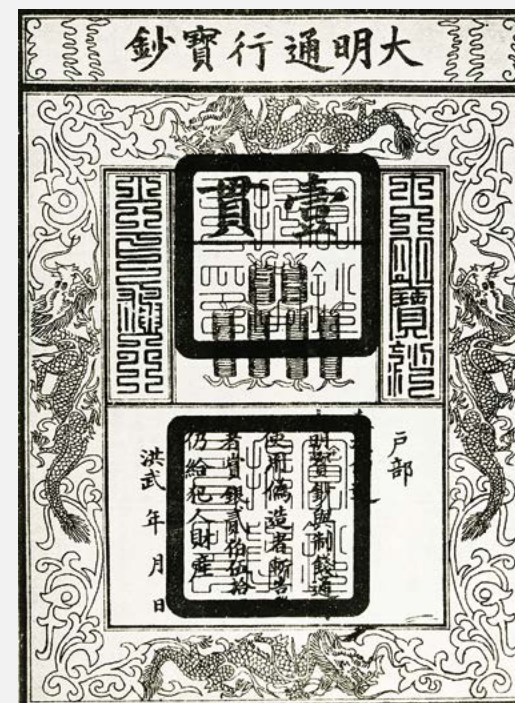
Ältestes bekanntes und erhaltenes Papiergeld, im 14. Jahrhundert ausgegeben unter dem chinesischen Ming-Kaiser Hongwu.

Geradezu zynisch und (vermutlich unwissend) boshaft wirkt deshalb die massive Kritik von Vertretern der politischen Linken und der AfD am Vorschlag von Friedrich Merz (CDU), Aktienanlagen, die der Altersvorsorge dienen, steuerlich zu begünstigen. Merz wolle vor allem seinen Arbeitgeber, den US-Riesen Blackrock, begünstigen, heißt es. Und – dieser Punkt wiegt weit schwerer – Merz würde damit vor allem die Armen noch ärmer machen, weil Aktienanlagen fast zwangsläufig im nächsten Börsencrash endeten. Was für ein ausgemachter Blödsinn!

Ganz unabhängig von Merz’ Motiven schaden die Kritiker mit ihren Argumenten vor allem jenen, die sie vorgeben zu schützen: dem klassischen deutschen Mittelstand. Angestellten, Arbeitern, Beamten. Also allen, deren Einkünfte ausreichen, sich etwas für den Ruhestand beiseitelegen zu können, und die dies auch tun.

Gerade sie brauchen in Zukunft eine Möglichkeit, in Sachwerte zu investieren – um sich langfristig besser vor Inflation zu schützen und zumindest die Chance zu bekommen, auskömmliche Renditen für die Altersrücklagen zu erzielen. Ein steuerlich geförderter Aktiensparplan wäre – ähnlich wie die Förderung von Wohneigentum – ein sinnvoller Schritt, die Deutschen an Investments in reale Werte heranzuführen. Das böte langfristig einen realen Inflationsschutz. Viele Sparer werden ihn gebrauchen können. ♦

Philipp Vorndran ist Kapitalmarktstrategie bei der Flossbach von Storch AG



„Der Euro ist mehr Lira als D-Mark“

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.

Der Euro hat am 1. Januar seinen 20. Geburtstag gefeiert, zumindest das Buchgeld. Wie sieht die Gemeinschaftswährung an ihrem 50. aus?

LEHR: Gefeierte würde ich das nicht gerade nennen, es war eher ein stilles Jubiläum ...

VORNDRAN: Ein sehr stilles! Die Frage impliziert im Übrigen, dass der Euro tatsächlich 50 wird.

Habt ihr Zweifel?

VORNDRAN: Zweifel sind immer erlaubt. Die Geschichte hat uns gelehrt, dass Währungsgemeinschaften nicht für die Ewigkeit gemacht sind, die Lateinische Münzunion etwa ist ein gutes Beispiel gewesen (von 1865 bis 1914, formal bis 1926. Anm. der Redaktion).

LEHR: Was aber nicht zwingend bedeuten muss, dass der Euro nicht deutlich älter wird.

VORNDRAN: Logisch, aber es zeigt, dass eine Währungsgemeinschaft stets Fliehkräften ausgesetzt ist, die ihren Fortbestand gefährden.

Welche Kräfte wirken im Falle des Euros?

LEHR: Die Verschiedenheit der einzelnen Mitgliedstaaten.

Aber Verschiedenheit ist doch genau das, was Europa am Ende des Tages ausmacht?

LEHR: Das stellt auch niemand infrage und sollte auch nicht wertend gemeint sein. Aber wenn sich verschiedene Staaten, deren Volkswirtschaften unterschiedlich stark sind, als Währungsgemeinschaft zusammentun, dann funktioniert das nur, wenn neben der gemeinsamen Währung auch eine

gemeinsame Wirtschafts- und Fiskalpolitik implementiert wird, also ein Ausgleichsmechanismus zwischen den wirtschaftlich stärkeren und den weniger starken Mitgliedern.

VORNDRAN: Früher, als es noch Schilling, Lira, Peseta oder D-Mark gab, war dieser Mechanismus die Auf- und Abwertung der Währung. Die Italiener beispielsweise haben oft davon Gebrauch gemacht, um über niedrigere Preise an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen. Der Euro beraubt sie dieser Möglichkeit. Er ist wie ein Gefängnis.

Dann wäre der Schlüssel die gemeinsame Wirtschafts- und Fiskalpolitik.

LEHR: Theoretisch ja.

Und praktisch?

VORNDRAN: Eher nein. Oder glaubt ihr, in den Niederlanden, Österreich, Finnland oder Deutschland würde irgendjemand vor Freude auf den Tischen tanzen, wenn er einen Griechenland-Soli bezahlen müsste? Über den Länderfinanzausgleich in Deutschland wird gestritten, seit es ihn gibt. Es wäre zwar schön, wenn es auf europäischer Ebene anders wäre, nur realistisch ist das nicht.

LEHR: Deswegen muss ja auch die EZB ran!

Wie meinst du das?

LEHR: Sie hält den Laden zusammen, indem sie den Euro zu einer Weichwährung macht. Weich genug für die hochverschuldeten Mitgliedstaaten. Anders ausgedrückt: Die Zinsen müssen unseres Erachtens niedrig bleiben, um die mittlerweile gewaltigen Schulden dauerhaft bezahlen zu können. Das schwächt den Euro. Die Zeche zahlen

nicht zuletzt die Sparer, insbesondere in den Ländern, deren Haushalte vergleichsweise solide dastehen.

VORNDRAN: Der Euro ist heute mehr Lira als D-Mark.

Aber auch diese Art der Umverteilung führt zu Unmut ...

VORNDRAN: Natürlich, aber nicht so unmittelbar, wie eine direkte Abgabe das tun würde. Vielen Menschen fällt das schlicht nicht auf. Zumindest noch nicht. Ich würde aber davon ausgehen, dass die Erkenntnis mit den Jahren wachsen wird. Und der Unmut leider auch.

LEHR: Was tragisch ist. Denn so wird der Euro, der eigentlich als Friedensstifter gedacht war, zum Spaltpilz.

Die Amtszeit von EZB-Chef Draghi endet im Herbst. Sein Nachfolger, seine Nachfolgerin könnte einen Strategiewechsel einläuten, was die Geldpolitik betrifft.

VORNDRAN: Wohl kaum. Aus den zuvor genannten Gründen. Die jüngsten Entscheidungen der EZB, die Langfristkredite für europäische Banken, zeigen zudem, dass der Nachfolger oder die Nachfolgerin Draghis schon vor dessen Abgang de facto dazu verpflichtet wurde, die Politik des Vorgängers fortzusetzen.

Was bedeutet das für Anleger?

LEHR: Mehr Sachwerte, weniger Sparbuch.

VORNDRAN: Und mehr Fremdwährungen, nicht nur den Euro.

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.

Boom-Bust-Zyklus – Bezeichnet eine scharfe Rezession nach einer vorangegangenen längeren Boomphase (Hochkonjunktur).

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

Disruption – Folgen von bahnbrechenden Innovationen, die klassische Geschäftsmodelle obsolet machen bzw. sie zumindest auf den Prüfstand stellen.

Dividende – Ausgeschüttete Gewinne eines Unternehmens an seine Aktionäre.

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

EZB-Leitzins – Wird von den Zentralbanken festgelegt; Zinssatz, zu dem sich Geschäftsbanken – gegen Hinterlegung von Sicherheiten – bei den Zentralbanken refinanzieren können.

Fragilität – Anfälligkeit eines Systems gegenüber äußeren Einflüssen.

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

Hauptrefinanzierungssatz – Anderes Wort für Leitzins.

Hyperinflation – Form der Inflation, bei der die Teuerungsraten innerhalb kurzer Zeit sehr schnell zulegen und die von den Zentralbank kaum zu kontrollieren ist.

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

OECD – Abkürzung für die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung.

Performance – Wertentwicklung eines Wertpapiers.

Portfolio – Bestand an Wertpapieren im Depot.

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

Roll-Down-Effekt – Bei einer normalen Zinsstrukturkurve sinkt bei Anleihen die Rendite, je näher der Rückzahlungszeitpunkt kommt. Im Gegenzug ergibt sich ein Kursgewinn für Investoren, die die Anleihe bereits länger halten. Dieser Kursgewinn ist umso höher, je größer der Zinsunterschied zwischen Anleihen mit längerer und kürzerer Laufzeit ist.

Schuldenquote – Verschuldung im Verhältnis zur wirtschaftlichen Leistungskraft eines Staates, ausgedrückt durch dessen BIP.

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

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.

Topix – Japanischer Aktienindex, der alle japanischen Aktien beinhaltet, die im amtlichen Handel zugelassen sind.

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

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

Zinswende – Damit wird im Allgemeinen der nach vielen Jahren von Marktteilnehmern erwartete Anstieg der Zinsen bezeichnet.

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, Luxembourg
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: 25. April 2019

LU 112 0519 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, Dörte Jochims, Marius Kleinheyer, Thomas Lehr, Julian Marx, Christian Panster, Tobias Schafföner, Klaus Spanke, Kurt von Storch, Philipp Vorndran

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

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Martin Elsen/ZB/euroluftbild, Picture Alliance (S. 1); © Lars Heller (S. 2); © Marcus Becker (S. 3); © Marc Comes, CHB-P (S. 5); © ivanmateev, iStockphoto (S. 5); © akg-images, Picture Alliance (S. 5); © Martin Elsen/ZB/euroluftbild, Picture Alliance (S. 6, 11); © Lars Heller (S. 6–11); © Imaginechina/Dycj, Picture Alliance (S. 12–15); © Marc Comes, CHB-P (S. 16–21); © ptnphotonof, Adobe Stock (S. 22); © ivanmateev, iStockphoto (S. 26–27); © Nikada, iStockphoto (S. 32); © Tobias Machhaus/Shotshop, Picture Alliance (S. 36); © drante, iStockphoto (S. 40); © CSA-Printstock, iStockphoto (S. 43–44); © akg-images, Picture Alliance (S. 50); © ZUMAPRESS/BuyEnlarge, Picture Alliance (S. 53); © akg-images, Picture Alliance (S. 54, 55 unten); © Markus Schreiber/AP Photo, Picture Alliance (S. 55 oben); © Marcus Becker (S. 56); © Marc Comes, CHB-P (S. 60)

Flossbach von Storch Invest S.A.
6, Avenue Marie-Thérèse, 2132 Luxembourg, Luxembourg
www.flossbachvonstorch.lu

