

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren



Was, wenn ...

ÖKOLOGIE BRAUCHT ÖKONOMIE

Bert Flossbach über Konjunktur,
Börse und ESG.

DAS BESSERE GELD

Warum Gold wie eine
Versicherung ist.

DIE PRINZIPIEN DES ERFOLGS

Was aus Sicht von Ray Dalio
wirklich zählt.



... die Rente tatsächlich sicher wäre?

Niemand, der jünger ist als 50, glaubt heute noch, dass die gesetzliche Rente ausreichen wird, um im Alter über die Runden zu kommen. Vermutlich nicht einmal Norbert Blüm, früher einmal Arbeitsminister, der genau das in den 1980er-Jahren behauptet hatte. Die gute Nachricht ist: Es gäbe Möglichkeiten, die Altersvorsorge (besser: Zukunftsvorsorge) aufzubessern. Sinnvoll. Langfristig. Was wir alle zusammen (damit ist auch und nicht zuletzt die Politik gemeint) tun können, damit genau das in Zeiten des Nullzinses gelingt (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

Während die Scheinwerfer und Kameras auf „Greta“ und die Folgen des Klimawandels gerichtet sind, zeichnet sich – weitgehend unbemerkt – ein Generationenbetrug der anderen Art ab. Ein Betrug, der nichts mit CO₂-Ausstoß zu tun hat.

Wir, die Älteren, haben die Verpflichtung, unseren Kindern eine lebenswerte Welt zu hinterlassen. Um dieses Ziel zu erreichen, brauchen wir aber auch ökonomische Prosperität. Klima- und Umweltschutz, soziale Sicherheit, Gesundheit, Bildung, technische Innovationen für alle – das kostet Geld.

Doch wir wirtschaften nicht nachhaltig. Ganz konkret zeigt sich das in unserem gesetzlichen Rentensystem. Die Älteren verletzen schon seit vielen Jahren den Generationenvertrag. Eingeführt von Konrad Adenauer ist er die Grundlage unseres Rentensystems. Eine umlagefinanzierte Rente ist in einer alternden Gesellschaft nicht sicher, zumindest, wenn wir

nichts unternehmen. Wenn Parteien mit Blick auf Umfragewerte eher an ihre Klientel als an die Nachgeborenen denken. Wahlen werden von den Älteren entschieden. Unsere Kinder werden mit den Folgen leben müssen.

Wir möchten hier weder anklagen noch verzagen. Resignation war noch nie unsere Sache. Es gibt Auswege, wenn wir etwas ändern. Wir möchten dazu beitragen. Durch Aufklärung (etwa in der Titelgeschichte ab Seite 6), Finanzbildung (etwa über die Flossbach von Storch Stiftung) und langfristige Anlagestrategien (unsere Fonds).

Machen Sie sich Ihr eigenes Bild. Vielleicht kommen Sie zu ähnlichen Ergebnissen wie wir. Themen wie Nachhaltigkeit oder Generationengerechtigkeit sind sehr viel komplexer, als sie in unserer medialen Öffentlichkeit manchmal erscheinen mögen. Packen wir sie an!

Viel Spaß bei der Lektüre!

Kurt von Storch
Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG



Flossbach von Storch
POSITION
1/2020

WELTBILD	
	Generationengerechtigkeit
6	Was, wenn ...
14	Der Milliardentrick
	Stadtgespräch
16	Neulich in Düren ...
	Kolumne
20	Mail aus Shanghai
	Notenbankpolitik
22	Ist der Westen am Ende?
ANLAGESTRATEGIE	
	Kurzgeschichte
28	Point of no Return
	Interview
30	Ökologie braucht Ökonomie
	Anlageberatung
38	Vertrauenssache
	Gold
42	Das bessere Geld
46	Die Währung der letzten Instanz
	Ausblick
48	Neue Bescheidenheit
KONTEXT	
	Gastbeitrag
54	Die Prinzipien des Erfolgs
	History
58	Zu viel des Guten
	Strategie & Strategie
64	„Es wird gewurstelt – solange es geht“
66	Glossar



Notenbankpolitik

Ist der Westen am Ende?

Wenig Wachstum, billiges Geld – wohin das führt.

22



Interview

Ökologie braucht Ökonomie

Bert Flossbach spricht über Konjunktur, Börse und ESG.

30



History

Zu viel des Guten

25 Jahre „ohne“ Zinsen – taugt Japan als „Vorbild“?

58

von Bert Flossbach, Kurt von Storch,
Philipp Vorndran, Thomas Lehr

Was, wenn



Die Jugend kämpft um ihre Zukunft.
Dabei geht es ihr vor allem um die Umwelt, den Klimaschutz.
Ein Thema, das die jüngere Generation ähnlich hart trifft,
wird dagegen verdrängt, vermutlich mit fatalen Folgen.
Dabei gäbe es eine Lösung.

„How dare you“ – wie könnt ihr es wagen? Eine Frage, die mehr noch Anklage ist, vorgebracht von Greta Thunberg, im Spätsommer vergangenen Jahres in New York vor den versammelten Vertretern der United Nations (UN). Thunberg ist zu diesem Zeitpunkt 16 Jahre alt, aus Stockholm in Schweden stammend, und so etwas wie die Anwältin einer ganzen Generation. Gerichtet hatte sie ihre Anklage an alle Erwachsenen, an Eltern – und deren Eltern. Diese hätten den Klimawandel viel zu lange ignoriert und damit die Zukunft ihrer Kinder und Enkel aufs Spiel gesetzt. Gretas Botschaft verfängt, zumindest bei Gleichaltrigen, wie nicht zuletzt die „Fridays for Future“-Bewegung zeigt. Und sie ist unserer Meinung nach richtig.

Der Klimawandel ist aber nicht das einzige Problem der jüngeren Generation, wenngleich das populärste. Während die Scheinwerfer und Kameras auf „Greta“ und die sichtbaren Folgen des Klimawandels gerichtet sind, zeichnet sich – weitgehend unbemerkt – ein Generationenbetrug der anderen Art ab; ein Betrug, der nichts mit CO₂-Ausstoß zu tun hat, zumindest nicht unmittelbar, der aber langfristig ebenso fatale Auswirkungen haben dürfte für Gretas Generation, zumindest in vielen kontinentaleuropäischen Staaten.

Es geht dabei um nichts weniger als um Wohlstand und Arbeitsplätze, um ein finanziell sorgenfreies Leben im Alter, genauso wie es vielen Ruheständlern heute vergönnt ist.

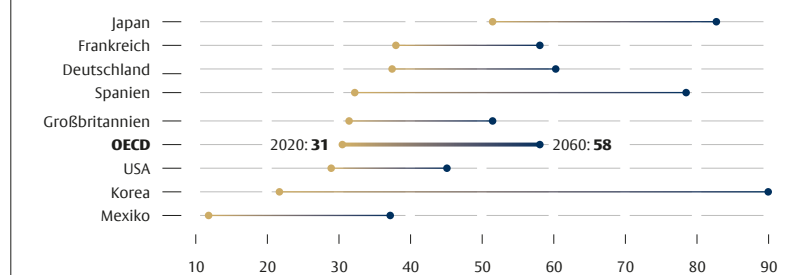
... EINE GENERATION FÜR DIE ANDERE EINSTEHEN WÜRD?

Die können sich in Deutschland noch auf den sogenannten Generationenvertrag verlassen, einen Vertrag, der zwar niemals ratifiziert wurde, aber doch zum unverrückbaren Wertekonstrukt der Nachkriegspolitik hierzulande gehört. 1957 wurde das bis dahin kapitalgedeckte Rentensystem durch ein umlagefinanziertes System ersetzt. Die Erwerbstätigen, die Jungen, zahlen seither für die

Renten der Alten in die gesetzliche Rentenkasse ein – und hoffen, dass ihre Kinder es ihnen später gleichtun werden. Eine Abmachung zwischen den Generationen. So sollte es auf ewig sein. Ähnlich funktioniert das Rentensystem in anderen Eurostaaten, in Spanien beispielsweise.

Das Problem ist, dass Gesellschaften sich verändern. Dass heute weniger Kinder geboren werden als in den 1950er-Jahren und die Menschen deutlich älter werden. Dass es im Ergebnis in den Industriestaaten heute in Relation viel mehr Rentempfänger gibt und weniger -zahler. Der sogenannte Altenquotient misst das Kräfteverhältnis zwischen beiden Gruppen und damit nicht zuletzt die Robustheit des umlagefinanzierten Rentensystems. 1950 betrug der Quotient nach Angaben der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit (OECD) 16; das heißt, auf 100 Personen im Erwerbsalter (20 bis 64 Jahre) kamen 16 Personen im Rentenalter. Heute liegt der Altenquotient schon bei 36, also mehr als doppelt so hoch. Noch dramatischer sehen die Zahlen bei einer Projektion für das Jahr 2060 aus: Deutschland kommt auf einen Altenquotient von etwa 60, Spanien sogar auf knapp 80 (vgl. Grafik 1). Von Robustheit kann also keine Rede mehr sein, wenn es um das System der Umlage geht. Selbst die sonst eher zurückhaltenden Vertreter der Deutschen Bundesbank befanden jüngst, dass das umlagefinanzierte gesetzliche Rentensystem künftig durch die demografische Entwicklung erheblich unter Druck geraten werde. →

Grafik 1 **Erdrückende Last** – Zahl der über 65-Jährigen im Verhältnis zu 100 Menschen im erwerbsfähigen Alter (Zeitraum: 2020 bis 2060).



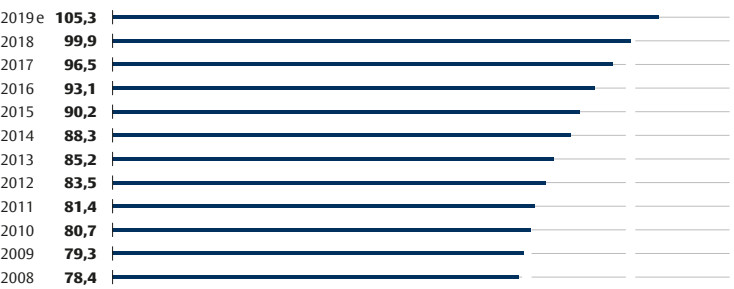
Quelle: OECD and G20 Indicators, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2019

... UNSERE RENTE SICHER WÄRE?

Wie groß der Druck schon heute ist, zeigen die Zuschüsse aus Bundesmitteln, die Jahr für Jahr in die Rentenkasse fließen – und Jahr für Jahr steigen. 2019 waren es erstmals mehr als 100 Milliarden Euro, die überwiesen wurden (vgl. Grafik 2)! Das entspricht fast einem Drittel des Bundeshaushalts. Zum Härtestest dürfte es spätestens dann kommen, wenn die geburtenstarken Jahrgänge in Rente gehen, die sogenannten „Babyboomer“ (in Deutschland sind das die Jahrgänge von 1955 bis 1969). Ab Ende 2020 wird es so weit sein. Ohne grundlegende Reform des Rentensystems droht dessen Implosion. How dare you?

Das Thema ist nicht neu, das Misstrauen der Versicherten auch nicht. Schon 1986 sah sich Norbert Blüm, damals Bundesminister für Arbeit und Soziales, im Wahlkampf genötigt, öffentlichkeitswirksam darauf hinzuweisen, dass die Renten sicher seien – und duldete keine Widerrede. Seither haben die jeweiligen Regierungen verschiedene Reformen, besser: „Reförmchen“, auf den Weg gebracht. So wurden 1992 und 2006 beispielweise die Altersgrenzen heraufgesetzt, das Rentenniveau wurde gesenkt. Es wurde herumgedoktert. Ein bisschen hier, ein bisschen dort. Das grundlegende Problem, die dem Umlagesystem innewohnende Schwäche, ist damit allerdings kaum zu beheben. Der demografische Wandel arbeitet langsam, dafür unerbittlich.

Grafik 2 **Fass ohne Boden** – Jährliche Zuschüsse des Bundes in die Rentenkasse (in Milliarden Euro)



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bundesfinanzministerium, Flossbach von Storch, Daten per 10. Januar 2020

Hinzu kommt, dass die Rentenkasse offensichtlich zu einem Selbstbedienungsladen verkommen ist. Je nach Zusammensetzung der Regierung wurden in den vergangenen Jahrzehnten großzügige Geschenke verteilt – an unterschiedliche Wählerklientel, ohne dass den Auszahlungen adäquate Beitragszahlungen gegenübergestanden hätten. Die Mütterrente ist so ein Beispiel, bei Weitem aber nicht das Einzige. Als wäre der demografische Wandel nicht schon genug Last für das System. Für die Geschenke an die eigenen Wählergruppen müssen am Ende auch die Jungen geradestehen.

Die Bundesbank schätzt, dass der Beitragssatz bis zum Jahr 2070 ohne grundlegende Reform von derzeit 18,5 auf stolze 31 Prozent steigen dürfte. Das sind keine erbaulichen Aussichten für die Beitragszahler von heute (und morgen), die „Fridays for Future“-Demonstranten beispielsweise. Sie, die 2000er-Jahrgänge, dürften sich in gut 50 Jahren ganz konkret mit ihrer eigenen Rente beschäftigen. Oder auch nicht. Denn anders, als ihre Eltern das tun, werden sich nur wenige von ihnen vor dem 69. Lebensjahr in den Ruhestand verabschieden können. Die Pilgerreise muss also warten. Vermutlich wird sie ganz ausfallen – weil die Zeit fehlt und nicht genug Geld da ist.

Dass die Rente sicher ist, wie von Wahlkämpfer Blüm einst versprochen, glaubt heute niemand mehr. Er selbst vermutlich auch nicht, zumindest würden wir das vermuten. Aber was kann die Politik, was kann jeder Einzelne von uns tun? Sich damit abzufinden, dass Altersarmut in Zukunft zu einem weitverbreiteten Phänomen wird, ist für uns keine ernst zu nehmende Option. Ein Generationenkonflikt wäre die Folge, mit all seinen unschönen Ausprägungen. Die ältere Generation ist mit in der Pflicht.

Die gute Nachricht ist: Es gibt Möglichkeiten, etwas zu tun, Faktoren, die einander wechselseitig bedingen und die sich beeinflussen ließen, wenn man das denn möchte und irgendwann damit anfinge. Wir würden es als eine Art Dreiklang beschreiben:

eine gute Ausbildung, moderne Infrastruktur (als wichtiger Teil der Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft) und sinnvolle private Vorsorge.

Fangen wir bei den Grundlagen an: der Ausbildung der jüngeren Generation. Eine gute Ausbildung erhöht die Chancen, einen spannenden, ordentlich bezahlten Beruf zu ergreifen, was wiederum die Möglichkeiten erweitert, privat für das Alter vorzusorgen, über die Jahre Vermögen aufzubauen und die Abhängigkeit von der gesetzlichen Rente zu verringern. Kurzum: Wer gut verdient, kann auch mehr sparen. Ein ganz banaler Zusammenhang. Wobei uns auch klar ist, dass eine Gesellschaft nicht nur aus Ingenieuren und Ärzten besteht, auch niemals bestehen wird. Für all diejenigen, die keine oder nur wenige finanzielle Mittel haben, privat vorzusorgen, muss es eine andere Möglichkeit geben. Die gäbe es auch. Aber dazu später mehr.

... WIR IN DER SCHULE ETWAS ÜBER DIE PRIVATEN FINANZEN LERNEN WÜRDEN?

Wir sind keine Bildungspolitiker, maßen uns also nicht an, die Ausbildungsqualität hierzulande in Gänze zu beurteilen. Was wir uns aber schon zutrauen, ist eine Einschätzung, was unseren eigenen Bereich betrifft: das Wissen über Finanzen und Wirtschaft. Und da fällt unserer Einschätzung leider wenig positiv aus. Warum sollte es auch anders sein? In der Schule finden diese Themen schließlich kaum statt. Wir haben selbst Kinder, die die Schulbank drücken beziehungsweise gedrückt haben und damit einen relativ guten Einblick, was sie von dort mitbekommen – oder eben auch nicht.

Dabei ist Wirtschaft viel zu wichtig, als dass man sie in der Schule aussparen könnte. Für jeden Einzelnen, die Schülerinnen und Schüler, aber auch die Gesellschaft als Ganzes. Wer weiß, wie wichtig Einkommen ist, der kann auch den Wert einer Berufsunfähigkeitsversicherung einschätzen. Und wer weiß, wie der Zinseszineffekt funktioniert, kann ermessen, wie hilfreich es ist, frühzeitig damit zu

beginnen, für die Zukunft vorzusorgen. Das wäre die Perspektive der Schülerinnen und Schüler.

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

... SICH UNSERE GESELLSCHAFT MIT DER WIRTSCHAFT VERSÖHNNEN WÜRDEN?

Der Gesellschaft käme das zugute, weil Altersarmut in Zukunft womöglich gar kein so großes Problem wäre. Es käme ihr zugute, dass viele Menschen, Aktionäre, plötzlich unternehmerisch dächten, sich mit wirtschaftlichen Zusammenhängen auseinandersetzen, statt blind auf Vater Staat zu vertrauen. Im Großen wie im Kleinen. Womöglich würde das den Unternehmergeist wecken. Neue Ideen würden entwickelt – neue Projekte und letztlich neue Produkte. Es würde geforscht und entwickelt. Womöglich entstünden neue, interessante Arbeitsplätze, was gut für die Gesellschaft und wiederum jeden Einzelnen wäre.

Gesellschaft und Wirtschaft sind keine Gegensätze, ganz im Gegenteil. Sie brauchen und befruchten einander. Ludwig Erhard wusste beides wie kein Zweiter zu versöhnen, wobei es eigentlich gar keiner Versöhnung bedürfen sollte. Soziale Marktwirtschaft hieß sein Konzept, noch heute ist es allgegenwärtig, nur wurde es immer weiter ausgehöhlt, haben sich die (politischen) Schwerpunkte immer weiter verschoben – mehr Soziales, immer weniger Wirtschaft. Dass es eine gesunde, prosperierende Wirtschaft braucht, um ebenjene sehr wichtigen sozialen Ausgleichsmechanismen zu finanzieren, wird dabei leider allzu oft vergessen. ➔

Der demografische Wandel arbeitet langsam, dafür unerbittlich.

Was
wird die
„schwarze
Null“ am
Ende wert
sein?

Dass große Bundesländer wie Baden-Württemberg und jetzt auch Nordrhein-Westfalen dabei sind, ein Schulfach Wirtschaft zu etablieren, ist eine gute Nachricht. Darüber freuen wir uns. Es kann aber nur der Anfang sein. Es hapert vor allem an der Ausbildung der „Ausbilder“. Die Lehrer sind auf die Themenkomplexe schlicht nicht vorbereitet. Dort gilt es anzusetzen (vgl. Seite 11 „Mehr Bildung“).

Bildung ist ein wichtiger Baustein, Infrastruktur ein anderer, was die Zukunftsfähigkeit einer Volkswirtschaft betrifft. Wir wollen deshalb von einem kurzen Gespräch am Frühstückstisch zwischen einem der Autoren dieses Textes und seinem Sohn berichten. Letzterer beklagte sich, Brötchen kauend und auf sein Handy schauend, über die mäßig schnelle und wenig verlässliche Internetverbindung. Wie könne das sein, noch dazu mitten in der Großstadt? Der Vater musste ihm beipflichten. Ja, wie kann das eigentlich sein, mitten in Deutschland, dem Land der Tüftler (sind wir das überhaupt noch?)?

... DIE INFRASTRUKTUR IN DEUTSCHLAND MODERN UND LEISTUNGSFÄHIG WÄRE?

Aus der Beschwerde wurde eine Diskussion über den Standort Deutschland. Über Digitalisierung. Über die Möglichkeiten, die Schüler hierzulande hätten, wenn sie denn die Schule beendeten. Über Jobperspektiven, die Zukunft. Am Ende waren sich beide einig, dass die Möglichkeiten andernorts vermutlich deutlich größer wären und Deutschland mehr denn je Gefahr liefe, den Anschluss zu verlieren. Gegenüber den Staaten in Asien, den USA, aber auch innerhalb Europas. Ist das nur so ein Gefühl oder eine relativ genaue Zustandsbeschreibung? Wir haben uns auf die Suche gemacht nach Daten und Statistiken. Statistiken zu Investitionen, Internetgeschwindigkeit, Mobilfunknetzabdeckung und dergleichen.

Gestoßen sind wir dabei unter anderem auf OpenSignal, ein Unternehmen, das mithilfe einer App über mehrere Monate die Internetnutzung (4G)

von Tausenden App-Nutzern in einem Land misst und Millionen von Datenpunkten auswertet. Die Ergebnisse sind ernüchternd: Innerhalb Europas hat Deutschland nicht nur eine der schlechtesten Handynetze-Abdeckungen, sondern ist auch bei der Downloadgeschwindigkeit unter den letzten. Noch hinter Armenien oder der Türkei.

Zu ganz ähnlichen Ergebnissen kommt auch die neue Studie des App-Anbieters Etrality (Speedcheck). Fazit der Verfasser: „Für die größte Wirtschaftsmacht Europas ist das ein Zustand, der nicht den Selbstansprüchen der Bundesregierung und der deutschen Internetanbieter genügen sollte.“ Die Digitalisierung, von der die Regierung so oft und ausdrücklich behauptet, sie sei existenziell für eine Volkswirtschaft wie die deutsche, wird in Wahrheit scheinbar gar nicht ernst genommen.

Weniger eindeutig sind die Daten zu den „klassischen“ Investitionen. Tut Deutschland genug, um seine Straßen, Schulen und Universitäten auf den neuesten Stand zu bringen und damit wettbewerbsfähig zu halten? Oder droht auch hier der schleichende Verfall?

Wir haben uns unter anderem die Investitionsquoten angeschaut, also die öffentlichen Investitionen in Relation zum Bundeshaushalt. Das Problem dabei ist zumeist die mangelnde internationale Vergleichbarkeit. Was sind sinnvolle Investitionen, was nicht – und werden sie auch als solche statistisch erfasst? Nimmt man die Zahlen dennoch zum Maßstab, landet Deutschland im internationalen Vergleich eher hinten als vorne, vorsichtig ausgedrückt.

Das gilt umso mehr, wenn man berücksichtigt, dass in anderen Staaten, in Italien oder Japan beispielsweise, ein nicht unerheblicher Teil der klassischen Infrastrukturinvestitionen, Straßen und Bahntrassen etwa, von privaten Investoren stammt und nicht von der öffentlichen Hand wie in Deutschland. So viel tut Vater Staat hierzulande also nicht oder, wie

das Münchener Ifo-Institut befindet: viel zu wenig seit der Wiedervereinigung. Dabei könnte er sehr viel mehr tun – für die eigene Wettbewerbsfähigkeit, aber auch das potenzielle Wachstum in Europa.

... DIE BÜRGER VON DEN NIEDRIGEN ZINSEN PROFITIEREN WÜRDEN?

Denn keine andere Volkswirtschaft innerhalb der Eurozone profitiert in den Maßen von der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), niemand mehr als der Bundesminister für Finanzen, Olaf Scholz, der sich gerne für seinen grundsoliden Haushalt loben lässt, für den er selbst aber gar nichts kann. Die „schwarze Null“ – sie steht dank der EZB. Nur was wird sie am Ende wert sein?

Die niedrigen Zinsen schaffen jedenfalls genügend Spielraum für die Entlastung der Bürger, für Investitionen in Bildung, Infrastruktur und effizienteren Klimaschutz und damit mehr Generationengerechtigkeit. 2008 musste die Bundesrepublik Deutschland (ohne die Länder und Kommunen) noch 40 Milliarden Euro an Zinsen bezahlen, was damals rund 14 Prozent des Bundeshaushalts ausmachte. Im vergangenen Jahr dürften die Zinsausgaben rund elf Milliarden Euro betragen haben. Das entsprach gut drei (!) Prozent des Haushalts.

Obwohl die Bundesschuld seit 2008 von 941 Milliarden Euro auf 1.084 Milliarden Euro gestiegen ist, haben sich die Zinsausgaben des Bundes um 73 Prozent beziehungsweise um 29 Milliarden Euro reduziert. Bedenkt man noch die sprudelnden Steuereinnahmen der vergangenen Jahre, fragt man sich unweigerlich, wo das ganze Geld geblieben sein könnte.

Ein nicht unerheblicher Teil dürfte in das soziale Sicherungssystem geflossen sein beziehungsweise fließen, allen voran die großzügigen Rentenversprechen finanzieren – und damit der jungen Generation langfristig eine untragbare Last aufbürden. Für die Jungen kommt es gleich doppelt hart:

MEHR BILDUNG

Die Flossbach von Storch Stiftung, eine gemeinnützige, persönliche Stiftung von Bert Flossbach und Kurt von Storch, engagiert sich im Rahmen des „**Bündnis ökonomische Bildung Deutschland**“. Gemeinsam mit Vertretern aus Schulen, Verbänden, Wissenschaft und Wirtschaft fordert sie, ökonomische Bildung für alle Schülerinnen und Schüler in hinreichendem Umfang und verpflichtend im Schulunterricht zu verankern.

Mehr zum BÖB finden Sie unter:
www.boeb.net

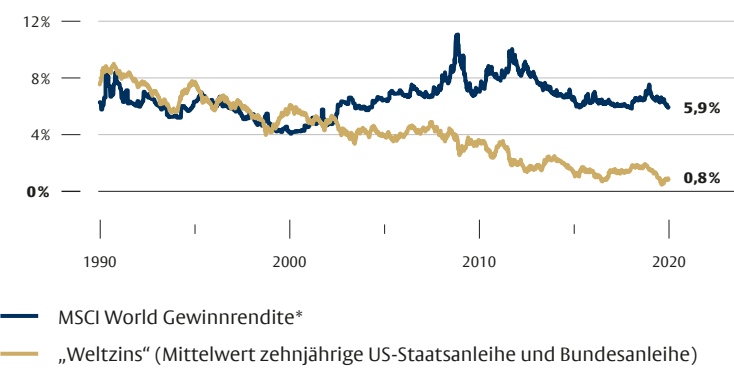


Ihnen werden nicht nur Investitionen vorenthalten (siehe Seite 14 „Der Milliardenrick“), gleichzeitig macht ihnen der Niedrigzins zu schaffen.

Denn während ihre Eltern und Großeltern noch bequem (und ohne Risiken) den Banksparplan oder die kapitalbildende Lebensversicherung besparen konnten, weil diese früher noch auskömmliche Erträge abgeworfen haben (zumindest bis vor einigen Jahren), brauchen die Kinder und Enkel heute dringend Alternativen, wenn es darum geht, ein Vermögen aufzubauen, sprich etwas für später beiseitezulegen. Auf dem Konto gibt es nicht mehr als Kaufkraftverlust.

Das Gute ist, es gibt sie, die Alternativen. Das Problem ist nur, nicht viele mögen sie: die Aktien. Dabei sind Aktien von erstklassigen Unternehmen unseres Erachtens die derzeit mit Abstand attraktivste Anlageklasse. Sie sind, anders als verzinsliche Anlagen, noch nicht zu teuer (vgl. Grafik 3). Und sie werfen, anders als verzinsliche Anlagen, noch laufende Erträge ab: die Dividenden. Warum also nicht aus dem Zinseszineffekt einen Dividenden-Dividenden-Effekt machen, also die Dividenden stets wieder zu investieren und auf diese Weise über viele Jahre ein Vermögen aufbauen? Die Zeit ist schließlich der größte Freund des Aktionärs. Sie relativiert

Grafik 3 **Deutliche Unterschiede** – Entwicklung der Gewinnrendite der Titel im globalen Aktienindex MSCI World im Vergleich zur Anleiherendite



* auf Basis der für die nächsten 12 Monate erwarteten Gewinne.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 10. Januar 2020

zwischenzeitliche Kursschwankungen, ja selbst größere Rücksetzer und Crashes, wie der Verlauf des S&P 500, des aus unserer Sicht bedeutendsten Aktienindexes, beispielhaft zeigt (Grafik 4). Wenn die jüngere Generation etwas hat, das ihre Eltern und deren Eltern nicht haben, dann ist es Zeit. Sie kann warten – und sich über die Dividenden freuen. Jahr für Jahr. Was wäre, wenn ihre Rente, dank der privaten Vorsorge, tatsächlich sicher wäre ...

... DIE DEUTSCHEN VON SPARERN ZU INVESTOREN WÜRDEN?

Machen wir also aus Sparern Anleger. Machen wir aus Gläubigern Eigentümer. Es wäre nicht die schlechteste Strategie gegen Altersarmut. Mit „wir“ meinen wir übrigens nicht allein uns bei Flossbach von Storch; wir werben seit vielen Jahren für eine Anlagestrategie, die Aktien miteinschließt statt sie – aus welchen Gründen auch immer – zu verteufeln (und werden gewiss nicht müde werden, das auch weiterhin zu tun). Wir meinen auch Sie, liebe Leser und Anleger. Werben auch Sie für das Thema Geldanlage, werben Sie für Investments in Aktien, für Alternativen zum Sparbuch und dem Tagesgeldkonto. Werben Sie zumindest dafür, sich intensiver mit dem Thema Geldanlage auseinanderzusetzen. Bei ihren Kindern, Verwandten, Freunden, Bekannten und Arbeitskollegen.

Wir meinen auch und allen voran die Regierung. Dabei würden wir nicht einmal so weit gehen wollen, allzu große Forderungen zu stellen, was sie zu tun hat. Es wäre schon hilfreich, wenn die politisch Verantwortlichen einiges von dem, was sie tun, unterlassen würden, etwa die Einführung einer Finanztransaktionssteuer. Einer Steuer, die, anders als anfangs versprochen wurde, eben nicht die Derivate- und Hochfrequenzhändler bestrafen wird, um die Finanzmärkte sicherer zu machen, sondern den einfachen Aktionär und die Aktienfondssparer. Die Zocker werden also wieder einmal verschont, die Vorsorgesparer zur Kasse gebeten und der Weg zu einer auskömmlichen

Rente noch weiter erschwert. Das verstehe, wer will, wir tun es jedenfalls nicht!

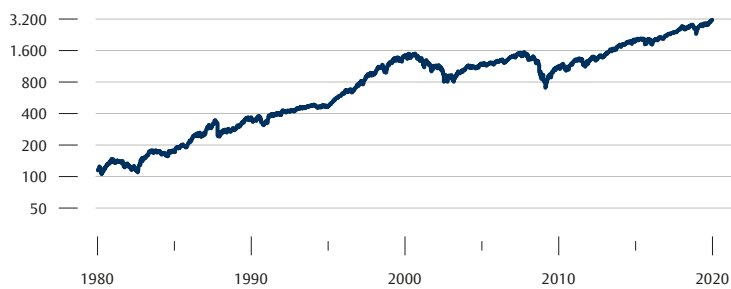
Im Grunde müsste die Politik genau das Gegenteil tun. Sie müsste unseres Erachtens ein Umfeld schaffen, das den langfristig denkenden Vorsorgesparer belohnt. Und damit meinen wir weder die zum Teil überteuerten, wenngleich staatlich geförderten Riester-Produkte, noch die betriebliche Altersvorsorge heutiger Ausstattung, die in Wahrheit weit weniger attraktiv ist, als viele glauben, weil auf die ausgezahlten Renten später noch Sozialversicherungsbeiträge gezahlt werden müssen. Wir meinen eine echte Förderung. (Steuer-)verzicht von Vater Staat. Keine Linke-Tasche-rechte-Tasche-Modelle, die auf den ersten Blick zwar attraktiv erscheinen, es in Wahrheit aber gar nicht sind und demnach nicht helfen, langfristig ein ordentliches Polster aufzubauen.

... EIN STAATSFONDS DAS AUSKOMMEN IM ALTER SICHERN KÖNNTE?

Wie wäre es beispielsweise damit, die Spekulationssteuer wieder einzuführen? Oder, andersherum: Wie wäre es, wenn man Gewinne aus Aktienverkäufen von der Steuer befreien würde, sofern Aktien zuvor über einen längeren Zeitraum gehalten wurden? So, wie das vor Einführung der Abgeltungsteuer 2009 auch war. Die Frist muss nicht – wie früher – ein Jahr betragen, sie kann auch deutlich länger sein: fünf, sieben oder gar zehn Jahre. Das entspräche dem Anlagehorizont, den Aktienanleger haben sollten. Bei Immobilien gibt es eine solche Frist. Niemand beklagt sich darüber. Aktien sind auch Sachwerte. Warum also nicht?

Die Politik könnte ernsthaft das Thema Bürgerfonds angehen. Grünen-Chef Robert Habeck hatte einen solchen Fonds vor Monaten ins Gespräch gebracht. Wir halten das grundsätzlich für eine sehr gute Idee, nur müsste sie richtig umgesetzt werden. Keine politischen Ideologien! Die Regierung könnte schlicht und einfach sagen: Liebe

Grafik 4 **Geduld zahlt sich aus – allen Krisen zum Trotz**
Langfristige Entwicklung des US-Aktienindexes S&P 500 Index (log. Skalierung)



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 10. Januar 2020

Leute, die gesetzliche Rente allein wird nicht mehr ausreichen. Wir machen deshalb Schulden, für die wir derzeit im Übrigen mit Minuszinsen bezahlt werden, und setzen einen Fonds für alle auf. Das hätte den großen Vorteil, dass diejenigen, deren Einkünfte nicht ausreichen, um regelmäßig etwas für das Alter beiseitezulegen, nicht außen vor wären. Die Erträge des Fonds würden dann nach 25 Jahren Laufzeit pro Kopf verteilt. Jeder bekäme den gleichen Anteil. Das wäre gerecht. Investiert würde idealerweise weltweit, breit gestreut, mit einem Fokus auf erstklassigen Aktien.

Fragen Sie Greta Thunberg. Zumindest der finanzielle Ruhestand ist kein Problem für sie. Sie kann sich darüber freuen, später einmal vom Modell der schwedischen Altersvorsorge zu profitieren, die den Schweden eine kapitalgedeckte Rente sichert. Auch junge Norweger brauchen sich über Altersarmut weniger Gedanken zu machen. Norwegens Staatsfonds ist fast 1.000 Milliarden Euro schwer und zu knapp 70 Prozent in Aktien investiert. Jeder Norweger verfügt damit rein rechnerisch über ein Kapitalpolster von 185.000 Euro. Davon können die Bürger in den meisten anderen europäischen Ländern nur träumen. Die Beispiele zeigen, dass es anders, und zwar besser geht. ♦

Dr. Bert Flossbach und Kurt von Storch sind Gründer und Vorstände der Flossbach von Storch AG, Philipp Vorndran und Thomas Lehr sind Kapitalmarktstrategen.

DER MILLIARDENTRICK

von Bert Flossbach



Grafik 1
Einkünfte aus Schulden
Emissionsgewinne* des Bundes
(in Millionen Euro, 2019: Prognose)

Quelle: Bundesministerium der Finanzen,
Deutsche Finanzagentur, Flossbach von Storch,
Daten per 10. Januar 2020



Grafik 2
**Lukrative Aufstockungen
bestehender Hochzinsanleihen**
Auktionsergebnisse ausgewählter Staatsanleihen

Quelle: Deutsche Finanzagentur,
Ministerium für Wirtschaft und Finanzen Italien,
Flossbach von Storch, Daten per 10. Januar 2020

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

* Saldierte Einnahmen und Ausgaben aus Agien/Disagien, die bei der Emission von Bundeswertpapieren anfallen
zzgl. Diskontgewinne für unverzinsliche Schatzanweisungen. 2019er Schätzung durch Flossbach von Storch.

Man kann es den Finanzministern wohl kaum verübeln, wenn sie die immensen Zinersparnisse dankend annehmen. Allerdings werden dabei auch Einnahmen verfrühstückt, die eigentlich künftigen Steuerzahlern zustehen. Bei Unternehmen würden man eine solche „intertemporale Umverteilung“ (die Alten kassieren, die Jungen zahlen) allerdings als Bilanztrick bezeichnen, mit dem die aktuelle Ertragslage zulasten zukünftiger Perioden geschönt wird.

Um aus dem Haushaltsbudget das meiste für die jetzige Generation herauszuholen, wird das Bundesfinanzministerium erfinderisch. Mit einem finanziellen Manöver werden in Zeiten niedriger Zinsen Emissionsgewinne von Anleihen eingestrichen, die noch viele Jahre laufen.

Und so funktioniert der Milliardentrick: Wenn eine Anleihe mit einem Kupon von null gegeben wird, die Marktrendite aber unter null liegt, erfolgt die Ausgabe zwangsläufig zu einem Kurs über pari, also beispielsweise zu 104 bei einer fünfjährigen Anleihe mit einer Emissionsrendite von minus 0,8 Prozent. Am Ende der Laufzeit muss aber nur der Nominalwert von 100 zurückgezahlt werden. Die Differenz von vier Prozent verbucht der Finanzminister als Gewinn für den Bund. Dieser fließt umgehend in den aktuellen Haushalt ein. Seit 2013 hat die Bundesrepublik auf diese Weise Emissionsgewinne von insgesamt rund 25 Milliarden Euro eingestrichen. Allein 2019 werden es rund sieben Milliarden Euro sein (vgl. Grafik 1).

Bei kurzlaufenden Anleihen sind die Auswirkungen überschaubar. Wenn aber Langläufer, die bereits vor Jahren mit vergleichsweise hohen Kupons emittiert wurden, zu Kursen weit über pari aufgestockt werden und der damit verbundene hohe Emissionsgewinn in den aktuellen Staatshaushalt fließt, bekommt die Sache einen faden Beigeschmack.

Ein besonders krasses Beispiel war die Aufstockung einer ursprünglich 2014 emittierten 30-jährigen Anleihe, die noch über einen üppigen Kupon von 2,5 Prozent verfügt. Als die Anleihe am 19. Juni aufgestockt wurde, lag die Rendite bei nur 0,26 Prozent (siehe Grafik 2). Der Kurs war mit 158,8 entsprechend hoch. Dem Bund flossen bei einem Aufstockungsvolumen von einer Milliarde Euro also 1,588 Milliarden Euro zu. Den daraus resultierenden Emissionsgewinn von 588 Millionen Euro konnte der Bundesfinanzminister sofort im laufenden Haushalt verbuchen.

Im Gegenzug müssen die Steuerzahler allerdings 27 Jahre lang den relativ hohen Zinskupon von 2,5 Prozent zahlen. Das ist zwar nicht ungesetzlich, aber nicht gerade generationengerecht. Stattdessen müsste der Emissionsgewinn in eine Rücklage fließen und bis 2046 in 27 Jahresraten von jeweils 21,8 Millionen Euro zugunsten zukünftiger Haushalte und Steuerzahler aufgelöst werden.

Dieser Trick ist auch in anderen Ländern der Eurozone beliebt. So stockte Spanien im September 2019 eine bis 2066 laufende Anleihe mit einem stattlichen Kupon von 3,45 Prozent zu einem Kurs von 168 auf und kassierte so einen Emissionsgewinn von 675 Millionen Euro. Italien erzielte mit der Aufstockung einer zu 3,85 Prozent verzinsten 30-jährigen Anleihe einen Emissionsgewinn von 603 Millionen Euro, der ebenfalls direkt in den aktuellen Staatshaushalt fließt und dafür einer ganzen Generation den unnötig hohen Zinskupon aufbürdet. Auch im Interesse unserer Kinder bleibt zu hoffen, dass eine generationengerechte Verbuchung der Emissionsgewinne, wie bereits in einigen EU-Ländern der Fall, auch bei uns Einzug hält. ♦

NEULICH IN DÜREN ...

... trafen sich Friedrich Merz und Bert Flossbach zum „Stadtgespräch“:
„Nullzinsen, negative Zinsen –
Was bedeutet das für Anleger, den Euro und Europa?“



Eingeladen hatte der Verein „Stadtgespräch e.V.“. Moderiert wurde der Abend von Ulrich Stockheim, Unternehmer und Mitgründer des Vereins. Die Resonanz war riesig. Mehr als 500 Menschen kamen in die überfüllte Festhalle in Düren-Birkesdorf. Es hätten noch weit mehr Karten für den Abend verkauft werden können. Der Erlös kommt dem Verein „Stadtgespräch e.V.“ zugute. Diskutiert haben Friedrich Merz und Bert Flossbach unter anderem über ...

... den Nullzins:

MERZ: Die jüngsten Entscheidungen der Europäischen Zentralbank (EZB) deuten darauf hin, dass man die Niedrigzinsen noch über viele Jahre zementiert, um die hochverschuldeten Eurostaaten mit günstigen Krediten zu versorgen. Das ist ein Teufelskreis – mangelnde Reformen bei immer weiter steigendem Kapitalbedarf. Die Zinsspirale dreht sich nach unten. Ich halte das für eine sehr bedenkliche Entwicklung.

FLOSSBACH: Amerikaner, Schweizer, Spanier oder Italiener freuen sich über die niedrigen Zinsen. Weil sie einen viel höheren Immobilienanteil haben als die Deutschen. Generell wird anderswo das Geld besser angelegt, als wir das hierzulande tun. Die Deutschen stecken ihr Geld lieber in Nominalwerte – das Sparbuch oder Tagesgeldkonto zum Beispiel. Ein Fehler, der sich nun rächt. Die Banken kämpfen darum, erodierende Zinsmargen zu kompensieren, indem sie vielerorts die Kontoführungsgebühren anheben. Auch das Gedankenspiel flächendeckender Strafzinsen sollte nicht ausgeschlossen werden. Womöglich bringt das dann den ein oder anderen Sparer dazu, sich etwas intensiver mit dem Thema Geldanlage auseinanderzusetzen. Es wäre zu wünschen.

... die Unabhängigkeit der EZB:

MERZ: Die EZB ist unabhängig, so, wie wir das in Deutschland früher von der Bundesbank gekannt haben. Das war so gewollt; die EZB ist als unabhängige Institution konzipiert. Ich habe als Mitglied des Parlaments daran mitgewirkt. Allerdings stellt sie ihre Unabhängigkeit zunehmend selbst infrage. Denn diese Zinspolitik – und die Folgen, die sich daraus ergeben – führen angesichts der weiter steigenden Staatsschulden dazu, dass die EZB die Zinsen gar nicht mehr anheben kann. Denn das würde dazu führen, dass eine ganze Reihe von Staatshaushalten in der Eurozone zusammenbrechen würde; die wären schlicht nicht mehr finanzierbar.

FLOSSBACH: Formell ist die EZB unabhängig, aber machen wir uns doch nichts vor: Spätestens seit Mario Draghis Versprechen aus dem Sommer 2012, den Euro zu retten, koste es, was es wolle, ist die EZB de facto nicht mehr unabhängig; wenn schon nicht auf direkten politischen Druck hin, dann zumindest auf impliziten Druck aus den südeuropäischen Ländern. Sie ist zur Gefangenen ihrer eigenen Rettungspolitik geworden. Aus der Nummer kommt sie nicht mehr heraus.

„Die EZB ist zur Gefangenen ihrer eigenen Rettungspolitik geworden.“

Bert Flossbach

... die Anlagekultur in Deutschland:

MERZ: Ein Großteil des Vermögens der Deutschen liegt auf Konten oder unter dem Kopfkissen. Dort gehört es nicht hin. Das Problem ist, dass viele Menschen hierzulande kein Gefühl für den Kapitalmarkt haben. Fahren Sie hundert Kilometer weiter nach Westen, in die Niederlande, dort werden Sie feststellen, dass der Bezug zu Kapitalmarktthemen viel stärker ist. Die Tatsache, dass heute so viele Menschen hierhergekommen sind, zeigt aber, dass es auch in Deutschland Interesse an diesen Themen, ein Interesse an Geldanlage gibt. Wachsendes Interesse. Von daher sollten wir aufhören, uns über die niedrigen Zinsen zu beklagen, sondern vielmehr überlegen, was wir vorausschauend aus dem Umstand machen können. Wir sollten damit beginnen, über Aktien nachzudenken. Über Fonds. Das ist keine Hexerei. Das sage ich im Übrigen seit mehr als zehn Jahren, also noch lange bevor ich den Namen Blackrock gehört hatte.

FLOSSBACH: In dem Moment, wo Sie das Wort Aktie in den Mund nehmen, haben Sie mit sehr vielen Vorbehalten zu kämpfen, teilweise ideologisch begründeten Vorbehalten. Insbesondere vonseiten der Politik. Ich bin fast geneigt zu sagen, dass Vertreter der ein oder anderen Partei gar kein Interesse daran haben, dass die Deutschen sich an Unternehmen beteiligen und langfristig an der Wertschöpfung partizipieren. Dass ihnen in Wahrheit viel lieber ist, wenn sie ihr Geld weiter brav auf das Sparkonto bringen. Selbst der Bundesfinanzminister weist bei jeder Gelegenheit darauf hin, großer Fan des Sparbuchs zu sein. Frei nach dem Motto: Wir sitzen alle im selben Boot – geteiltes Leid ist halbes Leid. Wohl dem, der die Pensionsansprüche eines Bundesministers hat ...

„Wir sollten
damit
beginnen,
über Aktien
nachzu-
denken.
Über Fonds.
Das ist
keine
Hexerei.“

Friedrich Merz

... die Anlagestrategie der Zukunft:

MERZ: Unabhängig von allen Krisen hat sich die Investition in Aktien oder Aktienfonds in den vergangenen Jahrzehnten immer gelohnt. Das gilt nach meiner Überzeugung auch für die Zukunft. Mit der Einschränkung, dass es auch zeitweise mal nach unten gehen kann an den Märkten, deutlich nach unten. Aber: Wenn Sie kurz vor Ausbruch der Finanzkrise 2008 zu den damaligen Höchstständen investiert hätten, könnten Sie sich heute trotzdem über eine sehr anständige Rendite freuen. Fangen Sie also an, in Aktien zu investieren. Legen Sie die Aktien ins Depot und schauen dann zehn Jahre nicht mehr hin.

FLOSSBACH: Ich gebe Ihnen recht, wobei Anspruch und Wirklichkeit meist auseinanderliegen. Nur, Aktien kann eben nicht jeder Anleger aushalten. Ich habe gestandene Unternehmer erlebt, die genau das von sich behauptet haben und, als es dann eine Weile bergab ging, mit jedem verlorenen Prozentpunkt nervöser geworden sind. Als dann der Tiefpunkt erreicht war, wollten sie alles verkaufen. Was sicherlich der größte Fehler gewesen wäre. Unserer Überzeugung nach hilft es, ein Vermögen breiter aufzustellen, es auf verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel und Währungen aufzuteilen. Auf diese Weise lassen sich Kapitalmarktrisiken begrenzen, ohne dass Anleger auf sämtliche Renditepotenziale verzichten müssen.

Friedrich Merz ist Rechtsanwalt, Vizepräsident des Wirtschaftsrats der CDU und Aufsichtsratsvorsitzender von Blackrock Deutschland.

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



von Shenwei Li



MAIL AUS SHANGHAI

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

In China haben wir keinen Zugang zu Netflix. Trotz aller möglichen Beschränkungen finden wir dann aber doch immer einen Weg. „American Factory“ war bei uns ein Hit. Eine Dokumentation über den chinesischen Autoglas-Hersteller Fuyao Glass, der 2016 im US-Bundesstaat Ohio eine neue Fabrik eröffnete und dort Amerikaner beschäftigt. Vor einigen Jahren hätte das Thema wohl kaum Beachtung gefunden. In Zeiten des Handelskonflikts mit den USA ist das anders.

Bis zur Finanzkrise 2008 gehörte die „American Factory“ zu General Motors (GM). Fuyao Glass hat nach der Übernahme viele Arbeiter von GM eingestellt und so aus der Arbeitslosigkeit geholt. Nach einer kurzen Phase des „Honeymoons“ folgten Konflikte. Es ging um den Führungsstil der chinesischen Manager. Dabei ist die Dokumentation alles andere als reißerisch. Es entstand ein Film, der die Unterschiede in der Mentalität von Chinesen und Amerikanern wie unter einem Brennglas fokussiert.

Besonders spannend waren die Zuschauerkommentare auf dem chinesischen Videoportal. Sie erscheinen direkt auf dem Bildschirm. Vor allem junge Menschen kommentieren. Teils blicken sie mit Stolz auf den wirtschaftlichen Erfolg ihres Landes, China gilt nicht umsonst seit knapp 30 Jahren als „Weltfabrik“. Andererseits äußern sie sich auch kritisch, weil dieser Erfolg mit „Blut und Schweiß“, wie wir in China sagen, erkaufte wird.

In der Dokumentation beschwerten sich die US-Arbeiter darüber, dass sie bei GM früher 29 US-Dollar pro Stunde verdienten und Fuyao Glass „nur“ 12,80 US-Dollar zahlt. Bei einem Acht-Stunden-Tag macht das fast 2.300 Dollar im Monat. Für viele Chinesen ist das ein Spitzengehalt. Hier gibt es noch Zwölf-Stunden-Tage, Wochenendarbeit und ein bis zwei freie Tage im Monat. „Es ist nicht fair, dass wir in China geboren wurden“, kommentierten die Zuschauer und: „Das ist der Grund, warum man in die USA auswandern sollte.“

Es folgten Szenen, in denen sich ein chinesischer Manager beschwerte, dass die US-Arbeiter viel zu langsam seien. Sie sollten daher zu Überstunden verpflichtet werden. Nur so könnten Aufträge fristgerecht bearbeitet werden. Die Mehrzahl der Kommentare ging mit den US-Arbeitern hart ins Gericht: „Man muss mehr machen als die Konkurrenz, wenn man besser als die anderen werden möchte, das ist die Realität.“ Solche Aussagen sind typisch für die chinesische Mentalität. Der Wunsch nach einem „besseren Leben“ lässt sich demnach nur durch harte Arbeit erfüllen, wenn man „besser als die anderen“ ist. Diese Einstellung ermöglicht in China die berühmte „996“. Arbeitsbeginn 9 Uhr morgens, Feierabend 9 Uhr abends, 6 Tage pro Woche.

In der Dokumentation wurde schnell deutlich, dass die US-Arbeiter nicht mit der Effizienz der chinesischen Kollegen mithalten konnten. Ein Zuschauer schilderte das sehr plastisch: „Die US-Arbeiter arbeiten wie Menschen, die Chinesen wie Maschinen.“ Er erntete Widerspruch: „Es ist eine Schande, wenn Menschen wie Maschinen eingesetzt und ausgebeutet werden.“ Wir Chinesen wissen sehr wohl, dass der Preis für unternehmerische Effizienz sehr hoch sein kann. Wanderarbeiter können oft nur einmal im Jahr, zum chinesischen Neujahr, zurück in die Heimat reisen und ihre Kinder und Familien sehen. Die Arbeit geht in China immer vor, sie macht einen Großteil unseres Lebens aus.

Der Höhepunkt des Films dürfte der Versuch der US-Arbeiter sein, eine Gewerkschaft zu gründen. Die Manager reagierten mit „chinesischer Weisheit“, wie wir es hierzulande wohl etwas zynisch titulieren würden: der Entlassung der Gewerkschaftsanhänger, Gehaltserhöhungen für Arbeiter, die sich bei dem Thema raushalten, der Manipulation der Mitarbeiter durch eine sogenannte „gewerkschaftliche Beratung“, die von Fuyao organisiert war. Am Ende stimmte eine deutliche Mehrheit gegen die Gründung. Als Dank wurden die verbliebenen US-Arbeiter inzentiviert, die Löhne stiegen auf 14,80 US-Dollar die Stunde.

Obwohl die politischen Wurzeln der Volksrepublik im Kommunismus liegen, sehen viele chinesische Manager Gewerkschaften sehr kritisch. Fuyao-Chef Dewang Cao machte etwa keinen Hehl daraus, dass er so etwas in seiner US-Beteiligung keinesfalls sehen möchte. „Nach meinen mehrjährigen Er-

fahrungen entsteht eine hohe Effizienz bei einem Unternehmen wegen einer hohen Effizienz der Mitarbeiter, die wiederum von attraktiven Leistungen des Unternehmens profitieren“, erklärte Cao. „Eine Gewerkschaft würde unsere Effizienz beeinträchtigen.“

Fuyao Glass zählt mit einem globalen Marktanteil von 70 Prozent zu den weltweit führenden Autoglas-Herstellern. Der Gründer Cao genießt, ähnlich wie der Gründer von Huawei, in China großes Ansehen. Im Heimatland hat Fuyao Glass eine Arbeitnehmervertretung zugelassen. Die chinesische Gewerkschaft ist zugleich die Vertretung der Kommunistischen Partei, der Gewerkschaftsführer ein Schwager von Cao. Nach seinen Schilderungen „sitzen die Gewerkschaft und die Firma in dem gleichen Boot, beide stimmen sich aufeinander ab“. Das Beispiel zeigt die kulturellen Unterschiede zwischen Ost und West. Die Mehrzahl der Chinesen hält von Gewerkschaften (im westlichen Sinne) wenig. Sie begrüßt zwar, wenn jemand Arbeiter vor Ausbeutung schützt. Gleichfalls fürchtet sie aber, dass Gewerkschaften Unternehmen überfordern und sie mangels Wettbewerbsfähigkeit ihren Job verlieren. In China gilt das Kollektiv mehr als das Individuum. Ein Kuchen sollte erst mal gebacken werden, bevor er verteilt wird.

Dass es im Leben nicht immer so einfach ist, zeigt sich in der „American Factory“. Am Ende des Films sieht man, dass Fuyao in Roboter investiert und das Personal reduzieren möchte. 2000 US-Arbeiter und 200 chinesische Arbeiter kämpfen nun um ihre Jobs. Nützt es den Chinesen, wenn sie wie Maschinen arbeiten und nicht wie Menschen, wie es die Amerikaner offenbar bevorzugen? Wer ist in Zeiten der Automatisierung einfacher zu ersetzen, menschliche Maschinen – oder Menschen, die Maschinen führen können? Die Antwort darauf bleibt die Dokumentation schuldig. Für die chinesischen Netflix-Zuschauer scheint die Lage eindeutig. Die Zukunft, das zeigt sich in ihren Kommentaren, gehört wohl eher China. Trotz Überstunden und prekären Arbeitsbedingungen. Die USA mögen zwar mehr und bessere Technologie besitzen. Aber die Zukunft wird wohl kaum Arbeitern gehören, die sich mehr um ihre persönlichen Befindlichkeiten als um die Wettbewerbsfähigkeit auf einem globalen Markt kümmern. ♦

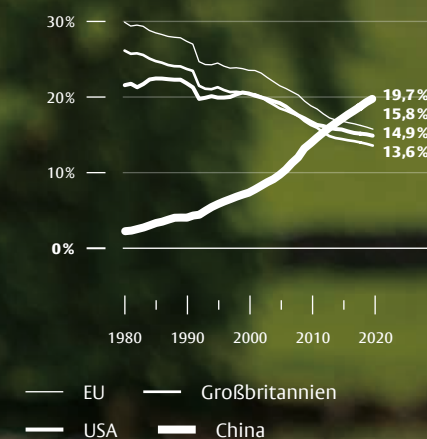
Analystin Shenwei Li berichtet aus China.

Ist der Westen am Ende?

von Thomas Mayer

Kurz nach Ausbruch der Finanzkrise 2008 haben die großen Notenbanken die Wirtschaft mit gewaltigen Hilfsmaßnahmen gestützt. Deren Folgen sind noch heute spürbar. Die Abhängigkeit von den niedrigen Zinsen ist groß.

Grafik 1 **Machtverschiebung**
Bruttoinlandsprodukt (Anteile nach Kaufkraftparitäten)



Quelle: Macrobond, Daten per 13. November 2019

Vor vielen Jahren habe ich einmal Niall Ferguson getroffen, einen britischen Historiker, der unter anderem in Harvard, Oxford und Stanford lehrte. In seiner Publikation „Civilization“ – the West and the Rest“ identifizierte er die Faktoren, die „den Westen“ groß gemacht haben sollen. Der Fortschritt der Wissenschaften gehört sicher dazu, das Entstehen freier Märkte, die Einführung von Eigentumsrechten sind aber zentral.

Das Buch erschien im Jahr 2013. „Civilization“ handelte vom Aufstieg des westlichen Wirtschaftsraums und erschien kurz vor dem Zeitpunkt, als der Westen von China überholt wurde (vgl. Grafik 1). 2013 gab es noch keinen US-Präsidenten Donald Trump, Xi Jinping wurde in diesem Jahr Staatspräsident der Volksrepublik China. Die Welt hat sich seither jedoch fundamental geändert. Heute scheint „der Westen“ in der Krise zu stecken.

EIN NEUER SPIELER HAT DAS SPIELFELD BETRETEN

Der Auslöser für den Aufstieg des Westens, das zeigt sich etwa an sehr langfristigen Daten zum Bruttoinlandsprodukt Großbritanniens, war die Entwicklung der liberalen Gesellschafts- und Wirtschaftsordnung. Ab dem 17. Jahrhundert stieg das Wirtschaftswachstum in Großbritannien beinahe explosionsartig an, als liberale Vordenker wie John Locke und Adam Smith die Grundlagen für eine freiheitliche Gesellschaft und Marktwirtschaft beschrieben, den Auslöser für die Vormachtstellung des Westens.

Mit China ist ein neuer Spieler auf dem Spielfeld der globalen Wirtschaftsmächte erschienen. Auch in diesem Land gab es einen Wendepunkt, gut 200 Jahre später als in England. Seit den 1980er-Jahren stieg das Bruttoinlandsprodukt in China von gut einer Billion US-Dollar auf voraussichtlich mehr als 14 Billionen US-Dollar in 2019. Die Ursache: Seinerzeit führte Deng Xiaoping radikale Wirtschaftsreformen ein, die das Land weg von einer zentralistischen Planwirtschaft, hin zu einer liberalen Marktwirtschaft führen sollten.

DER GRUND FÜR DEN AUFSTIEG CHINAS

Das explosionsartige Wachstum Chinas ist, auch wenn es im Zeitraffer verläuft, vergleichbar mit dem jahrhundertelangen Aufstieg des Westens. Die Grundlage dafür ist die Freisetzung der dynamischen Kräfte, die die Wirtschaft beflügeln. Der Auslöser des Aufstiegs zur Wirtschaftsmacht war (wie auch schon in Großbritannien und dann in den USA) die Einführung einer liberalen Wirtschaftsordnung.

Man könnte eigentlich meinen, dass ein Gesellschaftssystem, das über so viele Jahrhunderte eine derartige Performance lieferte, unangefochten sein sollte. Dem ist aber nicht so. Wohin Sie auch schauen, der Liberalismus steckt in einer Krise. Auf der einen Seite steht eine Gruppe, die man „Mondialisten“ nennen kann. Sie lehnen das ab, was in einer liberalen Gesellschaftsordnung elementar ist: dass sich jeder nach seinen eigenen Fähigkeiten entwickeln kann, seine Freiheit nur dort begrenzt ist, wo die des anderen beginnt, die Wirtschaft sich frei entfalten kann. „Mondialisten“ möchten alles „top-down“ regeln. Seit der großen Finanzkrise haben sie Hochkonjunktur, etwa im Zuge der globalen Regulierung der Finanzbranche und neuerdings im Namen des Klimaschutzes. Klimaschutz ist eine gute Sache. Möchten wir deswegen aber die Grundprinzipien unserer liberalen Ordnung aufgeben und die Wirtschaft zentral geplant, etwa durch eine globale Klimabehörde steuern lassen? Damit wäre weder der Menschheit noch dem Klima gedient.

Auf der anderen Seite stehen die „nationalen Sozialisten“ und damit meine ich nicht ewig gestrige „Nationalsozialisten“. Sie möchten den Sozialismus einführen, aber nur in ihrem Land. Sie haben sicher schon mal ihre Parolen gehört, sie ähneln sich in den verschiedenen Ländern. „Les Français d’abord!“ heißt etwa der Leitspruch des „Rassemblement National“, der Partei Marine Le Pens, die früher einmal „Front National“ hieß. „America first“ heißt es in den USA Donald Trumps. In Deutschland missbraucht die „Neue Rechte“ den Protestruf der Vorwendezeit, „Wir sind das Volk“. Solchen Aussagen ist eines gemein: Die Volksgemeinschaft soll wichtiger sein als alles andere. Mit einer liberalen Gesellschafts- und Wirtschaftsordnung hat das allerdings nichts zu tun. Dort steht der Einzelne im Mittelpunkt.

DIE FINANZGLOBALISIERUNG HAT DIE ELITEN REICH GEMACHT

Was hat uns so weit gebracht, dass wir die Grundlagen unserer liberalen Ordnung scheinbar vergessen haben? Ihr Kern ist die Verbindung von Freiheit und Verantwortung. Diejenigen, die mit guten Absichten Freiheit mit Absicherung verbinden wollten, haben sie getrennt und dadurch Freiheit auf Kosten anderer möglich gemacht. Die liberale Idee wird heute dadurch in Misskredit gebracht, indem sie fälschlicherweise für Missstände verantwortlich gemacht wird, für die sie gar nichts kann. Deren Ursachen ganz woanders liegen, etwa in einer Politik der Zentralbanken, die vor allem Märkte absichern wollte, komme, was wolle, und dadurch Spekulanten vor Verlusten schützte. So entstand eine Blasenökonomie und Finanzialisierung unserer Wirtschaft. Und

Wohin Sie auch schauen, der Liberalismus steckt in einer Krise.

die Finanzglobalisierung hat die in diesem Bereich tätigen Eliten reich gemacht, während andere leer ausgingen oder ihre Arbeitsplätze verloren. Aktuell kommt eine „Postwachstumspolitik“, die sich für eine stagnierende Wirtschaft stark macht, bei Klimaschützern in Mode. Mit ihr möchten bestimmte gesellschaftliche Gruppen ihre Vorstellungen auf Kosten anderer durchsetzen, die diese Vorstellungen nicht teilen.

Ich war vor einigen Jahren im Investmentbanking tätig. Damals sprachen wir vom „Greenspan-Put“, was nichts anderes bedeutete, als dass Investoren mehr Risiken nehmen können, als sie eigentlich sollten. Auf die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) war ja Verlass, in Notlagen würde sie einspringen. Die Folge dieser Politik war ein jahrzehntelanger Zinsverfall in den USA. Seit 1988, dem Jahr nach einem großen Börsen-crash in den USA, wollten die Notenbankchefs Probleme an den Märkten oder der Ökonomie mit niedrigen Zinsen lösen. Als die Wirtschaft stagnierte, senkte die Fed die Zinsen. Im folgenden Aufschwung zogen die Notenbanker die Zügel aber nicht wieder in gleichem Maße an.

WER HAT SCHULD AM NIEDRIGZINS?

Ökonomische Modelle gehen davon aus, dass der risikofreie Zins eigentlich dem Trendwachstum entsprechen sollte. Seit mehr als 30 Jahren hat die US-Notenbank den Zins aber systematisch runtergebracht, obwohl das mit Blick auf das durchschnittliche Wachstum viel zu weit ging. Viele Ökonomen rechtfertigen diese dauerhaft niedrigen Zinsen mit dem „wirtschaftlichen Umfeld“, der Alterung der Gesellschaft oder sinkenden Wachstumsraten in den Industrieländern. Eine „Ersparnisschwemme“ Sorge für eine chronische Wachstumsschwäche, „säkulare Stagnation“ genannt. Mein Kollege Professor Gunther Schnabl von der Universität Leipzig und ich haben das einmal genauer untersucht. Das Ergebnis: Es sind nicht „die Umstände“, sondern es ist ganz konkret die Politik der Zentralbanken, die dafür sorgt, dass die Kapitalmarktzinsen verfallen.

Eine Folge dauerhaft niedriger Zinsen ist, dass die Preise für Vermögenswerte – wie etwa Immobilien oder Aktien – steigen. Was macht das aber mit einer Gesellschaft, in der nicht alle Aktien oder Immobilien besitzen? Etwa in Deutschland, wo die Bürger ihr Geld vor allem in nominalen Zinsanlagen halten? Unser Institut veröffentlicht einen Index, der die Entwicklung der Vermögenspreise misst. Die Abschaffung der Zinsen führte zwar kaum dazu, dass die Verbraucherpreise stiegen. Die Inflation zeigte sich dagegen in den Preisen für Vermögenswerte, die seit dem Jahr 2005 mehr als doppelt so schnell gestiegen sind wie die Konsumentenpreise.



Die Preise für Aktien legten in den vergangenen 30 Jahren deutlich schneller zu als die Löhne der Angestellten oder die Erträge von Zinskonten. Viele Deutsche haben aber keine Aktien. Sie sind die Verlierer des Zinsverfalls, der Ursache dafür, dass der Wert des Finanzvermögens stärker steigt als der des Realvermögens. Ein solches Umfeld kann soziale Spannungen verstärken. Der Vermögenspreisindex zeigt, dass, etwas platt formuliert, die Reichen und Alten die Gewinner sind (vgl. Grafik 2). Zumindest, wenn sie ihr Vermögen in Sachwerte, wie etwa Aktien oder Immobilien, investiert haben. Wenn ich schon vor vielen Jahren ein Häuschen in München erworben habe, dann habe ich ausgesorgt. Meine Kinder tun sich hingegen deutlich schwerer, die gestiegenen Preise für ein Eigenheim zu bezahlen. Das macht offensichtlich etwas mit einer Gesellschaft.

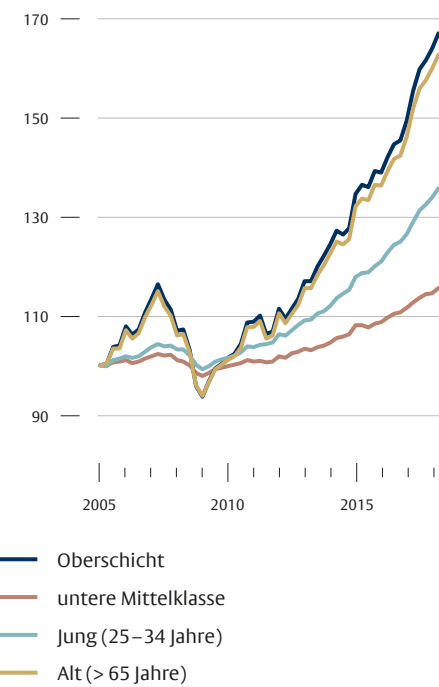
Mit Blick auf die Ökonomie zeigt sich ein ähnliches Bild. Die Wirtschaftsstruktur verschiebt sich. Seit der Jahrtausendwende ist das Finanzvermögen in Deutschland beispielsweise mehr als doppelt so stark gestiegen wie der produktive Kapitalstock (vgl. Grafik 3). In den USA ist der Anteil des Finanzsektors an der Wertschöpfung in den vergangenen 30 Jahren trotz Finanzkrise auf gut 21 Prozent geklettert, während der Anteil des verarbeitenden Gewerbes um gut fünf Prozentpunkte auf nur noch rund elf Prozent fiel.

Welche Folgen hat das, wenn wir mit Niedrigzinspolitiken die Wirtschaft dauerhaft in Gang halten möchten? Einerseits erleben wir einen sehr langen Aufschwung. Andererseits fehlt ihm die Dynamik früherer Zeiten. Das reale Wachstum liegt in den Industrieländern seit der Finanzkrise deutlich hinter dem langfristigen Trend. In Europa zeigt sich dieses Phänomen deutlicher als in den USA. Vorreiter ist hier allerdings Japan. In den 1980er-Jahren hat es dort gefunkt, seitdem hat sich der Wachstumstrend deutlich verlangsamt. Und das nicht ohne Grund. Wie kein anderes Land steht Japan für eine expansive Geldpolitik, die schon mehr als 25 Jahre dauert. Hier zeigen sich die langfristigen Folgen: Wenn Zentralbanken mit immer niedrigeren Zinsen einen Abschwung abfedern möchten, belastet das langfristig den Aufschwung nach einer Krise.

DIE NOTENBANKEN STECKEN IN DER SACKGASSE

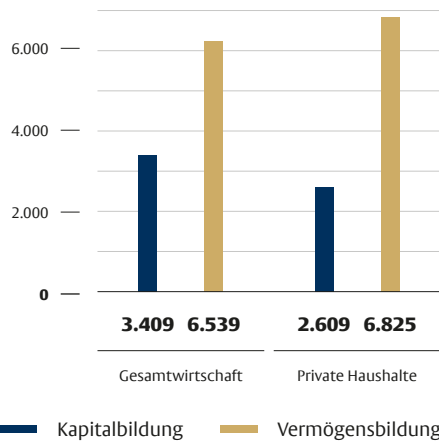
Gleichfalls sorgen niedrige Zinsen dafür, dass die Schulden steigen. Obwohl die Finanzkrise eigentlich eine Schuldenkrise war, haben die Industrieländer den Aufschwung der vergangenen Jahre nicht dazu genutzt, ihre Schulden zu senken. Die Zinspolitik der Zentralbanken sorgt für die Tragfähigkeit der Schulden (die immer höher steigen). So werden die Notenbanken letztlich die Gefangenen ihrer eigenen Politik. Sie stecken in der Sackgasse (vgl. Grafik 4).

Grafik 2 **Vermögende und Ältere werden immer reicher** – Flossbach von Storch Vermögenspreisindex für Deutschland



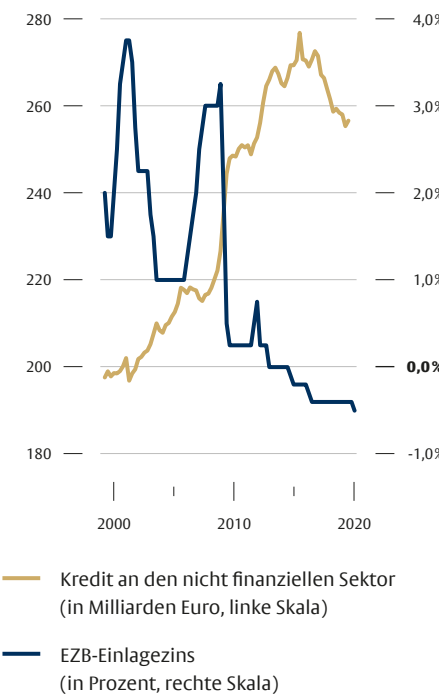
Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 13. November 2019

Grafik 3 **Finanzvermögen steigen schneller als der produktive Kapitalstock** – Kapitalbildung (gemessen als kumulierte Ersparnis) und Vermögensbildung in Deutschland (2000–2016 in Milliarden Euro)



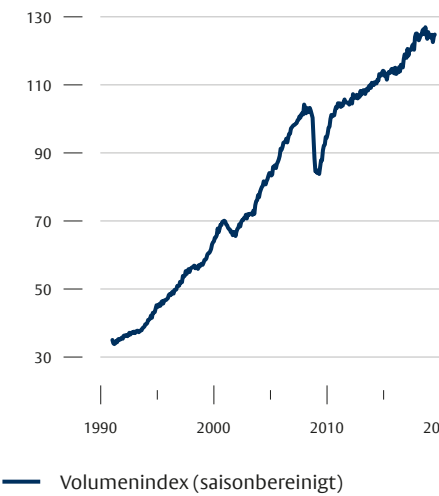
Quelle: Bundesbank, Daten per 13. November 2019

Grafik 4 **Niedrigzinspolitik schafft Tragfähigkeit für Schulden** – Euroraum: Kredit an den nicht finanziellen Sektor und Einlagezins



Quelle: Macrobond, Daten per 13. November 2019

Grafik 5 **Von Globalisierung zu Deglobalisierung** – Die Entwicklung des Welthandelsvolumens stagnierte in den vergangenen Jahren.



Quellen: Macrobond, CPB World Trade Monitor, Daten per 13. November 2019

Die Globalisierung hat uns unglaublich viel Schub gegeben. Von ihr haben aber nur bestimmte Gesellschaftsschichten wirklich profitiert. Wir haben es nicht geschafft, alle Menschen mitzunehmen. Diejenigen, die sich vernachlässigt fühlen, begehren nun auf. Die Folge ist Protektionismus, die Trump-Wähler freuen sich über jeden neuen Zoll. Uns droht ein Prozess der Deglobalisierung, einer Renationalisierung der globalen Wertschöpfungsketten (vgl. Grafik 5).

Die Aufteilung der Wertschöpfung auf verschiedene Regionen hat uns in den vergangenen Jahren aber sehr viel Wachstum gebracht. Unternehmen können so sehr viel günstiger produzieren.

In einem solchen Umfeld soll mit „Postwachstumspolitik“ der Klimawandel verhindert werden. Ohne Wachstum gibt es aber keine technischen Innovationen, die wir beim Klimaschutz so dringend brauchen. Der Verlust einer wirtschaftlichen Perspektive kann zu sozialen Unruhen führen. Genau das passiert derzeit etwa in Südamerika, wo linke, liberale und rechte Politiker gleichfalls unter Druck geraten, schlicht weil die Rohstoffpreise im Keller sind und es deshalb weniger zu verteilen gibt. In Europa erleben wir eine Krise der traditionellen Volksparteien. Die politische Mitte bricht weg. Diejenigen, die sich von ihren Eliten verlassen fühlen, wählen ihre eigenen Leute, die Populisten.

Was erwartet uns in der Zukunft? Man kann in diesem Umfeld nur Szenarien entwerfen, Punktprognosen wären unredlich. Wenn die Krise der liberalen Gesellschafts- und Wirtschaftsordnung anhält – und einiges spricht derzeit dafür –, könnten die geopolitischen Rivalitäten wieder zunehmen. Die von den USA etablierte Weltordnung gilt in Zeiten von Donald Trump und Xi Jinping nicht mehr. Allein wegen der demografischen Entwicklung werden wir wohl einen steigenden Migrationsdruck erleben, vor allem in Europa. Wir werden Strukturkrisen erleben, ausgelöst durch Digitalisierung und die Klimapolitik. Bislang sehen wir keine überzeugenden Antworten von der politischen Ebene auf diese Frage. Dank einer Geldpolitik der Notenbanken, die sich vor allem der Stabilisierung verschreibt, ist unser Geld- und Finanzsystem krisenanfälliger geworden. ♦

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



Eine Kurzgeschichte

Point of no Return

Jeder Pilot kennt dieses Phänomen, denn dieses Wissen ist überlebenswichtig. Wenn der Jet beim Start eine bestimmte Geschwindigkeit erreicht hat, gibt es keine Alternativen mehr. Dann ist der Point of no Return erreicht, der Kapitän muss durchstarten, denn die Länge der Startbahn reicht nicht mehr aus, um das Flugzeug am Boden sicher abzubremsen.

Auch in der Geldpolitik gibt es einen Punkt, an dem es kein Zurück mehr gibt. Die Europäische Zentralbank hat den Point of no Return der expansiven Geldpolitik überschritten. Sie gibt seit vielen Jahren vollen Schub. Null- und Negativzinsen, Anleihekäufe.

Je länger die Zinsen niedrig sind, desto mehr gewöhnen sich die Schuldner daran. Ohne niedrige Zinsen sind die Staatshaushalte vieler Euroländer nicht mehr finanzierbar. Ein plötzlicher Zinsanstieg würde an den Finanzmärkten zu einer Bruchlandung führen.

Ob den Zentralbank-Kapitänen eine sichere Landung gelingt, bleibt abzuwarten. Erfahrungswerte oder Routinen gibt es nicht. Negative Zinsen sind ein Novum in der Geschichte der Menschheit. Fasten your seatbelts.*



* Schließen Sie Ihren Sicherheitsgurt.

ÖKONOMIE BRAUCHT

Die Zeit des rasanten Wachstums scheint vorbei. Im Interview spricht Bert Flossbach über seine globalen Konjunkturerwartungen und die Frage, wie „nachhaltig“ Wachstum eigentlich ist – und was die Antwort darauf für Anleger bedeuten könnte.

Die Ökonomen sind vorsichtig, was die Konjunktur betrifft, insbesondere in der Eurozone. Droht 2020 die nächste Rezession?

Konjunkturprognosen sind ein undankbares Geschäft, da halte ich mich gerne zurück. Die Trefferquote ist erschreckend gering – und selbst wenn man einigermaßen richtig liegt, bedeutet es noch lange nicht, dass sich daraus dann die richtigen Anlageentscheidungen ableiten lassen.

Viele Investoren schauen trotzdem auf die Konjunkturprognosen der großen Wirtschaftsinstitute – warum, wenn die, wie Sie sagen, ohnehin nichts bringen?

Sie suchen nach einer respektablen Planungsgrundlage. Das Problem ist aber, dass Prognosegeber stets einem Meinungsimperativ unterliegen. Vorhersagen, sehr kurzfristige noch dazu, sind ihr Geschäft. Sie werden dafür bezahlt. Zur Not werden die Prognosen innerhalb eines Jahres einfach revidiert, gleich mehrfach – und die Gründe für die revidierte Prognose dann gleich mitgeliefert.

Nennen Sie bitte Beispiele für die mitgelieferten Gründe revidierter Prognosen ...

Da gibt es verschiedene. Mal ist es der Handelskonflikt zwischen den USA und China, mal die nicht absehbaren Folgen des Brexits, wenn er denn →

irgendwann kommt. Manchmal auch die wieder aufflammende Eurokrise. Irgendein Grund findet sich immer, warum die Prognose – mal wieder – nach unten revidiert werden musste. Letztlich ist das aber auch völlig egal.

Wieso egal?

Weil die vielbeachteten Konjunkturindikatoren die Entwicklung an den Kapitalmärkten selten länger als einige Tage beeinflussen. Sie sind meist nur ein Spiegelbild der aktuellen Lage – und sagen wenig bis nichts über die langfristige Marktentwicklung aus. Ironischerweise ist der Aktienmarkt ein sehr viel besserer Indikator, was die Konjunkturaussichten betrifft.

Warum?

Weil der Aktienmarkt der Konjunkturentwicklung meist ein gutes Stück vorseilt. Wobei hier gilt: Nicht jeder Rücksetzer ist ein Hinweis auf die nächste Rezession.

Als Zwischenfazit lässt sich also festhalten, dass Konjunkturindikatoren und die daraus abgeleiteten Prognosen aus Ihrer Sicht in den Papierkorb gehören, richtig?

Ich würde es etwas dezenter formulieren: Prognosen sind nicht entscheidend aus Investorensicht – und sie können Investoren in die Irre führen, wenn diese allzu sehr darauf vertrauen. Jahresprognosen sind Noise, also im Wesentlichen Lärm, der ablenkt

oder im besten Falle denjenigen unterhält, der ihren wahren Wert richtig einzuschätzen weiß. Aber Prognosen sind sicherlich kein Signal und damit wenig relevant für einen langfristig denkenden Investor.

Andersherum: Worauf schauen Sie denn, um die Konjunktur-entwicklung einigermaßen abschätzen zu können?

Uns interessiert das langfristige Wachstumspotenzial der Wirtschaft, nicht die Jahresprognosen, weil es einen Hinweis auf das Umsatz- und Gewinnpotenzial der Unternehmen gibt.

Und bei welchem Wert würden Sie das langfristige Wachstumspotenzial taxieren? Etwa für einen Zeitraum von fünf Jahren?

Nach Regionen: 2,5 Prozent, also ein Prozent real für die Eurozone. Drei Prozent für die USA, real wären das 1,5 Prozent und China um die sieben Prozent, macht real in etwa fünf Prozent. Das aber bitte nicht als Prognose verstehen, sondern lediglich als Arbeitshypothese. China würde in diesem Szenario bis 2024 rund 5,8 Billionen US-Dollar zum globalen Wachstum beitragen – und damit rund 500 Milliarden mehr als die USA und Europa zusammen.

Was bedeutet das für die Unternehmen?

Für alle drei Wirtschaftsräume zusammen ergäbe sich eine nominale

Wachstumserwartung von etwa fünf Prozent, in US-Dollar gerechnet. Das wäre dann in etwa auch die Größenordnung für das potenzielle Umsatzwachstum global agierender Konzerne.

Ist das nicht ein wenig zu optimistisch?

Wir sollten auf jeden Fall differenzieren, was die Unternehmen betrifft. Viele haben ihre Absatzschwerpunkte in Ländern mit niedrigerem Wachstum, vor allem in Europa und Japan. Geht der Handelskonflikt weiter oder spitzt sich möglicherweise sogar noch zu, kostet das Wachstum. Schon jetzt ist absehbar, dass die damit verbundenen Unsicherheiten die Investitionsbereitschaft vieler Unternehmen senken. Grundsätzlich gehen wir aber davon aus, dass die Weltwirtschaft moderat wachsen wird in den kommenden Jahren. Eine globale, scharfe Rezession erwarten wir nicht. Das macht Aktien im aktuellen Zinsumfeld und im Vergleich zu allen anderen liquiden Anlageklassen in den kommenden Jahren zu einem unschlagbaren Investment.

Dabei läuft der Aufschwung bereits länger als zehn Jahre ...

... und Sie meinen, das würde bedeuten, er müsse bald zum Ende kommen, allein schon wegen seines Alters?

Die Wahrscheinlichkeit steigt mit jedem Tag, den er andauert.

Aufschwünge sterben aber nicht

an Altersschwäche, sondern werden meist durch eine Konjunkturüberhitzung, Inflation oder die daraus resultierenden Zinserhöhungen abgelöst. In selteneren Fällen sind exogene Schocks die Ursache. Nichts davon ist unseres Erachtens derzeit absehbar. Der Aufschwung in den USA beispielsweise ist zwar der längste in der Geschichte, zugleich aber auch der kraftloseste, nimmt man das durchschnittliche jährliche Wachstum als Maßstab.

Warum ist er so kraftlos?

Die Wachstumsraten sind in den vergangenen 70 Jahren stetig gesunken. Die Gründe dafür sind vielschichtig. Nach dem Krieg gab es auf der ganzen Welt einen Wirtschaftsboom. Später waren es dann die Globalisierung, der Fall des Eisernen Vorhangs, die das Wachstum trieben. Seit der Finanzkrise ist die Dynamik allerdings deutlich schwächer geworden. Das hängt mit der Verschuldung in vielen Staaten zusammen und der zunehmenden Alterung der Gesellschaften.

Nehmen wir das langfristige Wachstumspotenzial der Weltwirtschaft als Maßstab – wie sieht dann ganz konkret die Analyse der einzelnen Unternehmen aus?

Sobald wir die Stärken und Schwächen eines Unternehmens analysiert haben, entwickeln wir mithilfe von verschiedenen Konjunkturszenarien plausible und möglichst realistische

Erwartungen für Umsatz, Gewinn und freien Cashflow eines Unternehmens über einen Zeitraum von fünf Jahren. Für jedes Szenario wird eine möglichst realistische Bewertungsannahme getroffen, die auf dem risikofreien Weltzins und einer angemessenen Risikoprämie basiert.

Was ist der Weltzins?

Wir nehmen den Mittelwert der Rendite von zehnjährigen US-Staatsanleihen und deutschen Bundesanleihen. Das Niveau bildet den Weltzins unseres Erachtens ganz gut ab. Aktuell sind das gut 0,8 Prozent.

Wo liegt die Risikoprämie?

Sie variiert von Unternehmen zu Unternehmen. Grundsätzlich verlangen wir wegen des niedrigen Zinsniveaus und der latenten Risiken für die Weltwirtschaft aber eine vergleichsweise hohe Risikoprämie. Wir kalkulieren da wie Kaufleute – vorsichtig.

Sie sprachen von den Stärken und Schwächen der Unternehmen – was zeichnet denn Unternehmen aus, die interessant für Sie sind?

Wichtig ist, dass ein Unternehmen über einen klaren Wettbewerbsvorteil verfügt, der sich in entsprechend hohen Ertragsmargen niederschlägt. Dieser Vorteil muss nachhaltig sein, will heißen, das Unternehmen muss über einen Schutzwall verfügen, der

„Geht der Handelskonflikt weiter oder spitzt sich möglicherweise sogar noch zu, kostet das Wachstum.“



es gegen Wettbewerber schützt. Wenn sich die Rahmenbedingungen ändern, müssen natürlich auch die Auswirkungen auf das Geschäftsmodell, den Wettbewerbsvorteil und den Schutzwall überprüft werden.

Was könnte denn die Rahmenbedingungen im Einzelfall verändern?

Da gibt es verschiedene Beispiele. Nehmen Sie die Energiewende und ihre Folgen für die Versorger. Oder nach vorne schauend: die Klimadebatte, die zu einem Wandel der Kundennachfrage oder der Produktionskosten bei Unternehmen aus verschiedenen Branchen führen könnte. Nachhaltige Profitabilität schließt also auch ökologische oder soziale Nachhaltigkeit ein, denn wenn ein Unternehmen in diesen Bereichen zurückfällt, dürfte das seine Wettbewerbsposition schwächen und die Profitabilität leiden.

Welche Branchen könnte es denn treffen?

Kohleproduzenten und Ölförderer könnten beispielsweise betroffen sein.

Wer sind die Gewinner der Klimadiskussion?

Unternehmen, deren Produkte dazu beitragen, Energie effizienter zu nutzen, und dadurch ihren Kunden helfen, CO₂-Ziele zu erfüllen. Oder Kosten zu reduzieren. Konsumgüterhersteller beispielsweise, die mit alterna-

tiven Angeboten den Fleischkonsum reduzieren und ihre Recyclingquoten erhöhen. Auf diese Weise erschließen sie sich neue Absatzmöglichkeiten und verbessern ihr Image. Wir haben diese Themen in Gesprächen mit dem Management von Unternehmen, an denen wir beteiligt sind, immer wieder adressiert. Einige sinnvolle Maßnahmen sind daraufhin auch umgesetzt worden.

Dabei gelten Sie als großer ESG-Kritiker ...

Wir haben das Thema von Anfang an akribisch analysiert und konstruktiv-kritisch begleitet. Das ist etwas völlig anderes. Aus diesem Grund haben wir auch die UN unterstützten Principles for Responsible Investment (PRI) unterzeichnet – wir wollen uns sinnvoll einbringen in die Diskussion. Nicht mehr und nicht weniger.

Was stört Sie denn am meisten?

Dass so getan wird, als ließe sich das Thema Nachhaltigkeit ganz einfach abhandeln beziehungsweise umsetzen, gerade auch von der Finanzindustrie. Da müssen wir schon selbstkritisch sein. Allein schon der Begriff Nachhaltigkeit. Es gibt keine einheitliche Definition. Im Grunde lässt sich alles in diesen Begriff hineininterpretieren – und bei Bedarf auch wieder heraus. Es gibt keine Instanz, die allgemeingültig und damit verbindlich sagen kann, was nachhaltig ist und was nicht.

Genau dafür sind doch die Ratingagenturen da ...

Wie wollen Sie denn Tausende Unternehmen anhand Hunderter – mehr oder weniger – schwammiger Kriterien bewerten? Am Ende dieses intransparenten Prozesses steht dann ein leicht verständlicher „Score“ oder eine Schulnote, deren Herleitung niemand nachvollziehen kann – und im Übrigen auch nicht soll. Hauptsache, das Rating stimmt! Die Analogie zur Finanzkrise ist offenkundig.

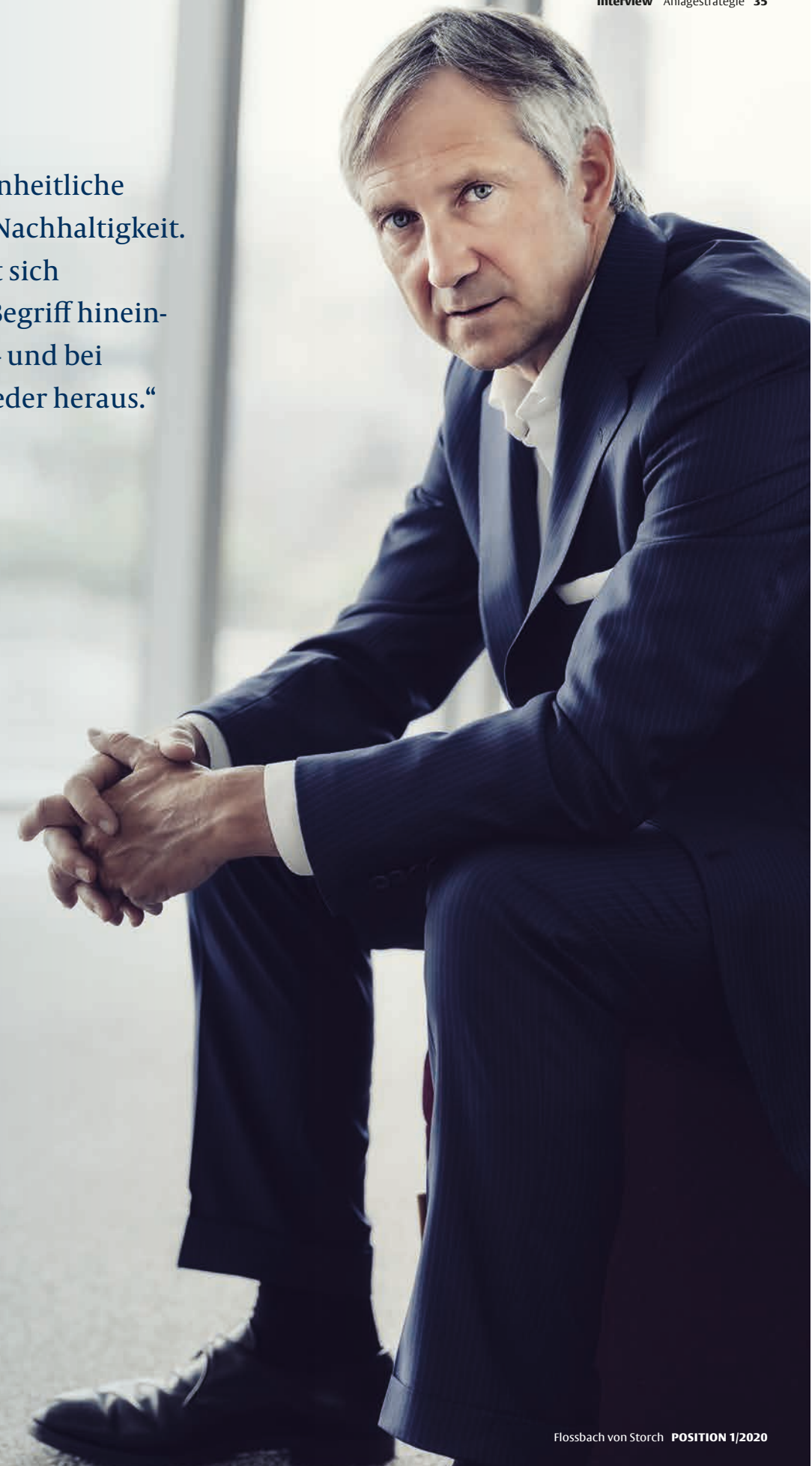
Demnach spielen die Ratings für Sie keine Rolle?

Es spricht nichts dagegen, ESG-Analysen zu lesen. Sie machen uns vielleicht auf den ein oder anderen kritischen Punkt aufmerksam, mehr aber nicht. Sie ersetzen niemals die eigene Analyse. Ihr Standard-Fragen-Katalog vermag die Beschaffenheit eines Unternehmens nur selten angemessen zu erfassen. Oft fällen die ESG-Analysten ihr Urteil, ohne das Unternehmen jemals kontaktiert, geschweige denn es von innen gesehen zu haben. Deshalb ist der Hinweis der Ratingagenturen, dass die Analysen nur als unverbindliche Zusatzinformationen zu verstehen seien, sehr ernst zu nehmen.

Inwiefern?

Ohne eigene Analyse geht es nicht, ganz einfach. Wir integrieren Nachhaltigkeitskriterien in unseren Analyseprozess, statt sie in eine Stabsstelle, also →

„Es gibt keine einheitliche Definition von Nachhaltigkeit. Im Grunde lässt sich alles in diesen Begriff hineininterpretieren – und bei Bedarf auch wieder heraus.“



„Wenn ein Unternehmen gut geführt ist, hilft das nicht nur den Aktionären, sondern auch Umwelt und Gesellschaft.“

ein ESG-Office oder was auch immer, auszulagern, denn dazu ist das Thema schlicht zu wichtig. Für uns ist Nachhaltigkeit kein Marketing- oder Vertriebs-Gag, sondern elementarer Bestandteil unserer Anlagephilosophie, Teil der Unternehmens-DNA, wenn man so will. Das Thema ist uns also nicht neu, sondern begleitet uns seit Unternehmensgründung. Neu ist allein die Beachtung, die dem Thema heute zuteilwird.

Worauf liegt denn Ihr Fokus bei der Analyse?

Auf dem G aus ESG. Leider wird Corporate Governance, die gute Unternehmensführung, völlig unterschätzt. Weil der Faktor weniger griffig ist als der CO₂-Ausstoß beispielsweise und weniger bedrohlich klingt als der Klimawandel. In der öffentlichen Diskussion geht es stattdessen fast ausschließlich um das E für Environmental, also die Umwelt.

Dann sagen Sie uns doch bitte, warum das G so wichtig ist aus Ihrer Sicht ...

Gute Unternehmensführung bringt die Interessen von Managern mit denen der Stakeholder, insbesondere der Eigentümer, der Aktionäre, in Einklang. Manager sollten nicht nur über Fachkompetenz verfügen, sondern auch über ein hohes Maß an Integrität. Sie müssen denken und handeln wie Eigentümer: langfristig. Andersherum: Es darf ihnen nicht darum gehen, persönliche Interessen zu optimieren.

Aber was hat das mit Nachhaltigkeit zu tun?

Wenn ein Unternehmen gut geführt ist, hilft das nicht nur den Aktionären, sondern auch Umwelt und Gesellschaft. Dieser Zusammenhang erschließt sich aber nur selten auf den ersten Blick, weil eine gute Corporate Governance eben nicht so einfach messbar ist wie der CO₂-„Fußabdruck“ eines Unternehmens.

Geht es vielleicht etwas konkreter – wo ist die Verbindung beispielsweise zum „S“, zum Sozialen?

Soziale Verantwortung und gute Arbeitsbedingungen wirken sich beispielsweise positiv auf das Image eines Unternehmens aus und helfen, begehrte Fachkräfte an Bord zu holen. Das wiederum trägt langfristig zum Erfolg des Unternehmens bei. Grundvoraussetzung dafür ist aber, dass das Geschäftsmodell nachhaltig ist, also wirtschaftlich erfolgreich. Das gilt im Übrigen nicht nur in Verbindung mit dem S, sondern auch mit dem E. Investments nur deshalb zu tätigen, weil man damit etwas für die Umwelt tun möchte, hat in der Vergangenheit häufig zum Totalverlust geführt.

Können Sie ein Beispiel nennen?

Nehmen Sie die vielen Solar- und Windenergiefirmen. Letztlich kann ein Unternehmen ja auch nur dann Positives für Umwelt und Gesellschaft leisten, wenn es profitabel wirtschaftet

und genügend Geld für Forschung & Entwicklung hat – für Investitionen in die Zukunft. Ökologie und Ökonomie sind kein Widerspruch. Sie bedingen und brauchen einander. Ohne Ökonomie keine Ökologie. Statt diesen vermeintlichen Widerspruch aufzulösen, wird immer häufiger und offenbar viel lieber darüber philosophiert, warum Wirtschaftswachstum eher schadet als nutzt.

Ist das so abwegig? Was wäre denn, wenn wir den Wunsch nach ewigem Wachstum aufgäben?

Schrumpft die Wirtschaft, führt das zu Arbeitslosigkeit. Die Steuereinnahmen implodieren, und die sozialen Sicherungssysteme kollabieren – nicht zuletzt wegen des demografischen Wandels. Massenarbeitslosigkeit, Armut

und harte gesellschaftliche Konflikte wären die Folgen. Auch das Klima würde leiden, denn wer würde schon Geld für den Klimaschutz ausgeben, wenn er um das Existenzminimum kämpfen muss?

Aber wie lassen sich dann Wirtschaft und Umwelt langfristig miteinander versöhnen?

Die Politik müsste den Mut haben, durch kluge Anreizsysteme klimaschonendes Wirtschaften und Konsumieren zu fördern und im Umkehrschluss die Belastung der Umwelt zu bestrafen. Ökonomen sprechen von der Internalisierung externer Kosten. Die Inanspruchnahme von Ressourcen wird bepreist, und der Geldbeutel diktiert, was wohlmeinende Botschaften nicht vermögen. Das gilt für Unternehmen und Privathaushalte gleichermaßen.

Natürlich auch für den Staat – wobei es in seinem Fall der Geldbeutel der anderen ist.

Geben Sie bitte ein konkretes Beispiel.

Eine höhere CO₂-Bepreisung etwa, 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.

Vielen Dank für das Gespräch.

DIE MACHT DES KÜRZELS

ESG

steht für „Environment“, „Social“ und „Governance“, in Summe für nachhaltiges Investieren. Für Anleger und damit die Finanzindustrie hat das Thema in den vergangenen Jahren spürbar an Bedeutung gewonnen. Zahlreiche Fonds sind aufgelegt worden, die „ESG“ zum Thema haben. Im aktuellen Marktbericht des Forums für Nachhaltige Geldanlagen (FNG) heißt es, dass sich bei dem Thema eine „bis dahin nicht gekannte Dynamik“ abzeichne. Insgesamt sei die Summe nachhaltiger Geldanlagen mit 219 Milliarden Euro so hoch wie niemals zuvor, Tendenz weiter steigend. In Deutschland werde das Wachstum vor allem von institutionellen Investoren getrieben. Mehr als 90 Prozent des gesamten Volumens entfielen auf diese Investorengruppe.

Vertrauenssache

Es ist ein Dilemma:
Viele Deutsche legen ihr Geld schlecht an,
misstrauen aber dem Rat ihrer Finanzberater.
Ein Lösungsvorschlag.

von Thomas Mayer und Marius Kleinheyer

Die Deutschen gelten als fleißig. Auch wenn der Wahrheitsgehalt dieser Vermutung noch nicht bis in die letzte Ableitung bewiesen sein mag – wenn es um das Sparen geht, dann trifft sie zu. Rund elf Prozent des verfügbaren Nettoeinkommens legen sie zurück. Das ist der höchste Wert seit Mitte der 1990er-Jahre – und mehr als doppelt so viel, wie die US-Amerikaner sparen.

Fleiß muss sich aber nicht immer auszahlen. Denn die Deutschen sparen scheinbar planlos, „investieren“ ihr Geld vor allem in nominale Zinsanlagen. Laut Bundesbank betrug das Geldvermögen der deutschen Privathaushalte Mitte vergangenen Jahres rund 6,2 Billionen Euro. Mehr als 2,5 Billionen Euro lagen als unverzinsliche Sicht- und Spareinlagen bei den Banken oder als Banknoten unterm Kopfkissen. Weitere

2,3 Billionen Euro waren in Versicherungspolicen angelegt, die zu einem großen Teil durch festverzinsliche Anlagen mit niedrigen Ertragsaussichten gedeckt sind.

Das Problem: Negative Zinsen, kombiniert mit positiver Inflation, lassen die Ersparnisse schmelzen wie Eis in der Sonne. Es gibt daher kaum einen Experten, der nicht zur Anlage in Aktien rät, um dieser schleichenden Enteignung zu entgehen. Trotzdem gehen die Deutschen unbeirrt ihren Weg. Komme, was wolle.

Dieses Phänomen kann man sicherlich beklagen. Aber wir möchten nach den Ursachen forschen. Da wäre natürlich die mangelnde Finanzbildung der Deutschen. In Schule, Ausbildung und Studium wird wenig Wissen vermittelt, wenn

man sich nicht in die entsprechenden Fächer einschreibt. Auf eigene Faust lässt sich sicher einiges nachholen. Unseres Erachtens bedarf es eines Grundwissens, um die private Geldanlage und Altersvorsorge erfolgreich zu bestreiten. In der Praxis blenden jedoch viele Deutsche das Thema einfach aus.

Nun sind Aktienanlagen sicher auch kein Produkt wie jedes andere. Man muss sich auskennen oder beraten lassen. Ökonomen unterscheiden zwischen drei Arten von Gütern: Suchgüter, Erfahrungsgüter und Vertrauensgüter. Kauft man Suchgüter, weiß man durch Prüfung vor dem Kauf, was man bekommt. Dazu gehören beispielsweise Kleidungsstücke, die man vor dem Erwerb anprobiert. Erfahrungsgüter kann man ziemlich gut nach dem Kauf einschätzen. Ob der gekaufte Wein schmeckt oder nicht, weiß man spätestens nach dem

dritten Schluck. Dagegen sind Vertrauensgüter viel schwieriger zu beurteilen. Ob die vom Arzt gestellte Diagnose der Krankheit stimmt und die beabsichtigte Therapie die Heilung bringt, kann man nicht sagen. Man muss dem Arzt vertrauen. Ähnlich verhält es sich mit der Finanzberatung. Als Laie kennt man sich mit Aktien nicht aus, weiß aber auch nicht so recht, ob man einem Finanzberater vertrauen kann.

Übertragen auf die private Geldanlage bedeutet das: Man kann kaum abschätzen, ob die Empfehlung einem selbst oder eher dem Berater nutzt. Kritische Berichte in den Medien steigern oft das Misstrauen. Das Problem ist nicht neu. Die Finanzkrise 2008/2009 hat das Vertrauen in Berater und Märkte weiter erschüttert. Die Folge: Versteht man wenig von der Sache und zweifelt auch noch an der Beratung, →

„Der beste Weg, um herauszufinden,
ob man jemandem vertrauen kann, ist, ihm zu vertrauen.“

Ernest Hemingway

„Es ist gleich falsch, allen oder keinem zu trauen.“

Seneca

„Wer andern gar zu wenig traut, hat Angst an allen Ecken;
wer gar zu viel auf andre baut, erwacht mit Schrecken.“

Wilhelm Busch

dann hält man sich lieber gleich ganz zurück und meidet rentierliche, aber beratungsintensive Anlageklassen und Produkte etwa aus dem Aktienmarkt. Eine schleichende Enteignung durch Niedrigzins und Inflation mag dann vielleicht noch erträglicher erscheinen als falscher Rat durch einen eigennützigen Finanzberater.

Die Finanzberater wissen um dieses Phänomen. Das zeigt eine Umfrage des Flossbach von Storch Research Institutes unter 1716 Finanzberatern. 99 Prozent gaben an, dass das Vertrauen der Kunden für sie wichtig ist, und neun von zehn gaben an, dass es in den vergangenen zehn Jahren an Bedeutung gewonnen hat. 94 Prozent meinten, dass Sparer vor Aktienanlagen zurückschrecken, weil ihnen das Vertrauen in die Finanzbera-

tung fehle. Nur ein Prozent glaubte, dass staatliche Regulierung Vertrauen erhöhen könnte. Dagegen hielten 96 Prozent fachliche Mindeststandards für Berater und/ oder eine ethische Verpflichtung zur Beratung im Interesse der Kunden für wichtig.

Die Finanzberater zeigen sich in der Umfrage einig. Der Mangel an Vertrauen wirkt sich negativ auf die Geldanlage der Kunden aus. Anlageklassen, deren Kurse temporär stark schwanken, langfristig aber ein hohes Renditepotenzial bieten, werden gemieden. Beim Aufbau von Vertrauen, so zumindest die Einschätzung der Finanzberater, hilft staatliche Regulierung wenig. Sie warnen vor überbordender Bürokratie und einer Beratung von der Stange, nur um gesetzliche Vorgaben einzuhalten.

Allein der Staat kann das Vertrauen der Deutschen nicht zurückbringen. Staatliche Eingriffe können sogar das Gegenteil bewirken: In letzter Konsequenz kann eine ausufernde Regulierung dazu führen, dass sich Privatinvestoren vom Kapitalmarkt zurückziehen. Letztlich haben die Berater selbst ein Interesse an einer qualitativ hochwertigen Beratung. Wenn in einem Markt nur noch mit „Zitronen“ gehandelt wird, kann er schlimmstenfalls sogar vollständig zusammenbrechen. Wir denken hier an die Analyse „The Market for Lemons“, in der der Nobelpreisträger George Akerlof dieses Phänomen schon vor gut 50 Jahren am Beispiel des Gebrauchtwagenmarkts beschrieben hat.

Gibt es eine Lösung? Haftung und Regulierung sollte man aus unserer Sicht nicht grundsätzlich ablehnen, auch wenn manche Auswüchse kritikwürdig erscheinen mögen. Fachliche, transparente Mindeststandards sollten noch mehr dafür sorgen, dass Berater den Anlagebedarf der Kunden erkennen und angemessene Anlageempfehlungen geben. Selbstverpflichtungen, ähnlich wie etwa der hippokratische

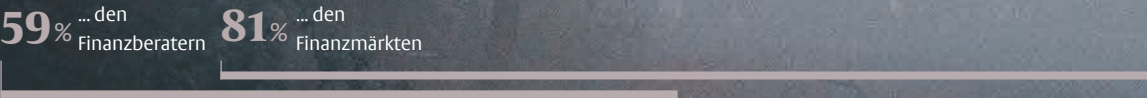
Eid der Ärzte, könnten Kunden überzeugen, dass ihre Berater in ihrem Interesse arbeiten.

Die Umfrage zeigt, dass die Finanzberater für solche Themen offen sind. Fachliche Mindeststandards und eine ethische Verpflichtung sind aus ihrer Sicht für die Vertrauensbildung gleichermaßen wichtig. Die Bereitschaft zur Selbstorganisation ist da.

Die Finanzberater sind sich der Bedeutung des Vertrauens ihrer Kunden sehr bewusst. Es wird in Zukunft maßgeblich für ihren eigenen Erfolg und den der Sparer verantwortlich sein. Darauf lässt sich aufbauen. Es braucht nur noch einen Ruck, damit die Branche durch die Selbstorganisation von Weiterbildung und Selbstverpflichtung zur Beratung im Kundeninteresse das Vertrauen der Kunden in ihre Leistungen stärkt. ♦

Prof. Thomas Mayer ist Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute, Marius Kleinheyer Research Analyst.

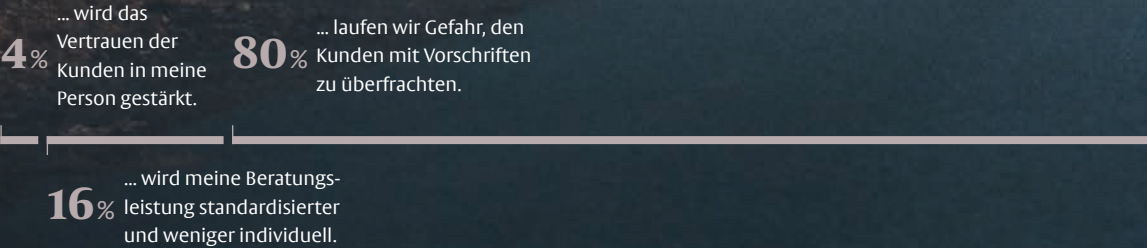
Seit der Finanzkrise sind die Kunden misstrauischer gegenüber ...



Mangelndes Vertrauen ist ein sehr wichtiger Grund dafür, dass die Leute vor Finanzanlagen zurückschrecken.



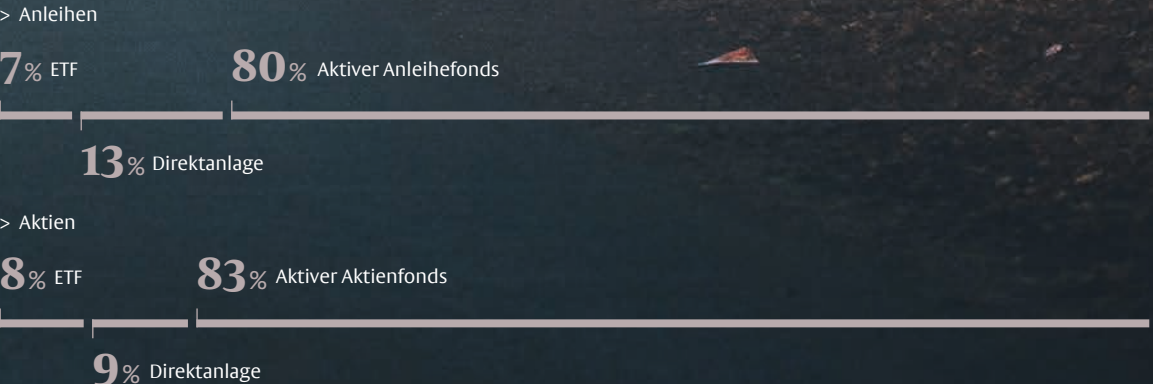
Durch den gesteigerten regulatorischen Anlegerschutz ...



Was halten Sie von fachlichen Mindeststandards und einer Verpflichtung auf ethisches Handeln für die Vertrauensbildung in Finanzberater?



Welchem Finanzinstrument vertrauen Sie am meisten, um die Anlageziele Ihrer Kunden zu erreichen?



Basis: Umfrage unter 1716 Finanzberatern. Quelle: Flossbach von Storch AG, 25.11. 2019.



GOLD

Das bessere Geld

Gold ist tief in unserem Wertbewusstsein verankert. Heute lässt sich nur schwer sagen, wie die Welt in 100 Jahren aussehen wird. Dass Gold aber auch dann noch ein werthaltiges Metall sein wird, wie bereits auch Jahrhunderte zuvor, ist wohl sehr wahrscheinlich.

Zwanzig mal zwanzig mal zwanzig Meter. So groß wäre (etwas abgerundet) der Würfel, wenn man alles Gold, das jemals gefördert wurde, einschmelzen würde. Etwa die Hälfte von allem jemals geförderten Gold ist Schmuck, der weltweit seit Jahrtausenden verkauft, verschenkt oder vererbt wird. Der Rest liegt entweder in Barrenform in den Safes der Zentralbanken, dient als Rohstoff oder als Geldanlage.

Die vielleicht wichtigste Eigenschaft von Gold: Das Edelmetall ist ein Wertspeicher des Vermögens. Diese Funktion hatte Gold über Jahrtausende. Das sind die Ergebnisse einer Studie des Flossbach von Storch Research Institute, die wir auf den folgenden Seiten zusammenfassen. Eine Reise in die Vergangenheit zeigt, wie Gold dabei half, den monetären Herausforderungen der Vergangenheit zu trotzen.

ANTIKE MÜNZEN UND MANIPULATIONEN

Als Schmuck wurde Gold bereits verwendet, als Menschen nach der Steinzeit damit begannen, Metall zu bearbeiten. Doch der lydische König Krösus soll der Erste gewesen sein, der 550 vor Christi Geburt offiziell gültige Goldmünzen prägen ließ. Seine Schatzkammern waren prall gefüllt, auch weil er mehrere Minen zugleich ausbeuten ließ.

Die Erfindung des Münzgelds ist ihm aber wohl nicht zuzuschreiben. Es wurden etwa 150 Jahre ältere Edelmetallklumpen gefunden, die griechische Händler abgewogen und

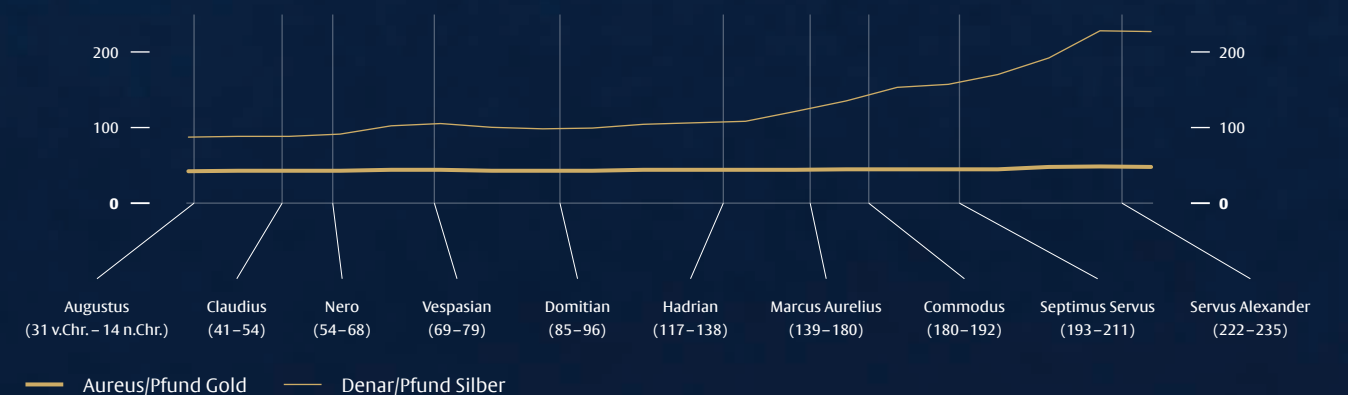
mit einem Stempel versehen hatten. Münzen und Klumpen erleichterten Tauschgeschäfte beträchtlich: Zuvor mussten sich zwei Partner finden, die jeweils die Güter, die der andere nachfragte in der gewünschten Menge anboten. Jetzt verfügten sie über ein Tauschmittel, das teilbar, kompakt, haltbar und werthaltig war.

Der römische Kaiser Cäsar belohnte seine Legionäre nach erfolgreichen Kriegen mit hohen Goldsummen. Sein Großneffe Augustus führte dann die erste Geldordnung ein, die auf Gold-, Silber-, Messing- und Kupfermünzen basierte. Dieses System gilt als Grundlage für alle europäischen Geldordnungen bis in die Neuzeit.

Doch schon Kaiser Nero ließ aus dem vorhandenen Edelmetall immer mehr Münzen prägen und löste damit eine der ersten Güterpreisinfationen durch Geldverschlechterung aus. Sein Nachfolger Vespasian versuchte zwar, den Haushalt zu sanieren. Doch in den folgenden Jahrhunderten ging die Geldverschlechterung immer weiter. Im dritten Jahrhundert war die Qualität der Silbermünzen dann so schlecht, dass Händler ihre Annahme verweigerten. Goldmünzen blieben dagegen relativ stabil.

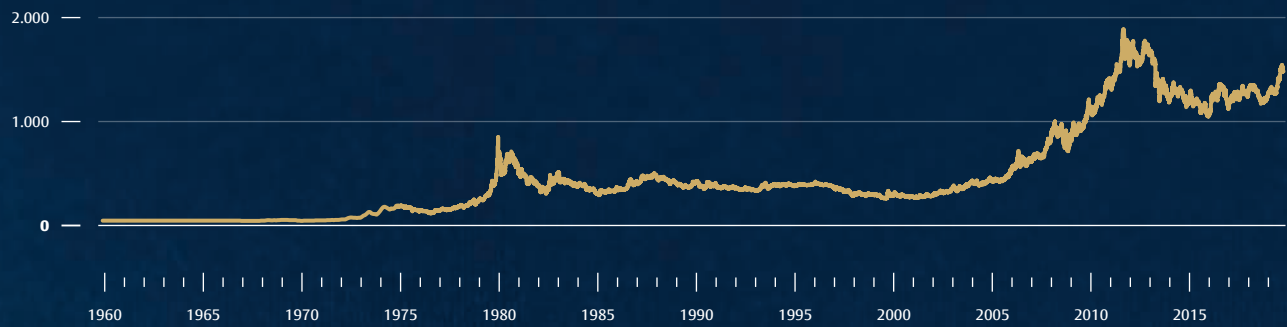
Kaiser Konstantin legte 309 mit dem „Solidus“ als neue Goldmünze die Grundlage für eine neue Leitwährung für Europa, die bis zur Eroberung Konstantinopels im Jahr 1453 ihren Wert behielt. „Der Solidus war sozusagen der erste Euro“, erklärt Marius Kleinheyer, Analyst beim Flossbach von Storch →

Münzverschlechterung – Anzahl der geprägten Münzen pro Pfund Edelmetall



Quelle: Hahlbohm/Weber/Zschaler (2000), Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 31. Dezember 2019

Tendenz steigend – Preis für eine Unze Gold in US-Dollar



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

Research Institute. In Mitteleuropa setzte erst Karl der Große eine einheitliche Münzprägung durch. Das Geldsystem wurde durch Silber dominiert. Der Kaiser setzte sich jedoch mit der gelegentlichen Prägung von Goldmünzen bewusst in die Tradition der Römer.

NEUZEIT PAPIERGELD UND GOLDSTANDARD

Zahlreiche Erfindungen begleiteten den Aufbruch in die Neuzeit. Eine der wichtigsten: Mitte des 17. Jahrhunderts entstand das erste Papiergeld. Es wurde aus der Not geboren, als in Schweden Kupfermünzen als Folge des 30-jährigen Krieges und der Spekulation der Bürger mit diesen Münzen knapp wurden. Schon wenige Jahre später musste die Bank, die es gedruckt hatte, in Staatshand überführt werden, weil sie mehr Papiergeld emittiert hatte, als sie Kupfermünzen angenommen hatte. Ähnliche Probleme traten später auch in anderen Ländern auf. Gold, das zeigt auch dieses Beispiel, taugt als Wertspeicher besser als Papier.

Im Laufe des 19. Jahrhunderts etablierten die führenden Industrienationen der Welt den Goldstandard. Nach der Gründung des Deutschen Reichs wurde 1873 die Goldwährung eingeführt. Das Papiergeld und die umlaufenden Scheidemünzen standen wertmäßig in einer festen Relation zum Goldkern der Währung. Bis zum Ausbruch des Ersten Weltkriegs war die Zentralbank verpflichtet, die Scheine auf Verlangen in Goldmünzen einzulösen.

In den Weltkriegen kündigten die kriegsführenden Staaten den Goldstandard auf. 1944 einigten sich die Siegermächte dann auf das Bretton-Woods-Abkommen. US-Dollar und Gold standen dabei in einem festen Austauschverhältnis von 35 US-Dollar pro Unze. Die USA verpflichteten sich gegenüber den Mitgliedsländern, den US-Dollar zu diesem Kurs in Gold umzutauschen. Die Mitgliedsländer wiederum wiesen eine Parität der eigenen Währung zum US-Dollar aus. „Doch es gab einen Konstruktionsfehler“, erläutert Kleinheyer: „Die Emission von US-Dollar war nicht an die Produktionsmenge von Gold gekoppelt.“ 1971 stiegen die USA aus dem Abkommen aus. Danach begann das bis heute gültige Kreditgeldsystem mit mehr oder weniger freien Wechselkursen der nationalen Währungen untereinander.

20. UND 21. JAHRHUNDERT GOLD ALS GELDANLAGE UND WÄHRUNG DER LETZTEN INSTANZ

Nachdem Gold seine Geldfunktion verloren hatte, glich seine Wertentwicklung nicht nur die Inflation aus, sondern erzielte einen realen Wertzuwachs. So hat sich der Goldpreis seit 1973 mehr als verzehnfacht. Das entspricht einer Verzinsung von etwa 5,5 Prozent per annum. Die Inflation lag im selben Zeitraum in den USA bei etwa 4,0 Prozent per annum.

Seit 2003 ist Gold (direkt/indirekt) Bestandteil der Anlagestrategie von Flossbach von Storch. Die wachsende Kaufkraft der Menschen in goldaffinen Nationen wie Indien

und China war dafür zunächst das Anlagemotiv. Gold war Globalisierungsgewinner, und tatsächlich sollte sich der Goldpreis im folgenden Jahrzehnt vervielfachen – auch dank der hohen Nachfrage in diesen beiden Ländern.

Doch von 2007 bis 2009 stagnierte die Nachfrage. Gleichzeitig hat sich der Goldpreis von gut 600 auf 1200 Dollar verdoppelt. Ein Grund war, dass Zentralbanken in den Jahren 2009 und 2010 von Nettogoldverkäufern zu Käufern mutierten. Doch es gab noch einen weiteren Grund: Nach der Lehman-Pleite im September 2008 und der anschließenden Finanzmarktkrise setzte eine große Nachfrage ein. Diese Käufe erfolgten in hochliquiden ETFs und ETCs, die von 2008 bis 2010 einen Zufluss von 1.220 Tonnen verzeichneten, da viele dieser Papiere mit physischem Gold hinterlegt werden.

Heute ist Gold bei Flossbach von Storch vor allem die Währung der letzten Instanz. Eine Versicherung gegen die uns bekannten und unbekannten Risiken des Finanzsystems, insbesondere gegen die möglichen Folgen der ultralockeren Geldpolitik der Notenbanken.

Denn der Wert des Goldes hängt vom Vertrauen der Menschen in die Geldordnung, in das Papiergeldsystem ab. Wer erwartet, dass die Inflation an der Kaufkraft seines Ersparnisses nagt, dass – im Extremfall – ganze Währungen untergehen, der verliert Vertrauen und greift zu Gold. So wie in den Jahren 2007 bis 2011, als das globale Finanzsystem zu kollabieren drohte, und der Goldpreis das Allzeithoch von 1.900 US-Dol-

„Wie in der Vergangenheit
könnte Gold auch bei den Währungen der Zukunft
eine wichtige Rolle spielen.“

lar je Feinunze erklomm. In Euro gerechnet erzielte Gold das Allzeithoch im Herbst vergangenen Jahres, als eine Unze Gold mehr als 1.400 Euro wert war. Noch deutlicher zeigt sich die Funktion als Wertspeicher in Krisenländern mit hoher Inflation (vgl. Grafik auf der folgenden Seite).

DIE ZUKUNFT KRYPTOGELOD AUF BASIS VON GOLD?

„Wie in der Vergangenheit könnte Gold auch bei den Währungen der Zukunft eine wichtige Rolle spielen“, schreibt Kleinheyer in seiner Studie. So ist der Bitcoin eine Folge der Finanzkrise ab 2007. Wie bei Gold ist die Gesamtmenge der Bitcoins begrenzt und unabhängig vom politischen Willen der Geldddrucker.

Wird die Blockchaintechnologie genutzt, um Geld direkt zu schaffen und auf Nutzerkonten zu transferieren, sinken die Transaktionskosten. Ein Goldstandard könnte den Werterhalt von neuen digitalisierten Währungen sichern, abrupte Kursschwankungen wie bei aktuellen Kryptogeldern reduzieren. Gold ist Geld – auch wenn das in digitalen Datenbanken lagert. ♦

Die Studie des Flossbach von Storch Research Institute „Altes Geld in neuen Schläuchen“ finden Sie unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com>

Die Währung der letzten Instanz

Gold zeigt seinen wahren Wert in Krisenzeiten, oder in Ländern, in denen die Wirtschaft seit Jahren in der Krise steckt. So beträgt die Inflation in Venezuela seit Anfang 2010 bis Ende 2019 gut 590 Prozent – pro Jahr. Der Anstieg des Goldpreises in venezuelanischen Bolivar betrug im selben Zeitraum rund 800 Prozent p.a. und glich den Verlust an Kaufkraft mehr als aus. Fast überall auf der Welt lässt das Edelmetall Anleger nicht im Stich.

- Entwicklung der Inflation auf zehn Jahre
- Entwicklung des Goldpreises in Landeswährung auf zehn Jahre

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



NEUE BESCHEIDENHEIT

Roaring Twenties, Goldene Zwanziger –
die 1920er-Jahre werden in der Geschichtsschreibung
mit solchen Bezeichnungen glorifiziert.
Hundert Jahre später ist von Euphorie, von Glanz und Gloria,
nichts zu spüren. Nicht einmal von Aufbruch.
Das muss kein schlechtes Zeichen sein.

von Bert Flossbach

Mit einer
Buy-and-Hold-Strategie
ist im Anleihebereich
nichts zu holen.

Es spricht vieles dafür, dass die zehn vor uns liegenden Jahre Anlegern bescheidenere Renditen bringen werden als die vergangenen. Bei vermeintlich sicheren Staatsanleihen ist das mehr oder weniger ausgemacht: Wer Anfang 2020 die neu emittierte „Silvesteranleihe“ der Bundesrepublik Deutschland erworben hat, bekommt nicht nur zehn Jahre lang keine Zinsen, sondern als „Zugabe“ noch einen sicheren Kursverlust von 2,5 Prozent.

Nicht viel besser sieht es bei Unternehmensanleihen mit hoher Bonität aus, wie das Beispiel einer im März 2030 fälligen Anleihe eines Softwareunternehmens zeigt. Deren Fälligkeitsrendite liegt bei gerade einmal 0,4 Prozent. Selbst bei weniger kreditwürdigen Schuldnern ist nicht mehr viel zu holen: Eine noch fünf Jahre laufende Anleihe eines Stahlkonzerns beispielsweise wirft gerade noch zwei Prozent Rendite ab. Mit einer Buy-and-Hold-Strategie ist im Anleihebereich also nichts zu holen.

**SCHWIERIG, MEHR ALS „NICHTS“ MIT ZINSKONTEN
ZU VERDIENEN**

Das Gleiche gilt für treue Konto- und Sparbuchanleger. Die Hoffnung, mit Sichteinlagen spürbar mehr als nichts zu verdienen, dürfte enttäuscht werden. Für große Anlagebeträge, die derzeit mit etwa minus 0,5 Prozent „verstrafzinst“ werden, gilt schon die Hoffnung auf eine Null-Prozent-Dekade¹ als optimistisch.

Größerer Beliebtheit erfreut sich auch wieder Gold. Wir halten das Edelmetall bekanntlich als Versicherung gegen etwaige Schocks im Finanzsystem und die unabsehbaren Folgen einer dauerhaften Nullzinspolitik der EZB. Insofern hoffen wir, dass der Gewinn einer Goldanlage nicht viel höher als die jährliche Inflationsrate ausfällt.

Das Ertragspotenzial von Aktien ist dagegen besser kalkulierbar, wenngleich nicht so präzise wie das von Anleihen. Der Blick auf die beiden vergangenen Dekaden verdeutlicht jedoch, dass es nicht ganz unerheblich ist, von welchem Niveau die Kurse gekommen sind. Die erste Dekade startete auf dem Höhepunkt der Technologieeuphorie und mit extrem hohen Aktienbewertungen. Die zweite Dekade hatte zum Jahresbeginn 2010 ungleich bessere Erfolgsaussichten. Kurz nach der Finanzkrise waren die Erwartungen der Anleger verhalten, die Kurse tief

¹ Bei der Definition des Begriffes Dekade orientieren wir uns am Duden und damit der umgangssprachlichen Variante (2020–2029), nicht an der kalendarischen (2021–2030).

und die Bewertungen vergleichsweise niedrig. Die jetzt beginnende dritte Dekade startet weder mit der euphorisch hohen Bewertung der ersten, noch mit den tiefen Kursen und Bewertungen der zweiten Dekade, sondern irgendwo dazwischen.

Waren Aktien Anfang 2019 noch günstig bewertet, sind die Bewertungen im Jahresverlauf jedoch wieder gestiegen, was das Kurspotenzial in den vor uns liegenden Jahren dämpft. Ohne einen weiteren Bewertungsanstieg würden die Aktienkurse bestenfalls im Gleichschritt mit den Unternehmensgewinnen steigen, wobei der Aktionär ja zusätzlich noch eine Dividende erhält, die seinen Gesamtertrag entsprechend erhöht.

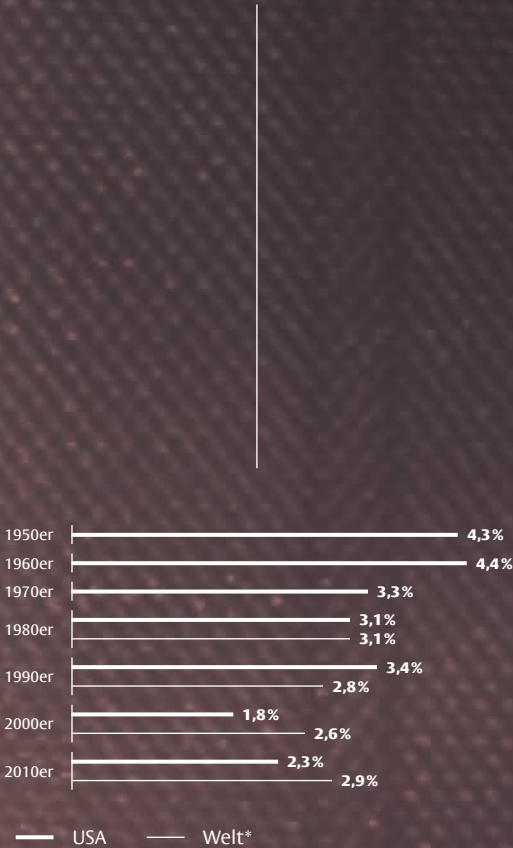
AKTIEN IM VERGLEICH ZU ANDEREN ANLAGEN NICHT ZU TEUER

Diese Betrachtung berücksichtigt allerdings nicht das extrem niedrige Zinsniveau. Zwar haben auch Aktien in den vergangenen Jahren durch die niedrigen Zinsen einen Bewertungsschub erhalten, doch ist dieser im Vergleich zu Anleihen oder Immobilien bislang vergleichsweise gering. Das kann zwei Ursachen haben. Entweder glauben die Anleger noch immer nicht, dass die Zinsen auf Dauer tief bleiben, oder sie trauen den Unternehmensgewinnen mittelfristig kein großes Wachstumspotenzial mehr zu.

Die Perspektiven für die Unternehmensgewinne hängen vom zukünftigen Wirtschaftswachstum, der Inflation und der Entwicklung der Ertragsmargen (nach Steuern) ab. Diese Bestimmungsgrößen basieren wiederum auf der Demographie, gesellschaftlichen Trends, technologischen Innovationen, den Kosten des Klimawandels und den davon nicht unabhängigen Entscheidungen der Politik und der Notenbanken. Naturgemäß sind sie nicht einfach zu prognostizieren. Selbst wenn es gelänge, sind die Konsequenzen keineswegs immer eindeutig – wie die Wahl Donald Trumps, der Brexit oder das Phänomen Greta Thunberg zeigen.

Ein Blick in die Historie verdeutlicht, dass die Wachstumsraten der Wirtschaft seit den fünfziger Jahren tendenziell rückläufig sind. Dies gilt insbesondere für die westlichen Industrienationen, wie die Entwicklung des Realwachstums der US-Wirtschaft in den vergangenen sieben Jahrzehnten zeigt, das von mehr als vier Prozent in den fünfziger und sechziger Jahren auf rund zwei Prozent in den beiden vergangenen Dekaden gefallen ist, wie Grafik 1 zeigt. Dagegen wuchs die Weltwirtschaft wechselkursgewichtet in den vergangenen vier Jahrzehnten relativ konstant mit real drei Prozent.

Grafik 1
Robustes Wachstum dank Chinas Aufstieg
Reales Wirtschaftswachstum p.a.
in den zurückliegenden Dekaden

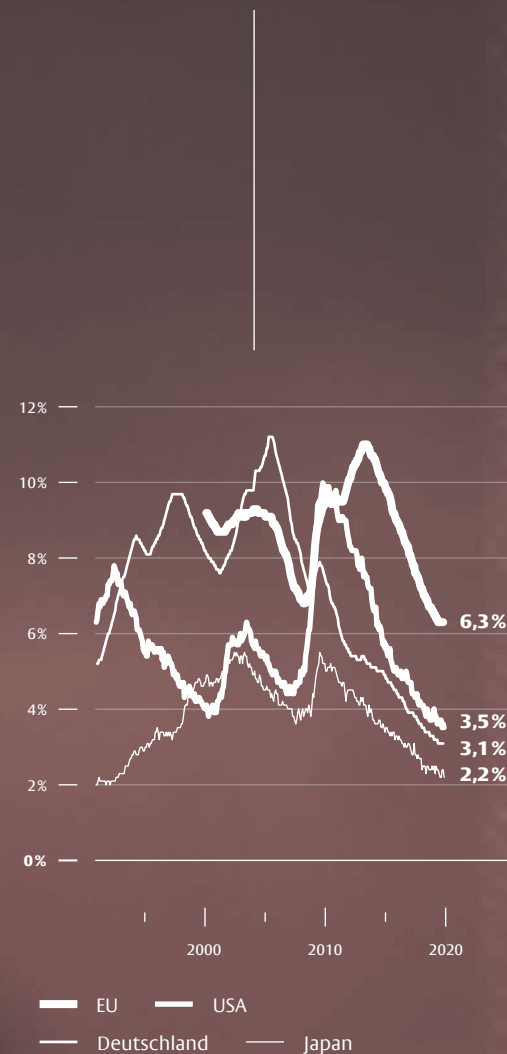


* Gewichtet nach Marktwechselkursen.

Für die 1950er, 1960er und 1970er Dekaden liegen keine validen Datensätze für das weltweite Wirtschaftswachstum vor.

Quelle: Bureau of Economic Analysis, Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 9. Januar 2020

Grafik 2
Vollbeschäftigung in zahlreichen Industrieländern
Arbeitslosenquoten im Zeitablauf



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 9. Januar 2020

DIE POLITIK ALS RISIKOFAKTOR

Der Aufstieg Chinas, dessen Bruttoinlandsprodukt seit der Jahrtausendwende von gut einer Billion auf 14 Billionen US-Dollar gestiegen ist, hat maßgeblich zum Anstieg der globalen Wirtschaftsleistung in den vergangenen zehn Jahren beigetragen, der mit 2,9 Prozent sogar höher lag als in den beiden Dekaden davor.

Die Ausgangssituation Anfang der zwanziger Jahre scheint also nicht schlecht. Dies verdeutlicht auch ein Blick auf den Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosigkeit ist in den Industrienationen niedrig und hat in einigen Ländern sogar Rekordtiefstände erreicht (vgl. Grafik 2). Die Zahl der Beschäftigten liegt auf Rekordhochs – und zwar nicht nur in den Schwellenländern oder den USA, sondern auch in Deutschland, wo Ende 2019 rund 45,5 Millionen Menschen erwerbstätig waren.

Diese Entwicklung neigt sich womöglich dem Ende zu. Das Wachstumspotenzial wird durch die demographische Entwicklung in vielen Industrienationen und China gedämpft, da hier mit einer weitgehend stagnierenden Bevölkerungszahl bei gleichzeitiger Alterung der Gesellschaft zu rechnen ist. Unterdessen herrscht ein Mangel an Fachkräften, der von vielen Unternehmen bereits jetzt als großes Wachstumshemmnis empfunden und durch den Eintritt der Babyboomer in den Ruhestand verschärft wird.

Die größten Risiken für Wohlstand und Frieden gehen zu Beginn der zwanziger Jahre von der Politik aus. Nationalismus und Protektionismus breiten sich aus. Die USA und China befinden sich in einem Kampf um die wirtschaftliche und technologische Vormachtstellung, was gegen eine dauerhafte Verbesserung der Beziehungen beider Länder spricht. Der Hegemonialanspruch der USA belastet auch das Verhältnis zu anderen Ländern, wie die Sanktionen gegen die Erdgaspipeline „Nord Stream 2“ oder die Androhung von Autozöllen gegen Deutschland zeigen.

„WACHSTUMSDÄMPFER“ IST WAHRSCHEINLICH

Das freie Welthandelssystem, das durch die vor 25 Jahren in Genf gegründete Welthandelsorganisation (WTO) verkörpert wird, ist eine Erfolgsgeschichte, die spürbar zum Wohlstand ihrer Mitglieder beigetragen hat. Die Krise der Staatengemeinschaft ist aber nicht erst mit dem Amtsantritt von Donald Trump entstanden. Zum Weltwirtschaftswachstum haben wir für die frühen Zeiträume keine Wachstumsrate abgetragen, weil es schlicht keine zuverlässigen Zahlen zu einigen, damals noch kommunistischen Ländern gab.

Selbst Trumps Gegner stimmen ihm zu, wenn er darauf hinweist, dass China seinen Status als Schwellenland geschickt genutzt hat, um sich Handelsvorteile zu verschaffen und mittels seiner Staatsunternehmen im Ausland Unternehmen kauft, was westlichen Konzernen in China verwehrt ist. Auch ist es ein Treppwitz der Geschichte, dass das kleine Deutschland dem Wirtschaftsriesen China Entwicklungshilfe zahlt. Trump hat solche Missstände zwar geschickt für seine politischen Ziele genutzt. Ein neuer Präsident beziehungsweise eine neue Präsidentin würden das aber kaum anders machen, denn die Angst vieler Amerikaner vor der neuen Wirtschaftsmacht China ist ein parteiübergreifendes Wahlkampfthema.

So könnte eine neue bipolare Weltordnung und eine weltweit steigende Tendenz zum Protektionismus die zwanziger Jahre zu einer Dekade der Deglobalisierung werden lassen. Der Wachstumsschub, den die Globalisierung nicht nur den Schwellenländern gebracht hat, wird seine Kraft verlieren und könnte sich sogar umkehren.

Die Folgen wären ein Rückgang der globalen Wachstumsraten gepaart mit einem Anstieg der Inflation. Ein anhaltender kalter Wirtschaftskrieg würde allerdings keinem der beiden Weltmächte beziehungsweise ihren Staatschefs helfen. Xi Jinping braucht ein prosperierendes China, um den sozialen Frieden zu wahren. Trump braucht Wachstum und Jobs, um wiedergewählt zu werden. Ein ruinöser Handels- und Zollkrieg, wie in den dreißiger Jahren des 20. Jahrhunderts, ist daher wohl nicht zu erwarten, allein schon wegen der weltweit vernetzten Lieferketten und der daraus resultierenden gemeinsamen Interessen. Einen handelspolitisch bedingten Wachstumsdämpfer sollten wir aber einzukalkulieren.

Auch die Kosten des Klimawandels, beziehungsweise dessen Auswirkungen auf Gesellschaft und Politik, dürften das Wirtschaftswachstum schwächen und gleichzeitig zu höherer Inflation führen, wenngleich neue Technologien auch Wachstumsimpulse liefern können. ♦

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

Es ist ein Treppwitz der Geschichte, dass das kleine Deutschland dem Wirtschaftsriesen China Entwicklungshilfe zahlt.

Ein Gastbeitrag von Ray Dalio

Die Prinzipien des Erfolgs

Um das bestmögliche Leben zu haben, müssen Sie wissen, was die besten Entscheidungen sind – und den Mut haben, sie zu treffen.



Ich glaube, dass die gleichen Dinge immer wieder passieren, sodass relativ wenige gut überlegte Prinzipien Sie in die Lage versetzen werden, mit so ziemlich allem zurechtzukommen, was Ihnen die Realität vorsetzt. Woher Sie diese Prinzipien bekommen, ist weniger wichtig, als dass Sie sie überhaupt haben und konsequent nutzen – und dass Sie niemals aufhören, sie zu überarbeiten und zu verbessern.

Um funktionierende Prinzipien zu finden, kommt es entscheidend darauf an, dass Sie die Realität annehmen und richtig mit ihr umgehen. Tappen Sie nicht in die verbreitete Falle, sich zu wünschen, dass die Realität anders funktionieren würde, als sie es tut, oder dass Ihre eigenen Realitäten anders aussehen würden. Nehmen Sie Ihre Realitäten stattdessen an, und gehen Sie effektiv mit ihnen um. Schließlich kommt es im Leben darauf an, das Optimum aus den eigenen Umständen herauszuholen. Dazu gehört, transparent mit Ihren Gedanken zu sein und aufgeschlossen das Feedback von anderen anzunehmen. Wenn Sie das tun, können Sie Ihren Lernerfolg erheblich steigern.

MISSERFOLGE SIND SCHMERZHAFT, ABER UNSCHÄTZBAR WERTVOLL

Auf Ihrem Weg werden Sie unweigerlich schmerzhaft Misserfolge erleben. Wichtig ist, dass Sie erkennen, dass diese entweder der Impuls sein können, der Ihre persönliche Weiterentwicklung vorantreibt, oder dass sie Sie ruinieren können – abhängig davon, wie Sie darauf reagieren. Ich glaube, dass Evolution die wichtigste Kraft im Universum ist und dass wir alle uns im Grunde auf dieselbe Art und Weise weiterentwickeln: Konzeptionell betrachtet, sieht diese Entwicklung aus wie eine Reihe von Schleifen, die entweder nach oben zu ständiger Verbesserung führen oder flach bleiben oder sogar nach unten Richtung Ruin weisen. Wie Ihre eigene Schleife aussehen wird, entscheiden Sie selbst.

Ihr evolutionärer Prozess lässt sich beschreiben als Fünf-Schritte-Prozess, um das zu bekommen, was Sie wollen. Er besteht darin, sich Ziele zu setzen, Probleme zu identifizieren und nicht hinzunehmen, Probleme zu diagnostizieren, Pläne für ihre Behebung zu entwerfen und dann die erforderlichen Aufgaben zu erledigen. Wichtig dabei ist, daran zu denken, dass keine Einzelperson all diese Schritte gut beherrschen kann, dass man sich dabei aber von anderen helfen lassen kann. Unterschiedliche Menschen mit unterschiedlichen Fähigkeiten, die gut zusammenarbeiten, schaffen die leistungsfähigsten Maschinen für die Produktion von Erfolgen.

Wenn Sie bereit sind, sich der Realität zu stellen, die damit einhergehenden Schmerzen zu akzeptieren und dem Fünf-Schritte-Prozess zu folgen, um sich selbst in die Richtung Ihrer Ziele zu treiben, sind Sie auf dem Weg des Erfolgs. Doch die meisten Menschen scheitern daran, weil sie an falschen Meinungen festhalten, die sie problemlos korrigieren könnten, wenn sie über sich selbst hinausgehen würden, um ihre Situation objektiv zu betrachten und abzuwägen, was sie und andere darüber denken. Aus diesem Grund bin ich der Meinung, dass Sie radikal aufgeschlossen sein müssen.

SEIEN SIE AUFGESCHLOSSEN!

Die größten Barrieren, die dem entgegenstehen, sind die Ego-Barriere und die Barriere unserer blinden Flecken. Die Ego-Barriere ist unser angeborener Wunsch, kompetent zu sein und von anderen als kompetent wahrgenommen zu werden. Die Blinder-Fleck-Barriere ist das Ergebnis der Tatsache, dass wir Dinge durch unsere eigenen subjektiven Augen sehen. Beide Barrieren können uns davon abhalten, zu erkennen, wie Dinge wirklich sind. Das wichtigste Gegenmittel gegen sie ist radikale Aufgeschlossenheit, motiviert von der echten Sorge, die eigenen Wahlmöglichkeiten nicht optimal zu erkennen. Sie steht für die →

Fähigkeit, effektiv andere Standpunkte und unterschiedliche Möglichkeiten zu erkunden, ohne sich vom eigenen Ego oder den blinden Flecken davon abhalten zu lassen.

Um gut darin zu sein, müssen Sie respektvolle, bedachte Uneinigkeit praktizieren, also brillante Menschen finden, die anderer Meinung sind als Sie, um die Dinge durch deren Augen zu betrachten und tieferes Wissen darüber zu gewinnen. Dadurch erhöhen Sie die Wahrscheinlichkeit dafür, dass Sie gute Entscheidungen treffen, und Sie können fabelhaft viel lernen. Wenn Sie sich radikale Aufgeschlossenheit angewöhnen und überlegte Uneinigkeit praktizieren können, werden Sie Ihren Lernerfolg radikal verbessern.

LERNEN SIE, WIE ANDERE MENSCHEN „TICKEN“!

Zuletzt erfordert radikale Aufgeschlossenheit von Ihnen, dass Sie über eine genaue Einschätzung Ihrer eigenen Stärken und Schwächen und der von anderen verfügen. An diesem Punkt wird es wichtig, etwas von der Funktionsweise des Gehirns und den unterschiedlichen psychometrischen Tests zu verstehen, die dabei helfen können, Ihr eigenes Gehirn besser kennenzulernen. Um die besten Ergebnisse von sich selbst und anderen zu bekommen, müssen Sie verstehen, dass Menschen unterschiedlich verschaltet sind.

Kurz zusammengefasst: Wenn Sie lernen wollen, wie Sie auf die bestmögliche Weise Entscheidungen treffen und den Mut haben können, dies auch zu tun, müssen Sie a) das verfolgen, was Sie wollen, b) scheitern und mithilfe von radikaler Aufgeschlossenheit konstruktiv darüber nachdenken und sich c) so weiterentwickeln/verändern, dass Sie kompetenter und weniger ängstlich werden. In meinem Buch „Die Prinzipien des Erfolgs“ habe ich einige der detaillierten Prinzipien dazu erläutert. Sie können dabei helfen, die drei genannten Punkte umzusetzen und in konkreten Situationen

Ihre Optionen abzuwägen, um den richtigen Weg nach vorn zu finden.

VERGESSEN SIE DIE ALLEINGÄNGE!

Natürlich können Sie all das allein machen. Aber wenn Sie irgendetwas vom Konzept der radikalen Aufgeschlossenheit verstanden haben, sollte offensichtlich für Sie sein, dass Sie im Alleingang nicht sehr weit kommen würden. Wir alle brauchen andere Menschen, die uns dabei helfen, uns abzustimmen und zur bestmöglichen Entscheidung zu gelangen – und dabei, unsere eigenen Schwächen objektiv zu sehen und sie auszugleichen. Stärker als von allem anderen wird Ihr Leben von den Menschen um Sie herum und Ihrer Interaktion miteinander beeinflusst.

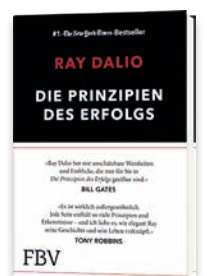
Wenn Sie mit anderen zusammenarbeiten, die das Gleiche wollen, werden Sie viel eher das bekommen, was Sie wollen, als wenn Sie es allein versuchen. Weil die Kraft einer Gruppe so viel größer ist als die einer Einzelperson, sind die Prinzipien der Arbeit wahrscheinlich noch wichtiger als diejenigen, die sich allein auf uns selbst beziehen. Tatsächlich habe ich, als ich das Buch schrieb, zuerst sie und dann die *Prinzipien für das Leben* aufgeschrieben, denn ich wollte anderen helfen, den Ansatz zu verstehen, den ich implizit für die Führung von Bridgewater nutzte. Meine Prinzipien für die Arbeit sind im Grunde die Prinzipien für das Leben, angewendet auf Gruppen.

Schlussendlich geht es darum, dass aus unabhängigem Denken effektive Entscheidungsfindung in der Gruppe wird. Ich bin der Meinung, dass ein solches System jede Art von Organisation – Unternehmen, Regierungen, Philanthropie – effektiver und die Arbeit darin befriedigender machen kann. Ich kann Sie nur ermutigen. ♦

**Stärker als
von allem
anderen
wird Ihr
Leben von
den Men-
schen um
Sie herum
und Ihrer
Interaktion
miteinan-
der beein-
flusst.**

Ray Dalio

gründete 1975 Bridgewater Associates, heute einer der größten Hedgefonds der Welt. Im Finanzbuch Verlag ist jüngst sein neues Buch „Die Prinzipien des Erfolgs“ auf Deutsch erschienen.



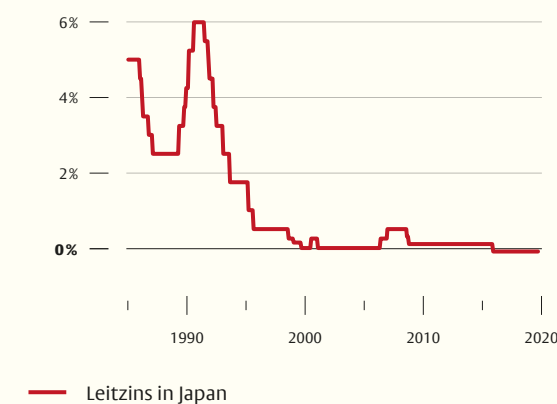
Die Prinzipien des Erfolgs

688 Seiten, gebunden
Finanz Buch Verlag
ISBN 978-3-95972-123-3
€ 29,99



25 Jahre Niedrigzins – Japan feiert ein zweifelhaftes Jubiläum. Das Land gilt als Blaupause für eine ultraexpansive Geldpolitik, auch in Europa. Von den Risiken und Nebenwirkungen eines Lebens ohne Zinsen.

Grafik 1 **25 Jahre Tiefzins** – Im April 1995 lagen Japans Leitzinsen zum letzten Mal über einem Prozent.



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

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 10. Januar 2020

von Julian Marx

Es war bei einem Staatsbankett am 9. Januar 1992. Zuerst wurde roher Lachs mit Kaviar serviert. Danach stand gegrilltes Rindfleisch mit pfeffriger Sauce auf der Karte. Doch dazu sollte es nicht mehr kommen: „George H.W. Bush, der 41. Präsident der Vereinigten Staaten, rückte seinen Stuhl zurück und wurde ohnmächtig. Sein Kinn stürzte auf die Brust, sein Körper rollte zu seiner Linken, und er erbrach auf die Hose seines Gastgebers, des japanischen Premierministers Kiichi Miyazawa“, berichtete das US-Magazin „Newsweek“ über diesen Abend.

Ein peinlicher Vorfall in einem traditionsbewussten Land. Der Staatsgast hatte sich einen Virus eingefangen – und damit seinen Wahlkampfauftritt verpatzt. Medienwirksam hatte er sich über die Exportstärke Japans beschweren wollen, die der USA die Handelsbilanz verhaselte. Sein Gegenüber kämpfte mit ganz anderen Problemen: Das frühere Wirtschaftswunder in Japan entpuppte sich zunehmend als Spekulationsblase, und die Kurse an der Börse Tokio waren im freien Fall.

Der missglückte Staatsbesuch gilt bis heute als schlechtes Omen für die folgenden Jahrzehnte. In nur zwei Jahren fiel der Aktienindex Nikkei 225 um die Hälfte, Immobilien verloren bis heute einen Großteil ihres Werts. In dieser Lage wagte die Bank of Japan (BoJ) ein Experiment, das Schule machen sollte. Sie begann 1995 eine Politik der Niedrigzinsen, die die Wirtschaft in dem am höchsten verschuldeten Land der Welt am Laufen hält. Vier Jahre später – und damit 17 Jahre vor der EZB – führte Nichigin, wie die Japaner ihre Notenbank nennen, Nullzinsen ein (vgl. Grafik 1).

In der Menschheitsgeschichte sind Nullzinsen ein Novum. Seit es schriftliche Überlieferungen gibt, also seit rund 5.000 Jahren, war der Zins niemals negativ. Selbst in den ersten 1.800 Jahren unserer Zeitrechnung, für die der Wissenschaftler Angus Maddison nur 0,1 Prozent Wachstum pro Jahr veranschlagt hat, lag der Zins deutlich über der Nullprozentmarke. Daher lohnt der Blick auf Japan, das Land mit der längsten Geschichte einer derart extremen Geldpolitik. →

**DER RAUSCH –
AM ANFANG EINER KRISE STEHT
DIE EUPHORIE**

Vor 30 Jahren war Japan die angesagteste Wirtschaftsnation der Welt. Das nominale Bruttoinlandsprodukt konnte seit 1985 in nur fünf Jahren um fast vierzig Prozent zulegen, der Immobilienmarkt war viermal höher bewertet als der gesamte Bestand der USA, und der Leitindex Nikkei 225 hatte sich in drei Jahren auf fast 39.000 Punkte verdreifacht.

Doch die Börsenparty war auf Pump finanziert, die Weichen zum Platzen der Spekulationsblase waren bereits gestellt. Die japanische Notenbank hatte im Mai 1989 begonnen, den Diskontsatz in fünf Schritten von damals 2,5 auf sechs Prozent anzuheben. Das Wachstum begann abzuebben, und die von den Marktteilnehmern eingepreiste Wachstumseuphorie verpuffte. Innerhalb von zwei Jahren verlor die Börse etwa die Hälfte an Wert – und der Abverkauf setzte sich fort.

In Europa zeigen sich Parallelen. Wie in Japan gab es auch im südlichen Teil der Eurozone Wachstumsübertreibungen. Auch hier waren ein überschuldeter Privatsektor und unterkapitalisierte Banken die Folge. Das Problem: Im Zuge der Euroeinführung gab es ab 1999 kaum noch Zinsunterschiede bei den zehnjährigen Anleihen der Mitgliedsländer (vgl. [Grafik 2 auf Seite 62](#)). Manche Schuldner profitierten. So lag im Januar 1996 der durchschnittliche Zins für Immobilienkredite im Neugeschäft italienischer Banken bei elf Prozent. Innerhalb von drei Jahren sank dieser Satz auf fünf Prozent. Die Schulden der Privathaushalte und Unternehmen verdoppelten sich in Spanien in den zehn Jahren von der Euroeinführung bis zur Finanzkrise auf mehr als 200 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) (vgl. [Grafik 3 auf Seite 62](#)). Gleichzeitig rangierte das Land, ebenso wie Griechenland, beim Wachstum weit vorn.

Es entwickelte sich in den südlichen Euroländern eine kreditgetriebene Wachstumseuphorie, die an das Japan Ende der 80er-Jahre erinnert. Sie mündete in steigenden Vermögenspreisen und nicht nachhaltigen Wachstumsraten. So verteuerten sich die Immobilienpreise in Spanien zwischen 1999 und 2008 um etwa 170 Prozent. Im Zuge der Finanzkrise platzte dann die Immobilienblase.

**BAD SUSHI –
ZINSENKUNGEN UND STEUERVORTEILE
VERSTÄRKEN DEN RAUSCH**

Bis in die späten 1970er-Jahre war das Tätigkeitsfeld von Japans Banken auf das klassische Kreditgeschäft beschränkt worden. Eine festgelegte Zinsobergrenze für Einlagen in Verbindung mit einer über viele Jahre geringen Wettbewerbsintensität gewährleistete dem Bankensektor eine auskömmliche Zinsmarge. Doch spätestens mit der einsetzenden Deregulierung des Finanzsektors ab Anfang der 80er-Jahre begann die Ertragskraft japanischer Banken zu schwinden.

Ein Grund dafür war die Lockerung der Restriktionen für die Emission und Handelbarkeit von Anleihen und Geldmarktpapieren. In der Folge fragten Unternehmen deutlich weniger Bankkredite nach. Refinanzierten sich Japans Firmen Ende der 70er noch zu 85 Prozent über Bankkredite, schmolz dieser Anteil bis 1988 auf etwa 63 Prozent ab. Der (vermeintliche) Ausweg: Immer mehr Finanzinstitute forcierten den Absatz von Immobilienkrediten.

Die japanische Steuerpolitik befeuerte ebenfalls die Vermittlung von Baukrediten. Denn die Erbschaftsteuer lag für große Vermögen bei 70 oder 75 Prozent. Grundstücke flossen allerdings nur zu 50 Prozent ihres Werts in die Bemessungsgrundlage ein, während Kreditschulden vollständig abgesetzt werden konnten. Ein Anreiz für vermögende Privatpersonen, Grundstücke auf Pump zu kaufen. Auch Firmen konnten Kreditzinsen auf Gebäude steuermindernd ansetzen, während Buchgewinne erst bei Verkauf zu versteuern waren. Die Geschichte nahm ihren Lauf: Die Privatverschuldung schwoll von gut 140 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) Anfang 1980 auf rund 210 Prozent im Jahr 1990 an. Die Grundstückspreise in den Metropolregionen konnten sich in diesem Zeitraum sogar versechsfachen.

Auch die japanische Notenbank heizte die Spekulationsblase an, als sie mitten im Boom die Zinsen senkte. Ihr Fokus lag zu dieser Zeit auf der Stabilisierung des Wechselkurses. Hatte sich doch das US-Handelsdefizit gegenüber Japan zu dieser Zeit auf gut ein Prozent des US-Bruttoinlandsprodukts hochgeschraubt. Im Plaza-Abkommen vom September 1985 vereinbarten die G5-Staaten daher eine gemeinschaftliche

Intervention am Devisenmarkt – in Folge wertete der US-Dollar um etwa 40 Prozent ab. Damit galt der Yen als attraktive „Starkwährung“ und zog Kapital aus der ganzen Welt an. Um die Währung zu schwächen, senkte die Bank of Japan die Leitzinsen von fünf Prozent im Jahr 1985 auf 2,5 Prozent im Februar 1987. Das über zwei Jahre niedrige Zinsniveau wirkte wie ein Brandbeschleuniger und erhöhte die Vermögenspreise weiter. Am Ende sah sich die BoJ gezwungen, dieser Entwicklung mittels Leitzinsanhebungen gegenzusteuern. Doch gute Vorsätze halten manchmal nicht lange vor.

**ZU VIEL DES GUTEN –
DER ÜBERSCHULDETE PRIVATSEKTOR
LÖST EINE BANKENKRISE AUS**

Während die Börse im Jahr 1990 einbrach und bereits deutliche Warnsignale sendete, hielt die BoJ zunächst an der jüngeren Straffung ihrer Geldpolitik fest. Doch ab Juli 1991 begann sie, die Leitzinsen von damals sechs Prozent zu senken. Aber die verbesserten Refinanzierungsbedingungen konnten das Ende der Immobilienblase nicht abwenden. Privathaushalte und Unternehmen hatten sich angesichts der verschlechterten Wachstumsaussichten maßlos übernommen. Das Kreditbuch der Banken war „verseucht“. Seit 1993 war der japanische Bankensektor über das gesamte Jahrzehnt unprofitabel. Nur die Realisierung von Buchgewinnen, die Verschleierung weiterer Kreditausfälle und die Eigenkapitalunterlegung durch japanische Versicherer ließen die Institute überleben. Erst 1999 wurden in größerem Umfang Maßnahmen zur Rekapitalisierung der Banken ergriffen.

Unterm Strich verloren Japans Finanzinstitute zwischen 1992 und 2001 umgerechnet etwa 700 Milliarden US-Dollar durch faule Kredite, was etwa 15 Prozent der japanischen Wirtschaftsleistung aus dem Jahr 2000 entsprach. Was zurückblieb, war ein auf Jahre hinaus marodes Finanzsystem. Die Kreditvergabe vieler Banken blieb gelähmt – und damit auch die Realwirtschaft.

Anders als Nichigin in den 90ern reagierten die Europäische Zentralbank (EZB) und die Euro-Staaten frühzeitig und entschlossen, um nach der Finanz- und Eurokrise das Finanzsystem zu stabilisieren. Zahlreiche Banken wurden rekapitalisiert oder zwangsverstaatlicht. Die EZB stellt den

Banken bis heute quasi unbegrenzt Liquidität bereit. Diese Maßnahmen dürften wesentlich dazu beigetragen haben, dass das BIP der Eurozone seit 2010 jährlich um 1,4 Prozent real (oder 2,5 Prozent ohne Abzug der Inflation) wuchs. Eine Depression, wie sie Japan erlebte, blieb bislang (noch) aus.

**PERMAFROST DER WIRTSCHAFT –
SELBST MASSIVE ZINSENKUNGEN
FÖRDERN KEIN WACHSTUM**

Seit einigen Jahren wächst die Wirtschaft in Japan wieder im Schnitt mit einem Prozent pro Jahr. Doch unterm Strich lag die nominale Wirtschaftsleistung 2018 mit 549 Billionen Yen gerade drei Prozentpunkte über derjenigen aus dem Jahr 1997. Japans Wirtschaft befindet sich im Permafrost. Seit 20 Jahren ist sie kaum gewachsen (vgl. [Grafik 4 auf der folgenden Seite](#)).

Die Notenbank versuchte ab 1991, mit Zinssenkungen das Wachstum anzukurbeln. Innerhalb von vier Jahren senkte sie die Zinsen von sechs Prozent auf nahe null Prozent. Doch auch dadurch konnte sie eine zwischenzeitliche Rezession nicht vermeiden. Denn Zinserhöhungen können zwar in einem Aufschwung das Wachstum bremsen. Doch die Wirtschaft in einem Abschwung anzukurbeln ist weitaus schwieriger.

Die Lehre aus dem ewigen Zinstief: Finanzielle Ingenieurskunst allein reicht nicht aus, um die Wirtschaft zu beflügeln. Kreditnachfrage und Wachstum lassen sich nicht einfach per Knopfdruck erzeugen. Auf lange Sicht können niedrige Zinsen sogar schaden. Schwächelnde Unternehmen werden mit günstigen Krediten durchgeschleppt, es droht eine „Zombifizierung“ der Wirtschaft, schädlich für Innovation und neue Wachstumsbranchen.

**Taugt Nippon als Blaupause
für Europa?**

FASTENSPEISE –
TROTZ NIEDRIGZINSEN BLEIBT
DIE INFLATION NIEDRIG

Zinssenkungen sollen die Kreditnachfrage stimulieren, dadurch die umlaufende Geldmenge erhöhen und so die Inflation anheizen. Soweit – etwas vereinfacht – die Theorie. Doch trotz der Niedrigzinsen sah sich die BoJ zeitweise mit negativen Inflationsraten konfrontiert. Japan erfährt seit der „verlorenen Dekade“ der 90er-Jahre bis in die jüngere Vergangenheit hinein wiederholt deflationäre Phasen – also Phasen, in denen die Verbraucherpreise sinken. In einer solchen Situation bemühen sich Notenbanken um eine möglichst expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik, um ihr geldpolitisches Mandat der Preisstabilität zu erfüllen.

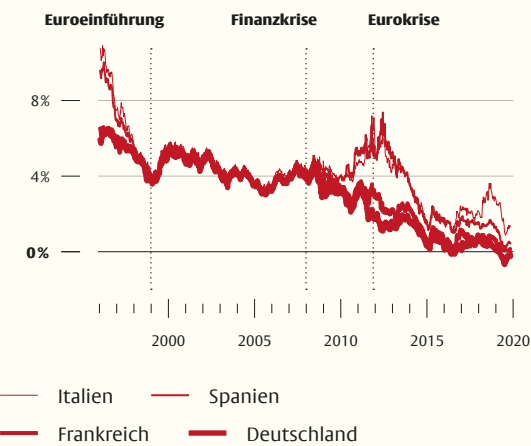
2016 kündigte die BoJ erstmals Negativzinsen an. Gleichzeitig garantiert sie seither, die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen bei null Prozent zu deckeln. Zudem würde die Notenbank nichts unternehmen, falls die Inflation die bisher angestrebte Zwei-Prozent-Marke übersteigt. Für Japans Sparer verspricht diese Kombination nichts Gutes. Die Kreditnachfrage sprang trotzdem nicht an.

Taugt Nippon als Blaupause für Europa? 2012 begann unter EZB-Chef Mario Draghi im Zuge der Eurokrise die Politik des billigen Geldes. Die EZB senkte die Leitzinsen auf unter ein Prozent und 2016 zementierte sie den Hauptrefinanzierungssatz bei 0,00 Prozent. Begründet wird die Tiefzinspolitik seither vor allem mit der anhaltend niedrigen Inflation im Euroraum. In seiner achtjährigen Amtszeit hat Draghi das EZB-Mandat, das eine Preissteigerung von unter, aber nahe zwei Prozent anstrebt, weitestgehend erfüllt. Die Inflation lag im Schnitt knapp über einem Prozent.

PLANWIRTSCHAFT –
WENN VOR ALLEM DER STAAT INVESTIERT

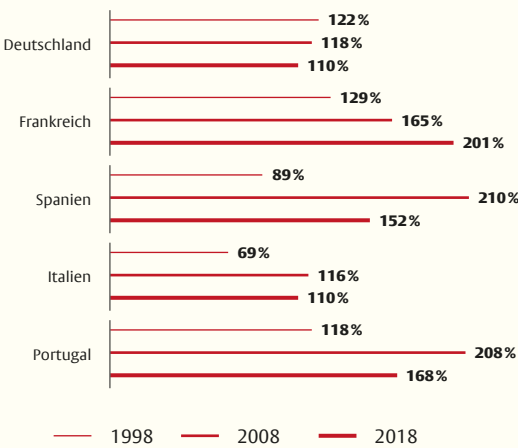
Egal ob in Japan oder in der Eurozone, ein sehr großer Kreditnehmer bleibt der Staat. Verschuldeten sich in den „guten“ Jahren des Aufschwungs vor allem Privathaushalte und Unternehmen, ist es inzwischen der Fiskus. In Japan stieg die Staatsverschuldung auch aufgrund zahlreicher Konjunkturprogramme auf mehr als 230 Prozent des BIP. Auch im

Grafik 2 **Konvergenz: (Keine) Risikodifferenzierung in der Eurozone** – Rendite 10-jähriger Euro-Staatsanleihen



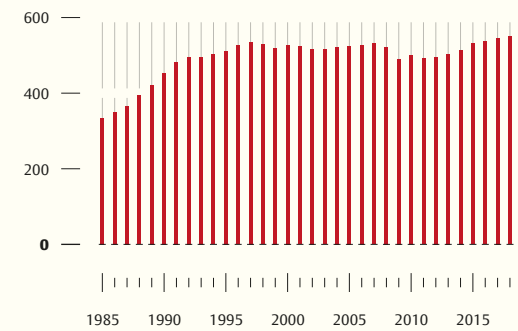
Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 10. Januar 2020

Grafik 3 **Billiges Geld treibt südeuropäisches Wachstum** – Privatverschuldung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



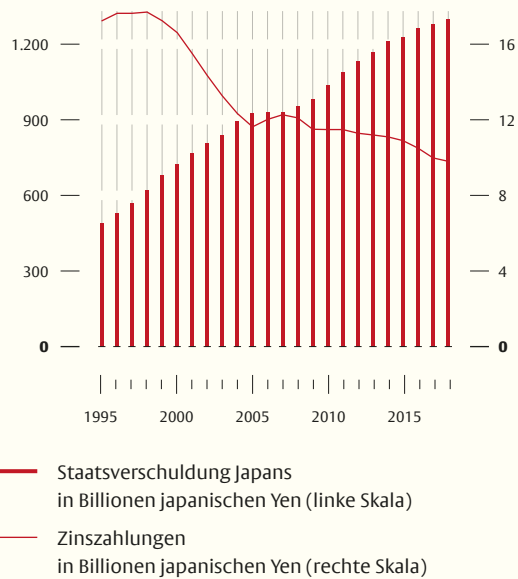
Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 10. Januar 2020

Grafik 4 **Stagnation** – Bruttoinlandsprodukt Japans in Billionen Yen



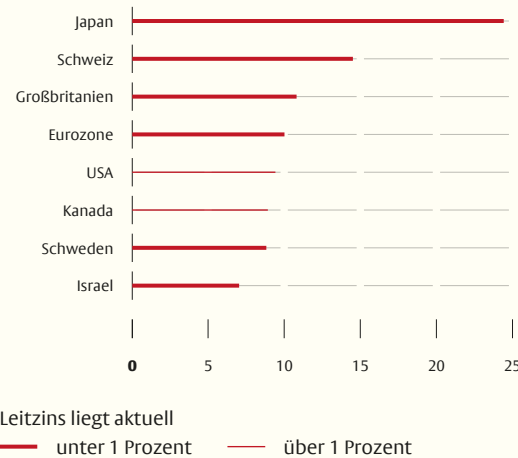
Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.
Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 10. Januar 2020

Grafik 5 **Der Schuldenweltmeister zahlt kaum noch Zinsen** – Die Zinskosten sinken, obwohl die Schulden ständig steigen



Quelle: Japan Ministry of Finance, Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 10. Januar 2020

Grafik 6 **Die Tiefzinsjahre haben gerade erst begonnen** – Anzahl der Jahre, in denen der Leitzins höchstens ein Prozent betrug



Quelle: Japan Ministry of Finance, Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 10. Januar 2020

Statt unpopuläre
Umstrukturierungen durch-
zuführen, versüßen in Japan
teure Konjunkturprogramme
das Leben.

Euroraum sind die Staatsschulden gegenüber den neunziger Jahren spürbar gestiegen und erreichen im Durchschnitt 84 Prozent des BIP. In Italien liegt die Quote bei 133 Prozent, in Frankreich bei 99 Prozent und in Spanien bei 96 Prozent.

Aufgrund der Niedrigzinspolitik konnten die Regierungen beider Wirtschaftsräume die Staatsschulden erhöhen, während sich die Zinslast verringert hat (vgl. Grafik 5). Statt also unpopuläre Umstrukturierungen durchzuführen, versüßen in Japan teure Konjunkturprogramme das Leben. Doch deren Wirkung war verhalten.

Insbesondere im Fall von Japan belastet zudem die Überalterung der Gesellschaft: So ist der Anteil der über 65-jährigen an der Bevölkerung Japans von 15 Prozent 1995 auf 28 Prozent 2018 gestiegen, und Fachkräfte sind entsprechend rar. Auch in Deutschland bremst ein Fachkräftemangel die Wirtschaft. Die größte Volkswirtschaft der Eurozone, die sich heute nahe der Vollbeschäftigung bewegt und deren Babyboomer sich mit großen Schritten ihrer Rente annähern, könnte in Zukunft stark unter einem sich weiter einengenden Arbeitnehmerangebot „leiden“. Wie stark, das lässt sich nicht seriös prognostizieren. Denn der technologische Fortschritt dürfte auch zukünftig für spürbare Effizienz- und Produktivitätsgewinne sorgen, die positiv auf das Wachstum wirken.

Mit Blick auf die vergangenen 25 Jahre in Japan zeigt sich: Europa steht wohl eher am Anfang als am Ende der Tiefzinsphase (vgl. Grafik 6). Das Beispiel Japan belegt, dass Geldpolitik allein nicht als Wachstumsmotor fungieren kann. Die Tragfähigkeit der gewaltigen Schuldenberge von Staaten und Unternehmen hängt am Niedrigzins, wenn spürbare Inflations- und Wachstumsimpulse ausbleiben. Die Alterung der Gesellschaft dämpft die Konjunktur, auch in Europa.

Wir sollten uns darauf einstellen, die zum Teil kräftigen Wachstumsjahre der Vergangenheit nicht wiederholen zu können. Die fetten Jahre sind vorbei – trotz (und auf lange Sicht auch wegen) andauernder Null- und Minuszinsen. ♦

Julian Marx ist Analyst
bei der Flossbach von Storch AG.

„Es wird gewurstelt – solange es geht“

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.



Mario Draghi ist in Rente – freut Ihr euch darüber?

VORNDRAN: Warum sollten wir?

Weil er den Eurozonen-Zins abgeschafft hat und dafür verantwortlich ist, dass Millionen von Menschen schleichend enteignet werden – darum.

LEHR: Das ist die Perspektive des Sparer – und deshalb sehr subjektiv. Was würde wohl ein Häuslebauer sagen, der sein neues Heim heute sehr viel günstiger finanzieren kann als vor einigen Jahren?

Er würde darüber klagen, dass die Hauspreise so kräftig gestiegen sind.

VORNDRAN: Aber im Schnitt bei Weitem nicht so kräftig, wie der Bauzins gesunken ist. Rechnen wir beides gegeneinander auf, steht unter dem Strich die Erkenntnis, dass der Hauskauf heute deutlich günstiger ist als vor zehn Jahren – obwohl die Preise zum Teil kräftig gestiegen sind. Mario Draghi sei Dank.

Also würdet ihr den Menschen empfehlen, Immobilien zu kaufen?

VORNDRAN: Ja, aber mit einer entscheidenden Einschränkung: Es muss sich um eine selbst genutzte Immobilie handeln. Bei Zinshäusern wären wir vorsichtig. Da werden die Risiken von Laien oftmals unterschätzt. Außerdem gibt es günstigere und damit bessere Anlagealternativen.

Die wären?

LEHR: Aktien. Deren Chance-Risiko-Profil ist langfristig deutlich besser. Diejenigen, die heute über Draghi schimpfen, haben es also in der Hand, ihre Anlagestrategie zu überdenken ...

Also fällt euer Urteil zu Draghis Wirken deutlich positiver aus als das der „Bild“-Zeitung, die ihn jüngst als blutsaugenden Vampir abgebildet hat?

LEHR: Draghi hat mit seiner mutigen „Whatever-it-takes-Rede“ im Sommer 2012 den Euro gerettet, zumindest vorerst. Er hat den Eurostaaten Zeit gekauft, um nötige Strukturreformen auf den Weg zu bringen ...

VORNDRAN: ... die diese leider mehr oder weniger haben verstreichen lassen. Das können wir Mario Draghi aber nicht ernsthaft vorwerfen. Er hat sein Mandat, das der EZB, ausgefüllt. Der Vorwurf sollte vielmehr an die Politik-Verantwortlichen in den verschiedenen Hauptstädten gerichtet werden.

LEHR: Ich würde gerne noch mal auf eure Eingangsfrage zu sprechen kommen, die impliziert, dass wir, wenn wir uns denn über Draghis Abgang freuen würden, damit rechneten, dass seine Nachfolgerin die Notenbankpolitik umkehren könnte. Was sie aber nicht kann.

Was haltet ihr denn von Christine Lagarde?

VORNDRAN: Eine erfahrene, kluge und bestens verdrahtete Politikerin, die jedoch keinerlei Handlungsspielraum hat. Draghis Versprechen, den Euro um jeden Preis retten zu wollen, gilt auch für Lagarde. Sie wird sich daran messen lassen müssen – und eine neue Eurokrise vermeiden wollen, koste es sie, was es wolle.

LEHR: Heißt nichts anderes, als dass der Zins tief bleibt.

VORNDRAN: Und vielleicht sogar noch weiter fällt, sollte sich die Konjunktur eintrüben.

Gehen wir doch mal davon aus, die Konjunktur bleibt stabil, wächst also moderat, oder, mehr noch, sie zieht kräftig an. Was würde Lagarde denn dann tun beziehungsweise tun können?

VORNDRAN: Wächst die Wirtschaft moderat, wird sie vermutlich den Anschein erwecken, dass eine Zinswende immer noch möglich sei. Ganz bald. Irgendwann. Vielleicht.

LEHR: Zumindest wäre die Hoffnung der Sparer auf bessere Zeiten einmal mehr vergebens geweckt. Sollte die Konjunktur kräftig anziehen, was derzeit eher unwahrscheinlich erscheint, wird die EZB den Zins nur in homöopathischen Dosen anheben können. Denn ein deutlicher Anstieg brächte viele Schuldner in Bedrängnis, und die Immobilienpreise würden implodieren. Keine angenehme Vorstellung.

VORNDRAN: Am Ende läuft also alles auf ein Szenario des Durchwurstelns hinaus.

LEHR: Würde ich auch so sehen. Zaghafte Normalisierungsversuche und erneute Zinssenkungen wechseln einander ab – solange es irgendwie geht.

Strategie & Strategie

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

Glossar

Fachbegriffe kurz erklärt

Agio, Disagio – Einmaliger Aufschlag auf ein Wertpapier oder einen Fonds. Etwa ein Ausgabeaufschlag beim Kauf eines Fonds oder eine Prämie bei Neuemissionen von Anleihen. Disagio bedeutet „Abschlag“, etwa im Kreditgeschäft.

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.

Buy-and-Hold-Strategie – Das langfristige „Kaufen und Halten“ von Wertpapieren und Aussitzen kurzfristiger Kursschwankungen.

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.

Exchange Traded Fund (ETF) – Börsengehandelter Indexfonds. Mit ETFs können Anleger in ein breit gestreutes Portfolio von Aktien und anderen Anlageklassen investieren. Sie bilden in der Regel die Wertentwicklung eines bestehenden Index wie z.B. des Dax nach.

ETC – Abkürzung für Exchange Traded Commodities (börsengehandelter Rohstofffonds). Ein passiv verwalteter Investmentfonds, der Rohstoffpreise (etwa von Gold) abbildet und an der Börse handelbar ist. Inhaberschuldverschreibungen, die Rohstoffe teils physisch hinterlegen.

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.

Performance – Wertentwicklung eines Wertpapiers oder eines Portfolios.

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.

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.

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

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.

© 2020 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

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

Vorstand: Karl Kempen, Markus Müller, Christian Schlosser
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dirk von Velsen

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: 10. Januar 2020

LU 112 0120 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:
Ray Dalio, Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Dörte Jochims, Marius Kleinheyer, Thomas Mayer, 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: ©Yuri Arcurs, iStockphoto (Cover + S. 2); ©Marc Comes, CHB-P (S. 3); ©Bernd Brueggemann, iStockphoto (S. 5 oben); ©Marc Comes, CHB-P (S. 5 mittig); ©dule964, Adobe Stock (S. 5 unten); ©Fabio Amicucci, iStockphoto (S. 6–15); ©Jim Urquhart, Reuters, Picture Alliance (S. 11); ©renaschild, iStockphoto (S. 14+15); ©Stephan Pick (S. 16); ©Peter Steffen, Picture Alliance (S. 19); ©Jinhe Li (S. 20); ©Bernd Brueggemann, iStockphoto (S. 22–25); ©Jetlinerimages, iStockphoto (S. 28+29); ©Marc Comes, CHB-P (S. 30–35); ©Annie Spratt, Unsplash (S. 38–41); ©Marc Comes, CHB-P (S. 42–53); ©Bloomberg/Kontributor, Getty Images (S. 54–57); ©dule964, Adobe Stock (S. 58); ©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

