

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren

Vor 20 Jahren, heute, in 20 Jahren

1999

2019

2039

DEUTSCHLAND BRAUCHT STABILITÄT

Was Altkanzler Schröder über
die aktuelle Regierung denkt.

WAS VOM TAGE ÜBRIG BLEIBT

Warum Anleger Prognosen lieber
schnell vergessen sollten.

DER MYTHOS VOM SELBST GEMachten BÖRSENBOOM

Weshalb Aktienrückkäufe
besser sind als ihr Ruf.





Zeit ist die wichtigste Dimension in der Geldanlage. Sie entscheidet über die Vermögensbildung, über Erfolg und Misserfolg. Nehmen wir uns also die Zeit, innezuhalten und die Lage an den Kapitalmärkten einmal grundsätzlich zu durchdenken. Trinken wir einen Kaffee, eines der beliebtesten, gleichermaßen ältesten Getränke. Blicken wir zurück auf das, was war. Vergewissern wir uns, was heute ist, und wagen wir einen Blick nach vorn, auf das, was werden könnte. Kommen Sie mit uns auf eine Reise durch die Zeit (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

Mittlerweile scheint auch der Allerletzte erkannt zu haben, dass die Zinsen noch lange tief bleiben. „Retten Sie unser Ersparthes, Frau Kanzlerin!“, forderte jüngst die „BILD“-Zeitung. Untrügliche Zeichen für den fortgeschrittenen Erkenntnisgewinn sind die zahlreichen Vorschläge führender Politiker, wie denn nun am besten das Geld der Sparer zu schützen wäre.

Verbote von Negativzinsen, weil so etwas in einer Marktwirtschaft nicht vorgesehen sei. Oder die sogenannten „Scholz-Bonds“, nicht handelbare Anleihen, die dem Geldgeber einen jährlichen Zinskupon von zwei Prozent garantieren sollen. Oder aber ein „Bürgerfonds“, der mit den gesammelten Ersparnissen der Deutschen in Infrastrukturprojekte investieren könnte. Wer glaubt, dass die Zinsen schon bald wieder steigen, müsste derlei Ideen gar nicht erst anstellen. Schade nur, dass fast alle Vorschläge das Papier nicht wert sind, auf dem sie geschrieben stehen.

Dabei ginge es auch anders. Wären die Deutschen nur vertrauter mit dem Thema Geldanlage. Hätte die Politik in den vergangenen Jahrzehnten Rahmenbedingungen geschaffen,

um das Entstehen einer Anleger-, einer Investorenkultur zu fördern. Hat sie aber nicht. Und was noch viel trauriger ist: Sie tut es noch immer nicht, im Gegenteil, sie fördert nicht nur nicht, sie erschwert das Entstehen einer solchen Kultur.

Anders ist die geplante Finanztransaktionsteuer jedenfalls nicht zu deuten. Eine Steuer, die ursprünglich die Zocker – Derivate- und Hochfrequenzhändler – im Zaum halten und damit das Finanzsystem sicherer machen sollte. Herausgekommen ist jedoch eine „Aktiensteuer“ nach französischem Vorbild, die eben jene Zocker verschont und stattdessen den Aktienanleger und Vorsorgesparer schröpft. Die Aktie, ein langfristig sehr sinnvolles Anlageinstrument, wird damit unattraktiver gemacht. Willkommen in Absurdistan! Genau das Gegenteil müsste die Politik tun in einer Welt ohne Zinsen.

Als Treuhänder von mehr als einer Million Anlegern haben wir Bundesfinanzminister Olaf Scholz kontaktiert. Den Briefwechsel finden sie ab Seite 16. Er ist entlarvend, so viel sei an dieser Stelle verraten.

Viel Spaß bei der Lektüre!

Kurt von Storch
Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG



Flossbach von Storch
POSITION
4/2019

WELTBILD

- Kapitalmärkte
6 **1999 — 2019 — 2039**
- Kolumne
14 **Mail aus Shanghai**
- Finanztransaktionsteuer
16 **Darauf muss man erst mal kommen ...**
- Interview
20 **Deutschland braucht Stabilität**

ANLAGESTRATEGIE

- Prognosen
28 **Was vom Tage übrig bleibt**
- Renditen
32 **Verkehrte Welt**
- Aktienrückkäufe
38 **Der Mythos vom selbst gemachten Börsenboom**
- Nachhaltigkeit
44 **Wie könnt ihr es wagen ...**

KONTEXT

- Finanzbildung
50 **Was würde Wilhelm sagen?**
- Strategie & Strategie
56 **„Ideal wären 100 % Aktien“**
- Glossar
58



Interview

Deutschland braucht Stabilität

Altkanzler Schröder über seine SPD, Duzfreund Edmund und Angela Merkel.

20

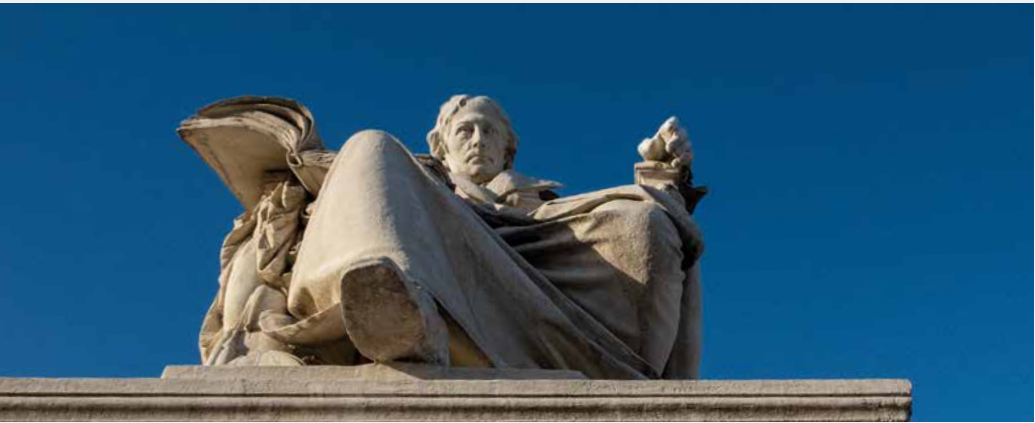


Renditen

Verkehrte Welt

Der Zinskupon ist tot, es lebe die Dividende!

32



Finanzbildung

Was würde Wilhelm sagen?

Wirtschaft ist in den meisten Schulen kein Thema – warum eigentlich nicht?

50

Vor 20 Jahren, heute, in 20 Jahren

1999

2019

2039

Die Staatsschulden wachsen, die Konjunktur schwächelt. Gründe dafür gibt es viele. Die Welt ist im Wandel, politisch, ökonomisch – und erscheint uns deshalb zerbrechlicher denn je. Ist sie das wirklich? Ein Blick zurück nach vorn.

von Stephan Fritz, Thomas Lehr und Philipp Vorndran

Wer auf das Jahr 2039 schauen will, also 20 Jahre voraus, der kommt nicht umhin, kurz innezuhalten und zurückzublicken; 20 Jahre zurück passen derweise. Das ist deshalb so wichtig, weil die Ereignisse von damals durchaus taugen, Strukturen zu erklären, die sich im Laufe der Jahre entwickelt und immer weiter verfestigt haben. Im besten Falle lassen sich dann daraus Rückschlüsse auf das ziehen, was in den nächsten 20 Jahren kommen könnte.

Die Protagonisten der Bundesregierung von 1999 waren: Gerhard Schröder, Josef „Joschka“ Fischer und – ja, der gehörte auch kurz dazu – Oskar Lafontaine. Schröder und Fischer waren es, die einige Jahre später die Agenda 2010 auf den Weg brachten. Jene Reformen, von denen Deutschland noch heute profitiert.

NICHTS ZU FEIERN FÜR DEN EURO

Der US-Präsident hieß zu dieser Zeit Bill Clinton – und musste sich eines Amtsenthebungsverfahrens erwehren. Auch heute steht ein solches im Raum und wird von vielen Gegnern des heutigen Präsidenten Donald Trump gefordert. Damals hatten wir Handys in der Tasche, die heute wie aus der Zeit gefallen wirken. Und für den Erfolg der Fußballnationalmannschaft war nicht der smarte Jogi Löw zuständig, sondern Herren in karierten Sakkos: Erich Ribbeck und Uli Stielike. Vor 20 Jahren wurde auch die Firma Flossbach von Storch gegründet, damals noch Flossbach & von Storch. Das „&“ war irgendwann zu sperrig, und aus dem Schirm als Logo ist unser „Pentagramm“ geworden. Doch vor allem wurde 1999 der Euro eingeführt, als Buchgeld wohlgerneht. 20 Jahre ist das her, ein runder Geburtstag. Doch niemanden scheint es zu kümmern: Keine Sondersendungen im öffentlich-rechtlichen Rundfunk, kein Staatsakt mit großem Tamtam. Warum eigentlich nicht? Gefeierte wird und wurde schließlich schon zu deutlich weniger bedeutsamen Anlässen.

DEUTSCHLAND SPART SICH SEINE ZUKUNFT

Das stille Jubiläum zeugt davon, wie schwer die vergangenen 20 Jahre für den Euro in Wahrheit waren: Nach der Einführung des Buchgeldes wertete der Euro deutlich ab (vgl. Grafik 1). Die Vorbehalte waren riesig. Nicht wenige Marktteilnehmer fürchteten damals eine weltweite Finanzkrise, ausgelöst durch den Euroraum. Die großen Notenbanken, darunter die US-amerikanische Zentralbank Federal Reserve (Fed), sprangen ein und stützten den Euro. Sein Kurs stabilisierte sich und nahm mit der Einführung physischen Geldes im Jahr 2001 an Fahrt auf. Bis zum Ausbruch der Finanzkrise in den USA 2008 und 2009, aus der dann später die Euro- und Staatsschuldenkrise erwachsen sollte. All jene – sehr berechtigten – Bedenken aus den Anfangszeiten, ob denn ein solch heterogener Währungsverbund überhaupt dauerhaft funktionieren kann, rückten mit den Krisen wieder in den Fokus.

Die Verschuldung ist auch heute das Problem, wie schon vor der Einführung des Euros. Sie steigt und steigt. Vor allem in Italien, aber auch in Frankreich. Für beide Staaten ist die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) inzwischen überlebenswichtig, nicht weniger. Umgekehrt bestimmt die horrende Verschuldung die zukünftige Geldpolitik der EZB (vgl. Grafik 2). Sie begrenzt ihren Spielraum. Eine Straffung oder eine Zinsanhebung zu viel könnte bereits das Ende des Euros in seiner jetzigen Form bedeuten. Wer mag das schon riskieren?

Christine Lagarde, die neue EZB-Chefin, wird das gewiss nicht tun. Ihre Ernennung zur Präsidentin der EZB ist das logische Ergebnis einer sich über Jahre abzeichnenden Politisierung der europäischen Notenbank, deren Gründerväter sie einst als Antipol zu den politischen Machtzentren vorgesehen hatten. Heute bildet die EZB eine Art Schattenregierung, bügelt mit ihrer Rettungspolitik in Endlosschleife aus, was die Regierungen in

den Eurohauptstädten seit Jahren vermessen und versäumen. Lagarde ist die perfekte Besetzung. Juristin, beruflich aufgestiegen im französischen Staatsapparat bis hin zur Finanzministerin. Später dann Chefin des Internationalen Währungsfonds, kurz IWF, den sie im Laufe der Jahre ebenfalls zu einer immer politischeren Institution umfunktionierte. Lagarde hat bereits angekündigt, dass die EZB noch längst nicht alle Möglichkeiten der Geldpolitik ausgenutzt habe – und bei Bedarf sicherlich noch mehr tun könne. Was immer das heißen mag, in den hochverschuldeten Eurostaaten wird man das sicherlich gerne hören.

DER EURO IST MEHR LIRA ALS D-MARK

Doch nicht nur jene Länder des Währungsverbundes, die zu viele Schulden anhäufen, sind das Problem. Auch das Land, dessen oberste Staatsräson die schwarze Null zu sein scheint: Deutschland. Dort sinken die Schulden (dem Nullzins sei Dank), und der amtierende Finanzminister lässt sich als seriöser und weitsichtiger Kämmerer feiern.

Bei all der Selbstbeweihräucherung versäumen es die Deutschen allerdings, sinnvoll in Infrastruktur, Bildung sowie in Forschung und Entwicklung zu investieren. Straßen bröckeln, Schulen kommen immer weiter herunter, und was das Thema Digitalisierung oder Mobilfunk betrifft, wird Deutschland heute in aller Welt belächelt. Wer auf dem Land das Handy braucht, sollte auf die höchste Tanne klettern, die er findet. Mit etwas Glück hat er dort Empfang. Deutschland ist dabei, seine Zukunft zu verspielen. Und es scheint so, als würde niemand so recht Notiz davon nehmen. Hauptsache, der Haushalt ist ausgeglichen.

Der Euro hingegen ist gewiss keine D-Mark. Er ist mehr Lira. Das ein wichtiger Befund für Anleger, die sich um ihren Vermögenserhalt sorgen. Ein Vermögen breit aufzustellen, heißt nämlich nicht nur, es auf verschiedene Anlageklassen und Einzeltitel aufzuteilen, sondern auch auf verschiedene

Grafik 1 **20 Jahre Euro – Jubiläum ohne Partystimmung**
Per Saldo nichts passiert

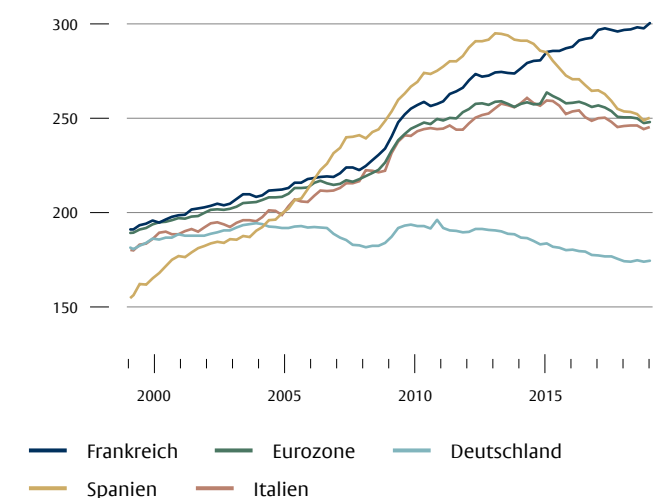


1. Januar 2002: Einführung des Euros als Bargeld

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

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. Oktober 2019

Grafik 2 **Hohe Verschuldung lässt EZB kaum Handlungsspielraum**
Gesamtverschuldung* in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP)

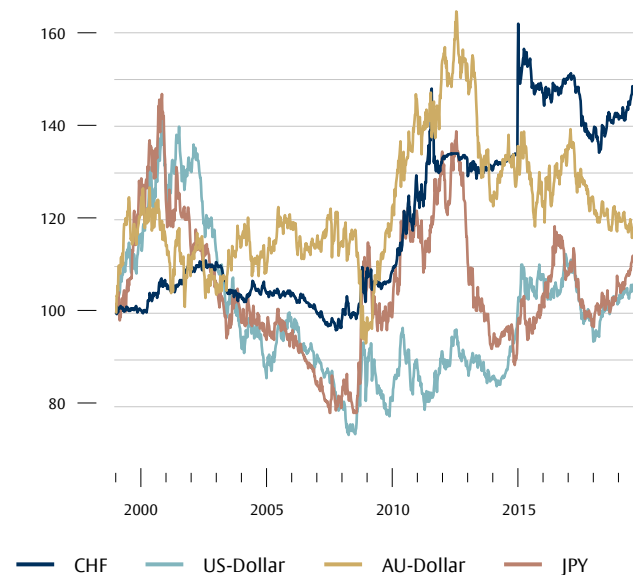


* Kumulierte Bruttoverschuldung von Privathaushalten, Staat und Unternehmen (bzw. nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften).

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

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. Oktober 2019

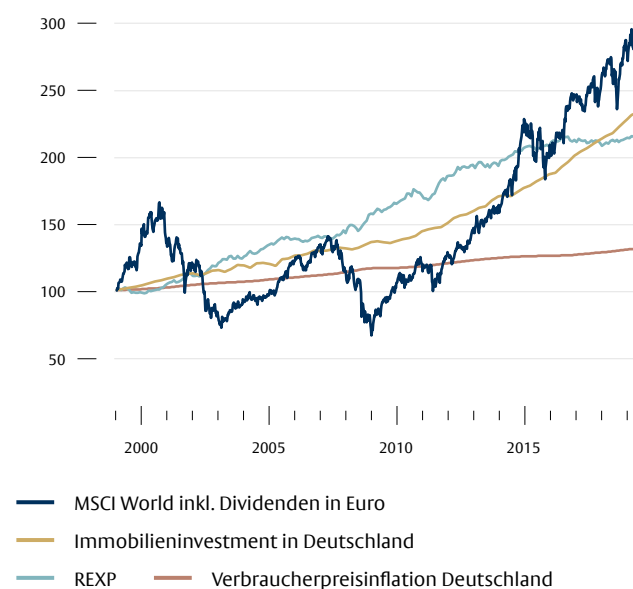
Grafik 3 Welche Währungsanlage hätte sich gelohnt?
Währungsentwicklung gegenüber dem Euro (indexiert auf 01.01.1999 = 100)



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

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. Oktober 2019

Grafik 4 20 Jahre Euro
Aus Sicht des deutschen Anlegers (indexiert auf den 01.01.1999)



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

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. Oktober 2019

Währungsräume. Nehmen wir die Italiener als Beispiel. Als sie noch ihre Lira hatten, waren sie heilfroh, sie rasch wieder loszuwerden und in eine harte Währung umzutauschen; in US-Dollar, D-Mark oder Schweizer Franken. Deutsche Anleger bleiben dagegen im Euro verhaftet. Grob überschlagen dürfte der Anteil ihrer Euroanlagen am Gesamtvermögen etwa 80 bis 90 Prozent betragen. Das war in den vergangenen 20 Jahren nicht die allerbeste Wahl (vgl. Grafik 3). Anleger, die in einem „Schwachwährungsraum“ zu Hause sind, sollten es sich zur Übung machen, über Ländergrenzen hinauszuschauen. In den kommenden 20 Jahren dürfte das mehr denn je gelten.

Nun schauen wir auf die Anlageergebnisse in verschiedenen Anlageklassen (vgl. Grafik 4). Wie war der Erfolg für Anleger, die vor 20 Jahren Geld investiert haben? Die Historie zeigt: Unserer Meinung nach war es vor allem wichtig, an den Finanzmärkten investiert zu sein. Raus aus dem Sparbuch, runter vom Festgeld. Wer das beherzigt hat, für den war es fast schon egal, ob das Geld in Aktien, Anleihen oder Immobilien investiert war. So oder so ließ sich die Inflation schlagen und Vermögen aufbauen. Heute ist es nicht mehr egal. Denn seit etwa vier Jahren hat sich der Aktienmarkt vom Anleihemarkt abgekoppelt.

Angesichts des Zinsumfelds ist es sehr viel schwieriger geworden, mit Anleihen attraktive Renditen zu erzielen. Es ist nach wie vor möglich, doch es bedarf eines sehr aktiven, opportunistischen Investmentansatzes. Für Privatanleger ist der Aufwand unseres Erachtens zu groß. Auch weil viele Anleihen zu hohe Stückelungen haben, was den Aufbau eines breit diversifizierten Anleiheportfolios für den Privatmann praktisch unmöglich macht.

Doch für das Gewesene gibt der Kaufmann bekanntlich nichts. Viel wichtiger ist aus seiner Sicht, wohin die Reise führen wird. Wir gehen davon aus, dass die Zinsen in den kommenden 20 Jahren sehr

niedrig bleiben. Es sei denn, es gibt in absehbarer Zukunft eine Währungsreform – was unseres Erachtens eher unwahrscheinlich ist. Der Euro ist ein zähes Tierchen. „Whatever it takes“, hat EZB-Chef Mario Draghi gesagt, den Euro retten, was immer es kostet, gleichbedeutend mit: koste es, was es wolle. Daran wird er, aber auch seine Nachfolgerin und deren Nachfolger(in), gemessen werden. Die Zinswende ist damit längst abgesagt!

AUFHÖREN, STÄNDIG AM DEPOT HERUMZUDOKTERN

Etwas provokativ lässt sich deshalb sagen: Geldanlage ist noch nie so einfach gewesen wie heute. Eben weil die Zahl der attraktiven Anlageklassen derart verknappt wurde. So bieten heutzutage nur noch Aktien ein interessantes Chance-Risiko-Profil. Von 5,5 Prozent Rendite bei zehnjährigen Bundesanleihen wie 1999 können Anleger heute nur noch träumen. Wer in der Finanzbranche tätig ist, kennt vermutlich diese Situation: Sie sind privat unterwegs, etwa auf einer Geburtstagsfeier. Die Gesprächspartner wissen, dass Sie sich beruflich mit Finanzthemen befassen. Sie werden deshalb oft gefragt, was man im aktuellen Zinsumfeld denn am besten mit seinem Geld anstellen soll.

Für die Antwort braucht es eine entscheidende Information: Sage mir, welche Rendite du erwartest, dann sage ich dir, wie viele Aktien du brauchst. Wer zwei Prozent anpeilt, nach Kosten, der braucht mindestens eine Aktienquote von 25 Prozent, besser mehr. Wer sechs Prozent erwartet, der muss zu 100 Prozent in Aktien investiert sein. Die Werte sind historische Durchschnittswerte und beziehen sich auf einen langfristigen Anlagehorizont. Der geht bei sieben oder acht Jahren los, besser, er ist noch länger. Denn zwei oder drei Jahre haben mit Aktien nichts zu tun! An dieser Grundrechnung und an dem Erfordernis eines langfristigen Anlagehorizonts wird sich in den nächsten 20 Jahren wenig ändern.

Denn eine wesentliche Voraussetzung für den Anlageerfolg ist die Eigenschaft, nicht der Versuchung zu erliegen, ständig an seinem Depot herumzudoktern und künstlich Kosten zu produzieren. Gute Aktien und gute Anleihen kurzerhand aus dem Depot zu werfen, nur weil es am Markt für eine Weile etwas ungemütlicher wird, ist kontraproduktiv.

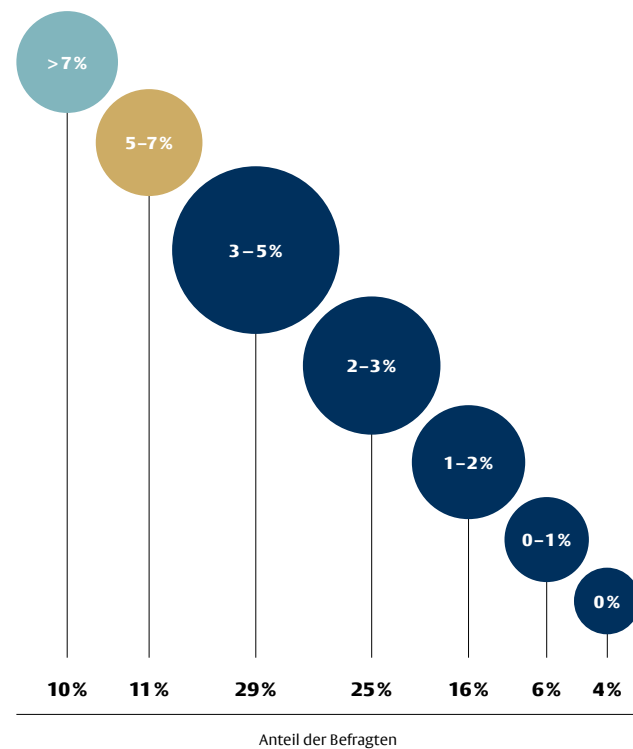
Das große Problem ist jedoch, dass Theorie und Wirklichkeit weit auseinanderklaffen. Mehr als ein Fünftel der Deutschen erwartet von ihrer Geldanlage eine Rendite von mehr als fünf Prozent, zeigt die Studie „Das Sparverhalten der Deutschen“ von der GfK im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institutes. Jeder Zehnte plant gedanklich sogar mit über sieben Prozent (vgl. Grafik 5). Mit Sparbuch und Festgeld, die den Großteil des Vermögens hierzulande ausmachen, sind solche Renditen heute nicht zu machen.

Die Umfrage zeigt, dass viele Menschen offenbar keine realistische Renditeerwartung formulieren können. Wie passen die Ergebnisse sonst mit diesen Antworten zusammen (vgl. Grafik 6)? Der Begriff Aktie, also jene Anlageform, die unseres Erachtens im aktuellen Umfeld am besten geeignet sein dürfte, langfristig attraktive Renditen zu erwirtschaften, wird vor allem mit Risiko und Spekulation in Verbindung gebracht.

SO WERDEN ANLEGER VERGHAULT

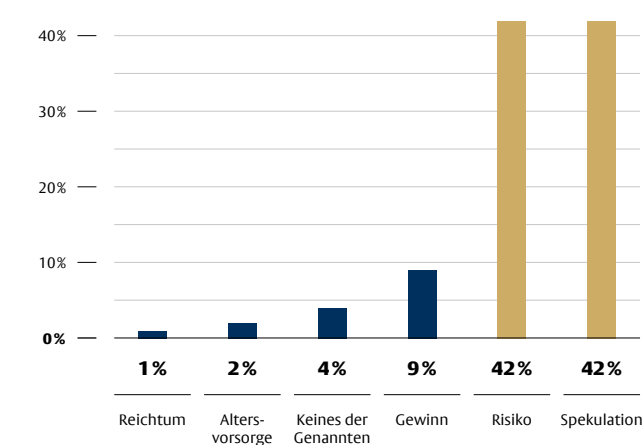
Das Geld der meisten Deutschen liegt also auf Sparkonten & Co, wo es seit einigen Jahren real gesehen an Wert verliert. Dabei gäbe es die attraktive Alternative Aktienmarkt. Um das zu verändern, müssen wir verstehen, was die Gründe für diese Aktienaversion sind. Ohne einen halbwegs verlässlichen Befund werden wir niemanden überzeugen können, umzudenken. Laut Umfrage sind vor allem die gemachten Erfahrungen das Problem. Der Internethype mitsamt dem Neuen Markt und das Platzen der Technologieblase →

Grafik 5 **Renditeerwartungen passen nicht zum Anlageverhalten**
Renditeerwartung der Deutschen für die Ersparnisse pro Jahr



Quelle: Umfrage unter 10.000 Personen, Flossbach von Storch Research Institute
in Zusammenarbeit mit der GfK, Flossbach von Storch, Stand: November 2018

Grafik 6 **Verbreitete Vorurteile ...**
Was verbinden Sie mit dem Wort „Aktie“?



Quelle: Umfrage unter 10.000 Personen, „Wenig Aktien, aber große Sorge“,
Flossbach von Storch Research Institute, Stand: April 2018

nach der Jahrtausendwende. Die Markterholung und die Finanz- und Schuldenkrise. Erfahrungen prägen – das ist menschlich. Dass selbst diese schweren Krisen und Crashes in der Retrospektive für einen langfristig orientierten Investor kaum Auswirkungen zeigen, geht leider völlig unter. Denn die Zeit ist der beste Freund des Anlegers.

Zu den gemachten Erfahrungen kommt noch ein weiterer Faktor hinzu, der verunsichert: die geschäftige Aufgeregtheit der Öffentlichkeit. Anleger bekommen heute den Eindruck vermittelt, nicht nur ständig schauen zu müssen, was tagtäglich passiert, sondern auch stündlich, minütlich. Es kommen Daten zum Geschäftsklima, Einkaufsmanagerindizes, Quartalszahlen, Hochstufungen, Herabstufungen, dazu unzählige Tweets und Antworten auf die Tweets. Jeden Tag scheint die Welt am Abgrund zu stehen. Bei all der Aufgeregtheit würde vermutlich niemand merken, wenn sie irgendwann einen Schritt weiter wäre ...

Die Reizüberflutung führt zu einer Überforderung, die schlussendlich bewirkt, dass viele Menschen sich gar nicht erst an die Börse trauen. Frei nach dem Motto: Das kann ich doch alles gar nicht überblicken, also bleibe ich beim Sparbuch.

Nehmen wir etwa den Brexit. Tausende Studien, Marktkommentare und Einschätzungen wurden dazu seit dem Brexit-Referendum im Sommer 2016 verfasst. Analysten mit sorgenvollen Mienen mahnten in TV-Interviews zu erhöhter Vorsicht und vor Crashgefahr. Tatsächlich war nichts von alldem vorhersehbar: nicht das Referendum, nicht die darauffolgenden Diskussionen, nicht die Verlängerung der Brexit-Verhandlungen, nicht die nicht enden wollenden Possen der vergangenen Wochen – rein gar nichts. Und an den Börsen? Hier haben die Kurse kurz geschwankt und sind dann einfach weiter gestiegen. Weil der Brexit für das Wohl und Wehe der Weltwirtschaft unbedeutend ist.

Oder nehmen wir die unsäglichen Prognosen, wo der Dax am Jahresende steht. Mal abgesehen davon, dass es niemand weiß, ist es auch völlig irrelevant. Schließlich käme auch niemand auf die Idee, einen Immobilieninvestor zu fragen, wo denn die Preise in einem halben Jahr stehen werden. Dennoch versuchen sich viele Vertreter der Finanzindustrie, Analysten, aber auch Börsenjournalisten als Wahrsager und Welterklärer. Wir müssen weg davon. Es hilft niemandem und produziert nur unnötigen Lärm.

DIE AMERIKANER WAREN FRÜHER AKTIENMUFFEL ...

Es ist nicht unsere Aufgabe, Anleger ständig vor Kursschwankungen zu warnen. Denn das würde bedeuten: Wir würden sie aus der Anlageklasse rausholen, die langfristig die höchsten Renditen verspricht. Wir verursachen auch ungern hohe Kosten, um Portfolios permanent gegen fallende Kurse abzusichern. Schwankungen gehören dazu. Das gilt umso mehr, wenn das langfristige Renditeziel fünf oder sechs Prozent lautet.

Werden die Deutschen also in den nächsten 20 Jahren zu Aktionären? Ein kurzer Rückblick auf die USA zeigt, warum das wichtig wäre. 1948 verwies die US-Notenbank Federal Reserve in ihrem jährlichen Bulletin auf die Ergebnisse einer Umfrage der University of Michigan. Dabei wurden Amerikaner nach ihrem Anlageverhalten befragt. Das Umfeld war der heutigen Lage im Euroraum nicht unähnlich: Die Zinsen waren tief und reichten nicht aus, um die Inflation auszugleichen.

Nur fünf Prozent der Befragten gaben in dieser Studie an, ihr Geld in Aktien zu stecken. Die große Mehrheit dagegen war in verzinslichen Anlagen investiert. Denn in den Jahren zuvor hatten sie schlechte Erfahrungen mit Aktien gemacht und sich die Finger verbrannt. Doch die nun folgenden zehn Jahre waren bis heute die besten Börsenjahre an der Wall Street.

Heute wird die Aktionärskultur in den USA als vorbildlich gerühmt – weltweit. Die große Mehrheit der Amerikaner investiert für die Altersvorsorge in Unternehmensbeteiligungen und profitiert so von der wirtschaftlichen Entwicklung der USA. Es wäre schön, wenn sich Geschichte wiederholen könnte – dieses Mal in Europa.

Warum lohnt es sich also, jetzt schon auf 2039 zu schauen? Weil eine robuste Anlagestrategie Qualität, Geduld und Vertrauen braucht. Qualität bezieht sich dabei auf die Werthaltigkeit der einzelnen Anlagen (je höher, desto besser), Geduld auf den Anlagehorizont (je länger, desto besser) und das Vertrauen? Wer auf die Werthaltigkeit seines Portfolios vertrauen kann, braucht Krisen und die damit einhergehenden Kursschwankungen nicht zu fürchten. Er kann warten und sich zwischenzeitlich schon mal über die Dividenden freuen.

Wer in Zeiträumen von zehn oder 20 Jahren denkt, wird Kursrücksetzer nicht vor allem als Risiko sehen, sondern auch als Möglichkeit, Aktien und Anleihen guter Unternehmen dann zu einem günstigen Kurs nachkaufen zu können. Denn der Gewinn liegt bekanntlich im Einkauf. Denken Sie also wie ein Kaufmann oder eine Kauffrau! Denken Sie langfristig!

Philipp Vorndran und Thomas Lehr
sind Kapitalmarktstrategen,
Stephan Fritz ist Portfolio-Direktor Multi Asset
bei der Flossbach von Storch AG.

von Shenwei Li



MAIL AUS SHANGHAI

Die chinesische Regierung möchte die globale Technologieführerschaft erlangen. Was bedeutet das für die Bürger? Ansichten einer Chinesin.

Über mein Land wird im Ausland sehr viel geschrieben. Nicht immer trifft das die Realität. In einer Studie eines internationalen Fondshauses habe ich aber eine Formulierung gefunden, die den Nagel auf den Kopf trifft. „Software bedeutet Automatisierung“, heißt es da, frei übersetzt, und: „In China dreht sich alles um Effizienz“.

Im Vergleich zu Europa spielt Technologie (insbesondere Digitalisierung) bei uns eine sehr viel größere Rolle. Das bringt den Chinesen auch eine Vielzahl von Härten. Etwa beim Datenschutz oder bei der persönlichen Freiheit. Nach jedem Besuch in Europa habe ich aber das Gefühl, dass wir Chinesen uns – auch wenn die Auswirkungen für die Bürger nicht immer nur positiv sind – immerhin bewegen. Während Europa stehen bleibt. Dieses Urteil mag für den ein oder anderen Leser sehr hart erscheinen, da China im Ausland immer noch als „Schwellenland“ gilt. Einige Beispiele aus meinem Alltagsleben können vielleicht verdeutlichen, was ich genau meine.

In Shanghai habe ich mich schon länger an ein bargeldfreies Leben gewöhnt. Für mich wirkt es schon sehr exotisch, wenn ich im Ausland, wie bei meinem letzten Besuch in Köln, immer noch mit Münzen bezahlen soll. Wir nutzen dazu Handys, keine Geldbörsen. Das bringt uns finanzielle Vorteile: Wenn ich ein Taxi digital bestelle und bezahle, ist das deutlich günstiger. Digitale Sonderangebote gibt es inzwischen für die meisten Dinge des Lebens. Sie motivieren viele Chinesen, etwas Neues auszuprobieren.

Unsere Senioren brauchen dafür oftmals etwas länger, sehen aber auch die praktischen Vorteile. Wer in einem gehobenen Krankenhaus in Shanghai behandelt werden möchte, kriegt schneller einen Termin, wenn er mit Alipay oder WeChat Pay abrechnet. Wenn chinesische Behörden Visa für Auslandsreisen ausstellen, sinkt die Bearbeitungszeit, wenn das Dokument digital bestellt wird.

Einerseits werden „altmodische Leute“ hierzulande diskriminiert, weil sie der Effizienz des Systems schaden. Andererseits bringt der Fokus auf die Technologie der Gesellschaft (und damit letztlich auch den „Diskriminierten“) einige Vorteile. China erlebt einen demografischen Wandel, 18 Prozent der Bevölkerung sind Senioren. Effizienz durch Technologie hilft dabei, den Mangel an jungen Arbeitskräften auszugleichen. Besonders anschaulich ist das im Logistikbereich. Onlineplattformen wie Eleme oder Meituan Dianping starteten vor einigen Jahren als Bestellservice für Essen. Jetzt kann man dort alles Mögliche ordern. Lebensmittel oder Kosmetik, aber auch Medikamente und andere medizinische Produkte. Bei Senioren ist das sehr beliebt. Meine Eltern sparen sich so alle zwei bis drei Tage die früher obligatorische Reise zum Wochenmarkt. Die bestellten Waren kommen oft schon nach 30 Minuten, die Qualität ist gut und eine Bestellung pro Tag ist kostenlos. Senioren buchen über eine App auch Pflegepersonal. Technologie macht Preise für Dienstleistungen transparent und sorgt für Wettbewerb. Das ist wichtig für uns Chinesen, denn die Kosten für Personal und Dienstleistungen sind in den vergangenen Jahren massiv gestiegen.

Der Fortschritt hat aber auch eine Kehrseite. Individuelles Fehlverhalten wird gnadenlos erfasst. Wer über eine rote Ampel geht, muss damit rechnen, dass ihn eine Kamera aufzeichnet. Wenig später kommt dann eine SMS mit einer Zahlungsforderung – ein Computerprogramm der Verkehrspolizei kann Gesichter identifizieren und mit anderen Datensätzen abgleichen. Ein ähnliches System kontrolliert auch Auslandsreisende. Parkplätze werden mit Videokameras und Sensoren überwacht, die Bezahlung erfolgt dann per Handy, mit Alipay und Barcode.

Technologie hilft der kommunistischen Partei auch bei der allgegenwärtigen Zensur. Früher wurde noch jeder Beitrag vor dem Erscheinen in sozialen Netzwerken zensiert. Heute ist die Partei vor allem in „politisch sensiblen Situationen“ besonders vorsichtig. Das gilt auch für Finanznachrichten. Am ersten Tag nach der Ankündigung des Handelskriegs mit den USA etwa flossen knapp zehn Milliarden Yuan aus Chinas Kernland über Hongkong ins Ausland. Die Meldung eines prominenten Marktbeobachters auf dem Netzwerk Weibo wurde bereits nach wenigen Minuten gelöscht. So wollte die Partei wohl für Ruhe an den Märkten sorgen.

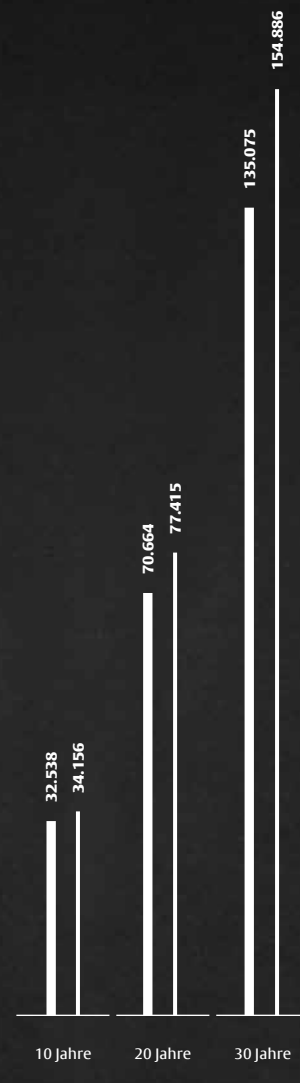
Digitale Meinungsmacher mit mehr als einer Million Followern erhalten in solchen Fällen schon mal Anrufe vom „Kundenservice“ der Netzwerke. Im Fall von „unangemessenen“ Kommentaren können Profile gesperrt oder sogar komplett gelöscht werden. So wurde eine Analystenstudie zum Handelskrieg, die vormals mit „Der Winter naht“ betitelt wurde, in späteren Versionen flugs mit „Die Auswirkungen sind überschaubar“ überschrieben. Wenn westliche Netzaktivisten die „Zensur“ von Twitter oder Facebook bei den Kommentaren in Europa und den USA kritisieren, dürfte das in China wohl nur mit einem ungläubigen Lächeln quittiert werden.

Das vielleicht wirksamste Mittel, das Verhalten der Bürger zu steuern, sind Social-Scoring-Systeme, die ihr Verhalten bewerten und letztlich sanktionieren. Neben den Programmen von Banken und Onlinehändlern betreiben auch Lokalregierungen solche Systeme, die längst nicht nur die Bonität einer Person beurteilen. So sorgte etwa eine Ankündigung der Provinz Zhejiang für Aufregung, weil in diesem Rating häufige Jobwechsel zu Punktabzügen führen. Pekings Lokalregierung meldete, dass lautes Musikhören über Kopfhörer in der U-Bahn mit Minuspunkten bestraft wird. Anders als in Europa finden solche Sanktionen bei Chinesen oftmals Anerkennung, sorgen sie doch für ruhige Zugfahrten.

Wenn man das Verhalten von Menschen ändern möchte, sollte es neben Strafen auch Anreize geben. Das wirkungsvollste Motivationsmittel ist sicherlich Geld. Sehr schnell verbreitete sich zum Beispiel die Geschichte eines lokalen Unternehmens, das wegen eines guten Ratings schneller und günstiger an Kredite kam. Manche Banken sollen günstigere Konditionen offerieren, wenn Kreditnehmer besonders viele Artikel und Videos der neuen Propaganda-App Xuexi Qiangguo anschauen und sich so ein gutes Parteirating „erarbeiten“.

Wie viele Dinge des Lebens hat auch die technologische Entwicklung in China immer zwei Seiten. Yin und Yang, Schatten und Licht – so würde es wohl ein Anhänger der Dao-Philosophie beschreiben.

Analystin Shenwei Li berichtet aus China.



Steuer für Anleger

Steigerung des Vermögens
eines Aktiensparers, in Euro*

- Vermögen mit Finanztransaktionssteuer
- Vermögen ohne Steuer

* Annahmen:

Startinvestment **10.000 Euro**
 Monatliche Einzahlung **100 Euro**
 Rendite p. a. **6,00%**
 Portfolioturnover **1,00**
 Finanztransaktionssteuer **0,30%**

**Dies ist eine hypothetische Szenario-
annahme. Die tatsächliche Entwicklung
kann von den hier gezeigten Szenarien
deutlich abweichen.**

Quelle: Flossbach von Storch,
Daten per 31. Oktober 2019

Darauf muss man
erst mal kommen...

Die Bundesregierung ist fest entschlossen, eine Finanztransaktionsteuer einzuführen. Was nichts anderes bedeutet, als dass Wertpapierkäufe und -verkäufe künftig mit einer Steuer versehen werden. Wird die Steuer helfen, den Finanzmarkt sicherer zu machen, so wie ursprünglich versprochen?

Die Idee einer solchen Steuer wurde inmitten der Finanz- und Schuldenkrise geboren als ein Instrument, um die Finanzindustrie zu zähmen. Der Gesetzgeber wollte den Handel mit bestimmten Finanzinstrumenten erschweren und so die Märkte langfristig sicherer machen. So der ursprüngliche Plan – grundsätzlich ein hehres Ansinnen.

Das Problem ist, dass von der Steuer, so wie sie 2021, also noch vor der nächsten Bundestagswahl, kommen soll, genau jene Instrumente verschont bleiben werden, die maßgeblichen Anteil an besagten Krisen hatten: die Derivate. Zusammengebastelte Wertpapiere, deren Konstrukteure die Risiken zum Teil selbst nicht verstehen.

Besteuert werden sollen stattdessen Aktien. Damit werden die Aktionäre bestraft, darunter viele Aktiensparer. Wir halten das für völlig absurd! In einer Welt ohne Zinsen die Altersvorsorge

zusätzlich zu erschweren, indem Anlagen, die langfristig sehr sinnvoll sind für den Vermögensaufbau, besteuert werden – auf diese Idee muss man erst einmal kommen. Die Grafik links zeigt, was eine solche Steuer langfristig anrichten könnte.

Wir sind Treuhänder von mittlerweile mehr als einer Million Anlegern. Und als solche verstehen wir uns auch. Wir vertreten ihre Interessen, auch öffentlich, mit Nachdruck. Wir haben uns deswegen an denjenigen gewandt, der diese Strafsteuer auf Aktien verhindern könnte: an Bundesfinanzminister Olaf Scholz. Der hatte in Interviews mehrfach betont, dass besagte Steuer „ganz im Interesse der Bürgerinnen und Bürger“ sei. In Frankreich funktioniere das doch schließlich auch.

Herausgekommen ist folgender Briefwechsel, lesen Sie bitte selbst ...

Finanztransaktionssteuer Weltbild 17



Flossbach

Bundesminister der Finanzen
Herrn Olaf Scholz
11016 Berlin

Sehr geehrter Herr Bundesfinanzminister,
ich wende mich wegen d
Aktiensteuer

Köln, 12. August 2019

Die Steuer trifft alle, die angesichts der Nullzinspolitik auf Alternativen für ihre Altersvorsorge angewiesen sind und für die Aktien eine langfristig äußerst sinnvolle Anlage sein könnten. Es ist bittere Ironie, dass ausgerechnet Derivate, die im Mittelpunkt der jüngsten Finanzkrisen standen, von der geplanten Steuer verschont bleiben sollen. Wer das schnelle Geld sucht, der handelt; die Wertpapiere nur für Sekundenbruchteile halten. Wer das schnelle Geld sucht, wird also verschont; der langfristig denkende Anleger dagegen bestraft. Im Grunde wäre das so, als würde man eine Bloßsteuer auf nachhaltige Produkte einführen.

Tatsächlich erschwert die Finanztransaktionssteuer den Vermögensaufbau. Sie belastet den Handel und trägt eher zu einer Destabilisierung der Finanzmärkte bei. Selbst die Bundesbank, die sich mit Kritik an der Steuer nicht zurückhält, rät, dass die Finanztransaktionssteuer den Vermögensaufbau nicht fördern wird. Die Bundesregierung könne, sondern nicht dürfe, die Steuer nicht abschaffen und damit die Vermögensverluste nicht ausgleichen.

Die langfristige Rendite bleibt bestehen. Der langfristige Anleger kann eine Blase teuer auf nachhaltige Produkte einführen. Tatsächlich erschwert die Finanztransaktionssteuer den Vermögensaufbau breiter Bevölkerungsschichten und trägt eher zu einer Destabilisierung der Finanzmärkte bei, als dass sie irgendeinen Nutzen stiftet. Selbst die Bundesbank, die sich mit Kritik gewöhnlich zurückhält, hat mehrfach gewarnt, dass die Finanztransaktionssteuer die „Ursachen von Finanzkrisen“ nicht wirksam zurückfrängen könne, sondern nur eine zusätzliche Belastung für „Unternehmen und Privatpersonen und damit letztlich die Realwirtschaft“ bedeute.

Noch glauben viele Bürgerinnen und Bürger, dass die Banken die Steuer auf Aktieninvestitionen nicht direkt in Aktien investiert, ohnehin nicht betroffen sei. Die Steuer nur ein, bezahlen müssen sie aber die geringsten. Die langfristige Rendite bleibt bestehen. Der langfristige Anleger kann eine Blase teuer auf nachhaltige Produkte einführen.

Nach glauben viele Bürgerinnen und Bürger, dass die Banken die Steuer entrichten, und wer nicht direkt in Aktien investiert, ohnehin nicht betroffen sei. Beides ist falsch! Die Banken treiben die Steuer nur ein, bezahlen müssen sie aber die Aktionäre, d.h. auch Inhaber von Fonds, Versicherungen und Pensionsansprüchen. Deutschland hat in der Bevölkerung, Aktien sind aber in Ländern einen der geringsten Anteile an Aktiensparen in der Bevölkerung. Das ist letztlich eine sinnvolle langfristige Geldanlage. Diese wird weiter erschwert. Das ist letztlich eine zutiefst unsoziale Politik auf Kosten ahnungsloser Sparer, die schon genug gebeutelt sind.

Flossbach von Storch AG
Ottoplatz 1, 50629 Köln

Ansicht Dr. Rolf Rossbach, Kurt von Storch, Dirk von Helten, Verwaltung der Hofschlosses, Klaus Kuhn
Kronschneiderei AG, Rosen 2/38 12089 AD 0865 731 00, BIC: DRESDE3330 Amtsgericht Köln, HRB 30705 USt-emp-...

Zielführender wäre es, die Altersvorsorge unserer Bürgerinnen und Bürger durch Anreize für langfristiges und nachhaltiges Akkumulieren zu fördern, hier könnte eine nachhaltige und kluge Finanzpolitik Akzente setzen. Als Treuhänder der Ersparnisse von mehr als einer Million Anleger appelliere ich an Ihre Finanz- und Sozialkompetenz - bewahren Sie die Menschen vor dieser unsocialen Steuer, die nicht nur die Falschen trifft, sondern auch noch das Gegenteil dessen bewirkt, was eigentlich beabsichtigt war.

Mit besten Grüßen

mit besten Grüßen

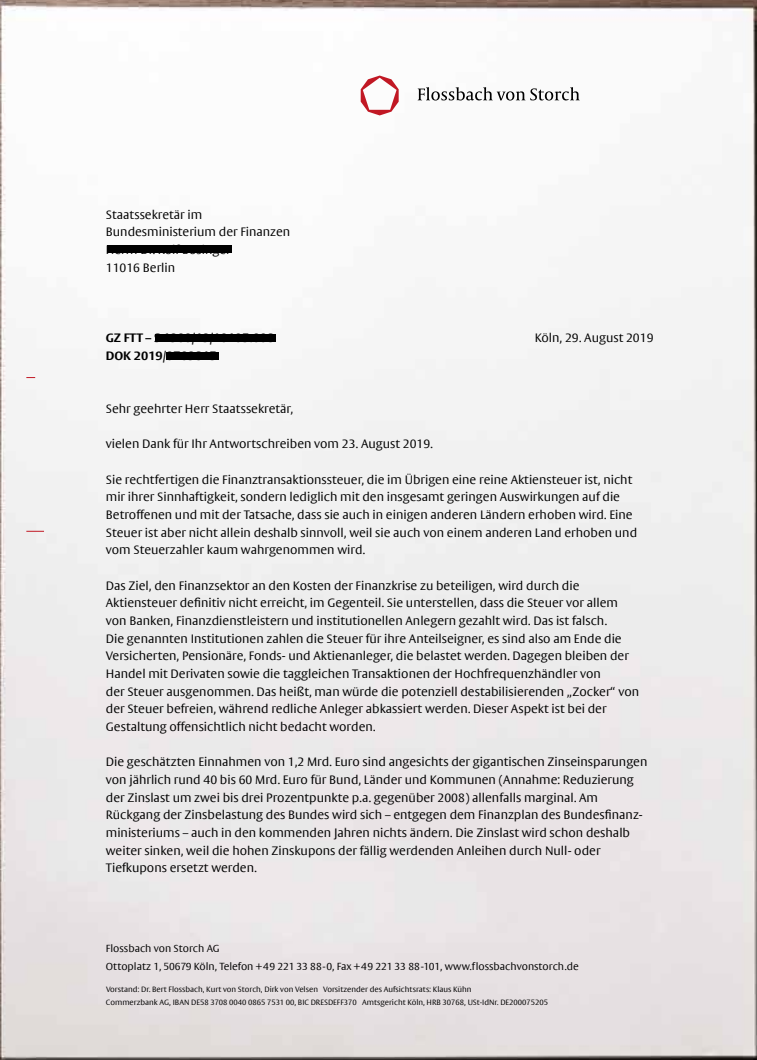
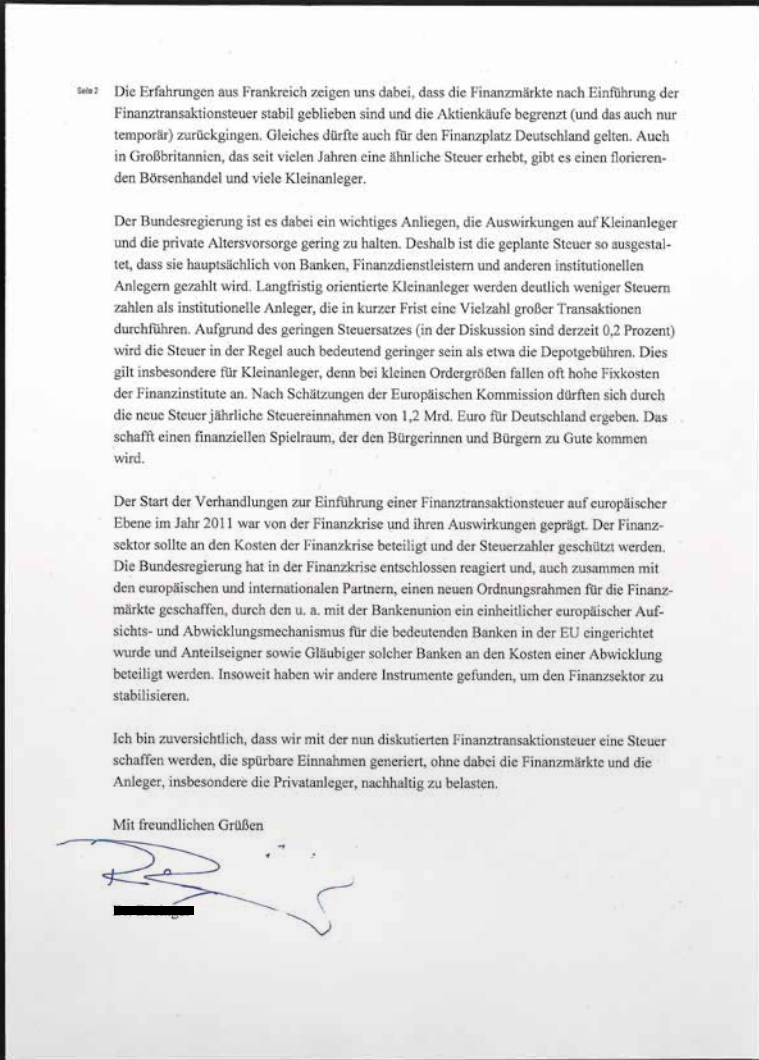
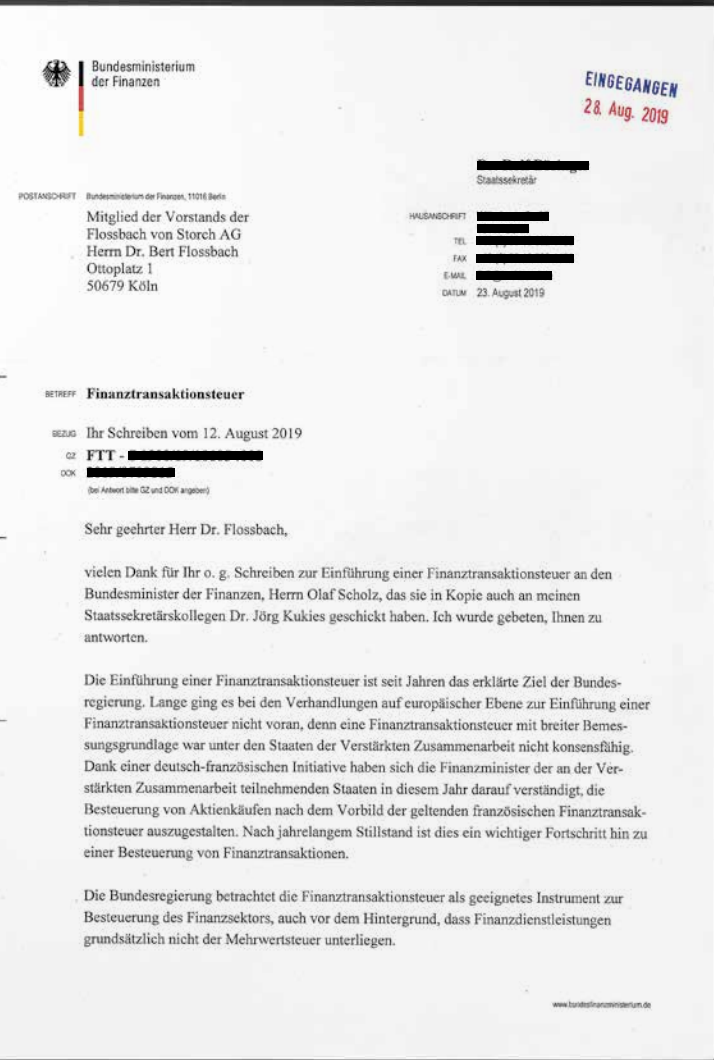


Dr. Bert Hossbach

Kopie
Parlamentarischer St...

„Die Einführung einer Finanztransaktionsteuer ist seit Jahren das erklärte Ziel der Bundesregierung.“

„Es sind am Ende die Versicherten, Pensionäre, Fonds- und Aktienanleger, die belastet werden.“



Das Antwortschreiben aus dem Bundesfinanzministerium: Eine Antwort, die keine ist. Auf keines der uns wichtigen Argumente wird eingegangen.

Unsere Antwort auf die Antwort des Bundesfinanzministeriums: Nächster Versuch ...

Im Interview spricht Altkanzler Gerhard Schröder über den Niedergang seiner SPD, Duzfreund Edmund, die Zukunft von Angela Merkel und US-Interessen. Die Fragen stellt Kai Diekmann.

**DEUTSCHLAND
BRAUCHT
STABILITÄT.**

KAI DIEKMANN: **Herr Bundeskanzler, ist die SPD überhaupt noch Ihre Partei?**

GERHARD SCHRÖDER: Ja, natürlich. Ich bin Sozialdemokrat. Ich weiß auch warum.

Trotz der zunehmenden Differenzen und Auseinandersetzungen?

Diese haben Politik geprägt – und zwar auf beiden Seiten, auf meiner ebenso wie auf der Seite der SPD. Ich glaube trotzdem, dass ich da richtig bin. Ich werde nicht vergessen, dass ich alles, was ich politisch tun konnte – zunächst als Bundestagsabgeordneter, später dann als Ministerpräsident und Bundeskanzler –, nur deshalb tun konnte, weil mich die SPD unterstützt hat. Ich habe mein politisches Leben dort verbracht. Das wird auch so bleiben.

Bei der Bundestagswahl 1998 haben mehr als 20 Millionen Wahlberechtigte für die SPD gestimmt, 2017 waren es noch 9,5 Millionen, heute wären es Umfragen zufolge etwa 7,5 Millionen. Gibt es die SPD in 20 Jahren überhaupt noch?

Der Wählerschwund entspricht in etwa dem Auflagenverlust der „BILD“-Zeitung, Herr Diekmann!

Diekmann (lacht): Aber ...

Aber das mal beiseite. Ich glaube, dass die SPD gebraucht wird. Dass sie – ebenso wie CDU und CSU – eine Funktion hat für die Stabilität dieser Republik. Für einen Wahlerfolg der SPD ist zweierlei notwendig: soziale und ökonomische Kompetenz. Dieses Land, die viertgrößte Wirtschaftsmacht der Welt, kann und darf nicht ohne ökonomische Kompetenz regiert werden. Die SPD hat versäumt

zu begreifen, dass ihr die Agenda 2010 auf Dauer positiv zugerechnet worden wäre – wenn sie denn die Kraft gehabt hätte, die Agenda anzunehmen und als ihre Politik zu vertreten. Diese Kraft hatte sie aber nicht. Das ist das eine. Das andere hat mit der Gesellschaft als Ganzes zu tun, die heute viel differenzierter ist, als sie das in den Jahrzehnten zuvor war.

Wie meinen Sie das?

Volksparteien sind heute immer weniger in der Lage, mit ihren Programmen die sehr unterschiedlichen Erwartungen und Projektionen der Wählerinnen und Wähler abzubilden. Ich spreche in diesem Zusammenhang immer von der Europäisierung des deutschen Parteiensystems, die in den vergangenen 20 Jahren stattgefunden hat.

Geht es bitte konkreter?

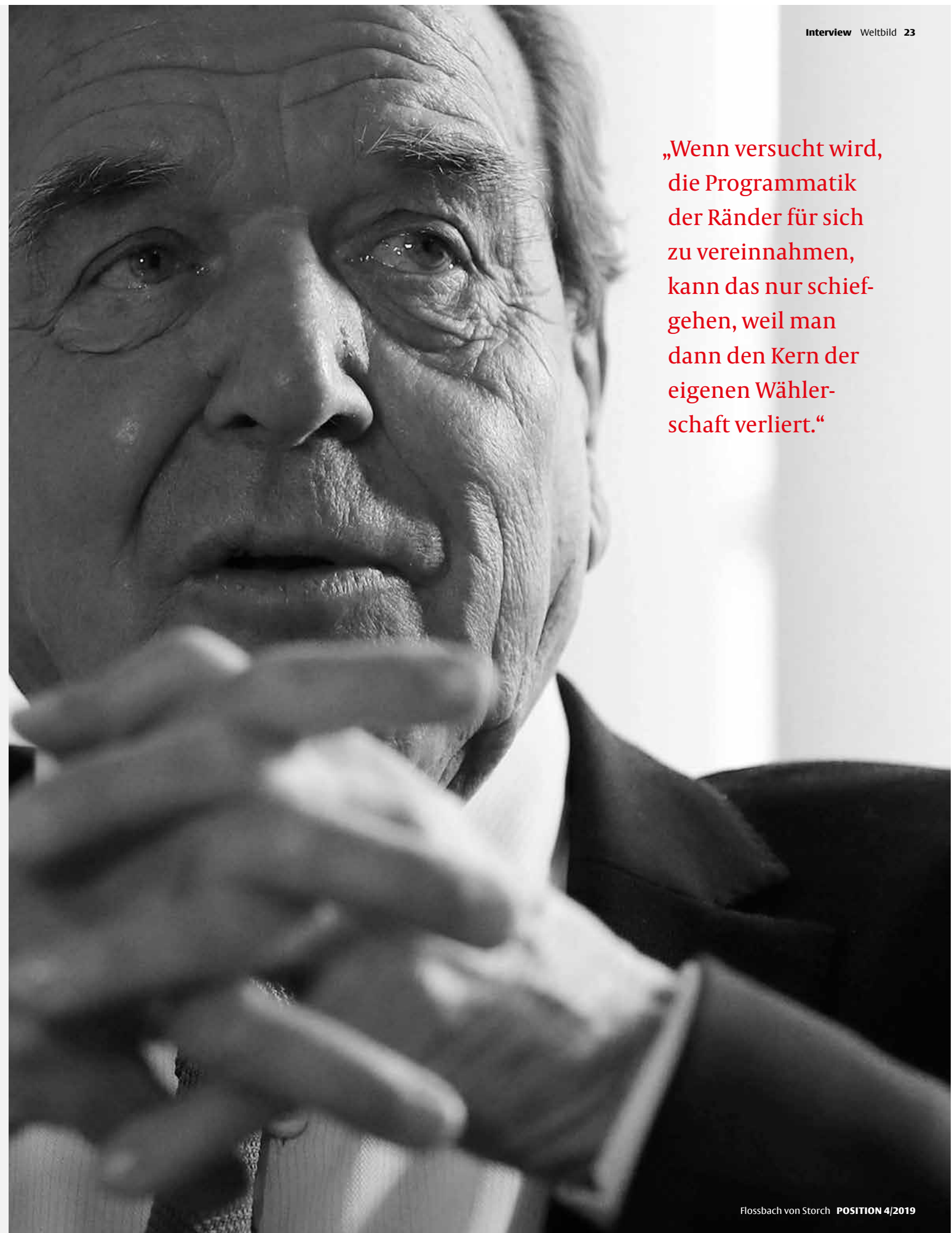
Früher war es so, dass links von der SPD keine der kommunistischen oder pseudokommunistischen Parteien erfolgreich sein konnte, weil es die DDR noch gab und man wusste, dass die Loyalität von Vertretern dieser Parteien Moskau oder Ost-Berlin galt. Dieser Mangel an Loyalität zum eigenen Land, den solche Parteien hatten, hat die Menschen davon abgehalten, diese zu wählen. Auf der rechten Seite war das ähnlich. Angesichts der deutschen Geschichte, der nationalsozialistischen Gewaltherrschaft, war es für Parteien rechts von CDU und CSU schwierig, Legitimität zu erhalten.

Was hat das mit Europa zu tun?

In anderen europäischen Staaten hat es immer Parteien oder parteiähnliche Strukturen an den Rändern, links wie rechts, gegeben. Denken Sie etwa an die Erfolge der Kommunisten in Frankreich oder Italien. Nach der Wiedervereinigung war es deshalb fast zwangsläufig, dass der Trend auch in Deutschland dorthin gehen würde. Heute gibt es an dem einen Rand die Linke und an dem anderen die AfD. Diese Ausdifferenzierung der Gesellschaft hat zum Wählerverlust der Volksparteien geführt.



„Wenn versucht wird, die Programmatik der Ränder für sich zu vereinnahmen, kann das nur schiefgehen, weil man dann den Kern der eigenen Wählerschaft verliert.“





„Die CDU ist in erster Linie eine Partei, die regieren will, eine Partei mit dem Willen zur Macht. Die SPD dagegen steht sich, was diese Frage betrifft, gelegentlich selbst im Wege.“

Ist der Verlust jemals aufzuholen?

Darüber wage ich keine Vorhersage. Ich hoffe es jedenfalls. Weil einem klar sein müsste, dass es diese Stabilität in Deutschland durch die Volksparteien braucht. Wenn man Pensionär wird, kommt man auch der „anderen Seite“ (der CDU/CSU, Anm. der Redaktion) näher. Einer meiner guten Bekannten ist heute Edmund Stoiber. Wir duzen einander. Und Edmund pflegt zu sagen: „Weißt du, wir wollten euch immer klein haben – aber so klein nun auch wieder nicht!“ Das klingt ein bisschen humorvoll, aber dahinter steckt genau das, was ich mit Stabilität der Republik meine. Diese Stabilität könnte verloren gehen, wenn es den linken Pol, die SPD, in der Form nicht mehr gäbe. Auch deshalb bleibe ich dabei und versuche, so es mir möglich ist, zu helfen, dass sich die SPD wieder berappelt. Diese Partei wird gebraucht, egal, ob man sie wählt oder nicht.

Was kann die SPD denn überhaupt tun?

Sie muss das Land führen wollen, und bei diesem Anspruch bleiben, auch wenn die Wahlergebnisse derzeit eine andere Sprache sprechen. Das geht nur, zumindest nach meiner Meinung, indem sie nicht versucht, grüner zu werden als die Grünen und linker als die Linke. Sondern wenn sie, was wir früher in Niedersachsen und später auch im Bund sehr erfolgreich gemacht haben, um ökonomische Kompetenz mit der Union konkurriert. Man braucht die Mitte der Gesellschaft. Wenn versucht wird, die Programmatik der Ränder für sich zu vereinnahmen, kann das nur schiefgehen, weil man dann den Kern der eigenen Wählerschaft verliert.

Kritiker innerhalb der Partei sagen, die SPD habe gerade mit der Agenda-Politik viele Wähler vergrault ...

Es ist ein Irrtum zu glauben, dass die Wählerschaft der SPD ein Interesse daran hätte nur zu verteilen. Die Kernwählerschaft der SPD sind die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer. Sie wissen sehr gut, dass das, was zu verteilen ist, erst einmal erwirtschaftet werden muss.

Die Karl-Schiller-SPD war erfolgreich. Die Helmut-Schmidt-SPD war erfolgreich. Die Gerhard-Schröder-SPD war erfolgreich. Und was macht die SPD heute? Sie fordert eine Vermögensteuer.

(lacht) Was soll ich machen? Ich kann ja nicht wieder antreten!

Mal im Ernst: In den neuen Bundesländern ist die SPD im einstelligen Prozentbereich. Macht sich eigentlich irgendjemand in der Parteiführung Gedanken darüber, wie es ankommen könnte, wenn der Juso-Vorsitzende Kevin Kühnert Enteignungen von Unternehmen vorschlägt?

Jetzt muss man aber auch sagen, dass der Vorsitzende der Jungsozialisten ja geradezu verpflichtet ist, so etwas zu sagen. Ich habe auch die Revolution gepredigt, bevor ich sie als Kanzler verhindert habe. Wir sollten einer Jugendorganisation zugestehen, das zu tun. Als ich Vorsitzender der Jusos war, durften wir uns auch mal vergaloppieren. Am Ende wurde uns aber bedeutet, dass unsere Position nicht die der Parteiführung war. Letztlich ist es die Parteiführung, die das Programm bestimmt, und nicht die Jusos. Das klargemacht zu bekommen, hat damals durchaus geholfen. Das wäre heute auch sinnvoll.

Kommen wir zu den Kandidaten. Können Sie alle 15 Bewerber für den Parteivorsitz aufzählen?

Nein, das will ich auch nicht. Ich halte mich aus guten Gründen aus diesem Prozess heraus und werde ihn auch nicht kommentieren.

Wer wird am Ende neuer Vorsitzender?

Da gebe ich keine Prognosen ab. Ich hoffe, dass die kollektive Vernunft der Partei das richtige Bewerberpaar auswählen wird.

Letztlich geht es ja nicht nur um den Parteivorsitz, sondern auch um die Statik der Großen Koalition. Was passiert,



wenn Olaf Scholz und Klara Geywitz nicht gewählt werden?

Unabhängig davon, wer gewählt wird, würde ich der SPD raten, die Regierung stabil zu halten und bis zum Ende der Legislaturperiode weiterzumachen. Lieber Herr Diekmann, wir sollten aber beginnen, über Politik im Allgemeinen zu reden und nicht nur über die SPD. Die CDU hat als Volkspartei im Übrigen, wenn auch nicht die gleichen, so doch ähnliche Probleme.

Glauben Sie denn, dass Angela Merkel bis zum Ende der Legislaturperiode durchhält?

Ich bin kein Prophet. Ich gehe aber davon aus, dass die Mehrheit der Abgeordneten der Regierungskoalition Verantwortung übernimmt und kein Interesse an einer Instabilität unseres Landes hat. Wie es dann nach 2021 sein wird, wird man sehen. Nach den Wahlen wird es dann vielleicht eine schwarz-grüne Koalition geben. Und vielleicht trägt das dann dazu bei, dass der grüne Teil einer solchen Koalition entzaubert wird, weil er nicht mehr nur Forderungen stellen kann, sondern auch liefern muss.

Sie haben Armin Laschet als Kanzlerkandidaten der CDU vorgeschlagen – wie kommen Sie denn auf diese Idee?

Das sind die alten Reflexe. Dass man der politischen Konkurrenz versucht, eine Diskussion aufzuzwingen, die sie eigentlich nicht mag. Das gehört auch zur politischen Auseinandersetzung. Herr Laschet, den ich im Übrigen schätze, hat auf den Vorschlag auch sehr angemessen reagiert, indem er darauf verwies, dass mein Einfluss in der CDU durchaus begrenzt sei.

Aber Sie glauben schon, dass Annegret Kramp-Karrenbauer nicht als Kandidatin infrage kommt?

Was Prognosen über die CDU betrifft, bin ich ein wenig vorsichtiger geworden. Ich habe mich Frau Merkel betreffend, vielleicht erinnert sich der ein oder andere noch an diese Kultsendung

im Fernsehen nach meiner Abwahl 2005, schon früher geirrt. Bedauerlicherweise geirrt, weil ich ihr damals prophezeit habe, dass meine Partei sie nie zur Bundeskanzlerin wählen würde – was dann aber doch passiert ist.

Haben Sie sich geirrt oder haben Sie sie bewusst zur Kanzlerin machen wollen?

Die Union ist machtbewusst genug, um auch bei einem schwachen Wahlergebnis, so denn die Führungsmöglichkeit besteht, daran festzuhalten. Es gibt einen wichtigen Unterschied zwischen der SPD und der CDU. Die CDU ist in erster Linie eine Partei, die regieren will, eine Partei mit dem Willen zur Macht. Die SPD dagegen steht sich, was diese Frage betrifft, gelegentlich selbst im Wege. Und Frau Merkel hat ja, bei allen Fehlern, die begangen wurden, etwa in der Energiepolitik, bis hierhin einen achtbaren Job als Bundeskanzlerin gemacht. Das kann man nicht bestreiten. Und das soll man auch nicht.

Lassen Sie uns noch über die Grenzen hinausschauen. Krisenherde gibt es derzeit genug. Der Handelskrieg, Brexit, die Situation in der Türkei oder der nicht enden wollende Konflikt im Nahen Osten. Was beunruhigt Sie am meisten?

Der Handelskrieg, der sich ausweiten könnte zu einem ökonomischen Desaster. Weil er Einfluss haben wird, nicht nur auf das Verhältnis Chinas zu den USA, sondern auf die Weltwirtschaft insgesamt und natürlich auf die Exportwirtschaft der Bundesrepublik. Wir sollten, gemeinsam mit anderen in Europa, eine Position einnehmen, die deeskalierend ist. Aber auf gar keinen Fall sich auf die Seite der Amerikaner ziehen lassen und den Konflikt so noch verschärfen.

Aber Donald Trump weiß doch auch um die Folgen des Konflikts, oder wie ist Ihr Eindruck?

Ich bin mir nicht so sicher, ob er weiß, was ein solcher Konflikt anrichten könnte. Bei aller

Freundschaft zu den USA, die historisch gewachsen ist und auf gemeinsamen Werten basiert, muss man doch festhalten, dass die Handelspolitik dieses Präsidenten unseren Interessen diametral entgegentläuft. Wir haben ein Interesse an einem guten Verhältnis zu China, politisch wie wirtschaftlich. Der US-Präsident dagegen versucht offenkundig, diesen Konflikt für seine Wiederwahl zu benutzen.

Aber wiedergewählt wird er doch nur, wenn die wirtschaftliche Entwicklung in den USA weiter positiv verläuft. Irgendwann muss er einlenken.

Das kann man nur hoffen. Seine erratische Politik lässt aber zumindest Zweifel zu. Ich will aber bei den unterschiedlichen Interessen bleiben. Da geht es nicht nur um Autozölle. Die amerikanische Politik unter Trump versucht, anderen Ländern vorzuschreiben, mit wem sie noch Handel treiben dürfen. Er versucht im Grunde, exterritoriale Macht auszuüben. Das ist keine Partnerschaft, sondern da wird Gefolgschaft erwartet. Und das können wir uns nicht leisten. Im wahrsten Sinne des Wortes nicht. Weil unsere Exportwirtschaft andere Interessen hat als die amerikanische.

Haben Sie ein Beispiel?

Die Energiewirtschaft, da kenne ich mich ein bisschen aus. Können wir wirklich hinnehmen, dass in den USA ein Gesetz vorbereitet wird, das überschrieben ist mit dem Titel „Zum Schutz der europäischen Energiesicherheit“? Wir machen doch auch kein Gesetz zur Freizügigkeit an der mexikanischen Grenze. Das würden uns die Amerikaner mit Grund übel nehmen. Wir würden auch nie auf die Idee kommen. Die tun das. Die wollen uns vorschreiben, wie viel Öl und Gas wir aus Russland beziehen dürfen. Der Hintergrund ist klar.

Und was steckt dahinter?

Sie wollen amerikanisches Fracking-Gas auf den europäischen und auf den deutschen Markt bringen, das erstens teurer ist und zweitens qua-

litativ schlechter. In solchen Fragen müssen wir klare Kante zeigen. Das sind nicht unsere Interessen. Die gewählte Bundesregierung hat nun mal die Aufgabe, nationale Interessen zu verfolgen – und nicht dem US-Präsidenten hinterherzulaufen.

Gehen wir falsch mit dem US-Präsidenten um? Statt unsere Interessen zu vertreten, empören wir uns moralisch ...

Trump ist keine Einzelfigur. Ich glaube, dass seine Politik in der amerikanischen Gesellschaft mehrheitsfähig ist. Und deswegen ist dieser unilaterale Machtanspruch der US-Regierung problematisch. Dem können die Europäer nur gemeinsam entgegentreten. Wir brauchen deshalb ein starkes Europa. Und Deutschland muss da mitführen, vor allem gemeinsam mit Frankreich. Um zwischen den USA und China zu bestehen, braucht Europa zudem Partner. Die Türkei als Brücke in die arabische Welt. Und Russland. Bei allen Problemen und Schwierigkeiten, die diese Partner mit sich bringen.

Herzlichen Dank, Gerhard Schröder.

Gerhard Schröder war der siebte Bundeskanzler der Bundesrepublik Deutschland (1998–2005). Heute ist er unter anderem als Aufsichtsrat tätig.

Kai Diekmann ist Journalist und Unternehmer. Er war unter anderem Chefredakteur der „BILD“-Zeitung.

Was vom Tage

übrig bleibt

von Elmar Peters

Anleger werden überhäuft mit Informationen: Konjunktur- und Index-Prognosen, Aktien-Herauf- und -Herabstufungen, Crashvorhersagen und Katastrophenszenarien. „Dauerfeuer“, Tag für Tag. Viel soll viel helfen. Aber was davon taugt wirklich? Ein Fallbeispiel: die Dax-Prognose.

Das Ende des Jahres ist eine hektische Zeit, nicht nur im Einzelhandel, sondern auch in den Finanzhäusern und Finanzredaktionen. Es ist die Zeit der Prophetie. Wo steht der Deutsche Aktienindex (Dax) am Ende des kommenden Jahres? Was ist mit dem Euro? Oder dem Goldpreis? Oder den vielen anderen Indizes, Währungen und Rohstoffen? Die Analysten und Strategen der Finanzinstitute sind gefragt – qua Amt dazu berufen, möglichst präzise Vorhersagen zu treffen, wohin die Kurse in den kommenden zwölf Monaten drängen.

In den Finanzressorts der Zeitungen werden die Seiten freigeräumt für große Tabellen mit vielen Prognosen der unterschiedlichsten Prognosegeber, fein säuberlich eingetragen, Spalte neben Spalte, jeweils mit den unterschiedlichen Vorhersagen zu unterschiedlichen Anlagen versehen. **So wird 2020! Die große Vorschau. Was Anleger jetzt wissen müssen.** Wenn gerade nichts Spektakuläres passiert, taugt die Vorschau gar zum Zeitungs- oder Magazinaufmacher. Verkauft sich gut am Kiosk. Die Tabelle ist meist so platziert, dass sie sich gut ausschneiden lässt. Was viele Leser auch gerne tun – und sie dann an die Pinnwand heften. Ein bisschen so,

wie sie es mit der Stecktafel des Kicker-Sonderhefts vor Beginn einer jeden Fußballbundesliga-Saison tun.

Das Problem an der Geschichte ist, dass die Kicker-Stecktafel mehr Aussagekraft hat als die Dax-Dow-Euro-Gold-Heiz- und-Palmöl-Tabelle. Die Kandidaten für den kommenden deutschen Meister, das haben die vergangenen Jahre gelehrt, lassen sich recht verlässlich eingrenzen. Bei den Absteigern wird es dagegen etwas schwieriger. Da ist immer mal wieder einer dabei, den man dort nicht unbedingt vermutet hätte, einerseits.

EINE JAHRESPROGNOSE IST SCHLICHT UNMÖGLICH

Andererseits ist das Vertrauen in die Dax-Prognosen der Finanzbranche weit größer als in die Stecktafel, weil diejenigen, die die Prognose machen – das ist zumindest die Perspektive des geneigten Lesers –, sich ja den ganzen Tag über mit nichts anderem beschäftigen als mit den Faktoren, die letztlich die Prognose bedingen. Das tun sie, sicherlich, trotzdem können sie es nicht wissen. Denn unzählige Faktoren wirken →

Systematisch verzerrt

Das Flossbach von Storch Research Institute hat sich eingehend mit der Verlässlichkeit von Konjunkturprognosen beschäftigt. Das Ergebnis der Studie: Prognosen sind systematisch verzerrt. Die Ausführungen dazu finden Sie zum Download unter

www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com.

Keine Kristallkugel

Auch wir werden häufig nach Jahresendprognosen gefragt. Unsere Antwort ist immer die gleiche, wenn auch in abgewandelter Form:

Wir haben leider keine Kristallkugel.

auf die verschiedenen Märkte ein, auch Unwägbarkeiten und Katastrophen. Eine Prognose über einen so kurzen Zeitraum, und nichts anderes sind zwölf Monate, ist schlicht unmöglich.

Das wissen im Übrigen auch die Prognosegeber. Sie versuchen sich trotzdem daran, weil sie dafür bezahlt werden und der, der zahlt, nicht ungern in der Zeitung steht. Nicht zuletzt gehen die Vorhersager davon aus, dass das Publikum genau das von ihnen erwartet – Prognosen. Licht ins Dunkel der Unwägbarkeiten bringen, sei es auch noch so schwach. Das hilft, Ängste zu überwinden. Der Mensch sehnt sich nach Gewissheiten, auch wenn es die in Wahrheit gar nicht gibt. Das ist nachvollziehbar, kurz: menschlich.

LIEBER CRASHPROPHET ALS TRAUMTÄNZER

Die Medien wissen ebenfalls um den begrenzten Wert der Prognosen. Aber eben auch um das Bedürfnis der Leser und damit die Attraktivität der Geschichte, die zudem verbunden ist mit der Aussicht auf eine Folgegeschichte. Denn wer Prognosen abfragt, der kann diese – mit etwas Abstand –

auch bewerten. Also denjenigen beglückwünschen, der (zufälligerweise) besonders gut lag mit seiner Einschätzung, und diejenigen vors Schienbein treten, die – rückblickend – völlig abstruse Prognosen abgegeben hatten.

Der Prognosegeber hat letztlich zwei Möglichkeiten der Prognoseherleitung, hier exemplarisch an der allseits beliebten Indexprognose „Wo steht der Dax am Ende des Jahres 2020“ ausgeführt. Möglichkeit eins ist die defensive Variante. Der Analyst nimmt dazu die historische Wertentwicklung, also die durchschnittliche jährliche Entwicklung der vergangenen Jahrzehnte, und schlägt sie auf den aktuellen Kurs drauf – oder zieht sie ab, je nach gefühlter Marktlage. Damit taugt er nicht zum Helden der Geschichte, weil es ihm viele gleichtun, er deshalb nicht auffällt. Genau das ist das Kalkül: Nicht auffallen, nicht Gefahr laufen, später vors Scheinbein zu bekommen – aber dabei sein.

Den Tritt wiederum nimmt der Befürworter von Möglichkeit zwei, der offensiven Variante, billigend in Kauf. Ihm geht es darum, möglichst große Aufmerksamkeit mit seiner Prognose

zu erzielen, also im besten Falle der Held der Geschichte zu werden. Dass tut er, indem er möglichst weit vom Prognosemittelwert abweicht; wenngleich auch er ein „Sicherheitsnetz“ einzieht. Denn er wird mit großer Wahrscheinlichkeit nach unten abweichen, also den Rückschlag vorhersagen, womöglich sogar den Crash. Denn der Untergangsprophet ist weit besser beleumundet, als derjenige, der neue Höchststände ausruft. Ein kritischer Geist, als der er höchstwahrscheinlich auch dann gilt, wenn seine Prognose nicht eintrifft. Dann eben ein Jahr später. Weit schlechter steht der Optimist da, sollte er falschlügen. Als Gesundheitsbeter und Traumtänzer. Unverbesserlich. Seit der Dotcom-Krise sollte man sich allzu optimistische Prognosen besser verkneifen.

TEIL DER BÖRSENFOLKLORE

Im Grunde genommen bilden Prognosegeber und Medien eine Interessengemeinschaft. Eine Verbindung, für die es durchaus nachvollziehbare Gründe gibt, und die über Jahre gewachsen, also immer inniger geworden ist – und deshalb kaum mehr hinterfragt wird. Ein fester Bestandteil der

Börsenfolklore, so wie die Börsenglocke an der New Yorker Wall Street. Der kleine, aber entscheidende Unterschied: Die Börsenglocke schadet niemandem, der Prognosezirkus dagegen schon. Nämlich all denen, die sich daran orientieren, weil sie es schlicht nicht besser wissen, den wahren Wert der Jahresprognosen nicht einschätzen können. Wer liest, der Crash stünde in den kommenden zwölf Monaten bevor, und daraufhin sein Depot umkrempelt, könnte schon bald als großer Verlierer dastehen.

Wer dagegen weiß, wie diese Punktprognosen entstehen, kann sie als das ansehen, was sie im besten Falle sind: Unterhaltung. Nicht mehr. Er wird erkennen, dass am Ende eines Börsentages, der vollgepackt ist mit marktschreierisch vorgetragenen News, gar nicht so viel Relevantes übrig bleibt. Der Lärm, der tagein, tagaus gemacht wird, ist schnell verklungen.

Elmar Peters ist Fondsmanager bei der Flossbach von Storch AG. Er leitet gemeinsam mit Bert Flossbach das Multi-Asset-Team.

Welt Verkehrte

Früher, das heißt vor Ausbruch der Finanzkrise, orderten Anleger Anleihen, um damit regelmäßige und planbare Zinserträge zu erzielen. Sie freuten sich über die jährlichen Kupons und beließen die Papiere bis zu deren Fälligkeiten in den Depots. Eine sehr verlässliche Welt war das – die es so aber nicht mehr gibt.

von Bert Flossbach

In der alten Welt wurden Aktien gekauft wegen der möglichen, vorzugsweise kurz- bis mittelfristigen Kursgewinne. Die Dividenden waren lediglich ein angenehmer Nebeneffekt. Heute ist es genau umgekehrt: Heute geht es Anleihekäufern vor allem darum, in Erwartung weiter fallender Zinsen, Kursgewinne zu erzielen. Fallen die Renditen, klettern die Kurse. Die laufenden Erträge, die Kupons, dagegen sind minimal und deshalb kaum mehr lukrativ.

Anders ausgedrückt: Es braucht heute eine möglichst präzise Einschätzung, ob die Zinsen innerhalb eines bestimmten Zeitraums weiter fallen – oder eben nicht. Anleihen werden also zunehmend zu einer Anlageform für Profis. Das klassische „Kaufen-und-liegen-lassen“ funktioniert nicht mehr. Was aber nicht heißt, dass sich mit Anleihen keine Erträge mehr erzielen ließen. Der Aufwand, ein Anleihedepot zu bewirtschaften, ist jedoch sehr viel größer geworden.

Bei Aktien rückt dagegen der Charakter als strategische Geldanlage wieder in den Vordergrund, zumindest sollte er das. Aktien sind Beteiligungen an Unternehmen und damit langfristige Anlagen, auch wenn sie wegen der täglichen Kursnotiz oft als kurzfristige Spekulationsobjekte betrachtet werden.

OHNE AKTIEN GEHT ES NICHT

Mit der anhaltenden Tiefzinsphase könnte sich das ändern, denn wer heute auskömmliche laufende Erträge sucht, findet sie praktisch nur noch auf dem Aktienmarkt. Wer langfristig Vermögen aufbauen will, kommt schlicht nicht um Aktien herum.

Dabei sollte die Qualität der Unternehmen im Mittelpunkt der Aktienstrategie stehen. Qualität spiegelt sich in der Höhe und Sicherheit des Ertragspotenzials der Unternehmen und der Solidität ihrer Bilanz wider. Deshalb meiden wir Branchen und Unternehmen, die weder nennenswertes Ertragswachstum noch eine ausreichende Ertragssicherheit erwarten lassen.

Unter den Qualitätsaktien finden sich auch viele verlässliche Dividendenzahler, was ein wichtiger Befund ist. Denn in Zukunft wird allein die Dividendenrendite ausreichen, um Aktien im Vergleich zu Anleihen und vielen anderen Anlageformen zu einem langfristig kaum zu schlagenden Investment zu machen. Das gilt vor allem im Vergleich zu Staatsanleihen, deren einzige Sicherheit in einem sicheren, langfristigen Verlust besteht.

Um das zu verdeutlichen, haben wir einen konstanten „Dividendenstrom“ mit der Entwicklung einer zehnjährigen Bundesanleihe verglichen (vgl. Grafik 1). Die Dividendenrendite der Aktien beträgt im Schnitt etwa drei Prozent. Bei einem Steuersatz von 25 Prozent ergibt sich auf Sicht von zehn Jahren ein Vermögenszuwachs von knapp 23 Prozent – und dies ohne jede Dividenderhöhung oder Wiederanlage der Ausschüttungen.

ZUMINDEST DER VERLUST IST SICHER ...

Die im August 2029 fällige Bundesanleihe zahlt dagegen keine Zinsen und offeriert zudem noch einen sicheren Verlust von rund drei Prozent.

Manche Anleger werden das Papier aber in der Hoffnung auf kurzfristige Kursgewinne erwerben, die sich aber nur einstellen, wenn die Rendite weiter fällt.

Die Nettodividendeneinnahmen aus den Aktien decken mögliche Kursverluste bis zu 23 Prozent ab. Um genauso schlecht abzuschneiden wie der Anleiheinvestor, dürfte das Kursminus sogar 26 Prozent betragen.

DIE BILANZ KÖNNTE SOGAR NOCH BESSER AUSFALLEN

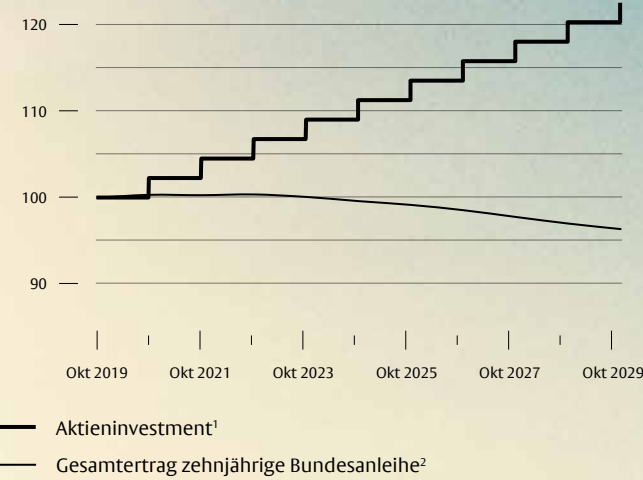
Sehr viel wahrscheinlicher ist aber ein Szenario leicht steigender Dividenden und Aktienkurse. Ein Anstieg der Dividenden und Kurse in der Größenordnung des nominalen Bruttoinlandsprodukts von bescheidenen drei Prozent pro Jahr und eine Wiederanlage der Ausschüttungen würde die Bilanz für Aktien noch weiter verbessern. In zehn Jahren könnte dann ein Anlageergebnis von 68 Prozent verbucht werden, was einer jährlichen Rendite von 5,3 Prozent entspräche.

Dieses Szenario basiert auf einer unveränderten Aktienbewertung. Diese könnte aber steigen, würde sich die Erkenntnis durchsetzen, dass wir uns erst am Anfang einer sehr langen Tiefzinsphase befinden, denn Aktien haben bislang von allen Anlageformen am wenigsten vom Tiefzinsumfeld profitiert.

Ein Blick auf die Bewertung des MSCI World Index zeigt das: Die 1.650 im Index enthaltenen Aktien werden aktuell mit dem 15,5-Fachen der Unternehmensgewinne (Erwartung für die kommenden



Grafik 1 Aktien zum Investieren, Anleihen zum Spekulieren
Exemplarische Wertentwicklung eines Aktieninvestments vs. zehnjährige Bundesanleihe



- ¹ Annahmen:

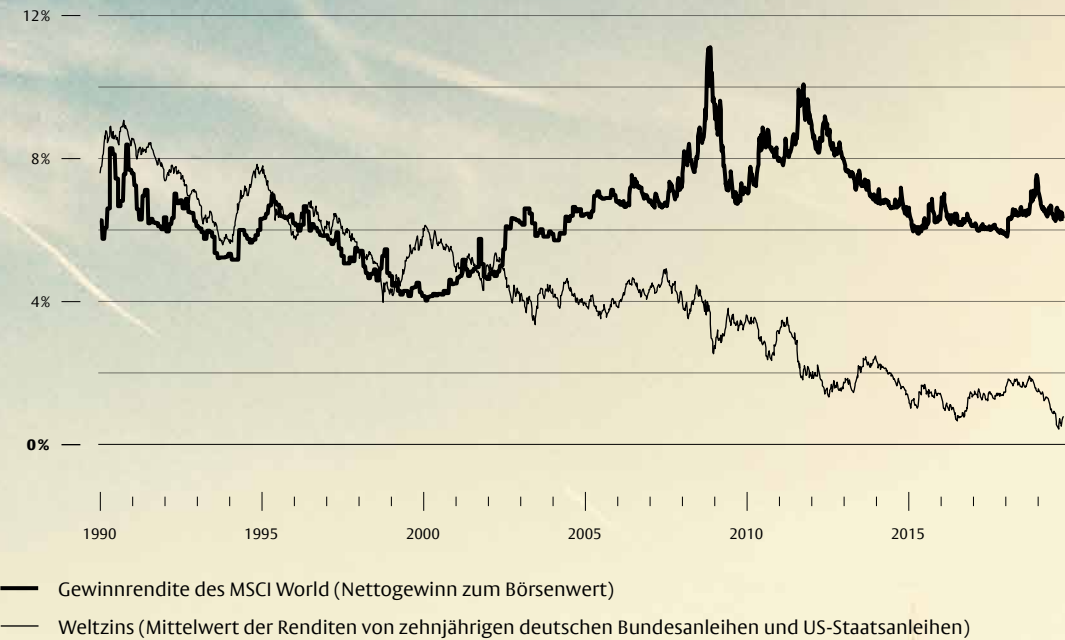
 - Dividende: 3% p.a.
 - Kapitalertragsteuer: 25%
 - Keine Kursgewinne
 - Keine Reinvestition der Dividenden
- ² Annahmen:

 - Rendite: -0,3% p.a.
 - Keine Zinszahlungen (0% Kupon)
 - Halten bis Endfälligkeit
 - Kursverlauf bei unveränderter Zinsstrukturkurve

Die tatsächliche Entwicklung kann von den hier dargestellten Annahmen abweichen.
Quelle: Flossbach von Storch, Daten per 31. Oktober 2019



Grafik 2 **So teuer (oder günstig) wie vor 30 Jahren**
Entwicklung von Aktien-Gewinnrendite (MSCI World) im Vergleich zur Anleiherendite



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. Oktober 2019

zwölf Monate) bewertet, was in etwa dem langfristigen Durchschnitt entspricht. Interessant ist ein Vergleich mit der Bewertung beziehungsweise Rendite von Anleihen. Dazu kann man die Gewinnrendite (Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses, KGV) heranziehen, die angibt, wie hoch der Nettogewinn eines Unternehmens im Verhältnis zum Börsenwert ist. Ein Gewinn von rund 6,5 Milliarden bedeutet bei einem Börsenwert von 100 Milliarden eine Gewinnrendite von 6,5 Prozent (KGV 15,5).

Grafik 2 verdeutlicht die starken Schwankungen der Gewinnrendite in den vergangenen dreißig Jahren. Dagegen kennt die Rendite von Staatsanleihen, abgesehen von kurzfristigen Unterbrechungen, nur eine Richtung: die nach unten. Der von uns als „Weltzins“ definierte Durchschnitt aus zehnjährigen US-Staatsanleihen und zehnjährigen Bundesanleihen liegt aktuell bei nur noch 0,8 Prozent und damit nahe am Allzeittief.

DIE ZINSEN BLEIBEN TIEF

Die Bewertung von Aktien hängt von mehreren Faktoren ab. Am wichtigsten sind das zukünftige Ertragspotenzial und die Ertragssicherheit des Unternehmens. Je optimistischer Anleger die Gewinnperspektiven einschätzen und je sicherer sie diese beurteilen, desto höher bewerten sie das Unternehmen (hohes KGV gleich niedrige Gewinnrendite).

Aber auch der risikofreie Zins beziehungsweise die Rendite sicherer Staatsanleihen spielen bei der Bewertung von Kapitalanlagen eine wichtige Rolle, was jeder Immobilieninvestor in den

vergangenen Jahren gemerkt haben dürfte. Der risikofreie Zins ist schließlich die Gravitationskraft der Kapitalmärkte. Ein fallender Zins erhöht unter sonst gleichen Bedingungen die Bewertung aller Kapitalanlagen.

Bemerkenswert ist, dass die Gewinnrendite beziehungsweise die Bewertung von Aktien heute in etwa auf dem gleichen Niveau liegt wie in den Jahren 2003 bis 2007. Die Rendite von Staatsanleihen liegt hingegen heute um gut drei Prozentpunkte tiefer. Damit ist die Differenz von Gewinnrendite zum sicheren Zins, die auch als Risikoprämie von Aktien bezeichnet wird, von damals rund 2,5 Prozent auf heute fast sechs Prozent gestiegen. Dies könnte daran liegen, dass Aktieninvestoren die Gewinnperspektiven grundsätzlich skeptischer einschätzen. Möglicherweise gehen viele Anleger auch insgeheim davon aus, dass die Zinsen doch bald wieder deutlich steigen.

Sollte sich diese Erwartung nicht erfüllen – wovon wir ausgehen – und sollten immer mehr Anleger zu der Erkenntnis gelangen, dass die Tiefzinsen von dauerhafter Natur sind, wäre ein Anstieg der Aktienbewertung folgerichtig. Dies würde vor allem für Aktien von Unternehmen gelten, die ein hohes und vergleichsweise sicheres Ertragspotenzial haben, also echte Qualitätstitel sind.

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

Der Mythos vom selbst gemachten Börsenboom

von Thomas Lehr

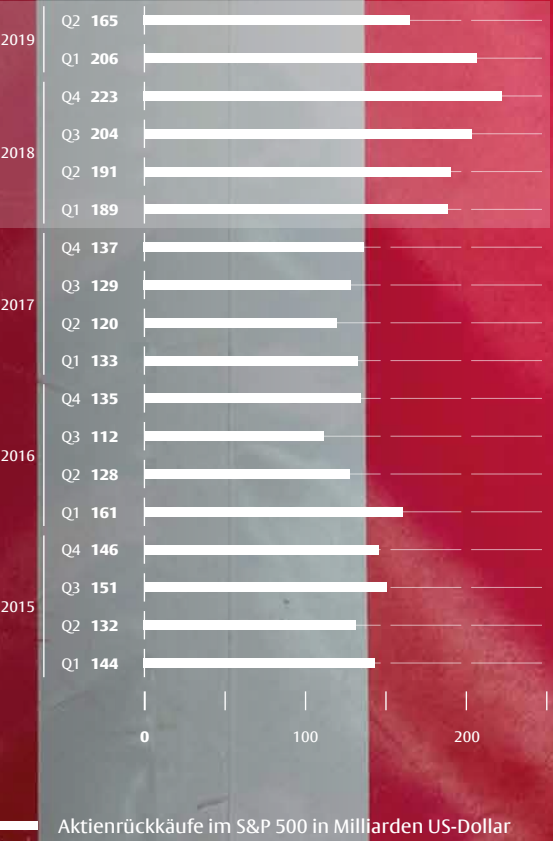
Seit mehr als zehn Jahren steigen die Börsen in den USA. Das sorgt für Misstrauen. Treiben die Unternehmen ihre Kurse mit Aktienrückkäufen künstlich hoch?

Was für eine Rally. Mit 3.000 Punkten erreichte der US-Aktienindex S&P 500 in diesem Jahr die nächste Marke in seinem nun schon mehr als zehn Jahre andauernden Bullenmarkt. Noch etwas mehr als zehn Prozent fehlen und der Index hätte sich seit dem Tief im März 2009 verfünffacht. Im Vergleich dazu sieht die Kursverdopplung des EURO STOXX 50 im gleichen Zeitraum doch eher mickrig aus.

Wenn zwei Märkte so unterschiedlich laufen, dann muss das doch einen Grund haben. Da kommt die Diskussion um die Aktienrückkäufe, die im US-Wahlkampf inzwischen sogar eine politische Dimension erreicht, gerade recht. Vom „Financial Engineering“ ist die Rede, einem konstruierten Börsenboom „auf Pump“, der alles andere als nachhaltig sei und auch noch auf Kosten der Angestellten gehe. Diese Legende wird etwa von den demokratischen US-Politikern Chuck Schumer und Bernie Sanders verbreitet. Ebenso wie von den Anlegern, die den Boom in den USA verpasst haben und eher auf Europa setzten. Und dieser Mythos hält sich hartnäckig.

Dabei klingt die Geschichte erst einmal plausibel. Die riesigen Beträge erhöhten (künstlich) die Nachfrage und müssten doch einen Einfluss auf die Aktienkurse haben. Zudem verteile sich der Gewinn der Unternehmen auf immer weniger Aktien. Damit steige zwar der unter Anlegern →

Grafik 1
Die Repatriierung der Auslandsgewinne ist im vollen Gange
Aktienrückkäufe stiegen in den letzten Quartalen deutlich an



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: S&P Global, Flossbach von Storch, Daten per 31. Oktober 2019

viel beachtete „Gewinn je Aktie“. In Wahrheit aber stiegen die Gewinne der Unternehmen deutlich weniger stark, bemängeln Skeptiker. Zudem scheinen die steigenden Schulden zu belegen, dass die Kursgewinne mit „billigem Geld“ fremdfinanziert wurden. Dass das auf Dauer nicht gutgehen kann, liegt auf der Hand. Aber der Reihe nach.

Alleine im vergangenen Jahr kauften US-Unternehmen für mehr als 800 Milliarden Dollar eigene Aktien zurück. Der deutliche Anstieg ist allerdings beinahe ausschließlich auf die US-Steuerreform zurückzuführen (vgl. Grafik 1). Bis Ende 2017 haben US-Unternehmen im Ausland erwirtschaftete Gewinne ihrer Tochtergesellschaften meist dort belassen, um der Besteuerung in den USA zu entgehen. Durch attraktive Steuersätze sollten sie dazu motiviert werden, die über Jahre angesammelten Barreserven in die USA zu überweisen. Präsident Donald Trump kündigte an, dass bis zu vier Billionen US-Dollar in die USA repatriiert werden könnten. Auch wenn seine Erwartungen wohl deutlich übertrieben waren, flossen im vergangenen Jahr mehr als eine halbe Billion US-Dollar zurück in die USA.

Sofern die Unternehmen keine lohnendere Verwendung für ihre Barmittel finden, geben sie diese an den Eigentümer, sprich an den Aktionär zurück. In Europa ist die Dividende der gängigere Weg. Auch weil Dividenden in den USA je nach Einkommen deutlich höher besteuert werden als Kursgewinne, schütten die Firmen in den USA den höheren Teil des Gewinns in Form von Aktienrückkäufen aus. Im Schnitt steckten die Unternehmen aus dem S&P 500 seit der Jahrtausendwende jährlich etwa die Hälfte ihres Nettogewinns in die sogenannten „Share Buybacks“ (vgl. Grafik 2). Ein Drittel floss zusätzlich in Dividendenausschüttungen. In Summe gaben die Unternehmen somit nicht mehr Barmittel an ihre Aktionäre zurück, als sie netto – also auch nach Abzug ihrer Forschungs- und Entwicklungskosten sowie der Abschreibungen auf Investitionen – verdient haben.

Das lässt die Aussage, Aktienrückkäufe würden zu einem nicht unwesentlichen Teil durch die Aufnahme neuer Schulden finanziert, unsinnig erscheinen.

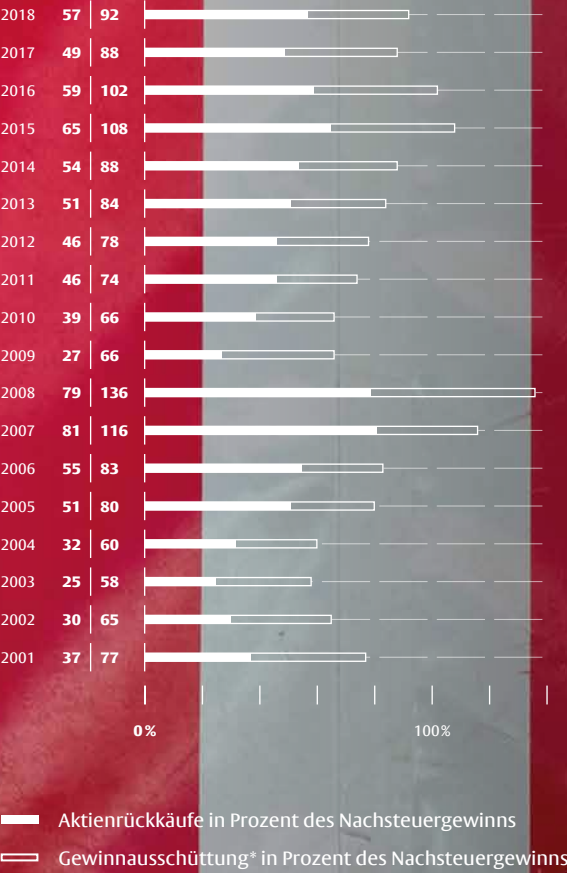
Verfechter eben dieser These verweisen in dem Zusammenhang gerne darauf, dass der Anstieg der Schulden über die zurückliegenden Jahre ihrer Recherche nach etwa dem Betrag entspräche, für den die US-Unternehmen im gleichen Zeitraum eigene Aktien zurückgekauft hätten. Auch das klingt im ersten Moment plausibel. Allerdings nur, wenn der Anstieg der Schulden primär auf das Konto jener Unternehmen ginge, die Aktien zurückgekauft haben. Die Argumentation über das Aggregat hat also ihre Tücken, weswegen man für eine fundierte Aussage offensichtlich nicht umhinkommt, jeden Fall einzeln zu prüfen. Wer sich die Mühe macht, findet zwar genügend Beispiele für Unternehmen mit wenig weitsichtigem Management. In der Breite werden Aktienrückkäufe aber nicht durch Aufnahme neuer Kreditmittel finanziert.

Kommen wir zum eigentlichen Vorwurf – der Kurs- und Gewinnmanipulation. Unternehmen geben Barreserven insbesondere dann in Form von Aktienrückkäufen an ihre Aktionäre zurück, wenn sie die eigene Aktie für unterbewertet halten. Ein Kursanstieg ist also nicht nur gewollt, sondern ihrer Ansicht nach berechtigt. Er wird aber in der Regel nur dann nachhaltig sein, wenn auch die Anleger dieser Ansicht sind. Sind sie es nicht, werden sie das durch die Käufe des Unternehmens erhöhte Bewertungsniveau vermutlich nutzen, um Aktien zu verkaufen.

Wer behauptet, das Indexniveau sei durch die Summe der milliardenschweren Käufe über die Jahre mehr und mehr verzerrt und deutlich zu hoch, setzt voraus, dass genau dies nicht geschieht. Auf Indexebene kann der Effekt nur relevant sein, wenn immer mehr Aktionäre immer höhere Fehlbewertungen nicht realisieren oder



Grafik 2
Aktienrückkäufe sind in der Breite nicht schuldenfinanziert
Gewinnverwendung der Unternehmen im S&P 500



* Aktienrückkäufe + Dividenden
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Aswath Damodaran, Flossbach von Storch, Daten per 8. Februar 2019

diese schlicht akzeptieren. Der Grund für die signifikante Fehlbewertung läge dann aber wohl eher in unendlich vielen schlechten Analysen, undiszipliniertem Anlegerverhalten oder einer Mischung aus beidem.

Auch wenn man das nicht gänzlich ausschließen möchte, beruhigt möglicherweise ein Blick auf die Entwicklung der Unternehmensgewinne. Und zwar nicht auf den „Gewinn je Aktie“, der auch steigt, wenn bei gleichem Gewinn weniger Aktien im Umlauf sind, sondern auf den Gesamtbetrag aller Nettogewinne der Unternehmen im S&P 500. Das Jahr 2005 bietet sich deswegen am ehesten an, weil es weder durch Bewertungs- oder Gewinnexzesse (1998–2000 oder 2006–2008) noch durch die folgenden Einbrüche verzerrt wird.

Seit 2005 haben sich die Gewinne – ebenso wie der „Gewinn je Aktie“ und der Index selbst – ziemlich genau verdoppelt. Die Gewinne der Unternehmen stiegen von 0,6 Billionen US-Dollar Ende 2005 auf knapp 1,2 Billionen Ende 2018 (vgl. Grafik 3). Der „Gewinn je Aktie“ für den S&P 500 stieg von gut 76 US-Dollar auf knapp 162 US-Dollar und der Index selbst verdoppelte sich von ca. 1.250 auf 2.500 Indexpunkte.

Dies ist übrigens schon deswegen bemerkenswert, als der für die Bewertung im Vergleich zu Aktienrückkäufen sehr viel relevantere Zins inzwischen deutlich gefallen ist. Mit ihm ist über die zurückliegenden Jahre die Bewertung beinahe aller Anlagen deutlich gestiegen. Nur eben in der Breite die der Aktien nicht. Die Unternehmensgewinnrenditen in den USA lagen vor 14 Jahren ebenso bei rund sechs Prozent wie heute. Die Sorge vor zu hohen Aktienbewertungen ist schon deswegen schwer nachvollziehbar.

Dass der „Gewinn je Aktie“ trotz der Aktienrückkäufe nicht deutlich stärker nach oben verzerrt wurde, liegt übrigens auch daran, dass die Zahl der ausstehenden Aktien über die vergangenen

zwei Dekaden nur moderat schwankte. Die Flut von Neuemissionen Ende der 90er-Jahre, kräftige Kapitalerhöhungen in der Zeit der Finanzkrise und die über die vergangenen Jahre immer relevanter werdenden aktienbasierten Vergütungsmodelle wirken dem Effekt der „Share Buybacks“ entgegen.

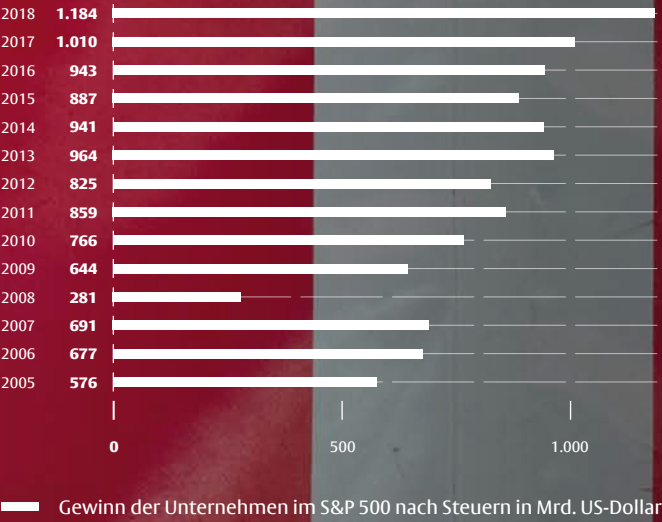
Heute verteilt sich der Gewinn in den USA sogar auf mehr Aktien als vor zwanzig und auf nur unwesentlich weniger Aktien als vor zehn Jahren. Es trifft allerdings auch zu, dass die Basis über die vergangenen sechs Jahre um knapp zehn Prozent schrumpfte. Auch hier gilt aber: Ob das einen Anteilschein wertvoller oder weniger wertvoll macht, kann man nur von Einzelfall zu Einzelfall beurteilen. Die Betrachtung über den Index hilft hier nicht weiter.

Am Ende entbehrt es nicht einer gewissen Ironie, wenn speziell Anleger in Deutschland in dem Grund für die Rally an den US-Aktienmärkten eine Form des „Financial Engineering“ vermuten oder unterstellen. Der heimische „Leitindex“ Dax stieg in diesem Jahrtausend um etwa 5.300 Punkte. Dieser Anstieg geht zu 100 Prozent auf Dividenden zurück und somit auf die hierzulande gängige Form der Gewinnausschüttung (vgl. Grafik 4). Dass sie beim Dax mit in die Entwicklung eingerechnet werden, ist weder richtig noch falsch, bei den international relevanten Leitindizes jedoch eher unüblich. Diese deutsche Besonderheit könnte man in der Tat als „Financial-“ oder zumindest „Index Engineering“ bezeichnen.

Dennoch wäre es Unsinn, zu behaupten, der Dax stünde ohne Gewinnausschüttungen heute 40 Prozent tiefer, ohne zu wissen, wie die Unternehmen die dann eingesparten Ausschüttungen sonst verwendet hätten. Vielleicht hätten sie dann Aktien zurückgekauft?

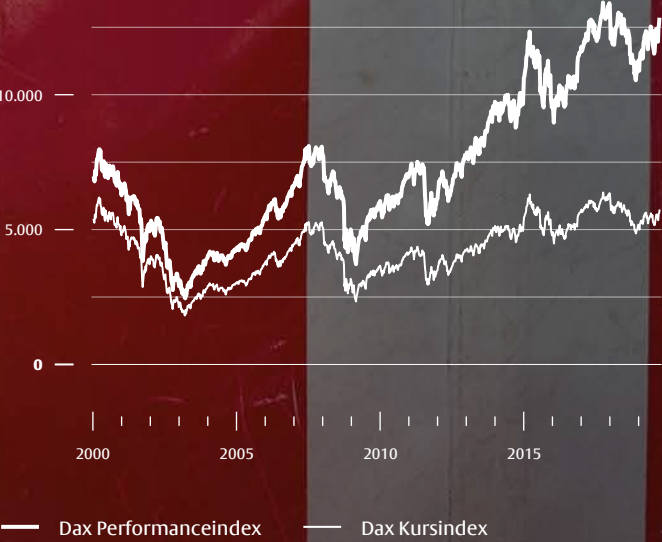
Thomas Lehr ist Kapitalmarktstrategie bei der Flossbach von Storch AG.

Grafik 3 Gewinnentwicklung
Summe der Nettogewinne aller S&P-500-Unternehmen



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Oktober 2019

Grafik 4 Die Dividende macht's – Dax-Anstieg in diesem Jahrtausend geht zu fast 100 Prozent auf Ausschüttungen zurück



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 31. Oktober 2019

Greta Thunberg hat mit ihrer emotionalen Rede auf dem UN-Klimagipfel in New York etwas Bemerkenswertes erreicht. Ein Weckruf, der nötig war. Ihre „Anklage“ hat jedoch Schwächen.

Wie könnt ihr es wagen ...

Klimaaktivistin
Greta Thunberg trifft
auf Ex-US-Präsident
Barack Obama.

von Bert Flossbach

Das dritte Quartal dieses Jahres hat Investoren einige bemerkenswerte Rekorde gebracht: Zehnjährige Bundesanleihen erreichten im August einen historischen Tiefstand von minus 0,7 Prozent. Die Bundesrepublik hat erstmals eine dreißigjährige Anleihe mit einem Kupon von null Prozent (die Emissionsrendite lag sogar bei minus 0,11 Prozent) emittiert. Am 26. Juli schloss der US-Aktienindex S&P 500 auf einem Rekordhoch von 3.026 Punkten. Und Anfang September kletterte der Goldpreis auf einen historischen Höchststand. In Euro gerechnet (1.410 Euro). Rückblickend könnte jedoch der Auftritt einer jungen Schwedin in New York den bleibendsten Eindruck hinterlassen haben.

Greta Thunberg stellt die ältere Generation an den Pranger und wirft ihr vor, die wissenschaftlichen Erkenntnisse über den Klimawandel und dessen Ursachen zu lange ignoriert zu haben. „Wie könnt ihr es wagen?“ („How dare you?“), leitet sie ihre Anklage ein und beendet sie mit einem Weckruf:

„The world is waking up.
And change is coming,
whether you like it or not.“

„Die Welt wacht auf, und es wird Veränderungen geben, ob ihr es wollt oder nicht.“

Die Botschaft kommt an, weil sie ein griffiges Narrativ mit einer ikonischen Figur, einer Heldin, verbindet. Sie hat die Jugend erfasst, wie die anhaltende „Fridays for Future“-Bewegung zeigt, und sie wird von den Politikern als Signal verstanden, ihr Klima-Image zu verbessern oder gegen Konkurrenten zu verteidigen.

Allerdings sind es nicht die Jungen, sondern die Älteren, die über Wahlsieg oder -niederlage entscheiden. Die „Gelbwestenproteste“ in Frankreich dürften Politikern als Warnung gelten, Klimaschutzpakete möglichst sozialverträglich zu gestalten, was dazu führt, dass nachhaltige, aber schmerzhaft Entscheidungen – etwa einen umfassenden CO₂-Zertifikatehandel zu etablieren oder eine CO₂-Steuer einzuführen – eben nicht getroffen werden. Wenn der Lenkungsmechanismus des Preises aber durch kompensierende Maßnahmen ausgehebelt wird, bleibt unterm Strich alles beim Alten.

„How dare you pretend that
this can be solved with just
,business as usual‘ and some
technical solutions?“

„Wie könnt ihr es wagen zu glauben, dass man das lösen kann, indem man so weitermacht wie bisher – und mit ein paar technischen Lösungsansätzen?“

Der erste Teil des Satzes ist eine eindringliche Mahnung, dass ein „Weiter-so“ nicht zum Ziel führen kann. Mit „business as usual“ und einem grünen Anstrich ist dem Klimawandel nicht beizukommen und auf Dauer auch kein Imagegewinn zu erzielen. Der zweite Teil des Satzes wirkt allerdings irritierend. Wieso werden technische Lösungen verdammt? Wie sonst, wenn nicht mit Innovationen und neuen Technologien sollen ambitionierte Klimaziele erreicht werden? Dazu braucht es aber klare Vorgaben und Rahmenbedingungen der Politik, auf die sich Unternehmen

verlassen und an denen sie ihre langfristige Strategie ausrichten können. Nachhaltig erfolgreich arbeitende Unternehmen verstehen, dass sie Teil der Lösung sein müssen und damit gleichzeitig Arbeitsplätze schaffen oder sichern können.

„[...] and all you can talk about
is money, and fairy tales
of eternal economic growth.
How dare you!“

„[...] und alles, worüber ihr reden könnt, ist Geld und das Märchen von einem ewig währenden wirtschaftlichen Wachstum. Wie könnt ihr es wagen?“

Ökonomische Prosperität sollte nicht als Märchen missverstanden werden. Ohne Wirtschaftswachstum kann es keinen nachhaltigen Klimaschutz geben, denn der kostet nicht nur Geld, sondern darf auch die sozialen Sicherungssysteme nicht aushöhlen. Dies könnte als weiterer und auch gravierender Schwachpunkt der Anklage gesehen werden.

Um heutigen und zukünftigen Generationen eine lebenswerte Zukunft zu sichern, müssen 7,7 Milliarden Menschen auf dem Planeten mit Nahrung, Strom und Medikamenten versorgt werden. Die „Degrowth“- oder Postwachstumsbewegung negiert diese Notwendigkeit, indem sie einen Schrumpfkurs der Weltwirtschaft durch erzwungenen Verzicht propagiert. Abgesehen davon, dass es keine legitimierte und akzeptierte Instanz gibt, die bestimmen kann, was im Einzelfall konkret als unverzichtbar gilt, mag dies für all jene, die weder auf einen Job noch die Segnungen der sozialen Sicherungssysteme angewiesen sind, als gangbarer Weg erscheinen. Wer aber einen Arbeitsplatz braucht, Leistungen der Krankenkasse in Anspruch nehmen möchte und im Alter auf eine Rente angewiesen ist, wird mit aller Härte zu spüren bekommen, wenn die Wirtschaft deutlich schrumpft.



Eine solche Schrumpfkur führt zu Arbeitslosigkeit, wegbrechenden Steuereinnahmen und – aufgrund der demografischen Entwicklung – zu einem Kollaps der sozialen Sicherungssysteme. Massenarbeitslosigkeit, Armut und harte gesellschaftliche Konflikte wären die Folgen. Auch das Klima würde leiden, denn Klimaschutz wäre dann wohl kaum noch auf der Agenda einer um ihre Existenz kämpfenden Bevölkerung. Die Innovations- und Investitionsdynamik würde erlahmen und damit wäre sowohl die ökonomische als auch die ökologische Basis heutiger und zukünftiger Generationen zerstört. Spätestens dann frisst die Revolution ihre Kinder, und die heute Anklagen den säßen selbst auf der Anklagebank:

„How dare you!
You have stolen my dreams [...].
People are suffering.
People are dying.“

„Wie könnt ihr es wagen, meine Träume [...] zu stehlen?
Menschen leiden, Menschen sterben.“

Wohlmeinend habt ihr die Umwelt retten wollen, doch wie konntet ihr nur glauben, dass mit der Abschaffung der SUVs, ein paar Euro Umweltabgabe fürs Fliegen und Lastenrädern für den Stadtverkehr der Klimawandel zu stoppen sei? Warum habt ihr euch konstruktiven Lösungen verweigert, warum die Marktwirtschaft verteuert und damit unsere ökonomische Zukunft verspielt?

Lösungen gibt es – wenn die Politik nur den Mut dazu hätte. Kluge Anreizsysteme fördern klimaschonendes Wirtschaften und Konsumieren und bestrafen all jene, die die Umwelt belasten. Ökonomen bezeichnen dies als Internalisierung externer Kosten. Die Inanspruchnahme von Ressourcen wird bepreist und der Geldbeutel diktiert, was gut gemeinte Botschaften nicht vermögen. Dies gilt für Unternehmen, für Privathaushalte und den Staat (wobei es hier ja der Geldbeutel der anderen ist).

Die Grünen haben diese Idee in ihrem Leitantrag für den Parteitag im November aufgegriffen: „Regeln zu setzen ist Sinn von Politik und zugleich der beste Innovationsmotor.“ Sie fordern „einen klugen Mix aus CO₂-Preis, Anreizen und Förderung sowie dem Ordnungsrecht“. Der Preis für eine Tonne CO₂-Ausstoß soll zunächst auf 40 Euro und ab 2021 auf 60 Euro erhöht werden. Dies würde nach unseren Berechnungen den Preis pro Liter Benzin (inklusive Mehrwertsteuer) um ca. 11 beziehungsweise 17 Cent und pro Liter Diesel um 13 beziehungsweise 19 Cent erhöhen. Im Gegenzug soll die Stromsteuer gesenkt und jedem Bürger ein „Energiegeld“ von 100 Euro pro Jahr gezahlt werden. Letzteres ist ein wahltaktisch begründetes Geschenk, das 8,3 Milliarden Euro kosten würde, ohne der Umwelt zu helfen.

Eine höhere CO₂-Bepreisung dagegen ist grundsätzlich begrüßenswert, vor allem wenn sie in der gesamten EU eingeführt würde. Sie ist zielführender als eine Verbotspolitik, da sie Innovationen und die Entwicklung neuer Technologien anstößt, ohne die Bürger zu bevormunden. Sie könnte sogar zu einem grünen Wirtschaftswunder beitragen, einer Art „Green New Deal“, wenn man es richtig angeht und die Tatkraft von Wissenschaftlern, Unternehmern und Ingenieuren in die richtigen Bahnen lenkt. Dann könnte der Weckruf von Greta Thunberg im historischen Rückblick tatsächlich als Signal für einen Aufbruch gewertet werden.

Panik und Emotionen sind dagegen keine guten Ratgeber. Sie führen entweder zu Aktionismus (wie uns die Börse immer wieder lehrt) oder dem verzweiferten Festhalten am Status quo. Mit reiner Umverteilung statt nachhaltigem Wachstum ist ein ökologischer und ökonomischer Interessenausgleich zwischen Jung und Alt aber nicht zu erreichen. Leidtragende wäre die jüngere Generation.



von Verena von Hugo

Was würde Wilhelm sagen



Es wäre nur logisch,
jungen Menschen
bereits in der Schule
Wissen mitzugeben,
das sie befähigt,
sich in unserer Welt
zu orientieren.

Grundkenntnisse der Ökonomie gehören zur Allgemeinbildung. Trotzdem gibt es das Schulfach Wirtschaft nicht überall in Deutschland. Ein Plädoyer für Praxiswissen, Aufklärung und Humanismus in unserem Bildungssystem.

Wilhelm von Humboldt (1767–1835) war vielleicht der größte Reformator, den Deutschland je hatte. Als Kind der Aufklärung widmete sich der bekennende Humanist der vielleicht wichtigsten Ressource, die eine Gesellschaft haben kann: Den Schülern und Studierenden. Sie sollten in Preußen eine professionelle Bildung erhalten, die sie auf das Leben vorbereitet. Das Ideal ganzheitlicher Ausbildung und der Anspruch auf Allgemeinbildung gehen auf Humboldt zurück.

Was würde Humboldt heutzutage wohl sagen, wenn er wüsste, dass Schüler in vielen Bundesländern im Unterricht kaum etwas über ökonomische Zusammenhänge erfahren. Würde er wirtschaftliches Wissen als Teil der Allgemeinbildung definieren und für ein Schulfach Wirtschaft plädieren?

Einiges spricht dafür. Nach seinem Weltbild „zielt die Allgemeinbildung nicht auf die Vermittlung spezieller funktioneller Fertigkeiten, sondern ist allgemein in ihrem Weltbezug, indem sie den Menschen befähigt, in allen Bereichen am gesellschaftlichen Leben teilzunehmen.“ Heute wird unsere Welt unter anderem von der Marktwirtschaft geprägt. Insofern wäre es nur logisch, vor allem jungen Menschen auch bereits in der Schule in diesem Bereich Bildung mitzugeben, die sie befähigt, sich in unserer Welt zu orientieren. Lernen fürs Leben. Egal, ob die Schüler sozial, technisch, künstlerisch oder wirtschaftlich interessiert sind und welchen Berufsweg sie einmal einschlagen werden.

Ein „Schulfach Wirtschaft“ sorgt derzeit für aufgeregte Debatten. Die Frage, die kontrovers diskutiert wird, lautet: Wie viel „Bezug zur mannigfaltigen Welt“, das heißt Praxisbezug ist legitim, gewünscht und sinnvoll? Der folgende Kommentar auf den Artikel „Verbände fordern →

Korrekturen beim Schulfach Wirtschaft“ der „Westdeutschen Allgemeinen Zeitung“¹ gibt den Tenor der Kritiker wieder:

„Bisher hatte ich immer das Verständnis, dass Schule ein gutes Allgemeinwissen vermitteln muss, spezialisieren kann man sich im Anschluss an die Schule, und je besser das Allgemeinwissen ist, desto besser arbeitet man sich in andere Fächer ein. Ich wehre mich dagegen, dass die Wirtschaft schon die Vorherrschaft über unsere Kinder übernimmt“.²

Ist das richtig? Würde durch ökonomische Bildung in der Schule „die Wirtschaft“ die Vorherrschaft über Kinder und Jugendliche übernehmen? Hinter dieser Argumentation steckt die Furcht vor einer generellen Ökonomisierung und der Erziehung zu „Kapitalisten“. Um den Sinn eines Schulfaches Wirtschaft zu verstehen, lohnt es, sich mit den Fakten auseinanderzusetzen.

Überschlägt man grob die Fächer an allgemeinbildenden Schulen, so kommt man auf rund 40 Prozent Fächer, die eher analytische, quantitative Methoden und Kompetenzen vermitteln. Dazu zählen etwa die Naturwissenschaften und Mathematik. Die restlichen gut 60 Prozent der Schulfächer arbeiten eher verballogisch und qualitativ. Beispiele dafür wären Deutsch, Geschichte und Politik.

Ein Schulfach Wirtschaft würde beides abdecken, spezifische Denkstrukturen ausbilden und damit etwas Neues und eine Ergänzung zu den in anderen Fächern vermittelten Kompetenzen darstellen. Ökonomische Bildung hilft, wirtschaftliche Zusammenhänge zu verstehen und erklärt die Rollen und Aufgaben jedes Einzelnen als Verbraucher, Erwerbstätiger, Bürger – als Teil der Gesellschaft. Sie thematisiert sowohl die individuelle als auch die gesellschaftliche Dimension von Wirtschaft und die Beziehung zwischen beiden.

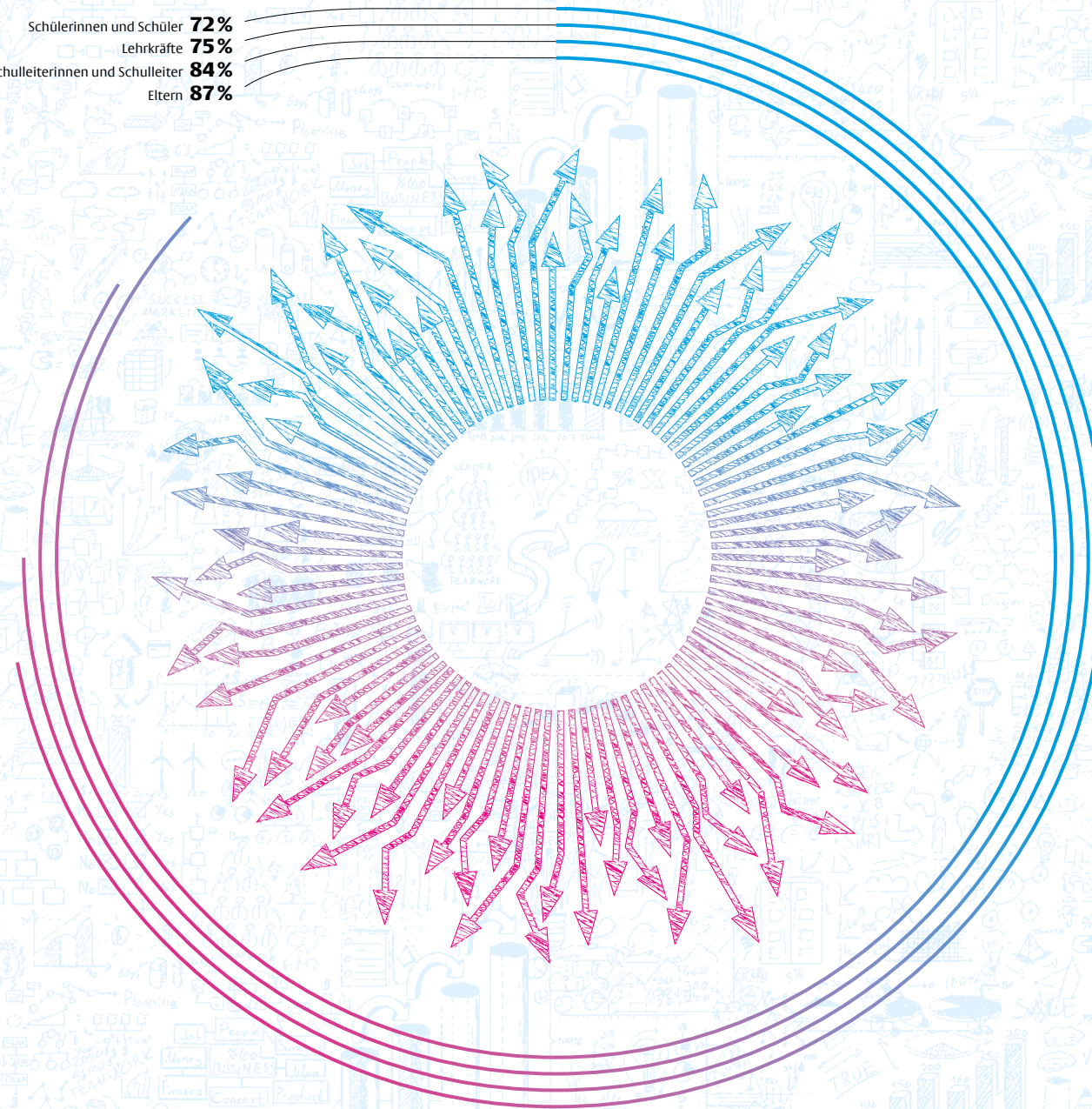
Typische Inhalte sind Konsum, Arbeitswelt, Wirtschaftspolitik, Internationale Wirtschaftsbeziehungen und Wirtschaftsordnung. Mit einer Vielfalt an spezifischen Methoden ließen sich Kenntnisse und Fähigkeiten vermittelt, die dem Einzelnen helfen, eine eigene, kritische Meinung zu entwickeln. Das ist die Basis dafür, Entscheidungen zu treffen und Verantwortung zu übernehmen, das heißt sein Leben aktiv und eigenverantwortlich zu gestalten und am gesellschaftlichen Leben teilzunehmen. Um die ideologische Beeinflussung von Kindern und Jugendlichen geht es dabei nicht.

In den Jahren 2010–2014 gab es den Modellversuch „Wirtschaft an Realschulen in NRW“, bei dem an über 70 Realschulen das Fach Wirtschaft

Wünschen Sie ein Schulfach Wirtschaft?

Umfrage unter rund 4.000 Schülern, Eltern und Lehrkräften³

Schülerinnen und Schüler	72%
Lehrkräfte	75%
Schulleiterinnen und Schulleiter	84%
Eltern	87%



¹ <https://www.waz.de/politik/landespolitik/verbaende-fordern-korrekturen-beim-schulfach-wirtschaft-id227047547.html>

² Kommentar von „Taosnm“, am 11.09.2019, <https://www.waz.de/politik/landespolitik/verbaende-fordern-korrekturen-beim-schulfach-wirtschaft-id227047547.html#community-anchor>

³ Quelle: Loerwald, Dirk (2014): Der Modellversuch „Wirtschaft an Realschulen“ in NRW. Zentrale Ergebnisse einer Erhebung der Projekterfahrungen. In: Müller, C./Schlösser, H. J./Schuhen, M./Liening, A. (Hrsg.): Bildung zur sozialen Marktwirtschaft. Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft, Bd. 99. Stuttgart, S. 127–143

⁴ Ein „echtes“ Schulfach Wirtschaft gibt es in Bayern und Thüringen (Wirtschaft und Recht) sowie in Baden-Württemberg (Wirtschaft/Berufs- und Studienorientierung). Niedersachsen hat z.B. eine recht gute Abdeckung durch Verankerung von Inhalten in den Lehrplänen und von Stundendeputaten und entsprechende Lehramtsstudiengänge.

als Kern- oder Wahlpflichtfach eingeführt wurde. Es wollten weit mehr (70 statt 30) Schulen an dem Modellversuch teilnehmen, als geplant war. Die Kurse waren in der Regel völlig überbucht – ein Phänomen, das übrigens häufig zu beobachten ist, wenn Wirtschaftskurse angeboten werden. Bei der Evaluation befürwortete die große Mehrheit ein Schulfach Wirtschaft: 84 Prozent der teilnehmenden Schulleiterinnen und Schulleiter, 75 Prozent der Lehrkräfte, 72 Prozent der Schülerinnen und Schüler und 87 Prozent der Eltern.³ Trotz dieser positiven Resonanz blieb es bei diesem Modellversuch. Eine dauerhafte Einführung des Fachs erfolgte nicht.

Dazu passt, dass Kritiker der ökonomischen Bildung unterstellen, sie würde die Demokratieerziehung der Schülerinnen und Schüler schwächen. Damit werden politische und ökonomische Bildung als miteinander unvereinbar dargestellt.

Aber stehen Politik- und Wirtschaftsunterricht wirklich in Konkurrenz zueinander? Es wäre eine große Bereicherung für Schülerinnen und Schüler, die Realität, in der sie leben, mit dem Blick der Politikerziehung UND aus der ökonomischen Perspektive zu erfassen. Aufeinander bezogen sind diese Fächer eine Bereicherung. Sie ergänzen sich, „zu einem Ganzen“ im Humboldt’schen Sinne.

Voraussetzung dafür ist eine fundierte Ausbildung in dem jeweiligen Fach. Nur wer über vertieftes Fachwissen verfügt, kann eine souveräne Beziehung zu einer anderen Disziplin aufbauen, Positionen und Lehren kritisch analysieren. Die Praxis und positive Erfahrungen im schulischen Nebeneinander und im Austausch miteinander könnten Vorbehalten entgegenwirken und dogmatische Gräben überbrücken.

Aktuell haben wir aber einen Flickenteppich: Allein in Deutschland mit seinen 16 Bundesländern und jeweils vier weiterführenden allgemeinbildenden Schulformen (Mittel-, Real-, Gesamtschulen und Gymnasien) gibt es mehr als 30 Fächernamen⁴. Es lässt sich aufgrund der vielfältigen Lehrpläne nicht sagen, in welchem Maß die rund drei Millionen Schüler an weiterführenden allgemeinbildenden Schulen ökonomische Bildung „abbekommen“.

DIE BILDUNGSMISERE DER LEHRER

Dieser Flickenteppich an Fächern und Fächerkombinationen verhindert an vielen Universitäten, dass Lehramtsstudiengänge für Wirtschaft eingerichtet werden können. Die ökonomischen Inhalte zum Beispiel in den Fächern Geschichte, Politik, Arbeitslehre sind oftmals „homöopathisch“. ➔

Das führt dazu, dass Wirtschaft in deutschen Schulen häufig von fachfremden Lehrkräften unterrichtet wird. Dabei ist eine fundierte Ausbildung besonders im Bereich Wirtschaft von einer zentralen Bedeutung. Nur so können Lehrkräfte Inhalte, Themen, Unterrichtsangebote und -material für einen kritisch-hinterfragenden und objektiven Unterricht prüfen. Selbstständig einen guten Unterricht gestalten. Geschichts- oder Politikunterricht mit einigen halbökonomischen Inhalten ist eben noch lange kein Wirtschaftsunterricht.

Insofern ist der Vorstoß der Landesregierung in NRW, das Fach Wirtschaft an Realschulen und als Kombinationsfach an den anderen Schulformen einzuführen, sehr zu begrüßen. Mit nun noch zu installierenden Lehramtsstudiengängen für Wirtschaft würde das in die Richtung gehen, die Humboldt zum Ziel erklärt hat: Die Bildung der Kräfte zu einem Ganzen.

GLEICHE CHANCEN FÜR ALLE

Ökonomische Bildung kann dazu beitragen, dass junge Menschen sich besser in einer komplexen Welt zurechtfinden. Dass sie sich über Entscheidungen, die sie treffen (müssen), und deren Konsequenzen auf allen Ebenen des individuellen und gesellschaftlichen Lebens bewusst werden und – im besten Fall – ihr Verhalten entsprechend anpassen. Deshalb ist es wichtig, dass auch die Schule einen Beitrag dazu leistet. Nur durch ein Schulfach Wirtschaft wird dieses Wissen strukturell vermittelt und kommt im allgemeinbildenden Sinne allen zugute – unabhängig vom Elternhaus. Somit trägt ökonomische Bildung auch zur Chancengleichheit bei.

Dies entspräche einem Bildungsideal der Befähigung zur Selbstbestimmung und gesellschaftlichen Teilhabe. Ganz nach dem Willen von Wilhelm von Humboldt. Der Anspruch auf eine umfassende Allgemeinbildung ließe sich mit einem Schulfach ökonomische Bildung in Kombination mit entsprechenden Lehramtsstudiengängen problemlos erfüllen.

Verena von Hugo ist Vorstand der Flossbach von Storch Stiftung, deren Ziel es ist, ökonomische Bildung zu stärken.

Viele Namen für ein Thema:
Wirtschaft wird je nach Bundesland in verschiedenen Fächern unterrichtet.

GEMEINSCHAFTSKUNDE
WIRTSCHAFT, ARBEIT, GESUNDHEIT
WELT, ZEIT, GESELLSCHAFT
ARBEIT/WIRTSCHAFT/TECHNIK
S O Z I A L K U N D E
WIRTSCHAFT UND RECHT
WIRTSCHAFT UND VERWALTUNG
A R B E I T S L E H R E
P O L I T I K
G E S C H I C H T E
E R D K U N D E
S Ä C H U N T E R R I C H T
S O Z I A L W I S S E N S C H A F T E N
S O Z I A L W I S S E N S C H A F T E N / W I R T S C H A F T
W I R T S C H A F T S L E H R E
W I R T S C H A F T
P O L I T I K
(ÖKONOMISCHE GRUNDBILDUNG)
V E R B R A U C H E R B I L D U N G
W I R T S C H A F T U N D B E R U F S -
U N D S T U D I E N O R I E N T I E R U N G
P O L I T I K - W I R T S C H A F T
W I R T S C H A F T / P O L I T I K
W I R T S C H A F T - A R B E I T - T E C H N I K
M E N S C H U N D U M W E L T
W E L T - / U M W E L T K U N D E
W I R T S C H A F T S W I S S E N S C H A F T
W E L T K U N D E G E S E L L S C H A F T S -
W I S S E N S C H A F T E N

**Mindestanforderungen
für eine
ökonomische
Bildung**

- Mindestens 200 Stunden Ökonomie in der Sekundarstufe I
- Eine feste Verankerung im Fächerkanon der gymnasialen Oberstufe
- Berücksichtigung im Zentralabitur
- Einrichtung von Lehramtsstudiengängen Wirtschaft
- Einbindung von Fachexperten in die Erstellung von Lehrplänen



„Ideal wären 100% Aktien“

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

Die Grünen plädieren für einen „Bürgerfonds“ – was haltet ihr von diesem Vorschlag?

VORNDRAN: Sehr gute Idee.

LEHR: Finde ich auch.

Aber?

LEHR: Die Idee allein ist am Ende nichts wert, wenn sie schlecht umgesetzt wird.

Was lässt euch denn an der richtigen Umsetzung zweifeln?

VORNDRAN: Grünen-Chef Robert Habeck hat lediglich recht allgemein darauf hingewiesen, dass mit dem Fonds hierzulande in „langfristig sinnvolle Projekte zum Umbau der Wirtschaft“ investiert werden solle.

Was soll daran falsch sein?

LEHR: Es klingt so, als solle das Ersparte der Bürger für Investitionen erhalten, die eigentlich Bund, Länder und Kommunen tätigen müssten – verbunden mit der vagen Hoffnung, auskömmliche Renditen zu erzielen.

Deutschlands Infrastruktur könnte Investitionen gut gebrauchen ...

VORNDRAN: Zweifellos. Und Vater Staat hätte genug Möglichkeiten; er wird fürs Schuldenmachen schließlich bezahlt. Unabhängig von der Infrastruktur könnte die Regierung sagen: Liebe Leute, die gesetzliche Rente allein wird nicht mehr ausreichen. Wir machen deshalb Schulden, für die wir im

Übrigen bezahlt werden, und setzen einen Fonds für alle auf.

LEHR: Das hätte den großen Vorteil, dass diejenigen, deren Einkünfte nicht ausreichen, um regelmäßig etwas für das Alter beiseite zu legen, nicht außen vor wären.

VORNDRAN: Die Erträge des Fonds würden dann nach 25 Jahren Laufzeit pro Kopf verteilt. Jeder bekäme den gleichen Anteil. Das wäre gerecht. Aber was tun wir stattdessen? Wir tragen die „schwarze Null“ wie eine Monstranz vor uns her und lassen uns für unsere Sparsamkeit feiern.

Wenn alle anderen Eurostaaten so sparsam wären, hätte es die Eurokrise nicht gegeben ...

LEHR: Es sind aber nicht alle so sparsam. Sie werden es auch nicht werden. Und wenn innerhalb eines Währungsraums nur wenige sparen, die Mehrheit aber nicht, bringt das nichts.

VORNDRAN: Am Ende schadet es sogar – und zwar den nachfolgenden Generationen. Während die anderen in Infrastruktur, in Bildung investieren, spart sich Deutschland seine Zukunft. Dabei weiß jeder Unternehmer, dass er zunächst investieren muss, ehe er die Früchte in Form von Gewinnen ernten kann. Im Falle des Staates sind es die Steuereinnahmen.

LEHR: Wenn der Euro irgendwann auf den Prüfstand kommen sollte, können wir uns rühmen, stets die Sparsamsten gewesen zu sein. Dafür haben wir marode Autobahnen, keinen Handyempfang auf dem Land und eine Internetgeschwindigkeit, die das Wort Geschwindigkeit nicht verdient.

Dann bitte Gegenvorschläge – wie sollte ein Bürgerfonds ausgestaltet sein?

VORNDRAN: Ideal wären 100 Prozent Aktien. Ganz wichtig: Der Fonds darf von keinerlei politischer Ideologie getrieben sein. Das wäre die Kurzform.

LEHR: Wichtig wäre auch, dass das Vermögen weltweit investiert wird. Die Deutschen arbeiten in Deutschland, zumindest die meisten, sie beziehen also ihr Einkommen in der Heimat; ihre Immobilie ist dort. Es wäre daher ein Fehler, auch noch ihre Altersvorsorge an Deutschland zu binden.

Was macht euch so sicher, dass ein überwiegend in Aktien investierender Fonds das richtige Instrument ist?

LEHR: Der Zeithorizont eines solchen Bürgerfonds. Und natürlich das Anlageumfeld. Erstklassige Aktien dürften langfristig das mit Abstand beste Chance-Risiko-Profil haben.

VORNDRAN: Außerdem gibt es durchaus erfolgreiche Beispiele für derartige Fonds.

An welche denkt ihr?

VORNDRAN: Vom Prinzip her an den norwegischen Staatsfonds, den größten Staatsfonds der Welt. Er investiert überwiegend in Aktien, weltweit. Kürzlich wurde Richtung USA umgeschichtet.

LEHR: Oder die Schweizerische Nationalbank, die einen Großteil ihrer Reserven in erstklassigen internationalen Aktien anlegt.

VORNDRAN: Deren Portfolio ist sicherlich werthaltiger als das der EZB, die auf einem Haufen wenig rentierlicher Forderungen sitzt, die irgendwann zur Luftnummer werden könnten.

Strategie & Strategie

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

Glossar

Fachbegriffe kurz erklärt

Aktie – Die Aktie ist ein Wertpapier, das den Inhaber zum Miteigentümer einer Aktiengesellschaft macht. Mit dem Kauf der Aktie erwirbt der Aktionär einen Anteil am Grundkapital des Unternehmens. 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.

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

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.

Bullenmarkt – Langanhaltende Aufwärtsbewegung am Aktienmarkt. Eine solche Hausse endet nach der Definition, wenn der Schlusskurs des Aktienindex um mehr als 20 Prozent zum Höchststand fällt. Dieses Kriterium macht aus einem Bullen- einen Bärenmarkt.

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

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.

Emissionsrendite – Gewinn, der sich zum Zeitpunkt der Emission (Platzierung am Kapitalmarkt) eines Wertpapiers ergibt.

Financial Engineering – Finanzielle “Ingenieurskunst”, die in vielen Formen auftreten kann. Etwa bei der Auflage von neuartigen Wertpapieren oder dem Versuch, den Wert des Unternehmens zu steigern.

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

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

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) – Bewertungskennzahl, gibt das Verhältnis des Aktienkurses zum Gewinn pro Aktie an.

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

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.

Performanceindex – Ein Aktienindex, der, wie der deutsche Leitindex DAX, die gesamte Wertentwicklung der gelisteten Titel abbildet, darunter auch Dividendenerträge. Kursindizes bilden hingegen nur die Kursentwicklung ab.

Portfolio – Bestand an Wertpapieren im Depot.

Portfolio Turnover Ratio – Umschlagsrate in einem Wertpapierportfolio.

Rally – Phase, in der die Märkte stark steigen.

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

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

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

Share Buybacks – Aktienrückkäufe. Ein Unternehmen kauft die eigenen Aktien.

EURO STOXX 50 – Aktienindex, der die Entwicklung am europäischen Aktienmarkt abbildet und die 50 größten börsennotierten Unternehmen aus dem Euro-Währungsgebiet umfasst.

Umlaufrendite – Die durchschnittliche Rendite (tatsächliche jährliche Verzinsung) festverzinslicher Wertpapiere deutscher Emittenten.

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, Luxembourg
Telefon +352.264.584-22, Fax +352.264.584-23
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

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

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

Redaktionsschluss: 4. November 2019

LU 112 1119 XXXX DE


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

Redaktion:
Dr. Bert Flossbach, Stephan Fritz, Jens Hagen, Verena von Hugo, Dörte Jochims, Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster, Elmar Peters, Tobias Schafföner, Kurt von Storch, Philipp Vorndran

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

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Jochen Tack, Picture Alliance, imageBROKER + © Denys Prykhodov, Adobe Stock + © dem10, iStockphoto (Cover); © Veresovich, iStockphoto (S. 2); © Marc Comes, CHB-P (S. 3); © Fabrizio Bensch, Reuters, Picture Alliance (S. 5 oben); © instamatics, iStockphoto (S. 5 mittig); © Rolf Zöllner, Picture Alliance, Süddeutsche Zeitung Photo (S. 5 unten); © Jochen Tack, Picture Alliance, imageBROKER + © Denys Prykhodov, Adobe Stock (S. 6); © dem10, iStockphoto (S. 6–13); © Jinhe Li (S. 14); © Oleksii Glushenkov, iStockphoto (S. 16–17); © Veresovich, iStockphoto (S. 18 + 19); © Fabrizio Bensch, Reuters, Picture Alliance (S. 20–24); © 101cats + golero + Nikada, iStockphoto (S. 28–31); © instamatics, iStockphoto (S. 31–37); © Laughing_Dog_Photography, iStockphoto (S. 38); © kyrien, iStockphoto (S. 40–43); © Alexandre Godreau, Unsplash (S. 44–48 Hintergrund); © Max Moden, Picture Alliance (S. 44–45); © Jesus Merida, Picture Alliance, ZUMA Press (S. 47); © Christoph Hardt, Picture Alliance, Geisler-Fotopress (S. 49); © themacx, iStockphoto (S. 50–55 Hintergrund); © Picture Alliance, imageBROKER (S. 50); © odinr, Adobe Stock (S. 52 + 53); © Rolf Zöllner, Picture Alliance, Süddeutsche Zeitung Photo (S. 55); © Marcus Becker (S. 56 + 57); © Marc Comes, CHB-P (Rückseite)



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

