

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren



Das Duell

„DIESMAL IST ES ERNSTER“

Was der Handelsstreit mit früheren Konflikten gemein hat.

EINE NEUE, ALLES BEIM ALTEN

Wie Madame Lagarde die EZB-Politik prägen könnte.

DIE ZEIT HEILT ALLE WUNDEN

Warum Geduld aus Anlegersicht so wichtig ist.





Der Handschlag von Donald Trump ist berüchtigt.
Er soll seinem Gegenüber (und Trumps Anhängern) signalisieren,
dass er die Gespräche dominieren möchte.
Ob der erratische Präsident den Konflikt mit China für sich entscheiden kann,
erfahren Sie ab 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

Wer bei Google den Begriff „Nachhaltigkeit“ eingibt, bekommt von der Suchmaschine fast 40 Millionen Treffer ausgeworfen. Bei „Wirtschaftswachstum“ sind es nicht einmal drei Millionen. Das Thema Nachhaltigkeit ist gerade mächtig „in“, so viel steht fest. Ein sehr komplexes Thema, das in der Öffentlichkeit meist auf ökologische Fragen reduziert wird. Das Ökonomische, der nachhaltige Umgang mit Finanzen beispielsweise, spielt in der Diskussion dagegen kaum eine Rolle. Ich halte das für einen großen Fehler.

Wir leben in einer Zeit, in der die Staatsschulden aus dem Ruder laufen und die Schuldner nur deshalb nicht bankrott sind, weil die Notenbanken als Retter parat stehen. Unser Finanzsystem? Ist längst planwirtschaftlich organisiert. Es scheint nur noch darum zu gehen, Schulden langfristig bezahlbar zu machen, um den Bankrott des Systems so weit wie möglich in die Zukunft zu verschieben. Die großen Währungsräume wetteifern darum, welche Währung denn nun im direkten Vergleich die schwächere ist – um sich so einen vermeintlichen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Schuldenberge, Minuszinsen, Weichwährungen – soll all das etwa nachhaltig sein?

Das Problem ist: Nur prosperierende Volkswirtschaften werden alte Strukturen aufbrechen, Forschung und technologische Entwicklung vorantreiben und so die Umwelt, das Klima, langfristig schützen können. Ohne solide Finanzen geht das nicht. Ohne Ökonomie keine Ökologie. Das gilt im Großen wie im Kleinen.

Die Grundlage für Nachhaltigkeit ist Wissen. Das wenige, was wir unseren Kindern an nachhaltigen Werten mit auf ihren Lebensweg geben können, ist eine gute, fundierte Ausbildung. Dazu zählt auch Wirtschafts- und Finanzwissen. Umso erschütternder, ja geradezu skandalös ist es, wie klein der Anteil dieser Themen im Schulalltag ist. Nachhaltig ist das nicht.

Die Flossbach von Storch Stiftung setzt sich dafür ein, dass Wirtschafts- und Finanzwissen keine Geheimwissenschaft bleibt, sondern weit verbreitet wird – so, wie es das Thema eigentlich verdient (S. 42). Wissen in diesem Fach kann Wohlstand und ein selbstbestimmtes Leben bedeuten. Auch das gilt im Großen wie im Kleinen.

Eine spannende Lektüre wünscht

Kurt von Storch
Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG



Flossbach von Storch
POSITION
3/2019

WELTBILD

Weltwirtschaft
6 **Das Duell**

Interview
12 **„Diesmal ist es ernster“**

Kolumne
18 **Mail aus Shanghai**

Notenbanken
20 **Eine Neue, alles beim Alten**

ANLAGESTRATEGIE

Zinsen
26 **Vom Sparer zum Anleger**
32 **Zeitenwende**

Anleihen
34 **Made in Japan**
37 **Anleihen? Immer noch interessant.**

Aktien
38 **Die Zeit heilt alle Wunden**

KONTEXT

(Aus)Bildung
42 **Wer weiß ...**
46 **Was ist unser Geld wert?**

History
48 **Wenn eine Währungsunion zerbricht**
55 **„Präzedenzfall für den Euro“**

Strategie & Strategie
56 **Die Mücke und der Elefant**

Glossar
58



Notenbanken

Eine Neue, alles beim Alten

Die EZB bekommt im Herbst eine „politische“ Chefin. Was das für die Sparer in Europa bedeutet.

20



Aktien

Die Zeit heilt alle Wunden

Geduld zählt zu den wichtigsten Tugenden eines Anlegers. Eine Analyse zeigt, warum das so ist.

38



History

Wenn eine Währungsunion zerbricht

Die Eurozone ist nicht die erste Währungsunion Europas. Vor 150 Jahren gab es eine Vorgängerin, die scheiterte.

48

DAS DUELL

von Bert Flossbach

Die Auseinandersetzung zwischen den USA und China lässt sich nicht mit einem „Deal“ beenden, im Gegenteil – sie wird Anleger vermutlich noch lange beschäftigen. Aber was bedeutet das für eine langfristig ausgerichtete Anlagestrategie?

Das Problem ist, dass der von Donald Trump vom Zaun gebrochene Handelskrieg nicht auf dessen strategischer Weitsicht beruht. Er folgt vielmehr einer schwer kalkulierbaren, teilweise erratischen Taktik des US-Präsidenten. Trump nimmt sich etwas, gibt dann einen Teil wieder zurück – und das Ganze beginnt wieder von vorn. Er nutzt den Status der USA als technologische Führungsmacht und den US-Dollar als wichtigste Handels- und Reservewährung, um Druck auszuüben. Er wirft das Gewicht eines riesigen Absatzmarktes in die Waagschale, droht mit seiner präsidenten und militärischen Macht.

Der am 29. Juni auf dem G20-Gipfel in Osaka erzielte Kompromiss mit China ist wohl eher eine Atempause in einem Dauerkonflikt, den der US-Präsident aus taktischen Gründen für seine Verhandlungen gebraucht hat – mehr aber auch nicht. Dass es nur Chinesen sein werden, die die von den USA erhobenen Zölle bezahlen würden, ist nur eine von Trumps irreführenden Behauptungen. Am Ende des Tages sind es nämlich auch US-Unternehmen und US-Amerikaner, die zur Kasse gebeten werden – in Form von niedrigeren Gewinnen und höheren Preisen. So oder so dämpfen massive Zollerhöhungen den Welthandel und das Wirtschaftswachstum (vgl. Grafik 1).

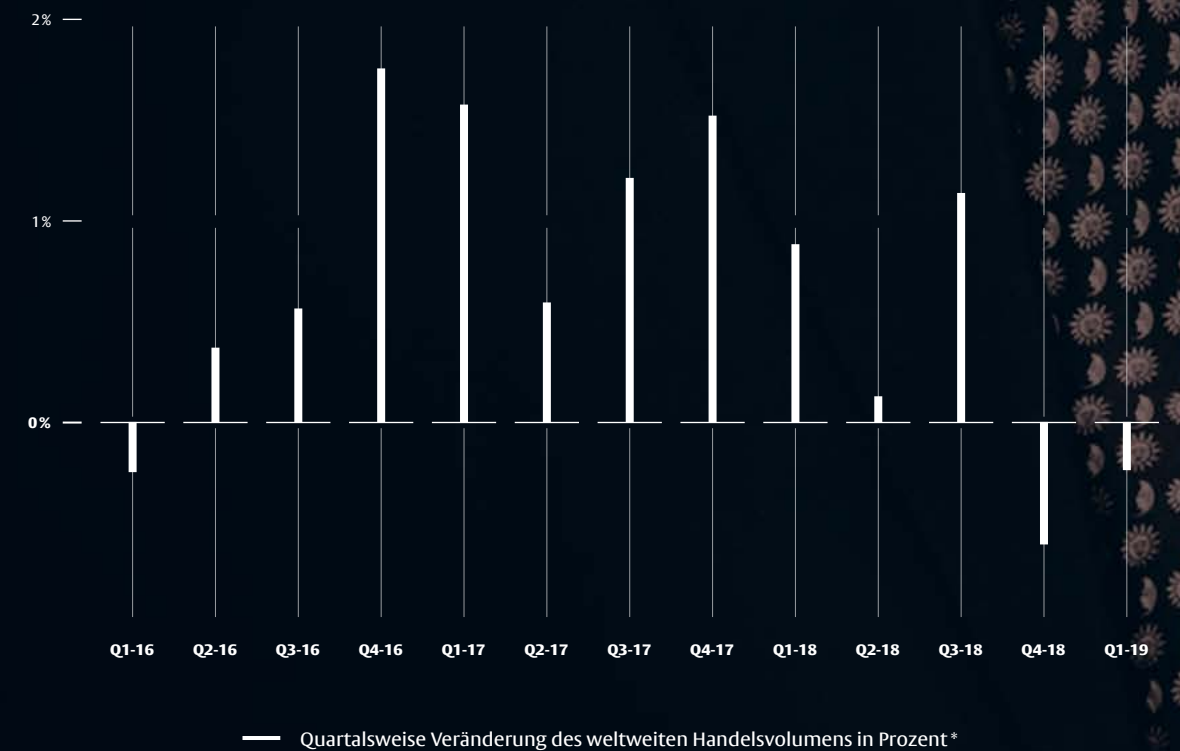
AUSWIRKUNGEN HALTEN SICH BISLANG IN GRENZEN

Wie stark und wie nachhaltig dieser Effekt ist, lässt sich nur schwer berechnen, zumal mögliche Produktionsverlagerungen in andere asiatische Länder die Auswirkungen begrenzen. Eine Rückverlagerung von Arbeitsplätzen in die USA wird es wohl kaum geben. Beispielsweise spricht die Ankündigung Apples, seine letzte in den USA verbliebene Computerfertigung nun auch nach China zu verlagern, eher für das Gegenteil.

Trump's Position in einem globalen Handelskonflikt ist auf Dauer nicht so stark, wie er denkt und die Menschen glauben machen möchte. Solange er nur Zölle erhöht und einzelne Unternehmen, Huawei zum Beispiel, bestraft, halten sich die unmittelbaren Auswirkungen in Grenzen. Es gibt zudem Hoffnung, dass der Rest der Welt sich durch Trump's Protektionismus an die Vorzüge des Freihandels erinnert und näher zusammenrückt. Die vorläufige Einigung der EU mit dem lateinamerikanischen Mercosur, die einen weitgehenden Abbau von Zoll- und Handelsschranken vorsieht, könnte ein Indiz dafür sein. →

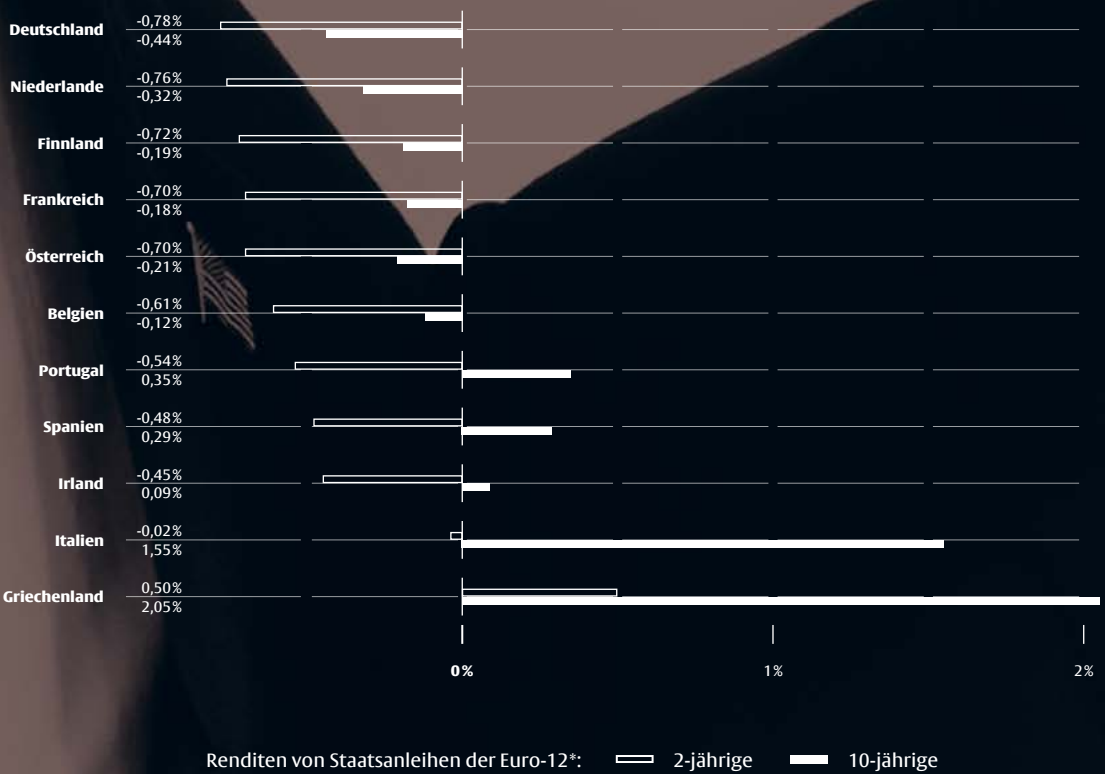
Einen
protektionistischen
Mehrfrontenkrieg
kann
Trump
nicht
gewinnen,
wenn ganze Wert-
schöpfungsketten
zerstört und die
USA zunehmend
isoliert werden.

Grafik 1
Der Handelskonflikt hinterlässt erste Spuren
Weltweites Handelsvolumen leicht rückläufig



* Betrachtet wird der Warenhandel; Dienstleistungen sind nicht inkludiert.
Quelle: CPB World Trade Monitor, Flossbach von Storch, Daten per 1. August 2019

Grafik 2
Immer tiefer
Negativ rentierende Staatsanleihen in der Eurozone



* Erstländer bei der Bargeldeinführung 2002. Luxemburg wurde nicht berücksichtigt.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 1. August 2019

Wenn Trump aber das Ziel verfolgt, die Hegemonie der USA, insbesondere deren technologische Vorherrschaft, zu verteidigen und China so lange wie möglich auf Abstand zu halten, schadet er nicht nur seiner eigenen Nation, sondern der gesamten Welt (-wirtschaft).

Schon jetzt hat er mit seinen Strafmaßnahmen den Ehrgeiz der Chinesen geweckt, die technologische Lücke zu den USA noch schneller zu schließen und sich möglichst unabhängig von deren Technologie zu machen. Einen protektionistischen Mehrfrontenkrieg, der gleichzeitig auch noch gegen Mexiko und die EU gerichtet ist, kann Trump nicht gewinnen, wenn ganze Wertschöpfungsketten zerstört und die USA zunehmend isoliert werden.

TRUMP BRAUCHT DIE WALL STREET

Genau das ist auch das große Problem des US-Präsidenten: Trump hat den Erfolg seiner Politik untrennbar mit der Entwicklung der Wirtschaft und der Börse verknüpft. Ein Konjunkturbruch und ein schwacher Aktienmarkt, die die Bilanz seiner ersten Amtsperiode zerstören, würden die Chancen auf die heiß ersehnte Wiederwahl reduzieren. Es würde deshalb seiner Taktik entsprechen, in den kommenden Monaten noch mit einzelnen handelspolitischen Maßnahmen Härte zu zeigen und damit vorübergehende Rückschläge an der Börse in Kauf zu nehmen. Spätestens in einem Jahr muss dann aber alles für die heiße Phase des Wahlkampfs angerichtet sein. Das Kalkül des US-Präsidenten: Gute Wirtschafts- und Börsendaten – gepaart mit einigen medial aufladbaren „Deals“ – würden ihm im Kampf um die zweite Amtszeit helfen.

In diesem Kontext ist auch der Druck von Donald Trump auf US-Notenbankchef Jerome Powell zu beurteilen, die Zinsen deutlich zu senken. Ironischerweise kann Trump dieser ungewöhnlich deutlichen Forderung durch seine eigenen Handelsscharmützel selbst Vorschub leisten. Die Reaktion von Fed-Chef Powell fiel entsprechend aus. In seiner jüngsten Pressekonferenz ließ er seine Bereitschaft erkennen, die Zinsen aus Sorge vor den Auswirkungen eines eskalierenden Handelskonflikts zu senken. Dieses Muster dürfte sich wiederholen, zumal Trump sich tiefere Zinsen auch zur Schwächung des seiner Meinung nach viel zu starken US-Dollars wünscht.

KONSTANT IST NUR DIE UNSTETIGKEIT

Das Taktieren des US-Präsidenten im Zollstreit wird weitergehen. Seine Unstetigkeit bleibt eine Konstante. Drohung, Rücknahme, erneute Drohung, Umsetzung, Rücknahme und so weiter. Trump wird alles tun, was Wirtschaft und Börse im nächsten Jahr hilft. Zumindest aus seiner Sicht.

Dazu gehört auch, die Unabhängigkeit der US-Notenbank immer wieder infrage zu stellen; im Grunde würde Trump den Fed-Vorsitz am liebsten in Personalunion mit übernehmen, wenn es die Statuten erlaubten. Dann könnte er Zinsen, Dollar-Kurs und Aktienmärkte unmittelbar beeinflussen. So bleibt ihm nur die Möglichkeit, Notenbankpräsident Powell unter Druck zu setzen und ihm die Rolle des Sündenbocks anzudrohen, falls die Dinge nicht in die gewünschte Richtung laufen. Die Wirkung bleibt nicht aus, wie die rasche Kehrtwende von Powell zeigt. Sie darf unseres Erachtens als Signal für weiter sinkende Zinsen in den USA gewertet werden, was wiederum Auswirkungen auf die Bewertung aller Kapitalanlagen hat.

Mario Draghi, der Chef der Europäischen Zentralbank (EZB), braucht diesen Druck nicht. Er fühlt sich als hochrangiger politischer Beamter für Wohl und Wehe der Eurozone verantwortlich. Ein extrem niedriges Zinsniveau ist Teil seiner Mission, den Euro zusammenzuhalten (Grafik 2). Draghi versteht die protektionistischen Drohungen Trumps als wichtiges Signal für die Fortsetzung der Tiefzinspolitik, wie er auf der Pressekonferenz im Anschluss an die EZB-Sitzung am 6. Juni in Vilnius erkennen ließ:

„It seems that the presence of rising threat of protectionism, the geopolitical factors that are weighing on the Eurozone economic outlook would rule out any increase in interest rate.“

Deshalb kann es auch niemanden wirklich verwundern, dass sich Trump jemanden wie Draghi als nächsten Fed-Chef wünscht. ♦

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

„Diesmal ist es ernster“



Der Streit zwischen den USA und China beschäftigt die Welt – vermutlich noch sehr lange. Im Interview sprechen Thomas Mayer und Gunther Schnabl über die Gründe, den möglichen Ausgang und die Auswirkungen.

Ist die Auseinandersetzung zwischen den USA und China eigentlich noch ein Wirtschaftsstreit oder schon ein Handelskrieg?

SCHNABL: Ein Handelskonflikt – der übrigens nicht neu ist. Donald Trumps Vorgehen ist auch keine Besonderheit. Das Konfliktmuster geht auf die 1980er-Jahre zurück. Damals drohten die USA mit Strafzöllen gegen Japan. Auch der Wechselkurs wurde als Instrument genutzt, um den aufstrebenden Wettbewerber in die Schranken zu weisen. In der Vergangenheit haben die Amerikaner immer bekommen, was sie wollten.

Aber was wollen sie diesmal?

SCHNABL: Das ist die spannende Frage. Schlussendlich kann es jedenfalls nicht im Interesse der amerikanischen Konsumenten sein, dass die Preise von chinesischen Produkten in den USA deutlich teurer werden. Der Zollkonflikt kann also nur ein Instrument sein, um ein anderes, aus Sicht der USA höherwertigeres Ziel zu erreichen.

MAYER: Ich möchte da noch mal auf Dein Japan-Beispiel zurückkommen. Ich kann mich gut daran erinnern, als ich 1983 in die USA kam. Auch damals regten sich viele über das riesige Leistungsbilanzdefizit auf, insbesondere gegenüber den Japanern. Das Einzige, was die Amerikaner noch exportieren könnten, sei Schrott, hieß es.

SCHNABL: Die Struktur des Handelskonflikts mit Japan ist der des heutigen mit China nicht unähnlich ...

MAYER: Ja, und für das übergeordnete Ziel gilt das auch. In den 1980ern waren die Regale in den Buchhandlungen voll mit Literatur über Japan – den rasanten Aufstieg der kommenden Supermacht. Schlussendlich ging es den Amerikanern wie heute um ihre Stellung als Weltmacht, also um Geopolitik. Der Zollkonflikt ist nur eines der Instrumente. Viel wichtiger dürfte das Thema Technologietransfer sein; das hat jüngst das Beispiel Huawei gezeigt. Lassen die Amerikaner einfach so zu, dass die Chinesen sie in nicht allzu ferner Zukunft überholen? Offensichtlich sind sie nicht gewillt, das zu tun.

Wobei Japan und China nicht wirklich miteinander vergleichbar sind ...

MAYER: Das ist richtig. Anders als Japan während des Kalten Krieges sind die Chinesen heute nicht auf den militärischen Schutz der Amerikaner angewiesen. Das Verhältnis ist also nicht von der militärischen Dominanz der USA geprägt. Chinas Position ist weit stärker, das Selbstbewusstsein im Übrigen auch. Staatspräsident Xi Jinping möchte nicht, dass China kleine, sondern große Fußspuren hinterlässt. Nach einer Auszeit von mehreren hundert Jahren wird der Machtanspruch Chinas wieder sehr selbstbewusst vorgetragen. Der Konflikt heute ist also ernster als der mit Japan in den 1980er-Jahren.

Ist der Herausforderer diesmal möglicherweise stärker als die USA?

SCHNABL: Da wäre ich eher zurückhaltend. Die USA sitzen immer noch am längeren Hebel.

MAYER: Dem würde ich zustimmen, wobei Trump an diesem Hebel sägt.

Das müssen Sie bitte erklären – Hebel und Säge.

SCHNABL: Seit der Jahrtausendwende ist sehr viel Kapital aus den USA nach China geflossen. Überkapazitäten wurden aufgebaut. Heute werden in China schlicht zu viele Güter produziert. Und da die Kaufkraft der Chinesen zwar wächst, aber immer noch vergleichsweise gering ist, →

braucht das Land die Auslandsmärkte, insbesondere die USA. Wenn Trump nun die Absatzwege mithilfe von Zöllen verstopft, dann ist das eine politische Bedrohung für die Regierung in Peking. Die kann es sich schlicht nicht leisten, wenn eine größere Zahl der chinesischen Arbeiter arbeitslos wird. Schließlich hat man den Bürgern einen moderaten Wohlstand versprochen.

Aber zahlen nicht schlussendlich die amerikanischen Konsumenten die Zölle?

SCHNABL: Eher nein. Denn die chinesischen Unternehmen werden, eben weil sie so abhängig von den Auslandsmärkten sind, gezwungen, die Preise zu senken, um ihre Produkte weiterhin verkaufen zu können. Einen Großteil der Zölle – es gibt Berechnungen, die kommen auf einen Anteil von drei Vierteln – fangen also die chinesischen Unternehmen auf. Sie müssen das, denn andernfalls wären sie gezwungen, die Überkapazitäten abzubauen, müssten Arbeitsplätze streichen. Das kostet. Das tut weh.

Was können die Chinesen tun?

SCHNABL: Sie versuchen, den Druck durch zusätzliche billige Kredite der staatlich kontrollierten Banken an die Unternehmen aufzufangen. Das lähmt aber die Anreize, wirtschaftlich zu arbeiten. Außerdem baut China seine Einflussosphäre aus. Das Projekt „neue Seidenstraße“ ist so ein Beispiel. Oder die wachsende Einflussnahme in Afrika. China versucht so, unabhängiger vom US-Markt zu werden. Ich glaube aber nicht, dass das so leicht gelingen wird – dazu ist der US-Markt schlicht zu groß und zu wichtig, die Kaufkraft in den Entwicklungsländern zu gering.

Herr Mayer, Sie sagten eben, Trump säge am Hebel – wie war das gemeint?

MAYER: Wenn Trump die Herausforderung wirklich ernst nähme, dann müsste er eigentlich strategischer vorgehen. Stattdessen brüskiert er seine Verbündeten, die ihm im Konflikt mit China sehr nützlich sein könnten. Mit der Aufkündigung

des TPP-Abkommens, das von seinem Amtsvorgänger Barack Obama eigentlich als Handelsbündnis gegen China gedacht war, hat er die Japaner vor den Kopf gestoßen. Seine direkten Nachbarn, allen voran Mexiko, brüskiert er mit seinem Mauerprojekt und Zöllen. Die Europäer, seine natürlichen Partner, vergrault er mit unverhohlenen Drohungen, selbst wenn seine Kritik an ihnen in Teilen berechtigt ist.

Was genau ist berechtigt?

MAYER: Der Vorwurf beispielweise, Europa tue zu wenig, was den Beitrag zum gemeinsamen Verteidigungsbündnis Nato betrifft. Tatsächlich verhalten sich die Europäer, insbesondere die Deutschen, bei diesem Thema wie Trittbrettfahrer; die schmutzige Arbeit lassen sie lieber die Amerikaner machen, weil es bequemer ist. Man kann diese Diskussion aber anders führen, als Trump das tut.

Folgt dieses Erratische, Unberechenbare Trumps nicht am Ende doch einer konsistenten Strategie?

MAYER: Das ist sehr schwer zu sagen. Trump kümmert sich um Dinge, die aus seiner Sicht unter den Nägeln brennen. Die Unternehmensteuerreform beispielsweise. Die USA hatten zuvor absurd hohe Sätze, was dazu geführt hat, dass große US-Konzerne Cash im Ausland, etwa in Europa, geparkt haben, Apple zum Beispiel. Die Steuerreform war überfällig. So gesehen spricht Trump schon wichtige Dinge an. Man sollte ihn deshalb, anders als viele seiner politischen Gegner von der Ostküste das tun, ernstnehmen. Dabei neigt er aber immer wieder zu Verrücktheiten.

SCHNABL: Wobei sich da schon eine gewisse Konsistenz hineininterpretieren ließe. Über die Zölle versucht er, China zu destabilisieren. Je besser ihm das gelingt, umso mehr Kapital wird von China in die USA fließen. Kapital, das erst einmal in den USA ist, wird vermutlich nicht so schnell wieder zurückfließen. Davon profitiert die US-Wirtschaft. Sie wächst aktuell nicht umsonst deutlich robuster als andere Währungsräume – das hängt meines



„Die Globalisierung könnte rückabgewickelt werden. Es gibt weniger zu verteilen, wobei die USA mehr von dem Weniger bekommen werden.“

Gunther Schnabl



„Nach einer Auszeit von mehreren Hundert Jahren wird der Machtanspruch Chinas wieder sehr selbstbewusst vorgetragen.“

Thomas Mayer



Erachtens auch mit der Kapitalflucht in die USA zusammen. Mit der Unternehmensteuersenkung hat er die Tür noch weiter geöffnet, macht die USA als Investitionsstandort damit noch attraktiver.

MAYER: Ich glaube, du traust ihm da etwas zu viel zu.

SCHNABL: (lacht) Dazu würde aber auch die Forderung Trumps passen, die US-Notenbank Fed möge doch tunlichst die Zinsen senken. Trump will den US-Dollar schwächen, um so den Aufwertungsdruck auf den chinesischen Renminbi zu erhöhen, was wiederum ein Problem wäre für Chinas Exportwirtschaft. So war es übrigens auch beim Konflikt mit Japan: Immer wenn die USA Japan schwächen wollten, haben sie den US-Dollar heruntergeredet und damit den Yen stark gemacht.

MAYER: Aber das zeigt auch, dass Trump sich zwar mit Immobiliendeals auskennt, aber nicht alle ökonomischen Sachverhalte versteht.

Warum?

MAYER: Trump ist auch hier inkonsistent. Er kann dauerhaft nicht beides haben: eine expansive Fiskalpolitik, also Steuersenkungen, dazu eine sehr großzügige Geldpolitik, die der Leistungskraft der eigenen Wirtschaft nicht entspricht. Am Ende steht der Währungsverfall, etwas überspitzt formuliert. So wie in der Türkei. Erdogan wollte auch beides.

SCHNABL: Wobei die USA anders als die Türkei mit dem Dollar über die Weltreservewährung verfügen, sie die Inflation also über die Welt verteilen können.

Ganz konkret: Was will Trump?

MAYER: Jenseits unserer Gedankenspiele geht es ihm vor allem darum, wiedergewählt zu werden, was nichts anderes bedeutet, als dass die USA in der heißen Phase des Wahlkampfs ökonomisch gut dastehen müssen, was die Wall Street logischerweise miteinschließt. Dem wird er in den kommenden Monaten alles unterordnen.

SCHNABL: Sehe ich ähnlich. Darüber hinaus folgt er seiner „America first“-Doktrin. Er möchte sein Land besserstellen – auf Kosten der Handels-

partner. Je instabiler die Umgebung, umso besser stehen die USA da. Das ist aber gewiss kein kooperativer Ansatz.

Lassen sich die bisherigen ökonomischen Folgen des Konflikts in irgendeiner Form beziffern?

MAYER: Schwierig. Es spricht aber einiges dafür, dass die Stagnation der Weltwirtschaft, die ja vor allem über den Export reinkommt, politik-induziert ist, also nicht zuletzt das Ergebnis der Handelsstreitigkeiten.

Was sind die langfristigen Folgen?

SCHNABL: Die Globalisierung könnte rückabgewickelt werden. Es gibt weniger zu verteilen, wobei die USA mehr von dem Weniger bekommen werden.

MAYER: Globalisierung hat die Welt insgesamt reicher gemacht, Deglobalisierung macht sie ärmer. Verlieren werden offene Volkswirtschaften, die in den vergangenen Jahrzehnten zu den großen Profiteuren der Globalisierung gehört haben, Deutschland allen voran. Rund 47 Prozent des Bruttoinlandsprodukts entfallen hierzulande auf die Exporte; bezogen auf die gesamte Eurozone beträgt der Anteil immerhin 36 Prozent. Bei den USA dagegen sind es nur 12 Prozent, was zeigt, dass die USA weit weniger anfällig sind. Das Problem ist, dass eine Volkswirtschaft nicht dauerhaft auf Kosten der anderen wachsen kann, während deren Wohlstand dahinschmilzt. Mit Bettlern lassen sich irgendwann keine Geschäfte mehr machen.

Vielen Dank für das Gespräch.

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

Prof. Gunther Schnabl ist Senior Fellow am Flossbach von Storch Research Institute. An der Universität Leipzig hat er den Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik und internationale Wirtschaftsbeziehungen inne und leitet das Institut für Wirtschaftspolitik.

von Shenwei Li



MAIL AUS SHANGHAI

Wirtschaftsmotor, Supermacht, Parteiendiktatur. Wer sich für globale Trends interessiert, der blickt nach China. Die Analystin Shenwei Li berichtet von ihren Erfahrungen – aus dem Blickwinkel einer Chinesin.

Schon länger gab es Kritik aus den USA an der Wirtschaftspolitik in unserem Land. Vor etwas mehr als einem Jahr gab es die ersten konkreten Drohungen, die Warnung vor einem Handelskrieg. Es folgten alle möglichen Verhandlungen, Kompromisse, Exportverbote, die Huawei-Geschichte. All dies hat aber leider nichts gebracht. Seit dem 13. Mai 2019 kann man wohl von dem Ausbruch eines heißen Handelskrieges sprechen. Seitdem China die neuen Zölle der USA mit eigenen Zöllen konterte.

Oftmals sind es die vermeintlich kleinen Dinge, die den Menschen zeigen, dass eine Zeitenwende bevorsteht. Dass es diesmal ernst ist, das haben die Chinesen beim Blick auf die Berichte der „Staatsmedien“ bemerkt. Der Moderator von CCTV gab sich ganz anders als in den Wochen zuvor. Das typisch chinesische Wording, höflich im Ton und ambivalent in der Aussage, fehlte diesmal. Es gab eine klare Ansage. *„Wir Chinesen sind nicht gegen Verhandlungen ... wir würden bei einem offenen Handelskrieg gegenhalten ... nur um uns selber aktiv zu verteidigen ... die Amerikaner können es vergessen, uns zu mobben.“*

Noch vor einem Jahr hatten viele Chinesen Verständnis für die Kritik an unserer Wirtschaftspolitik. Selbst mögliche Sanktionen erschienen vielen logisch, etwa wenn Patente nicht geschützt sind oder ausländische Unternehmen beim Eintritt in unsere Märkte mit Restriktionen rechnen müssen. Dann drehte sich die Stimmung, zuerst kaum merklich, dann immer deutlicher, hin zu einer Pro-Partei-, Pro-China-Sicht. Eine neue Erkenntnis hat sich in der Bevölkerung verbreitet: Es geht den USA längst nicht mehr nur um Handelsüberschüsse, sondern um das Ende von Chinas Aufstieg.

Ein historischer Moment, das offene Ringen um die Hegemonie unter den Weltmächten, setzte nicht nur beim sonst immer coolen Moderator von CCTV Emotionen frei. Viele Chinesen begriffen: Sie waren einer Illusion erlegen. Ein paar Kompromisse werden keinen friedlichen und folgenlosen Deal bringen. Nun beginnt eine neue Zeit. Geprägt von „Mut und Widerstand“.

Wenn Zyniker sagen, dass Politik eigentlich gar nichts anderes sei als die Manipulation der Gedanken, eine Beeinflussung der Massen, dann hat die Kommunistische Partei keinen schlechten Job gemacht. Einerseits zeigt sie Härte gegenüber dem Ausland, andererseits Milde bei den eigenen Bürgern. Es gab Steuersenkungen für Privatpersonen und Unternehmen, die Beiträge zur Sozialversicherung wurden gesenkt. Das kam bei den Leuten (zumindest kurzfristig) natürlich gut an.

Interessanterweise lag der Fokus der Parteipropaganda zum Handelskrieg diesmal nicht darauf, wie „böse“ die USA sind. Es ging vor allem darum, wie sehr die USA selber darunter leiden sollten. Die Staatsmedien verwiesen auf eine Studie einer US-Investmentbank, nach der auch die Amerikaner wegen der Zölle mit höheren Preisen rechnen müssen. US-Senatoren wurden (erstmalig) zitiert, sie kritisierten die US-Zölle scharf. Der Verweis auf den zwischenzeitlichen Einbruch an den US-Börsen durfte nicht fehlen. Das Credo der Kommentatoren: Donald Trump agiert völlig unvernünftig, und die USA haben mehr zu verlieren als China.

Eine historische Entwicklung etabliert sich aber nicht über Nacht. Der Aufschwung Chinas, der Donald Trump offenbar umtreibt, zeigt sich besonders gut am Arbeitsmarkt. Noch vor zehn Jahren waren ausländische Unternehmen bei den Chinesen als Arbeitgeber heiß begehrt. Die einheimischen Unternehmen standen hingegen für Überstunden und schlechte Gehälter. Bei den Staatsunternehmen drohten politische Ränke und andere Befindlichkeiten.

Das ist lange vorbei. Heute gelten ausländische Unternehmen als „Altenheime“, eine Art vorgezogener Ruhestand im laufenden Berufsleben. Einziger Vorteil: Achtstundentage, üppig bemessene Urlaubsansprüche und eine fürsorgliche Krankenversicherung. Wirklich begehrt sind aber die chinesischen Unternehmen. Huawei ist der beliebteste

Arbeitgeber der Absolventen der besten acht chinesischen Unis. Dicht gefolgt von Tencent, NetEase, ICBC, SAIC, ZTE. Ausländische Arbeitgeber folgen erst mit weitem Abstand.

Auf den ersten Blick mag das verwundern, denn bei chinesischen Unternehmen gilt „996“. Eine Arbeitszeit von 9 Uhr morgens bis 9 Uhr abends, an 6 Tagen pro Woche. Laut Quartalsbericht verdient jeder Mitarbeiter bei Tencent im Schnitt rund 70.000 Yuan pro Monat (rund 9100 Euro). Zum Vergleich: Das jährliche Durchschnittseinkommen der Chinesen lag 2018 bei 82.000 Yuan. Das Gehaltsniveau bei ausländischen Arbeitgebern liegt zwar über dem landesweiten Durchschnitt – aber merklich unter dem von Tencent oder Huawei. Ankündigungen von Oracle, insgesamt 900 Mitarbeiter in China zu entlassen, oder von Amazon, das E-Commerce-Geschäft einzustellen, zeigen, dass chinesische Unternehmen (auf Kosten der ausländischen Konkurrenz) in den vergangenen Jahren wohl einen guten Job gemacht haben – auch wenn das Wettbewerbsumfeld für ausländische Unternehmen in China nicht immer fair erscheinen mag. 2010 kam nur jeder zweite Auslandsstudent nach China zurück, 2018 waren es 80 Prozent. Die Heimat ist für Talente immer attraktiver geworden, ein Brainrain, das Auswandern der klugen Köpfe, droht in China nicht.

In Shanghai, wo ich nach meiner Zeit in Deutschland seit vier Jahren wieder lebe, zeigt sich der Aufstieg Chinas auf der Straße. Man sieht mehr und mehr Ausländer in der Stadt. Keine Touristen, sondern „Gastarbeiter“, für die die Metropole eine Perspektive bietet. Sie kennen sich aus, gehen ohne Karte oder Fremdenführer spazieren, einige sprechen ganz gut unsere Sprache. Ich selber kam vor zehn Jahren als Auslandsstudentin nach Deutschland. Mein Eindruck: 2008 kam ich aus einem Schwellenland in eine Industrienation. 2019 ist China längst kein Schwellenland mehr. Bei meinem jüngsten Besuch in Köln hatte ich fast den Eindruck, dass Deutschland hinter China zurückgefallen ist. Zumindest mit Blick auf die Infrastruktur und technologische Kompetenz. Wer in Köln einmal mit der Bahn gefahren ist oder mit dem Handy bezahlen wollte, weiß, wovon ich rede. ♦

Analystin Shenwei Li berichtet aus China.

alles beim Alten

Die Europäische Zentralbank (EZB) bekommt erstmals eine Präsidentin: Christine Lagarde, bisher Chefin des Internationalen Währungsfonds (IWF), folgt im Herbst auf Mario Draghi. Wird sie etwas an der Niedrigzinspolitik in der Eurozone ändern? Vermutlich nicht. Sie könnte sich sogar noch verschärfen.

A photograph of Christine Lagarde, dressed in a light blue suit and high heels, standing and gesturing with her hands as she addresses a group of men in dark suits. The men are seated in a row of chairs with red patterned upholstery. Some are looking at her, while others are looking away or resting their heads. The setting appears to be a formal meeting or press conference.

Eine Neue,

von Bert Flossbach

Wofür steht eigentlich Christine Lagarde? Wir gehen davon aus, dass sie den eingeschlagenen Weg einer immer politischeren EZB fortführen wird. Ihr Pragmatismus, der auch eine flexible Geldpolitik erwarten lässt, zeigte sich bereits 2010, als sie sich als Finanzministerin Frankreichs bei der „Rettung“ Griechenlands mit dem Satz zitieren ließ: *„Wir haben gegen alle Regeln verstoßen, weil wir die Eurozone zusammenhalten und wirklich retten wollten.“*

Als politische Beamtin steht sie für Kontinuität in der Geldpolitik der Eurozone. Ihre Nominierung bestärkt uns in der Annahme, dass die EZB auch zukünftig alles tun wird, um den Euro zusammenzuhalten – „whatever it takes“. Aufgrund der hohen Verschuldung einiger Euroländer kann dies nur als Signal für eine Fortsetzung der Tiefzinspolitik gewertet werden. Wahrscheinlich ist, dass sie sogar noch lockerer wird. Die vergangenen Wochen könnten einen Vorgeschmack darauf gegeben haben. Die jüngsten Aussagen von Mario Draghi deuten jedenfalls darauf hin, dass wir, nach immerhin rund zehn Jahren, erst am Anfang der Tiefzinspolitik stehen – und nicht am Ende.

Für niedrige Inflation mag es verschiedene strukturelle Gründe geben: die Bevölkerungsalterung in den Industriestaaten, den technologischen Fortschritt und die Globalisierung. Ohne die ultralockere Notenbankpolitik wäre das heutige Zinsniveau aber nicht vorstellbar.

Die guten alten Zeiten, als Geld noch einen Preis (Zins) hatte – in den USA schienen sie bis vor Kurzem noch so nah. Doch seit Herbst vergangenen Jahres sind die Anleiherenditen auch dort wieder deutlich gefallen und haben bereits die ersten Zinssenkungen der US-Notenbank vorweggenommen. Die mit der ersten US-Zinssenkung

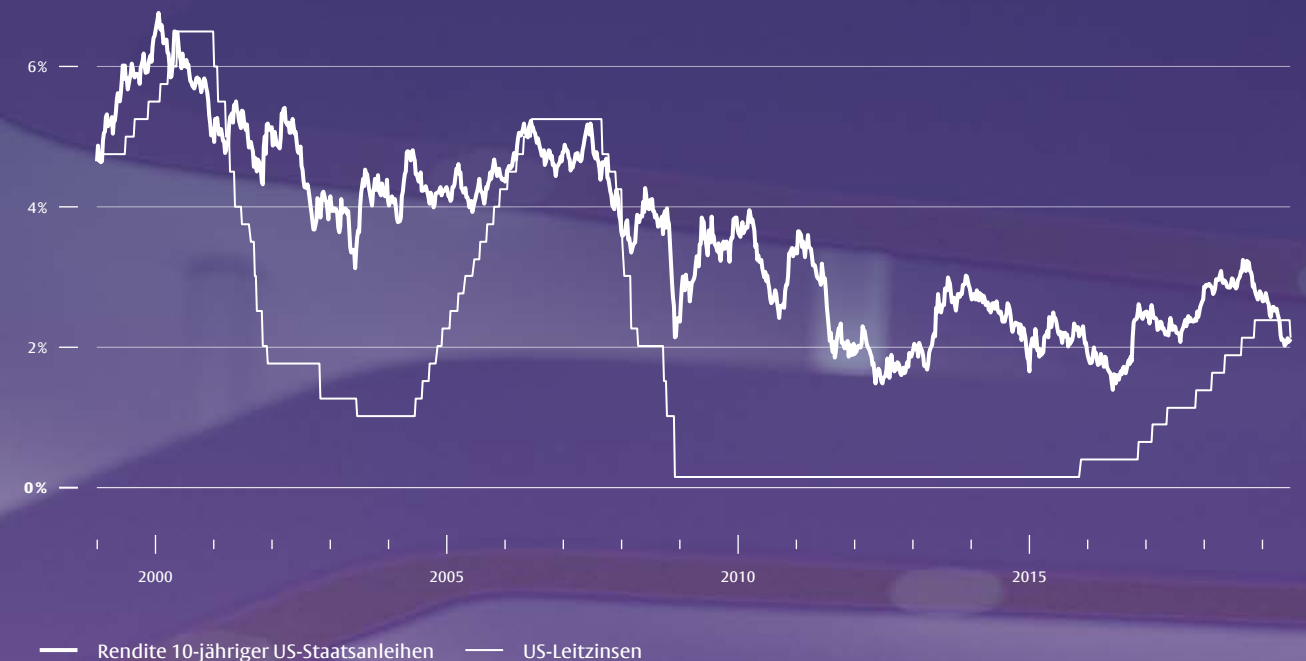
seit der Finanzkrise eingeläutete Wende von der Zinswende wurde nicht nur mit den niedrigen Inflationsraten, sondern auch mit dem Handelskonflikt begründet. US-Präsident Trump ging die Zinssenkung um 0,25 Prozentpunkte aber noch nicht weit genug. Sein Ziel, die Schwächung des US-Dollars, wurde nicht erreicht.

US-NOTENBANK HAT MEHR SPIELRAUM ALS EZB

Dennoch hat die Fed – nach den Zinsanhebungen in den vergangenen Jahren – weiterhin deutlich mehr Spielraum als die EZB (vgl. Grafik 1). Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist bereits auf rund zwei Prozent und damit unter den Leitzins der Fed gefallen. Zweijährige Papiere rentieren nur noch bei 1,8 Prozent und spiegeln damit die Erwartung weiterer Zinssenkungen in der näheren Zukunft wider. Wenn es schon in den USA, wo es wirtschaftlich rundläuft, nicht gelungen ist, ein „normales“ Zinsniveau zu erklimmen, wie soll es dann erst in der angeschlagenen Eurozone funktionieren?

Höchstwahrscheinlich gar nicht. Im März kündigte EZB-Präsident Mario Draghi neue „zielgerichtete“ Refinanzierungshilfen für die Banken der Eurozone mit Laufzeiten bis 2023 an. Die Märkte interpretierten das bereits als Hinweis auf die letzte Runde von Draghis Geldgeschenken.

Doch weit gefehlt. In einer denkwürdigen Rede im portugiesischen Sintra ließ er am 18. Juni durchblicken, dass die EZB sogar noch mehr machen könne, sollte die Inflation nicht endlich zulegen. Mit anderen Worten: Die Zinsen können noch weiter in den negativen Bereich gesenkt und weitere Anleihekaufprogramme gestartet werden. →

Grafik 1 **Zurück zum Anfang?** – US-Leitzins und Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 1. August 2019

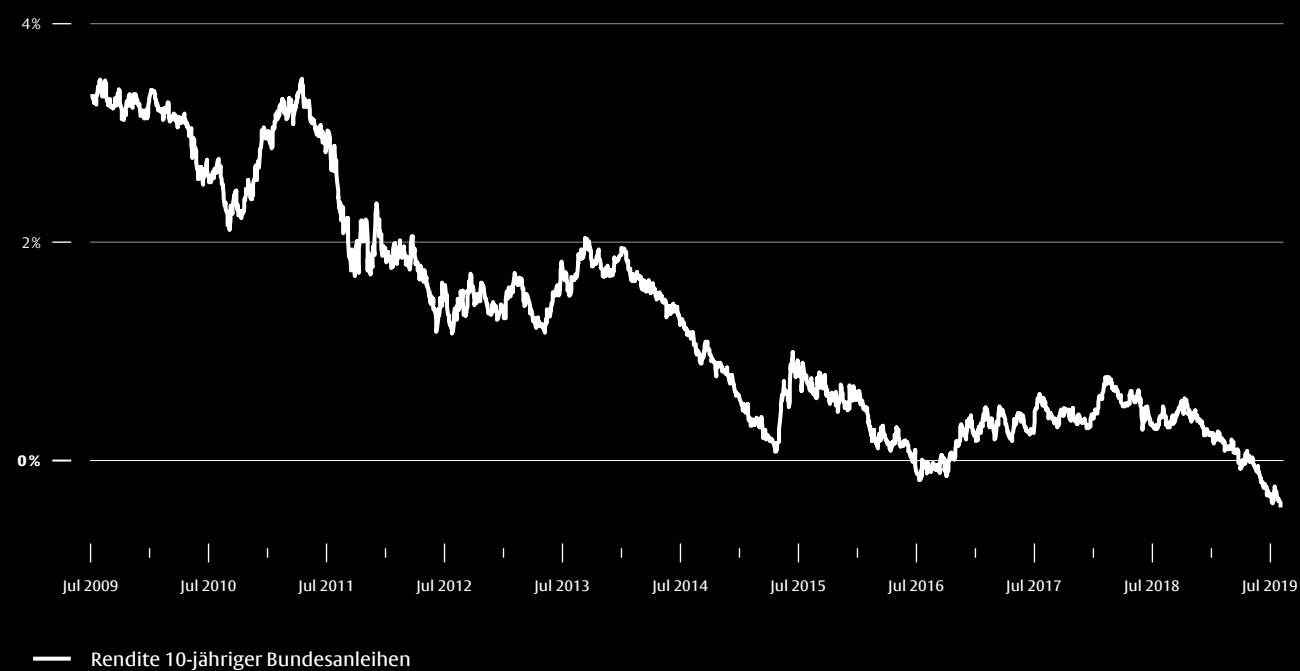
Christine Madeleine Odette Lagarde

bezeichnete eine große deutsche Illustrierte einmal als „Preußin in Chanel“. Die gelehrte Juristin und ehemalige Finanz- und Wirtschaftsministerin Frankreichs leitete zuletzt den internationalen Währungsfonds (IWF). Mit Blick auf die Geldpolitik gilt sie als Quereinsteigerin. Eine Rückkehr zu steigenden Zinsen scheint wohl eher unrealistisch. Wenn es schon in den USA, wo es wirtschaftlich rund läuft, nicht gelingt, ein normales Zinsniveau zu erreichen (vgl. Grafik 1), wie soll es dann erst in der angeschlagenen Eurozone funktionieren?

„Wir haben gegen alle Regeln verstoßen, weil wir die Eurozone zusammenhalten und wirklich retten wollten.“

Christine Lagarde, 2010

Grafik 2 **Verkehrte Welt** – 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 1. August 2019

DIE EZB WIRD ALLE INSTRUMENTE NUTZEN

Vermutlich wird sich die Inflation mit moderaten Mitteln ohnehin nicht Richtung Zielgröße schieben lassen. Dabei hat Draghi die Hürde für die Zielerreichung zuletzt noch erhöht. Das eigentlich in den EU-Verträgen als „unter, aber nahe zwei Prozent“ festgelegte Inflationsziel interpretiert die EZB jetzt neu. In der Notenbank-sitzung am 25. Juli bezeichnete der EZB-Rat das Inflationsziel erstmals offiziell als „symmetrisch“, das heißt, dass eine Inflationsrate von einem Prozent genauso erwünscht oder unerwünscht ist wie eine Inflationsrate von drei Prozent. So ließe sich also auch eine weitere Lockerung der Geldpolitik rechtfertigen.

Soll eine Steigerung der Inflation mit allen Mitteln erzwungen werden, bedarf es dazu wahrscheinlich völlig neuer Maßnahmen wie des vor einigen Jahren bereits heiß diskutierten Helikoptergelds, das auf die Konten aller EU-Bürger überwiesen oder in Form von Einkaufsgutscheinen verteilt werden könnte. Bevor die EZB in Abstimmung mit den Regierungen zu solch außergewöhnlichen Mitteln greifen würde, dürfte aber erst einmal der bestehende Instrumentenkasten ausgeschöpft werden. Dazu zählen noch tiefere Einlagen- und Refinanzierungszinsen, weitere langfristige Refinanzierungsmöglichkeiten für Banken sowie erneute Anleihekäufe. Für Sparer, Pensionskassen oder Lebensversicherungen ist das eine schlechte Nachricht. Zinsende statt Zinswende.

Wie niedrig die Renditen sicherer Staatsanleihen in der Eurozone im historischen Kontext inzwischen sind, verdeutlicht Grafik 2. Nach 2016 ist die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zum zweiten Mal in der Geschichte unter null gefallen,


diesmal allerdings deutlich tiefer und wahrscheinlich auch länger als beim ersten kurzen Gastspiel unter der Nulllinie vor drei Jahren. Wer hätte es damals für möglich gehalten, dass die Renditen heute noch niedriger liegen würden?

Die Schuldner freut es. Viele haben sich längst an die günstigen Kredite gewöhnt. Je stärker der Gewöhnungseffekt, umso größer ist aber das Problem. Niedrige Zinsen werden irgendwann als selbstverständlich und dauerhaft angesehen. Im Immobilienbereich ist das inzwischen der Fall. Die Bewertungen in den Metropolen erscheinen mitunter aberwitzig hoch, und je mehr Investoren solche Objekte mit Tiefzinskrediten erwerben, desto abhängiger werden Immobilienmarkt, Banken und das gesamte Finanzsystem von der Droge des billigen Geldes.

DIE ZOMBIES KOMMEN

Ähnliches gilt für Unternehmen, die nur dank des billigen Fremdkapitals noch existieren, aber auch für einige Staaten, deren Haushalte ohne die Zinersparnisse riesige Löcher hätten. Eine fortschreitende „Zombifizierung“ der Wirtschaft und einzelner Staaten ist die Folge.

In wenigen Jahren werden praktisch alle Kredite, die Privathaushalte, Unternehmen oder Staaten in der Eurozone aufgenommen haben, nur noch eine sehr geringe Zinslast tragen. Wenn sich alle Kreditnehmer im Tiefzinsumfeld bequem eingerichtet haben, wäre ein deutlicher Zinsanstieg für viele ein Schock, der einen Crash am Immobilienmarkt und eine Pleitewelle auslösen könnte, die die Finanzstabilität gefährden würden. Die EZB will das vermeiden und die Zinsen, solange sie kann, nahe null halten. ♦



VOM SPARER ZUM ANLEGER

Es ist schon erstaunlich: Seit einer Dekade fallen die Zinsen. Dennoch bleiben die Deutschen ihren Sparbüchern treu. Fünf Thesen, die Sparer überzeugen können, ihr Geld besser anzulegen.

von Elmar Peters

Kennen Sie das „Zins-Paradox“? Es ist ein deutsches Phänomen. Die Mehrheit der Sparer ist hierzulande davon betroffen. Ihr Credo lautet: „Die Zinsen sind doch schon so lange niedrig. Je länger diese Phase andauert, desto wahrscheinlicher wird es, dass die Zinsen bald wieder steigen“. Das Paradoxe daran: Die erste Hälfte der Aussage stimmt. Deshalb glauben viele Sparer, dass die zweite Hälfte der Aussage auch stimmen muss.

Richtig ist: Die Zinsen sind schon sehr lange sehr niedrig. Das liegt an der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Bis zum 8. Oktober 2008 lag der Leitzins im Euroraum noch bei 4,00 Prozent. Mehr als zehn Jahre und 18 Zinsschritte später liegt er bei 0,0 Prozent. Das bedeutet auch: Für klassische Sparprodukte wie Tages- und Festgelder, Sparbücher oder Banksparpläne gibt es kaum noch Rendite.

Doch all das ficht die deutschen Sparer nicht an. Rund 2,5 Billionen Euro horten sie in ertragschwachen Zinsanlagen. Trotz Inflation, trotz „Strafzins“ auf große Einlagen. Und – auch das

gehört zum „Zins-Paradox“ – die Summe stieg in den vergangenen Jahren, obwohl die Zinsen immer tiefer sanken! Die Deutschen sparen einfach weiter, als wäre nichts passiert.

Es gilt das Prinzip Hoffnung, die Überzeugung: „Nach so einer langen Zeit müssen die Zinsen doch endlich mal wieder steigen!“ Im Alltag würde niemand nach dieser Maxime handeln. Sonst müsste man wohl in einer Wüste Teiche anlegen, weil es nach so vielen Jahren der Trockenheit doch endlich einmal regnen muss.

So vergehen die Jahre. Und nichts passiert. Und es wird auch in Zukunft nichts passieren. Zumindest nicht, wenn die Deutschen nicht allmählich anfangen, ihre Sparstrategie zu überdenken. Vom Sparer zum Anleger zu werden. Aus unserer Sicht können fünf Thesen den ersten Schritt in eine bessere Geldanlage leichter machen.

Elmar Peters ist Co-Leiter des Multi-Asset-Teams bei der Flossbach von Storch AG

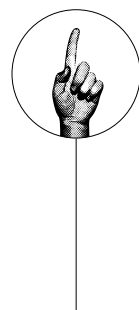
Rund
2,5
Bil.
Euro
horten die
deutschen
Sparer
in ertrags-
schwachen
Zins-
anlagen.



5 THESEN für den ersten Schritt in eine bessere Geldanlage

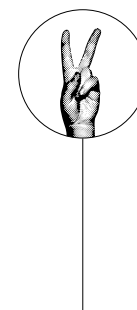
DIE ZINSEN BLEIBEN NIEDRIG

Eine echte Zinswende, die ihren Namen auch verdient, wird es in den nächsten Jahren nicht geben. Das bedeutet nicht, dass die Zinsen nicht auch mal wieder etwas steigen können. Um einige Zehntelprozentpunkte vielleicht. Langfristig können sie aus unserer Sicht vielleicht auch mal ein wenig höher liegen. Nachhaltige Zinsniveaus von vier, fünf oder sechs Prozent, wie es sie vor der Finanzkrise einmal gab, halten wir hingegen für unrealistisch. Zumindest, wenn die Inflation nicht explosionsartig ansteigt. Das hat einen Grund: Bei einem deutlichen Anstieg des Zinsniveaus würden die hochverschuldeten Volkswirtschaften in der Eurozone wohl irgendwann unter den massiv gestiegenen Zinszahlungen für ihre Verbindlichkeiten zusammenbrechen. Dann stünde auch der Euro zur Disposition – und genau das möchten die Notenbanker von der EZB verhindern, „whatever it takes“.



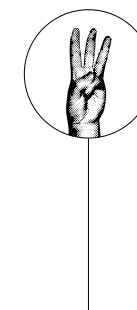
DER WERT DES VERMÖGENS VERFÄLLT

Für Sparbücher, Tages- und Festgelder gibt es derzeit kaum noch Zinsen. Einige Banken bieten bestenfalls noch 0,1 Prozent. Andere sogar noch weniger. Vor Kosten. Kein Problem, denken sich viele Sparer, denn das Geld ist ja „sicher“ angelegt. Sie erliegen der „Nominalwertillusion“. „Nominal“, also ohne Einberechnung der Inflation, bleibt der Wert des Vermögens zwar erhalten. Aber die Preise steigen. Laut Statistischem Bundesamt um 1,9 Prozent im vergangenen Jahr. „Real“ schwindet dann die Kaufkraft des Vermögens. „Sicher“ ist bei beinahe zinslosen Zinskonten also nur, dass sich Sparer mit dem angelegten Geld in Zukunft wohl deutlich weniger leisten können. Ein schneller Griff zum Taschenrechner zeigt: Wer 10.000 Euro zu einem Zins von 0,2 Prozent pro Jahr anlegt, besitzt nach zehn Jahren 10.201,80 Euro. „Nominal“ steigt das Vermögen. „Real“, also unter Einberechnung einer Inflation von zwei Prozent, dem Ziel der europäischen Zentralbank (EZB), sinkt der Wert des Vermögens deutlich. Die Einlage hätte trotz der jährlichen Zinsgutschrift nur noch eine Kaufkraft von 8.369,03 Euro. Was diese Rechnung noch gar nicht berücksichtigt: In den vergangenen Jahren sind die Preise für Vermögenswerte wie Immobilien deutlich stärker gestiegen als die Preise für Dinge des alltäglichen Bedarfs. Das bedeutet: Je länger Sparer mit ihren Zinskonten keine Renditen erzielen, desto schwerer fällt es ihnen, sich später einmal ein Haus oder eine Wohnung zu kaufen. Denn dafür braucht es möglichst viel Eigenkapital, was sich ohne Zinsen nur schwerlich ansparen lässt.

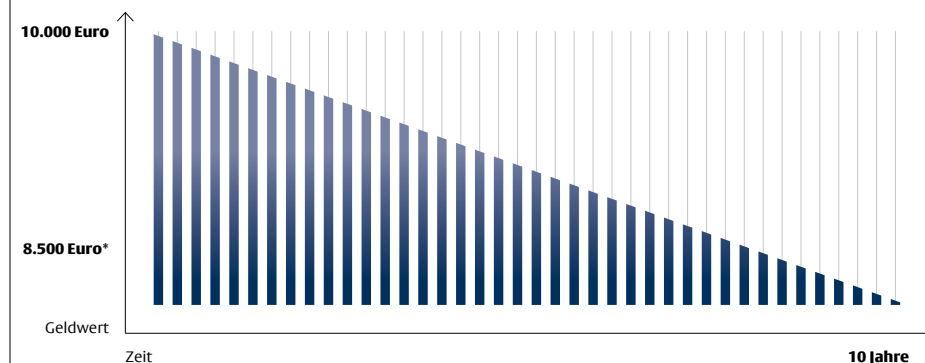


ES GIBT EIN HAPPY END

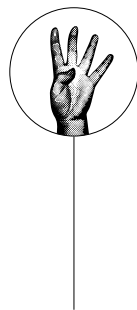
Das deutsche Anlagedilemma bietet eine große Chance: Niemals zuvor war es so offensichtlich wie jetzt, dass die gewohnte Sparbuchstrategie nicht mehr aufgeht. Null- und Negativzinsen sind ein Kulturschock. Der größte anzunehmende Unfall für Menschen, die auf ihr Vermögen angewiesen sind, sich aber nur in der Welt der Bankkonten heimisch fühlen. Aber die ganze Geschichte kann ein Happy End haben – zumindest für diejenigen, die umsteuern. Wenn Sparer zu Geldanlegern werden, dann können sich Chancen bieten. Langfristig haben sie die Gelegenheit, ihr Vermögen breiter zu investieren und somit möglicherweise eine bessere Rendite zu erzielen. Denn dort, wo es Sparbücher gibt, kann man sich auch zu anderen Anlagen beraten lassen.



Grafik 1 Das Dilemma – Kundenerwartung = Kapitalschutz versus Wahrheit = Kapitalverlust



* Fiktive Werte, basierend auf Annahme einer kumulierten, jährlichen Inflation von zwei Prozent

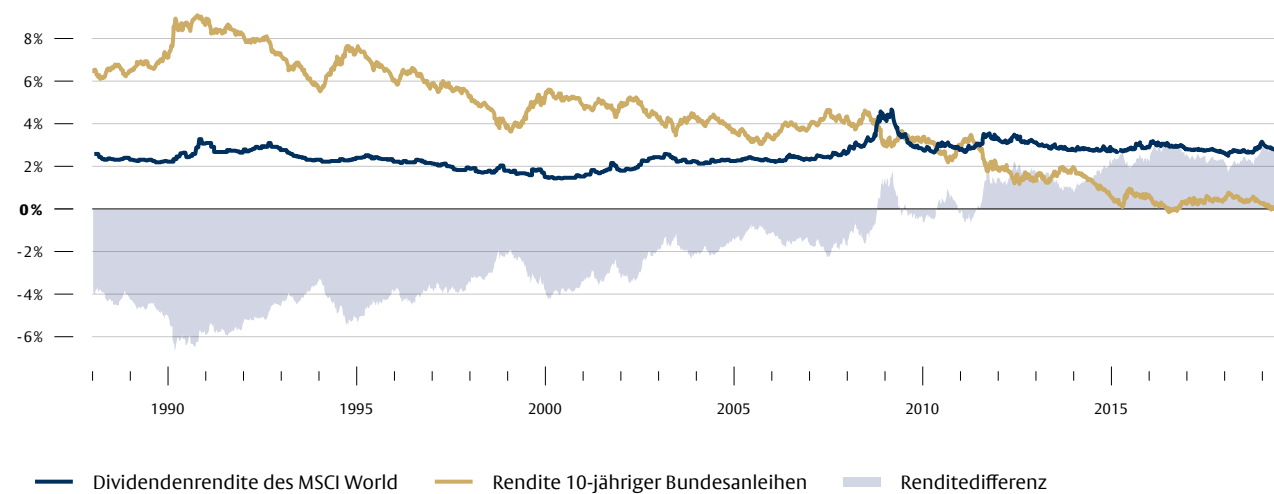


NIEMAND MUSS ZUM ZOCKER WERDEN

Sparbuch-Sparer werden nicht über Nacht zu Aktionären. Von dieser Wunschvorstellung sollten wir uns wohl besser verabschieden. Das braucht Zeit. Fürs erste wäre schon viel gewonnen, wenn die Deutschen damit beginnen würden, ihre Geldanlage auf ein breiteres Fundament zu stellen. Ein Teil des Vermögens kann etwa in Anleihen investiert werden, etwa in aktive und flexible Anleihenfonds. Hier sind mögliche Erträge berechenbarer als bei Aktien. Bei Anleihen sind schon beim Kauf die Höhe der Zinszahlung sowie die Rückzahlung am Ende der Laufzeit bekannt. Sie dürften bei einem klugen und flexiblen Management, dass alle Ertragspotenziale der Anlageklasse nutzt, wohl deutlich über dem Sparbuch-Zins liegen. Das Renditepotenzial einer Anleihe wird schließlich

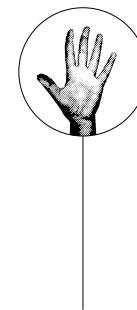
nicht allein über den Zinskupon definiert, sondern auch über Kauf- und Verkaufskurs. Über ihre Vielfalt bieten sie eine große Bandbreite an Ertragsquellen. So gibt es neben Staatsanleihen eine Vielzahl von Unternehmensanleihen. Und hier begeben die einzelnen Unternehmen in der Regel sogar gleich mehrere Anleihen zu unterschiedlichen Konditionen. Portfoliomanager können unter verschiedenen Restlaufzeiten und Rangfolgen wählen. Ein kleiner Block erstklassiger Aktien kann so ein Portfolio abrunden. Die Renditeerwartungen sollten nicht in den Himmel wachsen. Ein defensives Portfolio wäre aber ein erster Schritt für Anleger zu einem breiter aufgestellten und besser strukturierten Vermögen. Nicht mehr, aber auch nicht weniger.

Grafik 2 **Dividenden schlagen Zinsen** – Dividendenrendite versus Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



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

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 1. August 2019



AKTIEN KÖNNEN CHANCEN BIETEN

Wir leben in einer Marktwirtschaft. Wer an der wirtschaftlichen Entwicklung teilhaben möchte, sollte nicht sein gesamtes Vermögen in Zinstitel investieren. Wir erleben vielleicht den längsten Wirtschaftsboom seit dem Zweiten Weltkrieg. Die Unternehmensgewinne sind in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Allein die Dividenden vieler Unternehmen liegen weit über den Renditen, die mit den Kupons sicherer Anleihen derzeit möglich erscheinen (vgl. Grafik 2). Hinzu kommt: Aktien sind nicht gleich Aktien. Wir bevorzugen etwa Qualitätstitel von Unternehmen mit soliden Bilanzen und langjährig verlässlich steigenden Erträgen. Solche Titel sind zwar nicht immun gegen alle Risiken, sollten unseres Erachtens aber auch schwere Zeiten weitgehend schadlos überstehen. Wahre Qualität zeigt sich nicht im Boom, sondern in der Krise. Durch eine breite Streuung der Anlagen in verschiedene Anlageklassen, Regionen und Währungsräume, Branchen, Anleihearten lassen sich Chancen und Risiken im Portfolio ausbalancieren. ♦

Niemals
zuvor war es
so offensichtlich
wie jetzt, dass die
gewohnte
Sparbuch-
Strategie
nicht mehr
aufgeht.



ZEITEN WENDE

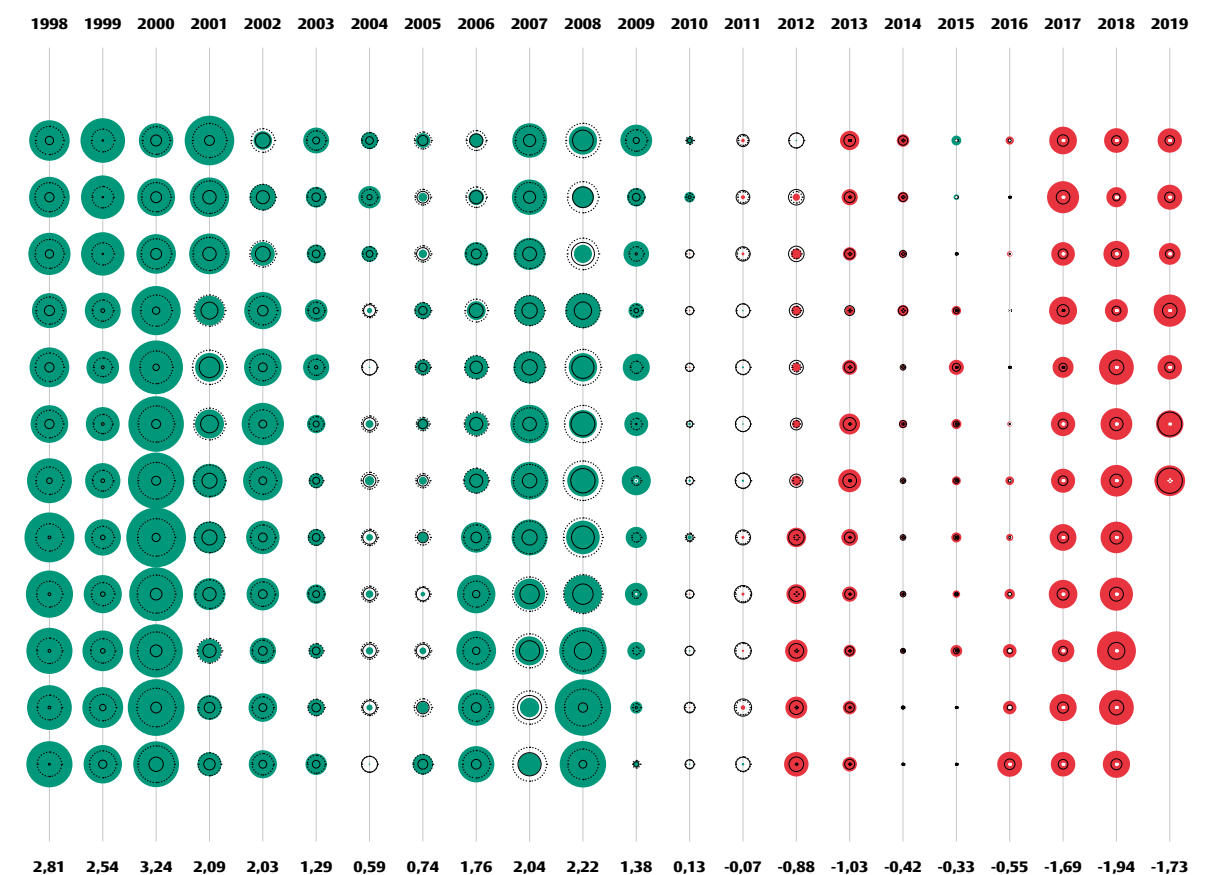
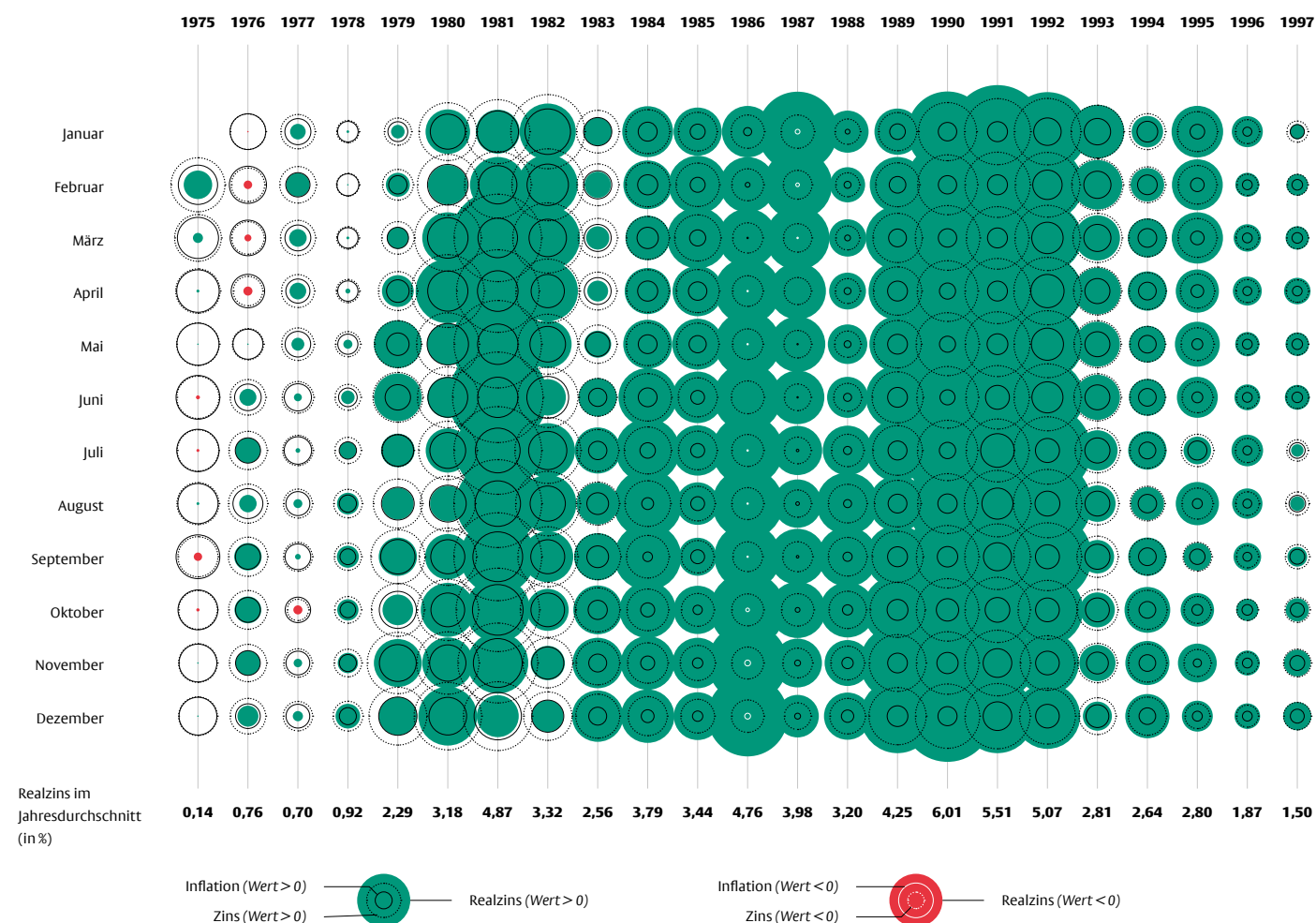
Früher war alles besser. Zumindest aus Sicht der Sparguthaber. Seit dem Jahr 2010 erzielen sie nach Abzug der Inflation keine real positiven Renditen mehr. Ihr vermeintlich sicher angelegtes Geld verliert an Wert.

Unser „Zinskalender“ zeigt für jeden Monat die durchschnittlichen Erträge für einjährige Zinskonten, die Sparer laut Bundesbank im Schnitt erzielen konnten (vgl. Grafik 3). Abzüglich der Inflation, die das statistische Bundesamt monatlich erhebt, war die tatsächliche Rendite in der jüngeren Vergangenheit meist negativ.

Vor dem Jahr 2010 gab es noch was für das Ersparte. Mehr als 30 Jahre war die Realrendite positiv. Im Jahr 2000 lag sie noch bei mehr als drei Prozent, 1990 sogar bei mehr als sechs Prozent. Aus heutiger Sicht erscheint es beinahe utopisch, dass es in den neunziger Jahren einmal neun Prozent für Sparkonten gab. Das Märchen aus alten Zeiten hat aber einen wahren Kern.

Aus Sicht von Sparern bedeuten negative Realzinsen eine Zeitenwende. Noch immer scheinen viele Deutsche ihre Auswirkungen nicht zu bemerken. Mehr als zwei Billionen Euro liegen auf weitgehend zinslosen Konten.

Grafik 3 **Historischer Zinskalender** – Seit dem Jahr 2010 liegen die Zinsen für einjährige Sparguthaben häufig unter der Inflation. Zuvor gab es mehr als 30 Jahre keine real negativen Renditen. Lesebeispiel: Je größer die grünen Kreise, desto höher sind die realen Renditen von Sparkonten. Je größer die roten Kreise, desto größer ist der Wertverlust des Ersparten.



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bundesbank, statistisches Bundesamt, Flossbach von Storch, Daten per 1. August 2019

von Frank Lipowski

MADE IN JAPAN



Japan steht für
hemmungslos niedrige Zinsen.
Nun hat Europa das Vorbild
aus Fernost hinter sich gelassen.
Deutsche Staatsanleihen rentieren
noch tiefer im Minus
als japanische.

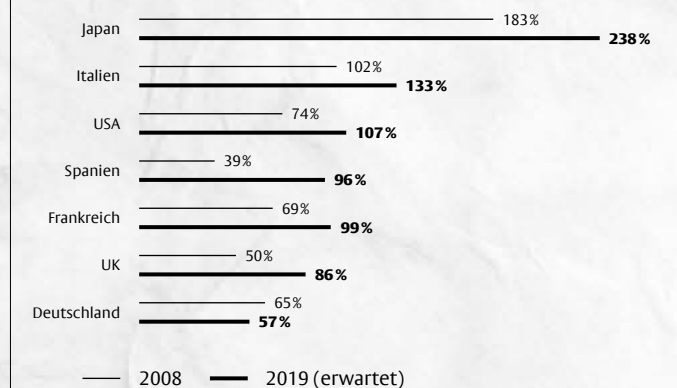
Japan könnte zur Blaupause für Europa werden. Das Land bietet eine (auf den ersten Blick) „sehr einfache“ und in langjähriger Praxis „bewährte“ Lösung für eines der größten Probleme Europas an: Die ausufernden Staatsschulden. Im Land der aufgehenden Sonne scheint sich schon lange niemand mehr daran zu stören, dass die Schulden immer weiter steigen. In Japan liegt die Staatsschuldenquote bereits bei 236 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Zum Vergleich: In der Eurozone liegt die Quote erst bei gut 85 Prozent – wobei je nach Land riesige Unterschiede bestehen (vgl. Grafik 1).

Dass der japanische Staat die Kredite jemals wieder zurückzahlen wird, ist wenig wahrscheinlich. Japans ausufernde Schulden sind trotzdem kein Problem, denn die Notenbank tut, was sie kann, damit sie sich dauerhaft finanzieren lassen. Seit mehr als 20 Jahren notiert der japanische Leitzins unter der Marke von einem Prozent. „Nichigin“, die Bank of Japan (BoJ), kauft Staats- und Unternehmensanleihen und Aktien japanischer Unternehmen. Sie garantiert, dass zehnjährige japanische Staatsanleihen nahe null Prozent rentieren. Und damit prozentual hinter dem sehr moderaten Wirtschaftswachstum liegen. Japan steht für eine besonders massive Form von Manipulation der Finanzmärkte durch eine Notenbank. Ihre Argumentation: Nur so gibt es noch Inflation und Wachstum im Land. In Lehrbüchern ist Japan das viel zitierte Musterland ewig andauernder Null- und Minuszinsen.

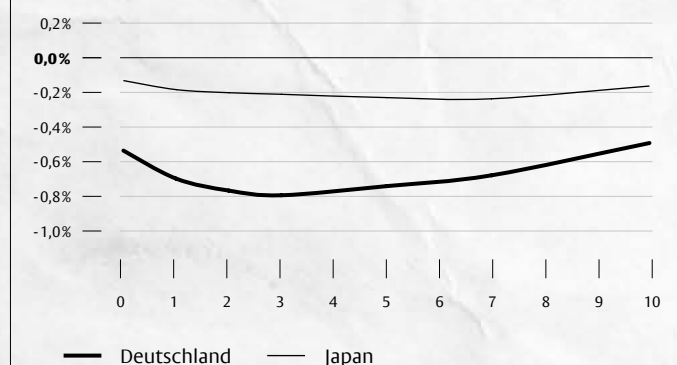
Auch in Europa mischt sich die Notenbank seit vielen Jahren in die Finanzmärkte ein. Erste Folgen werden sichtbar. Erstmals seit Dekaden rentierten deutsche Bundesanleihen im Frühjahr schwächer als ihre Pendanten in Japan. Nicht nur bei kurzen Laufzeiten, sondern über die gesamte Bandbreite (vgl. Grafik 2 und 3). Seitdem schauen nicht mehr die Europäer auf die „Japanisierung“ ihrer Zinslandschaft – die Japaner blicken nach Europa. Zehnjährige deutsche Bundesanleihen rentierten in der Spitze fast 25 Basispunkte niedriger als Nipponbonds.

Was, wenn es sich nicht um eine kurzfristige Marktentwicklung handelt, sondern um einen anhaltenden Trend? Sollte sich die neue „Europäisierung“ der Zinspolitik fortsetzen, könnten neben der Bank of Japan auch andere Notenbanken unter Zugzwang geraten. Ein Wettlauf um die niedrigsten Zinsen wäre die Folge. Etwa in der Schweiz, einem Land, das

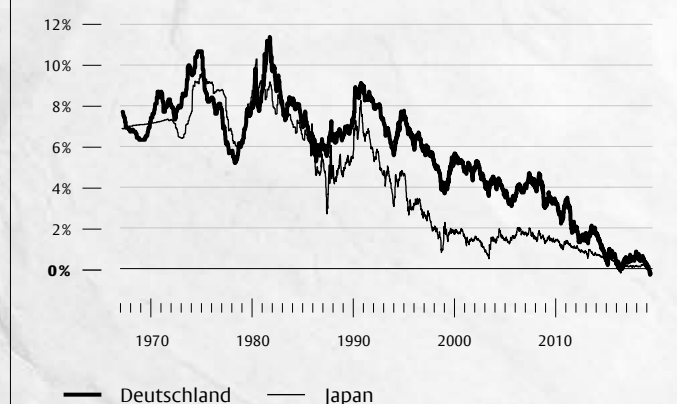
Grafik 1 Hohe Staatsschuden sind nur noch mit niedrigen Zinsen tragbar – Staatsschuldenquoten in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP)



Grafik 2 Tief im Minus – Renditen von japanischen und deutschen Staatsanleihen für verschiedene Laufzeiten



Grafik 3 Zwei Kontinente, ein 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 1. August 2019

eine jahrhundertelange Erfahrung in der Begrenzung der Aufwertung seiner bei Vermögenden aus Weichwährungsländern sehr begehrten Währung hat. In den Beständen der Schweizerischen Notenbank (SNB) findet sich neben Anleihen auch ein Portfolio internationaler Aktien. Die SNB garantiert mehr oder weniger einen stabilen Wechselkurs für den Franken, der Leitzins liegt bei minus 0,75 Prozent. Bereits im Frühjahr erklärte SNB-Präsident Thomas Jordan, dass seine Notenbank dennoch Raum für weitere Zinssenkungen und – falls erforderlich – auch für Interventionen an den Devisenmärkten hat.

Die US-Notenbank Federal Reserve hat mit der ersten Zinssenkung seit der Finanzkrise eingestanden, dass die Geldpolitik der größten Volkswirtschaft der Welt auch in Frankfurt und Tokio gemacht wird. Die Schwäche der globalen Konjunktur musste als Argument für die Kehrtwende herhalten, auch wenn sich die US-Volkswirtschaft noch positiv entwickelt. Die Nullzinspolitik in der Eurozone und Japan hängt aber wie ein Gewicht an den US-Zinsen; dass die relative Attraktivität von US-Dollar-Anlagen auch zu einer Stärkung des US-Dollar geführt hat, lässt sich am Wechselkurs ablesen. US-Präsident Trump ist dies ein Dorn im Auge, der deshalb vehement auf eine weitere Lockerung der Geldpolitik drängt.

Die Schulden der Industriestaaten steigen auf der ganzen Welt. Dass sie jemals wieder beglichen werden, ist wenig wahrscheinlich. Und so bleiben letztlich zwei Möglichkeiten, um die Staatskredite dauerhaft finanzieren zu können: der große Schuldenschnitt oder dauerhaft niedrige Zinsen. Oder anders formuliert: Wer den Euro möchte, braucht niedrige Zinsen. Nur dann können hochverschuldete Länder, wie etwa Italien, ihre Haushalte finanzieren.

Anders als die Deutschen scheint die Japaner diese Schuldenlast nicht zu stören. Sie haben sich längst daran gewöhnt. Noch ist das Momentum intakt. Die Staatsschulden können einige Jahre weiter steigen. Vielleicht haben wir irgendwann in allen Industrieländern Verhältnisse wie in Japan. Klar ist aber auch: Irgendwann ist Schluss. Der Blick auf Japan zeigt: Bis zur globalen Schuldenbremse kann es aber noch sehr lange dauern. Die Folgen immer extremerer Minuszinsen können allerdings verheerend sein.

WAS, WENN DIE ZINSEN WEITER SINKEN?

Wir haben gelernt auch Szenarien für das scheinbar Unmögliche zu entwerfen. Was wäre etwa, wenn die Zinsen weiter fallen würden? Wenn, etwa im Falle einer globalen Rezession, die Zinsstrukturkurve auch in der Eurozone teilweise invers oder flach verlaufen würde? Das würde bedeuten, dass beim aktuellen Zinsniveau – am kurzen Ende liegen die Zinsen bereits deutlich im negativen Bereich – auch die Renditen der langen Laufzeiten weiter abrutschen könnten.

Um die Wirkung besonders plastisch darzustellen, haben wir die Folgen an einem extremen Beispiel, einer 100-jährigen Modellanleihe mit einem Kupon von zwei Prozent, einem Kurs von 100 und einer Rendite bei Emission von ebenfalls zwei Prozent jährlich durchgerechnet. Fällt das Zinsniveau um einen Prozentpunkt auf etwa ein Prozent, dann steigt der Wert der Anleihe um etwas mehr als 60 Prozent. Fiele nun die Rendite um zwei Prozentpunkte auf mittlerweile nicht mehr abwegige null Prozent, dann spränge der Kurs bereits auf 300. Bei weiter fallenden Zinsen stiege der Barwert der Anleihe exponentiell an – in der Theorie bis unendlich.

Der Markt rechnet aber nicht mit so massiv sinkenden Zinsen. Was, wenn es aber doch so käme? Dann könnten selbst Anleihen ohne nennenswerte Kupons wahre Geldmaschinen werden. Unseres Erachtens ist der Spielraum bei negativen Zinsen aber begrenzt. Denn ein Überschießen der Renditen in den negativen Bereich sorgt nicht nur für Kursgewinne der Anleger. Schuldner mit sehr lang laufenden Verbindlichkeiten, wie etwa Lebensversicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke, droht dann der aktuarische Ruin. In letzter Instanz bringen also nicht steigende Renditen unsere klassische Altersvorsorge zum Wanken, sondern massiv fallende Zinsen. Hoffen wir, dass es so weit niemals kommt. ♦

Frank Lipowski ist Portfoliomanager bei der Flossbach von Storch AG

ANLEIHEN? IMMER NOCH INTERESSANT.

von Sven Langenhan

Die Tatsache, dass es (allzu oft) keine Zinsen mehr gibt, bedeutet nicht, dass eine Anlage in Nominalwerte sinnlos wäre. Allerdings müssen Anleger, die auf dem Zinsmarkt noch etwas verdienen möchten, neue Wege gehen. Vergessen Sie die „Rendite p.a.“, denn es reicht längst nicht mehr aus, einfach eine Anleihe mit guter Bonität zu erwerben und dann bis zur Endfälligkeit liegen zu lassen.

Viele Marktteilnehmer haben im vergangenen Jahr noch mit steigenden Zinsen gerechnet und schwenken nun um. Die neue Situation kann zu Unregelmäßigkeiten im Zinsgefüge führen. Einige Anleihen könnten deshalb unter ihrem „fairen Wert“ gehandelt werden. Sollten die Zinsen weiter fallen, wären bei Anleihen Kursgewinne möglich. Auch durch die Vielzahl der verschiedenen Anleihearten und Laufzeiten können sich Chancen ergeben.

Nur mit einer flexiblen und aktiven Anlagestrategie, die alle Ertragsmöglichkeiten der Anlageklasse nutzt, lassen sich diese nutzen. Anleihen sind berechenbarer als Aktien und können dabei helfen, den Wert eines Vermögens zu stabilisieren. Und im besten Falle können sie bei einer aktiven und opportunistischen Anlagestrategie auch im historischen Zinstief langfristig das Potenzial ansprechender Renditen bieten.

Ob sich ein Investment lohnt, zeigt erst der Blick auf das gesamte Ertragspotenzial. Das kann neben der jährlichen Rendite beispielsweise auch aus möglichen Kursgewinnen nach Bonitätsverbesserung oder Änderungen des Zinsniveaus bestehen. Ertragspotenzial bietet zum Beispiel der sogenannte „Roll-Down-Effekt“: Bei einer steilen Zinskurve entsteht, wenn sich die anderen Voraussetzungen nicht ändern, durch das Sinken der Laufzeit nämlich automatisch ein Kursgewinn. Diesen Kursgewinn kann ein aktiver Investor als Ertragsquelle nutzen.

Das Anlageuniversum bei Anleihen ist viel größer als bei Aktien. Anleger können zum Beispiel Titel kaufen, die es bei Aktien gar nicht gibt: Staaten begeben Anleihen, aber keine Aktien. Und bei einzelnen Unternehmen können sie aus einer Vielzahl von unterschiedlichen Anleiheausgestaltungen wählen, während es in der Regel bei den Aktien nur Vorzüge und Stämme gibt. Die genannten Vorteile lassen sich aber nur bei einem aktiven Management nutzen.

Sven Langenhan ist Portfolio Director Fixed Income bei der Flossbach von Storch AG.

DEIET ZUEILT H E I L T ALLE WUNDEN

1987
zeigt wie kaum ein
anderes Jahr, dass
die Kurse
in beide
Richtungen
ausschlagen
können.

Aus Angst vor Kursschwankungen meiden viele Anleger Aktien. Dabei ist die Erfolgsformel ganz einfach. Lassen Sie sich von Schlagzeilen nicht verunsichern. Investieren Sie langfristig!

von Thomas Lehr

Für die Evolution ist die Erinnerung an schlechte Ereignisse hilfreicher als die Erinnerung an gute. Vielleicht ist das der Grund dafür, dass viele Anleger die Angst vor „dem nächsten Crash“ mehr umzutreiben scheint als die Gewissheit um die langfristig positive Entwicklung von Aktien.

Nehmen wir beispielsweise das Jahr 1987. Was wäre Ihr erster Gedanke, wenn wir Ihnen zuverlässig prognostizieren würden, dass Sie im kommenden Jahr am US-Aktienmarkt den gleichen Kursverlauf erwarten dürften wie im Jahr 1987? Bei den meisten Anlegern würden alle Alarmglocken schellen. 1987? Das war doch der Crash. Black Monday, der verlustreichste Börsentag aller Zeiten. Minus 22,6 Prozent beim S&P 500 nach acht Stunden. Wer verbindet 1987 schon mit der eher langweiligen Wertentwicklung von etwas mehr als 5 Prozent, die am Jahresende (inklusive Dividenden) zu Buche stand? Oder mit dem beinahe historischen Anstieg von etwas mehr als 40 Prozent von Januar bis August, bevor die Kurse runtergingen?

Auch, wenn die Wertentwicklung eines Börsenindexes innerhalb eines so kurzen Zeitraums nur wenig relevant ist – das Beispiel 1987 zeigt wahrscheinlich wie kaum ein anderes Kalenderjahr, dass Kursausschläge in beide Richtungen möglich sind. Noch viel entscheidender ist aber die Tatsache, dass am Ende des spektakulären Auf und Ab stets eine weit weniger nervenaufreibende, aber durchaus auskömmliche Wertentwicklung stand. Die Zeit ist dabei der entscheidende Faktor.



Investor ist man
sein Leben
lang.

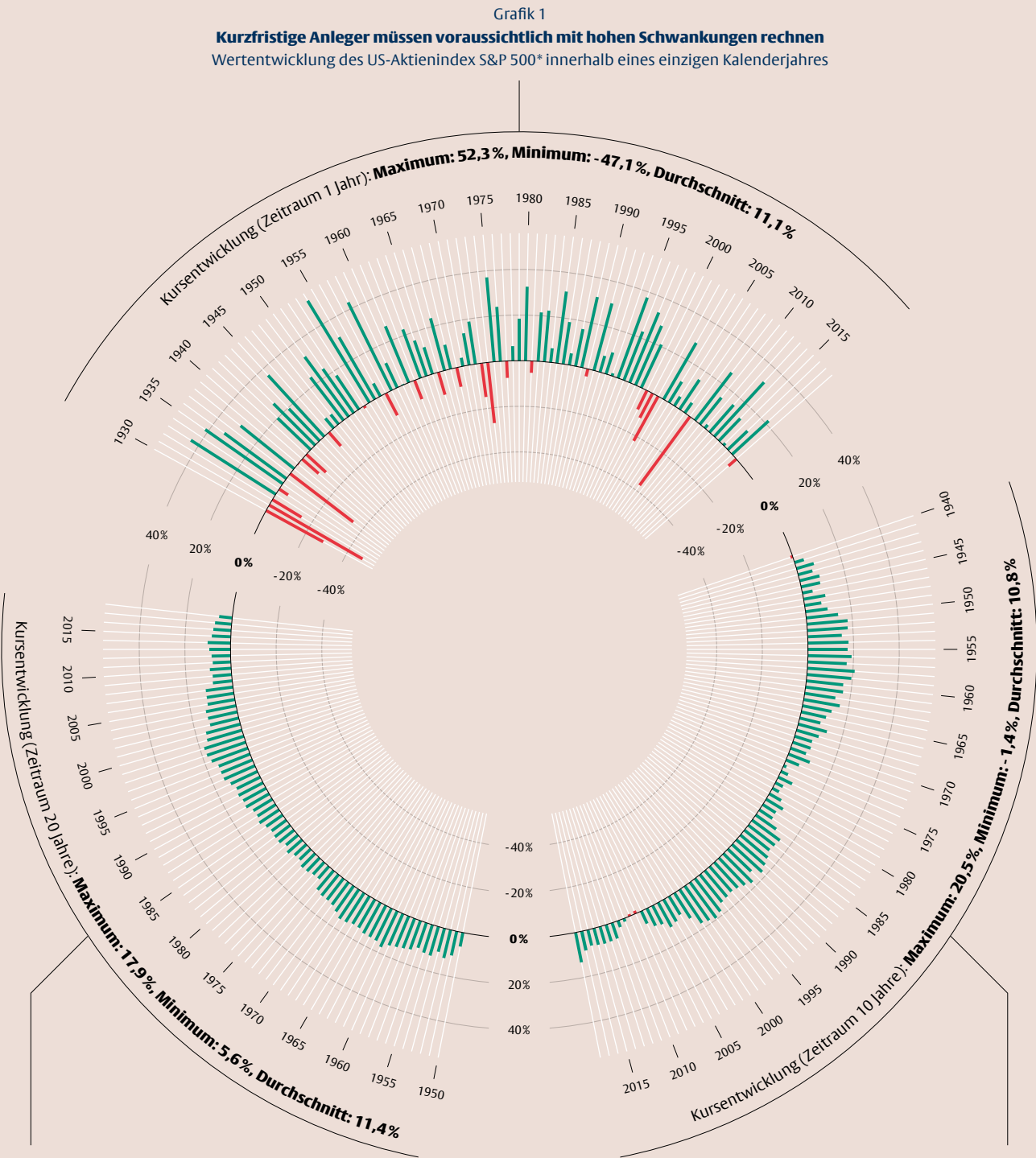
Dass ein geduldiger Anleger Kursdellen nicht fürchten muss, lässt sich an der Wertentwicklung des amerikanischen Aktienindex S&P 500 gut veranschaulichen. Es gab in der Vergangenheit deutlich mehr gute als schlechte Jahre. Von plus 50 Prozent bis knapp minus 50 Prozent war in der Vergangenheit auf Jahressicht jedoch schon alles dabei (vgl. Grafik 1).

Sehr viel weniger bedrohlich und zufällig sehen die Ergebnisse über einen Zeitraum von zehn Jahren aus. Über eine solche Zeitspanne legte der S&P 500 beinahe immer zu. In mehr als der Hälfte aller 10-Jahreszeiträume konnte sich der Index sogar mehr als verdoppeln (vgl. Grafik 2). Wer während des Börsencrashes 1987 investiert war, dem durfte es egal sein, ob der Oktober 1987 ganz am Anfang, am Ende oder in der Mitte seines Zehn-Jahreszeitraums lag. In allen drei Fällen lag der Wertzuwachs des S&P 500 über zehn Jahre bei mehr als zehn Prozent jährlich. Vergleichsweise schlecht entwickelten sich Aktien zwischen 1999 und 2009. Mit dem Platzen der „Dot-Com Blase“ sowie der Finanzkrise fielen gleich zwei Schwächephasen historischen Ausmaßes in eine Dekade.

Der lange Blick zeigt: Massive Einbrüche sind eindeutig die Ausnahme und nicht die Regel – und ein Grund mehr, die Beteiligungen an Unternehmen und deren Renditen über einen noch längeren Zeitraum zu betrachten. Vielen Anlegern scheint das schwer zu fallen. Dabei sollte man sich bewusst sein, dass Geldanlage selten wirklich „endet“. Ist die Anlage nicht an einen festen Zweck gebunden, stellt sich spätestens am Fälligkeitstag, manchmal erst weit in der Rentenphase, die Frage nach dem „Was nun?“. Erst recht, wenn das Vermögen über die Zeit wächst.

Investor – und nichts anderes ist der Käufer von Aktien, wenn er es ernst meint – ist man in der Regel ein Leben lang. Wer sich dessen bewusst wird, dem wird klar, dass das Denken in festen (und vor allem zu kurzen) Zeiträumen ebenso wenig zielführend ist, wie das tägliche Überprüfen des Gegenwerts seines Depots. Für die Evolution vom Sparer zum Anleger ist die Erinnerung an schlechte Ereignisse, die Abweichung von der Normalität, alles andere als hilfreich. Geduld ist gefragt. Die Zeit heilt alle Wunden. ♦

Thomas Lehr ist Kapitalmarktstrategie
bei der Flossbach von Storch AG



Grafik 3
Langfristige Anleger konnten oft mit konstanten Renditen rechnen
Jährliche Wertentwicklung des S&P 500
über einen Anlagezeitraum von zwanzig Jahren**

Grafik 2
Über längere Zeit nahm die Volatilität eher ab
Jährliche Wertentwicklung des S&P 500
über einen Anlagezeitraum von zehn Jahren**

* Inklusive Dividenden in US-Dollar. ** S&P 500 inklusive Dividenden in US-Dollar, rollierende Zehn-Jahreszeiträume.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Quellen: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 1. August 2019

Wer weiß

Wirtschafts- und Finanzwissen wird in Deutschland seit jeher geringgeschätzt. Das beginnt in der Schule und setzt sich nahtlos fort. Ein Versäumnis – nicht nur für jeden einzelnen Betroffenen, sondern die Gesellschaft als Ganzes. Es ist an der Zeit, das zu ändern.



von Kurt von Storch

Es gab diesen einen Moment, diese eine Geschichte: eine Geschichte, die zwar weitgehend von den Medien ausgeleuchtet wurde, aber dennoch nicht in Verdacht stehen sollte, überschätzt zu werden. Eine junge Schülerin, vom Lehrplan eines Kölner Gymnasiums malträtirt, beklagte sich, dass sie zwar eine Gedichtanalyse in vier Sprachen verfassen könne, aber keine Ahnung von Steuern oder Versicherungen habe. Kurzum: völlig alltagsuntauglich sei. 2015 war das.

Die Medien griffen das Thema damals begierig auf, und die sozialen Netzwerke taten, was sie bei Themen, die mitunter polarisieren, immer tun: Sie schlugen hohe Wellen. In der Brandung stand eine junge, Hilfe suchende Schülerin – als Angeklagte. Vermeintlich undankbar und deshalb angefeindet. Von Mitschülern, Lehrern, Nachbarn. Sie zog sich zurück, überrascht und verschreckt von der Reaktion ihres unmittelbaren Umfeldes. Dabei hatte sie lediglich eingefordert, für den Lebensalltag wichtiges Wissen in der Schule vermittelt zu bekommen, konstruktive Kritik geübt. Ihr Publikum hatte dennoch den Daumen gesenkt und lautstark gebuht. Warum eigentlich?

SCHULE TUT (NOCH) ZU WENIG

Für mich als Vater und Unternehmer ist das eine bedrückende Geschichte gewesen. Einerseits bin ich befangen, zugegeben; ich interessiere und fasziniere mich seit jeher für wirtschaftliche Zusammenhänge und bin fest davon überzeugt, dass diese Zusammenhänge weit mehr Beachtung verdient hätten, aus ganz verschiedenen, gleichwohl triftigen Gründen, zu denen ich noch kommen werde.

Andererseits habe ich Kinder, die zur Schule gehen. Ich habe also einen relativ guten Einblick, was Schule in diesen Bereichen leistet und was nicht. Meine persönlichen Erfahrungen decken sich mit denen der Kölner Schülerin. Wirtschafts- und Finanzthemen werden im Schulalltag weitgehend ausgeblendet, ignoriert – immer noch. Es ist höchste Zeit, dass sich daran etwas ändert. Dass große Bundesländer wie →

In der Schule wird lieber Goethe zitiert, statt den Fragen nachzugehen, wie Inflation entsteht und was sie bewirkt.

Baden-Württemberg und jetzt auch Nordrhein-Westfalen dabei sind, ein Schulfach Wirtschaft zu etablieren, ist eine gute Nachricht. Darüber freuen wir uns sehr. Es kann aber nur der Anfang sein. Deutschland braucht ein solches Fach flächendeckend, in allen Bundesländern!

Dabei hapert es vor allem an der Ausbildung der „Ausbilder“. Die Lehrer sind (beziehungsweise wären) auf ein solches Fach schlicht nicht vorbereitet. Dort gilt es anzusetzen.

**DIE DEUTSCHEN MISSTRAUEN
IHREN UNTERNEHME(R)N**

Dass bislang die Mehrheit der Deutschen ein solches Fach nicht vermisst hat, verwundert mich kaum. Ich bin kein Wissenschaftler, habe also keinerlei aussagekräftige Daten, auf die ich mich berufen könnte, bin auch kein Psychologe, der sich eingehend mit Verhaltensweisen und Denkmustern beschäftigen würde, wohl aber ein Beobachter.

Und ich beobachte, dass Wirtschaft, Finanzen und damit verbunden auch die Unternehmen in Deutschland seit jeher kritisch beäugt werden. Der Unternehmer gilt hierzulande als zwielichtiger Geselle, der auf seinen eigenen Vorteil bedacht ist und den höchsten Nutzen für sich aus dem Unternehmen zieht, indem er andere übervorteilt. Er gilt meist als kalt, sozial inkompetent, als jemand, der der Gesellschaft im Zweifel eher schadet denn nutzt – überspitzt formuliert, sehen Sie mir das bitte nach.

In einem solchen Umfeld ist es nur allzu gut nachvollziehbar, dass in der Schule lieber Goethe zitiert wird (was auch sehr wichtig ist!), statt den Fragen nachzugehen, wie Inflation entsteht und was sie bewirkt.

Dabei hätte Letzteres zweifellos seine Berechtigung. Wirtschaft ist zu wichtig, als dass man sie aussparen könnte. Für jeden Einzelnen der Schülerinnen und Schüler, aber auch für

die Gesellschaft, die Volkswirtschaft als Ganzes. Wer weiß, wie Geld entsteht, der kann auch einschätzen, was passiert, wenn die Notenbanken die Zinsen immer weiter senken. Wer weiß, was Einkommen bedeutet, der weiß auch, wie sinnvoll eine Berufsunfähigkeitsversicherung ist. Und wer weiß, wie die gesetzliche Rentenversicherung funktioniert und was demografischer Wandel bedeutet, kann ermessen, wie wichtig die private Altersvorsorge ist. Das wäre die Perspektive der Schülerinnen und Schüler.

**ALTERSARMUT WÄRE WOMÖGLICH
KEIN GROSSES THEMA**

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

Der Gesellschaft käme das zugute, weil Altersarmut in Zukunft womöglich gar kein so großes Problem wäre. Die (börsennotierten) Unternehmen wiederum profitierten, denn es gäbe eine Vielzahl neuer potenzieller Anteilseigner, die frisches Geld in das Unternehmen investierten. Wovon das Unternehmen wiederum neue Projekte realisieren, neue Produkte produzieren könnte. Forschen und entwickeln. Für all das bräuchten die Unternehmen gut ausgebildete Arbeitskräfte, kurzum: Viele neue Arbeitsplätze entstünden, was gut für die Gesellschaft wäre.

Gesellschaft und Wirtschaft sind keine Gegensätze, ganz im Gegenteil. Sie brauchen und befruchten einander. Ludwig Erhard wusste beides wie kein Zweiter zu versöhnen, wobei es eigentlich gar keiner Versöhnung bedürfen sollte. Soziale Marktwirtschaft hieß sein Konzept, noch heute ist

es allgegenwärtig, nur wurde es immer weiter ausgehöhlt, haben sich die (politischen) Schwerpunkte immer weiter verschoben – mehr Soziales, immer weniger Wirtschaft. Dass es eine gesunde, prosperierende Wirtschaft braucht, um ebenjene sehr wichtigen sozialen Ausgleichsmechanismen zu finanzieren, wird dabei leider allzu oft vergessen.

Auch wenn das Ziel ein großes und allein kaum zu erreichen ist, wollen wir, und da spreche ich auch für Bert Flossbach, meinen Geschäftspartner und ebenfalls Vater von schulpflichtigen Kindern, dass Finanz- und Wirtschaftsbildung in Deutschland in Zukunft einen sehr viel größeren Stellenwert bekommt. Dafür werden wir uns nach Kräften einsetzen.

Seit einigen Jahren beispielsweise richten wir zusammen mit dem Handelsblatt und dem Institut für Ökonomische Bildung (IÖB) in Oldenburg den Schülerwettbewerb econo=me aus. Schülerinnen und Schüler aus ganz Deutschland bearbeiten in kleinen Gruppen wirtschaftlich relevante Fragestellungen. Sie eignen sich Wissen an, beschäftigen sich mit Dingen, von denen sie zuvor bestenfalls gehört haben. Das alles größtenteils außerhalb des Unterrichts, aus eigenem Antrieb. Die besten Ergebnisse, das können Videos, eigens gebaute Webseiten oder Textbeiträge sein, werden am Ende ausgezeichnet.

Ich freue mich jedes Jahr wieder auf econo=me. Die motivierten Schüler und deren Lehrer. So viel Kreativität und Interesse an den Themen. Als Rückmeldung bekommen wir von den Schülergruppen stets den Hinweis, dass Wirtschaft einen festen Platz im Unterricht haben sollte. Darauf lässt sich aufbauen!

Wir freuen uns über jeden Mitstreiter.

Kurt von Storch ist Gründer und Vorstand
der Flossbach von Storch AG

Gesellschaft und
Wirtschaft sind
keine Gegensätze,
ganz im Gegenteil.
Sie brauchen und
befruchten einander.

WAS IST UNSER GELD WERT?

econo=me

Der Schülerwettbewerb Wirtschaft und Finanzen 2018/19

Wissen ist existenziell. Das gilt natürlich auch für Wirtschafts- und Finanzthemen. Um das Interesse an diesen Themen zu fördern, hat die Flossbach von Storch Stiftung vor einigen Jahren gemeinsam mit dem Handelsblatt und dem Institut für Ökonomische Bildung (IÖB) den Schülerwettbewerb econo=me ins Leben gerufen.

Schüler verschiedener Jahrgänge bearbeiten in kleinen oder größeren Gruppen im Rahmen ihres Unterrichts (und ihrer Freizeit) eine zuvor festgelegte Fragestellung; in der aktuellen Runde lautete sie „Was ist unser Geld wert?“. Die Ergebnisse, das können Videos sein, Websites, gestaltete Magazine oder auch Hörbeiträge, sind nicht nur intelligent und kreativ – sie zeigen vor allem, dass die Kinder und Jugendlichen sich gerne mit diesen Themen auseinandersetzen.

Für das große Engagement, aber auch die Unterstützung der Lehrer, möchten wir uns an dieser Stelle ausdrücklich bedanken! Wir freuen uns auf die nächste Runde und möglichst viele Teilnehmer. Mehr zum Wettbewerb und zu den Siegerbeiträgen finden Sie unter:

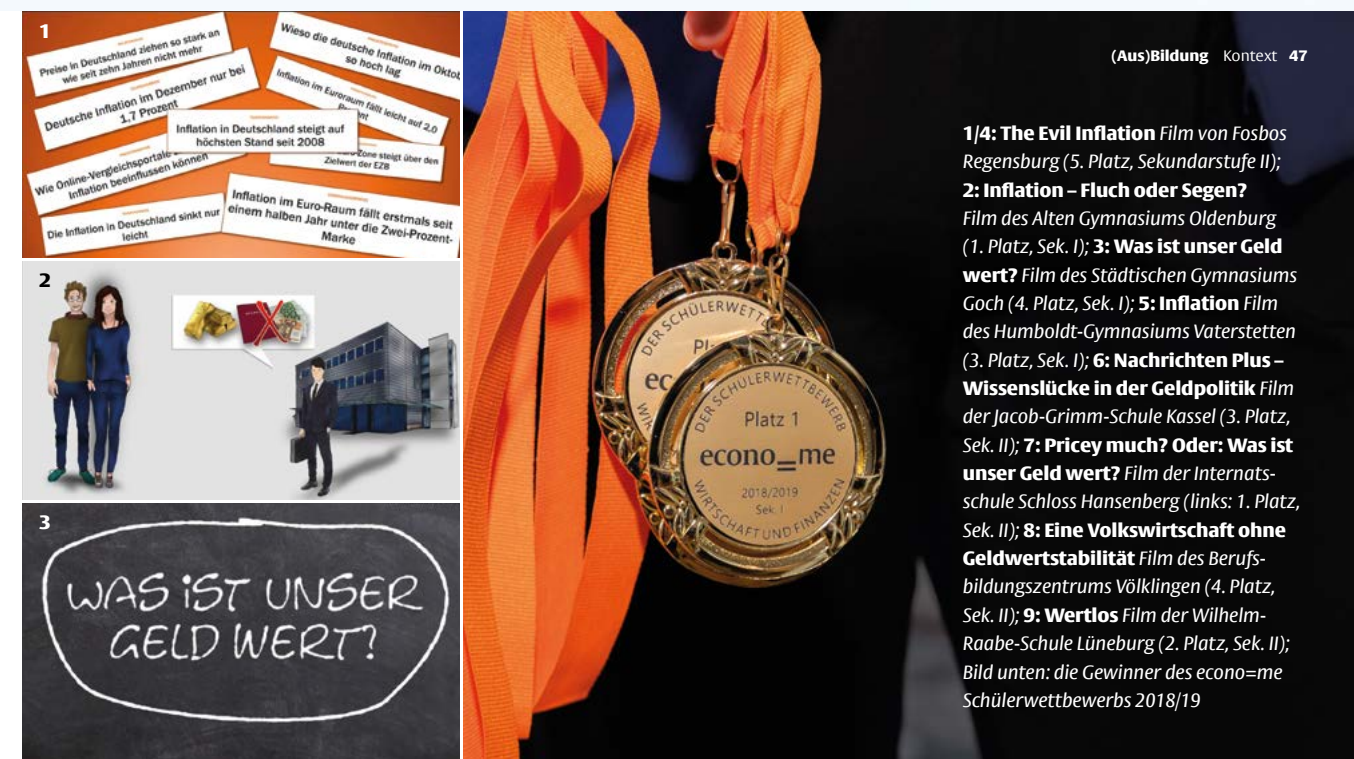
www.econo-me.de



Flossbach von Storch
STIFTUNG

Eine Initiative der

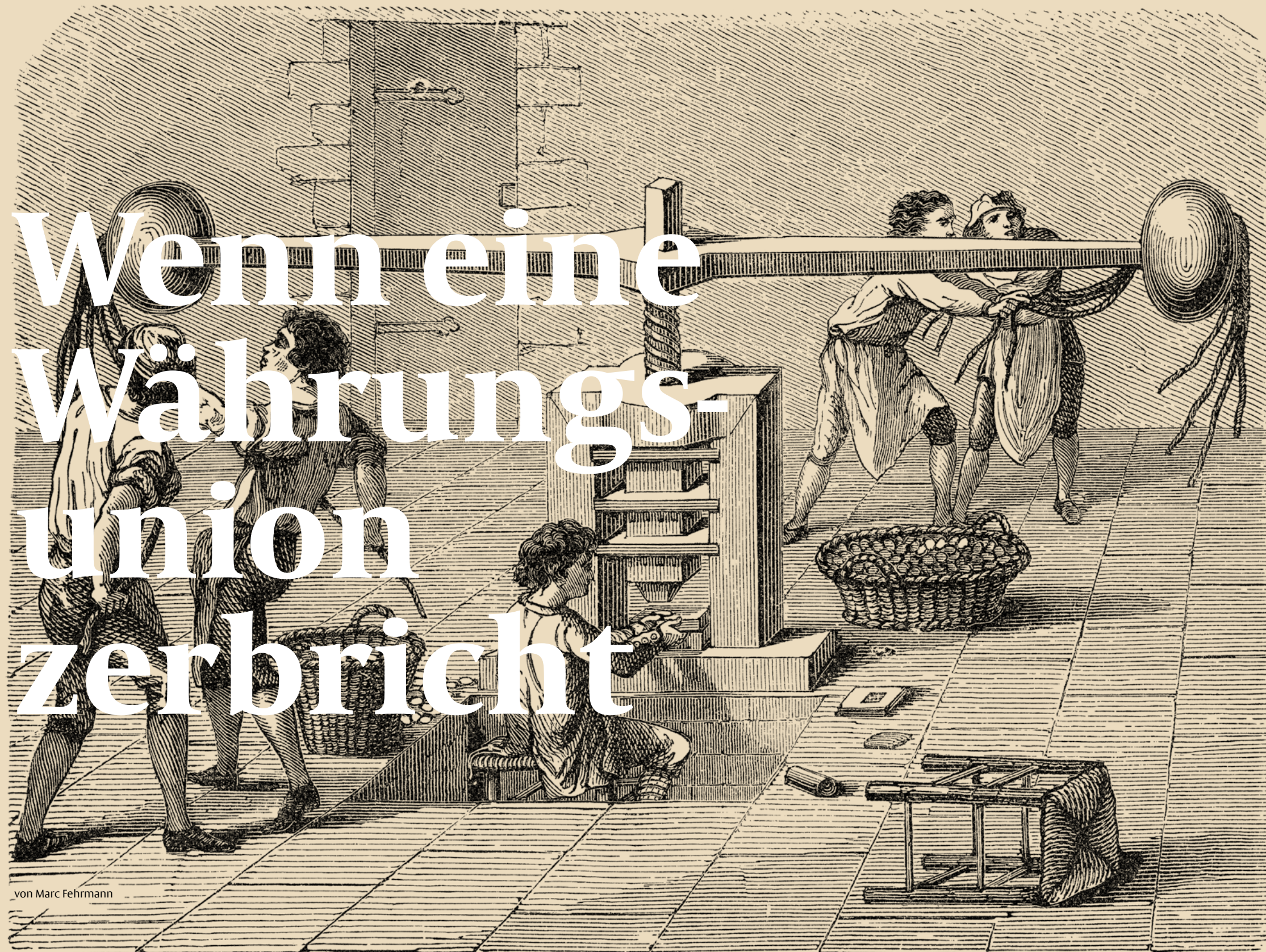
Handelsblatt
MACHT SCHULE



1/4: The Evil Inflation Film von Fosbos Regensburg (5. Platz, Sekundarstufe II); **2: Inflation – Fluch oder Segen?** Film des Alten Gymnasiums Oldenburg (1. Platz, Sek. I); **3: Was ist unser Geld wert?** Film des Städtischen Gymnasiums Goch (4. Platz, Sek. I); **5: Inflation** Film des Humboldt-Gymnasiums Vaterstetten (3. Platz, Sek. I); **6: Nachrichten Plus – Wissenslücke in der Geldpolitik** Film der Jacob-Grimm-Schule Kassel (3. Platz, Sek. II); **7: Pricey much? Oder: Was ist unser Geld wert?** Film der Internatsschule Schloss Hansenberg (links: 1. Platz, Sek. II); **8: Eine Volkswirtschaft ohne Geldwertstabilität** Film des Berufsbildungszentrums Völklingen (4. Platz, Sek. II); **9: Wertlos** Film der Wilhelm-Raabe-Schule Lüneburg (2. Platz, Sek. II); Bild unten: die Gewinner des econo=me Schülerwettbewerbs 2018/19



Flossbach von Storch POSITION 3/2019



von Marc Fehrmann

Handarbeit

Darstellung einer alttümlichen manuellen Münzpresse, 18./19. Jahrhundert.

Wenn eine Währungsunion zerbricht

Die Eurozone ist nicht die erste Währungsunion auf europäischem Boden. Bereits im 19. Jahrhundert versuchten es mehrere Staaten mit einem gemeinsamen Zahlungsmittel. Das Scheitern dieses Experiments kann eine Lehre sein.

Mit großer Vision begonnen. Doch von Beginn an mangelhaft. So schleppt sich diese europäische Währungsunion über Jahrzehnte dahin, ehe sie einen langsamen Tod stirbt. Die Rede ist von der Lateinischen Münzunion, gegründet vor mehr als 150 Jahren von Frankreich, Belgien, Italien und der Schweiz. Die Gründerväter wollen nichts weniger als das neue Weltgeld erschaffen. Mit Preußen verhandelt man über einen Beitritt, letztlich erfolglos. Dafür schließt sich Griechenland an, dessen fragwürdige Finanzpolitik schnell für Ärger sorgt. Die Münzunion existiert länger als gedacht. Aber nur, weil ihre Mitglieder die Kosten einer Auflösung fürchten.

Heute ist dieses Kapitel europäischer Geschichte beinahe in Vergessenheit geraten. Vielleicht sollte man sich an die Worte von Henry Parker Willis erinnern. Der Ökonom und Zentralbanker schrieb schon im Jahr 1901: „Die Lateinische Union als Experiment der internationalen Währungsaktion hat sich als gescheitert erwiesen. Seine Geschichte dient lediglich dazu, die Schwierigkeiten aufzuzeigen, die bei jedem internationalen Versuch, die Währungssysteme gemeinsam zu regulieren, auftreten können.“ ➔

Hintergrund: **Europäische Union**
Die Staaten der ersten Währungsgemeinschaft
auf europäischem Boden (weiß hinterlegt)

Im 19. Jahrhundert tritt die Welt in die Moderne ein. Eine neue politische Ordnung verändert die Landkarte. Wo vorher noch ein Flickenteppich aus vereinzelten Territorien bestand, entstehen zusammenhängende Nationalstaaten. Die großen Umwälzungen, die später einmal als industrielle Revolution in die Geschichte eingehen werden, lassen sich bereits erahnen. Der internationale Handel gewinnt Mitte des Jahrhunderts an Bedeutung, ebenso wie Bankwesen und Geldpolitik. London ist das wichtigste Finanzzentrum jener Zeit. Aber auch in Paris hat man erkannt, was bis heute gilt: Wer das Geld kontrolliert, mit dem die Menschen zahlen, der hat auch die Macht.

Im Jahr 1865 richtet sich der französische Kaiser Napoleon III. an seine Nachbarländer Belgien, die Schweiz und Italien. Man solle zu einer Konferenz zusammenkommen, auf der die Währungsbeziehungen der vier Länder neu geordnet werden. Frankreich will die eigene Währung, den Franc, als gängiges Zahlungsmittel auf dem Kontinent durchsetzen. „Es bediente sich damit eines Instruments, dessen Wirksamkeit die zu dieser Zeit führende Weltmacht, Großbritannien, bereits seit einigen Zeiten erfolgreich praktizierte“, erklärt der Historiker Guido Thieme. „Es ging darum, auch auf zunächst unpolitischen Gebieten wie der Wirtschaft, der Währung oder den Gewichten die Maßstäbe zu setzen, um damit das nationale System international verbindlich zu machen.“

DIE IDEE EINER EUROPÄISCHEN UNION

Die Belgier, Schweizer und Italiener folgen der Einladung nach Paris bereitwillig. Sie sind nicht nur wirtschaftlich mit dem großen Nachbarn verflochten. De facto bildeten die vier Länder schon



Vordergrund: **Kopf und Zahl**

Eine Auswahl der Münzen der Lateinischen Münzunion:
(1) 5 französische Franc, 1868; (2) 5 belgische Franc, 1868; (3) 5 Schweizer Franken, 1889; (4) 5 rumänische Leu, 1883; (5) 5 venezolanische Bolívar, 1912; (6) 5 spanische Peseten, 1885; (7) 5 italienische Lira, 1868; (8) 5 griechische Drachmen, 1876

seit mehreren Jahren eine Art Währungsgemeinschaft, wenn auch informell. Die Münzen des einen Staates wurden in den anderen als Zahlungsmittel anerkannt, weil ein französischer Franc denselben Edelmetallgehalt hatte wie ein belgischer Franc, ein Schweizer Franken oder die italienische Lira. Das hat enorme Vorteile für den Warenverkehr zwischen den Beteiligten. Als aber um 1860 die ersten Länder damit begannen, den Silbergehalt ihrer Münzen auf eigene Faust zu senken, wird deutlich: will man weiterhin gemeinsame Sache beim Geld machen, braucht es verbindliche Regeln.

Ein entscheidender Mann bei den Pariser Verhandlungen ist auf französischer Seite Felix Esquiou de Parieu. Seine Vorstellungen gehen wesentlich weiter, als nur den Handel zu erleichtern. Die Münzunion soll nach seiner Ansicht der erste Schritt hin zu einer „Europäischen Union“ sein, deren Gemeinschaftswährung den Namen „Europe“ trägt. Als Vizepräsident des Staatsrats hat der Ökonom großen Einfluss auf Napoleon III. Doch mit seiner Idee, Europa über eine gemeinsame Währung zu einen, ist de Parieu seiner Zeit zu weit voraus. Bei den Verhandlungen im November 1865 geht es um eine viel handfestere Frage: Soll es sich bei dem gemeinsamen Geld um eine reine Goldwährung handeln? Der Goldstandard, bei dem die Währung entweder aus Goldmünzen ist oder durch Gold gedeckt ist, gilt als modern. Die Briten hatten sich schon dafür entschieden. Auch de Parieu ist eigentlich ein Befürworter von Gold. Doch er weiß, dass sich eine völlige Abkehr vom Silber nicht durchsetzen lässt. Zum einen verfügt Frankreich über große Silberreserven, zum anderen macht die einflussreiche französische Hochfinanz gute Geschäfte mit dem Edelmetall.

Ober: **Meister der Münze**

Felix Esquirou de Parieu gilt als Vordenker einer europäischen Gemeinschaftswährung.

Unten: **Lehrtafel**

Eine Übersicht der Silbermünzen, die in den Staaten der Lateinischen Münzunion gesetzlichen Kurs hatten, für die Schweiz herausgegeben durch Kaiser & Co., Bern.

So treffen die Verhandlungsführer der vier Staaten, nachdem sie einen Monat lang im palastartigen Gebäude des französischen Außenministeriums am Quai D’Orsay konferiert haben, eine folgenschwere Entscheidung: In der neuen Währungsunion bleibt es beim Prinzip des „Bimetallimus“, also einer Währung, die auf einem festen Wechselkurs zwischen Gold und Silber fußt. Für beide Edelmetalle gilt ein festes Austauschverhältnis: 15,5 Kilogramm Silber können in jedem Mitgliedsland gegen ein Kilo Gold eingetauscht werden. Außerdem regelt der Vertrag, welches Gewicht, welchen Feingehalt und welche Form die Münzen haben sollen. Jährlich will man sich gegenseitig darüber informieren, wie viele Gold- und Silbermünzen sich im Umlauf befinden. Aber: Jedes Land darf weiterhin seine eigenen Münzen prägen. Das Geld behält seine alten Namen: Franc, Franken, Lira. Eine Zentralbank ist nicht vorgesehen. Ebenfalls nicht festgesetzt ist die Ausgabe von Papiergeld – das spielt zu diesem Zeitpunkt noch keine große Rolle, was sich allerdings bald ändern wird.

Im Dezember 1865 unterzeichnen Seine Majestät, der König der Belgier, Seine Majestät, der Kaiser der Franzosen, Seine Majestät, der König von Italien und die Schweizer Eidgenossenschaft einen Vertrag, der mehr offenlässt, als er regelt. Ausdrücklich offen soll die „Union monétaire latine“, im deutschsprachigen Raum besser bekannt als „Lateinische Münzunion“, auch für andere Länder sein. Jeder Staat der zivilisierten Welt, der bereit sei, sich den gemeinsamen Vereinbarungen zu unterwerfen, darf in die Union eintreten. Die französische Regierung und insbesondere Felix de Parieu werben bei europäischen und amerikanischen Staaten für den Beitritt. Der wirtschaftliche Zustand eines Landes ist dabei nebensächlich.

PROBLEME MIT PAPIERGELD

Schon früh versucht Frankreich, Preußen von einem Beitritt zu überzeugen. De Parieu überreicht dem preußischen Botschafter in Paris eine Note, in der er auf die Bedeutung einer Währungsunion zwischen beiden Ländern hinweist. Otto von Bismarck, zum damaligen Zeitpunkt preußischer Ministerpräsident, scheint zunächst nicht grundsätzlich abgeneigt zu sein. Genauso wie die Franzosen hat er erkannt, welche Bedeutung Währungspolitik für die Diplomatie hat. Noch offen ist zu diesem Zeitpunkt die Frage, ob er seine außenpolitischen Ziele mit oder ohne Frankreich erreichen will. Letztlich entscheidet sich Preußen gegen den Beitritt. Wenige Jahre später werden sich beide Großmächte auf dem Schlachtfeld gegenüberstehen. „Wäre Preußen tatsächlich dieser Währungsunion beigetreten, so wäre die gemeinsame Währung unter Leitung des französischen Franc allein aufgrund der Wirtschaftskraft zur dominierenden Valuta aufgestiegen. Dies wäre der für die französischen Bestrebungen nach einer Universalwährung entscheidende Schritt gewesen“, schreibt Historiker Thiemeyer.

Eine Reihe anderer Länder koppelt in den folgenden Jahren ihre Währung an den Franc-Block, ohne jedoch dem Vertrag beizutreten. Dazu zählen unter anderem Spanien, Rumänien oder Serbien. Österreich-Ungarn ist zeitweise ebenfalls faktisch mit der Währungsunion verbunden. Die Doppelmonarchie prägt sogar einige Goldmünzen, deren Nennwert sowohl in Gulden (Florin) als auch in Franc angegeben ist. Das einzige Land jedoch, das ganz offiziell in die Union eintritt, bleibt Griechenland im Jahr 1868. Wie unter einem Brennglas zeigen sich hier die Probleme der Lateinischen



Münzunion. Griechenland ist wirtschaftlich völlig rückständig. Das Land braucht Geld, um eine überschaubare Industrie aufzubauen und das Militär aufzurüsten. Der Kanal von Korinth wird gebaut, die Eisenbahnverbindung zwischen Athen und Piräus in Betrieb genommen. Das alles treibt die Verschuldung in die Höhe. Die ersten Olympischen Spiele der Neuzeit sollen 1896 in Athen stattfinden. Eine große Ehre. Doch die Griechen können sich die Rolle als Gastgeber nicht leisten. Bereits drei Jahre vor der Eröffnungsfeier müssen sie den Staatsbankrott erklären. „Es ist schwer zu verstehen, warum man die Aufnahme Griechenlands in die Lateinische Union gewünscht oder zugelassen hat“, analysiert wenige Jahre später der Amerikaner Henry Parker Willis. „Wirtschaftlich nicht gesund, von politischen Kämpfen erschüttert und finanziell verkommen, war sein Zustand bedauerlich.“

Um seine hohen Ausgaben finanzieren zu können, bedient sich Griechenland eines Mittels, das zuvor auch schon Italien massiv genutzt hat: des Druckens von Papiergeld. Die ungedeckten Banknoten möchte im Rest der Münzunion niemand haben. Nicht mal die Menschen in Italien und Griechenland wollen das dünne Papier. Sie bringen ihr Wechselgeld lieber nach Frankreich, wo sie es in gutes Geld, also Goldmünzen, eintauschen können. Diese Kapitalflucht heizt wiederum die Inflation in den wirtschaftlich stärkeren Ländern an. Aber auch Frankreich legt seine Geldpolitik immer wieder flexibel aus. 1870 will das Land keine Banknoten mehr in Gold eintauschen und verhängt außerdem ein Ausfuhrverbot für Gold. Grund ist der Deutsch-Französische Krieg. In anderen Ländern der Lateinischen Münzunion fehlen daraufhin Goldmünzen. Das nimmt Italien zum Anlass, weiteres ungedecktes Papiergeld in Umlauf zu bringen.

EIN WENIG ERBAULICHES SCHAUSPIEL

Die Münzunion gerät weiter unter Druck, als der Silberpreis Mitte der 1870er-Jahre immer weiter fällt, auch aufgrund großer Verkäufe aus Deutschland. Das neu gegründete Deutsche Reich hat den Goldstandard eingeführt. In den Ländern der Lateinischen Münzunion gilt aber immer noch der feste Wechselkurs zwischen Gold und Silber. Sie müssen Silber nun zu einem Kurs annehmen, der höher liegt als der Preis, der auf dem Markt bezahlt wird. Für Händler ergibt sich daraus eine Gelegenheit, die man heute als „free lunch“ bezeichnen würde. Sie kaufen Silber im Ausland billig ein, um es innerhalb der Münzunion gegen Gold einzutauschen. Besonders die französischen Bankiers profitieren von solchen Arbitragegeschäften.

In der Folge passiert genau das, was nach dem sogenannten Gresham'schen Gesetz zu erwarten war. Dieser ökonomische Grundsatz besagt, dass bei fixen Wechselkursen die überbewertete Geldsorte durch die unterbewertete aus dem Zahlungsverkehr verdrängt wird – weil die Menschen das „schlechte Geld“ lieber ausgeben, während sie das „gute Geld“ horten. So verschwindet Gold zusehends aus dem Geldverkehr der Münzunion. Stattdessen wird der Markt überflutet von 5-Franc-Silbermünzen. Die Mitglieder der Währungsunion beschließen zwar mehrere Reformen, letztlich sogar eine Art Goldstandard. Der Kern des Problems aber bleibt: Zu keinem Zeitpunkt sind sich die einzelnen Staaten über eine gemeinsame Geldpolitik einig. Die Verträge gelten wenig, wenn sie den nationalen Interessen zuwiderlaufen. Ein italienischer Zeitzeuge beschreibt die Situation so: „Der Lateinische Bund zeigt uns heute ein wenig erbauliches Schauspiel: Die Verbündeten halten

ihre Allianz aufrecht einzig zu dem Zweck, um Zeit zu gewinnen, dass einer auf den anderen, wenn möglich die fatalen Konsequenzen des Bundes selbst ablade.“ Obwohl sich bereits Ende des 19. Jahrhunderts herausstellt, dass die Münzunion als gescheitert angesehen werden muss, existiert sie formal noch lange Zeit weiter. Im Ersten Weltkrieg laufen die Druckerpressen heiß, was dazu führt, dass Teile des Vertrags nach und nach aufgehoben werden. Endgültig aufgelöst wird die Währungsunion erst 1926. Als letztes Land setzt die Schweiz zum 1. Januar 1927 die Münzen der anderen Staaten außer Kurs.

In vielerlei Hinsicht war die Lateinische Münzunion wegweisend. Der gemeinsame Währungsraum senkte die Transaktionskosten und erleichterte den internationalen Handel. Letztlich zerbrach die Staatengemeinschaft daran, dass immer die Nationalstaaten bestimmend blieben. Man könnte zu dem Schluss kommen, den die österreichische Wirtschaftswissenschaftlerin Theresia Theurl gezogen hat. Sie hält zwischenstaatliche Währungsunionen prinzipiell für instabil: „Alle monetären Unionen, die keine vollständigen politischen Unionen waren, blieben temporäre Arrangements. Sie lösten sich auf.“ Auch wenn sich die Geschichte niemals eins zu eins wiederholt, lassen sich mitunter Parallelen beobachten. ♦

Marc Fehrmann ist freier Journalist und lebt mit seiner Familie in Köln.

„Präzedenzfall für den Euro“

Kurzinterview
mit Marius Kleinheyer

Was verbindet die Lateinische Münzunion und den Euro?

Bereits die Motive für ihr Zustandekommen haben eine auffallende Ähnlichkeit. Bei der Münzunion ging es zunächst einmal um eine Vereinheitlichung von Silbermünzen – Ziel war es, den grenzüberschreitenden Warenverkehr zu vereinfachen. Hinter den Plänen steckte aber sehr viel mehr als nur der Abbau von Handelshemmnissen: Bereits im 19. Jahrhundert gab es die Idee eines politisch geeinten Europas mit Europäischer Kommission und Parlament. Der Name „Lateinische Münzunion“ war übrigens ursprünglich ein Begriff der britischen Presse, um klarzumachen, dass es sich höchstens um ein kontinentaleuropäisches Projekt handeln könne.

Woran ist die Münzunion letztlich gescheitert?

Trotz Vertrages konnte zwischen souveränen Staaten kein Konsens über grundsätzliche Sachverhalte erzielt werden.

Also scheitert auch der Euro?

Das lässt sich zumindest nicht ausschließen. Heterogene Staaten mit nationaler Souveränität lassen sich nicht über ein gemeinsames Geldsystem integrieren. Geld funktioniert nun mal nicht als Brechstange der Politik. So gesehen könnte die Lateinische Münzunion der Präzedenzfall für den Euro sein.

Dann schaffen wir doch besser die Vereinigten Staaten von Europa ...

Diese Vorstellung halte ich auch heute für eine Illusion. Die Interessen und Lebensverhältnisse in den Mitgliedstaaten sind viel zu unterschiedlich. Das waren sie auch damals.

Können Sie uns ein Beispiel für die unterschiedlichen Interessen damals geben?

Die Münzunion hatte sich eigentlich auf einen sogenannten Bimetallismus, also eine Art Doppelwährung, geeinigt, mit Münzen aus Gold und Silber. Belgien und die Schweiz hätten einen reinen Goldstandard bevorzugt. Als ab etwa 1875 immer mehr Silbermünzen in Umlauf gebracht wurden, war klar, dass die Auffassungen innerhalb der Union zu verschieden waren.

Trotzdem währte die Lateinische Münzunion von 1865 bis 1926, also mehr als 60 Jahre.

Formal ja. Würde sich Geschichte wiederholen, blieben dem Euro demnach noch etwa 40 Jahre. Was ich damit sagen will: Selbst bei nicht funktionierenden Systemen kann deren Scheitern mitunter recht lange auf sich warten lassen, wenn die Ausstiegskosten sehr hoch sind. Auch das kann uns die Lateinische Münzunion heute lehren.

Marius Kleinheyer ist Research Analyst am Flossbach von Storch Research Institute. Seine aktuelle Analyse zur Eurozone finden Sie unter: www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com

Die Mücke und der Elefant

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



Welches Kapitalmarktthema nervt Euch am meisten?

LEHR: Der Brexit.

Warum?

VORNDRAN: Weil unsere Branche, aber auch die Medien, Anleger mit diesem Thema geradezu penetriert und viele Ängste geschürt hat. So viel Energie und Gehirnschmalz wurden darauf verwendet – und wofür? Für nichts!

LEHR: Tausende Studien, unzählige Interviews und Analysen. Nichts von alledem, was von Vertretern unserer Branche prognostiziert und geweissagt wurde, ist eingetroffen oder hatte am Ende des Tages nennenswerte Auswirkungen. Ob harter oder weicher Brexit, Aufschub oder kein weiterer Aufschub, neue Verhandlungen oder deren Abbruch. Mögliche Wahrscheinlichkeiten zu den verschiedenen Szenarien – nichts von alledem hat Anlegern geholfen, ganz im Gegenteil.

VORNDRAN: Der Brexit, in welcher Form er auch kommen mag, oder auch nicht, ist langfristig schlicht irrelevant!

Das Vereinigte Königreich mag nicht mehr Teil der EU sein – mit Verlaub, wir finden das durchaus relevant!

VORNDRAN: Versteht mich nicht falsch: Die Relevanz bezieht sich rein auf die ökonomische Komponente, nicht die politische. Das sind zwei grundverschiedene Dinge. Politisch ist der Brexit ein großes Problem. Er verstärkt langfristig die Fliehkräfte innerhalb der EU und damit auch in der Eurozone. Außerdem geht mit dem UK ein verlässliches Mitglied und Partner verloren, gerade bei wirtschaftspolitischen Themen. Als überzeugte Europäer finden wir es sehr schade, dass sich die Briten so entschieden haben, müssen ihre Entscheidung aber akzeptieren und das Beste daraus machen.

Woran genau macht ihr die fehlende ökonomische Relevanz fest? Für viele Unternehmen ist der Brexit schließlich ein großes Thema ...

LEHR: An der Bedeutung der britischen Volkswirtschaft für die globale Konjunktur. Chinas Wirtschaft beispielsweise ist seit dem Brexit-Referendum im Sommer 2016 in einer Größenordnung gewachsen, die dem Bruttoinlandsprodukt

(BIP), also der gesamtwirtschaftlichen Leistungsfähigkeit Großbritanniens entspricht. Das verdeutlicht, wie wir finden, sehr gut, wer hier Mücke und wer Elefant, was langfristig relevant und weniger relevant für Anleger ist.

VORNDRAN: Im Grunde genommen ist das Brexit-Theater ein perfektes Beispiel dafür, wie viel störenden Lärm das Börsenumfeld tagtäglich produziert.

Hat der Lärm eurer Meinung nach zugenommen?

VORNDRAN: Eindeutig ja. Und das hängt im Wesentlichen mit der Umschlagsgeschwindigkeit von Informationen zusammen.

LEHR: Ich habe kürzlich auf einer der einschlägigen, gut beleumundeten Finanzwebseite einen Marktbericht gelesen, der überschrieben war mit „Dax bricht ein“. Die dahinterstehende Kursbewegung betrug gerade einmal minus ein Prozent. Ein klassischer Crash sozusagen ... Ich frage mich, wie die Überschrift wohl lauten würde, wenn der Dax irgendwann fünf oder noch mehr Prozent an einem Tag verlieren würde, was er von Zeit zu Zeit gerne mal tut. Wäre das dann der ultimative Untergang?

VORNDRAN: Das kommt dabei heraus, wenn bei einem topaktuellen Medium wie dem Internet jede Kurswendung möglichst schnell kommentiert werden muss. Ein Wettbewerb der Superlative!

Die Autoren versuchen, Leseanreize zu setzen ...

LEHR: Mit dem Ergebnis, dass der Anleger überfrachtet wird mit Informationen, von denen er die meisten besser ganz schnell vergessen sollte.

Welche Lehren lassen sich daraus ziehen?

VORNDRAN: Tief durchatmen, sich nicht verrückt machen lassen, sich vergegenwärtigen, was langfristig wirklich wichtig ist – und was nicht. Geduldig sein.

LEHR: Und nicht jeden Online-Marktbericht lesen ...

Strategie & Strategie

Philipp Vorndran (rechts) und Thomas Lehr (links) 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.

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

Dividende – Ausgeschüttete Gewinne eines Unternehmens an seine Aktionäre.

Dividendenrendite – Verhältnis von Dividende zum Aktienkurs. Sie wird in Prozent ausgewiesen und gibt Auskunft darüber, wie eine Aktie „verzinst“ ist.

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

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

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

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

Portfolio – Bestand an Wertpapieren im Depot.

Realzins – Der Zins, der nach Abzug der Inflationsrate real übrig bleibt.

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.

Volatilität (Wertschwankung) – 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, Luxemburg
Telefon +352.264.584-22, Fax +352.264.584-23
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

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

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

Redaktionsschluss: 1. August 2019

LU 112 0819 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:
Marc Fehrmann, Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Dörte Jochims, Marius Kleinheyer, Sven Langenhan, Thomas Lehr, Shenwei Li, Frank Lipowski, Julian Marx, Christian Panster, Elmar Peters, Tobias Schafföner, Klaus Spanke, Kurt von Storch, Philipp Vorndran

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

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Neosiam, iStockphoto (Cover); © Reuters, Picture Alliance (S. 2); © Marc Comes, CHB-P (S. 3); © stellalevi, iStockphoto (S. 5 oben); © Darja Tjumenzewa, Adobe Stock (S. 5 mittig); © ZU_09, iStockphoto (S. 5 unten); © Neosiam, iStockphoto & © Reuters, Picture Alliance (S. 6–11); © Marc Comes, CHB-P (S. 12–16); © Jinhe Li (S. 18); © stellalevi, iStockphoto (S. 19); © Reuters, Picture Alliance (S. 20–21); © Sven Hoppe, Picture Alliance (S. 23); © Mike Blake, Picture Alliance (S. 24); © stevenfoley, iStockphoto (S. 26, 28–31); © kyoshino, iStockphoto (S. 26–33); © kyoshino, iStockphoto (S. 28); © syahrir maulana, iStockphoto (S. 31); © macroworld, iStockphoto (S. 34–37); © Darja Tjumenzewa, Adobe Stock (S. 38); © Marc Comes, CHB-P (S. 42); © Tetra Images/Jessica Peterson, Getty Images (S. 46); © Maurice Kohl (S. 47 oben links + unten); © economie-Wettbewerbsteilnehmer, Handelsblatt (S. 47); © ZU_09, iStockphoto (S. 48); © Wikimedia Commons (S. 50, vorn); © Gwengoat, iStockphoto (S. 51 vorn); © Mary Evans Picture Library, Picture Alliance (S. 53 oben); © Swissmint, Bundesbehörden der Schweizerischen Eidgenossenschaft (S. 53 unten); © Ieezsnow, iStockphoto (S. 54–55); © Marcus Becker (S. 57); © Marc Comes, CHB-P (Rückseite)

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

