

Position

Themen und Denkanstöße für Investoren | 3.2018

Höhere Zinsen? Kann sich Europa nicht leisten!

Altersvorsorge

Die Rente ist nicht sicher. Jeder weiß es, aber nur wenige tun etwas.

Nachhaltigkeit

Auf was Investoren bei Unternehmen wirklich achten sollten.

Psychologie

Anleger machen immer die gleichen Fehler – warum eigentlich?



Flossbach von Storch

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

Das Magazin können Sie kostenfrei abonnieren.
Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Position als PDF-Download
oder im kostenfreien Abo:
www.flossbachvonstorch.lu/position



Auf ein Wort

Eines haben uns die Kapitalmärkte in den vergangenen Jahrzehnten gelehrt: Es braucht Realismus. Wenn ein Unternehmen keine Perspektive hat, meiden wir die Aktie – und auch die Anleihe. Wir vertrauen den Fakten. Träumereien, so interessant sie dann und wann auch sein mögen, überlassen wir anderen. Nur mit dieser Haltung können wir unseren Auftrag erfüllen: das uns anvertraute Vermögen langfristig erhalten und mehren.

Das bedeutet jedoch nicht, dass wir uns nicht mit Gedankenspielen beschäftigen, die wir zwar für unrealistisch halten, die Menschen und Märkte aber trotzdem bewegen. „Denke das Udenkbare“ ist zu einer Maxime unseres Handelns geworden. Nehmen wir die „Zinswende“, die angeblich kommen wird. Die Zeitungen sind voll davon. Der Bundesfinanzminister kalkuliert mit ihr, zumindest in der mittelfristigen Finanzplanung seines Ministeriums. Millionen deutscher Sparbuchsparer träumen davon, denn schon sehr lange sorgt die Inflation dafür, dass ihr Geld langsam, aber sicher an Wert verliert.

Deutlich steigende Zinsen. Welche Auswirkungen hätte das – ganz konkret? Wir haben nachgerechnet, was eine echte Zinswende, also ein Zinsanstieg hin zu alten Niveaus von vier oder fünf Prozent, für Staaten und Bürger bedeuten würde. Die Ergebnisse sind ernüchternd. Die hoch verschuldeten Mitgliedsländer der Eurozone dürfte die Last steigen-

der Zinsen überfordern. Der Euro stünde zur Disposition. Private Schuldner wären ebenfalls betroffen. Unternehmer beispielsweise, die sich längst an die niedrigen Zinsen gewöhnt haben – und deren Geschäftsmodell in Gefahr wäre, wenn die Zinsen deutlicher stiegen. Oder Immobilienbesitzer, die ihre Häuschen zu Höchstpreisen gekauft und sich dafür bis über beide Ohren verschuldet haben – sie dürften sich bei der Verlängerung ihrer Kredite schwertun. Keine guten Nachrichten für die angeschlagenen Banken der Eurozone, denn deren Kreditbücher sind bereits prall gefüllt mit faulen Krediten.

Ist eine Zinswende in Europa wirklich wahrscheinlich? Oder andersherum: Werden die Notenbanker angesichts der zuvor beschriebenen Risiken den Zins tatsächlich deutlich anheben? Unsere Antwort darauf, die Fakten, finden Sie in unserer Titelgeschichte ab Seite 10.

Eine spannende Lektüre wünscht

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



06

Weltbild	
Eurozone	
Keine Zinswende ohne Knall	06
Analyse	
Höhere Zinsen? Kann sich Europa nicht leisten!	10
Fiktives Interview	
Ludwig Erhard: „Die Freiheit ist unteilbar“	18
Unternehmen	
Nachhaltigkeit als Krisenschutz	22

28

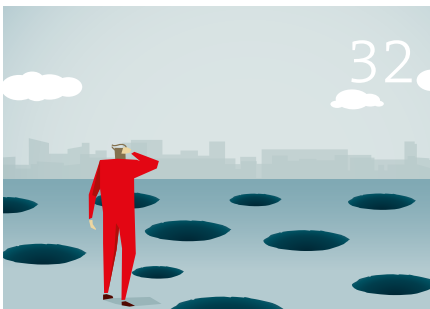
Anlagestrategie	
Altersvorsorge	
Viele Anleger sparen falsch	28
Psychologie	
Vorsicht, Falle	32
Daten und Fakten	
Die Deutschen verschenken 500 Milliarden Euro	38

Unternehmen
Nachhaltigkeit als Krisenschutz
Warum das Management eines Unternehmens so wichtig ist für dessen langfristigen Erfolg.



40

Kontext	
Gastbeitrag	
Eskaliert der Handelsstreit?	40
Auszeit	
Über den Tellerrand	44
Lesezeichen	
Die Herren des Geldes	52
Strategie & Strategie	
Besitzen Sie Bitcoins?	54
Lieblingsorte	
Schrauben, gleiten, denken	56
Glossar	58



Psychologie
Vorsicht, Falle
Warum der Anleger häufig sein größter Feind ist – und wie sich Psychofallen vermeiden lassen.



Fiktives Interview mit Ludwig Erhard
„Die Freiheit ist unteilbar“

Nationalismus, Protektionismus und Eurokrise. Was hätte wohl der Vordenker des deutschen Wirtschaftswunders zu den heutigen Problemen gesagt?



Keine Zinswende ohne Knall

Die Renditen italienischer Staatsanleihen haben zuletzt deutlich zugelegt. Sechs Jahre nach dem Höhepunkt der Eurokrise sind sie wieder zum Spiegelbild der Probleme in der Währungsgemeinschaft geworden. Aber was folgt daraus?

VON BERT FLOSSBACH

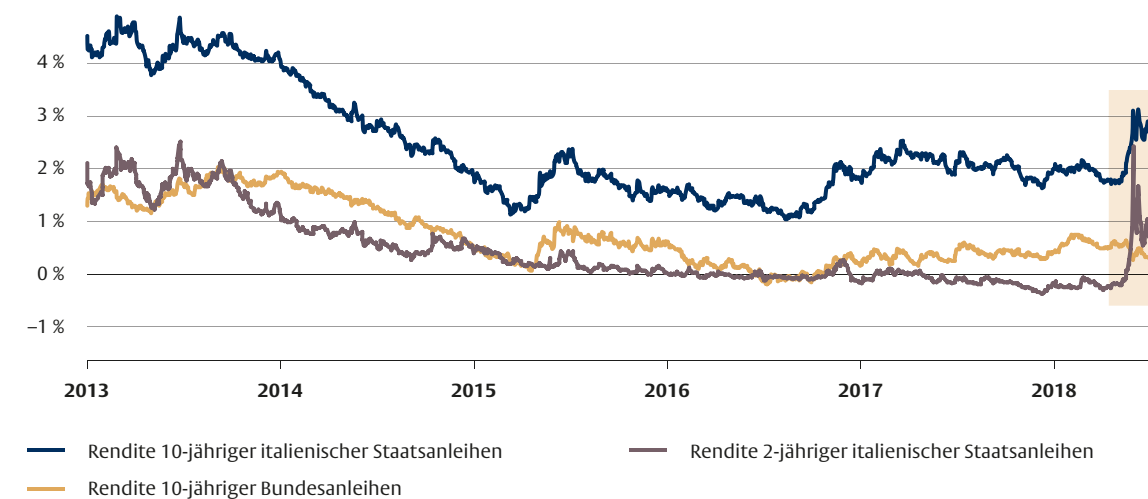
Die Finanzminister der Eurostaaten haben sich in Luxemburg getroffen, um über die Reform der Eurozone zu beraten. Um Vorschläge zu erörtern, wie sich die Gemeinschaft so umgestalten lässt, dass sich in Zukunft nicht jede Krise gleich zur Existenzkrise auswächst. Fortschritte haben sie dabei kaum erzielt. Weder bei einer europäischen Bankenunion noch bei der Umgestaltung des Euro-Krisenfonds ESM.

In der Praxis bedeutet das, dass die Europäische Zentralbank (EZB) nach wie vor als Retter der letz-

ten Instanz herhalten muss. Dabei „darf“ sie sich entscheiden, ob sie den Euro zusammenhalten oder eine Zinswende anstreben will. Beides zusammen geht nicht! Das scheint auch EZB-Chef Mario Draghi zu spüren. Zwar hat er in seiner jüngsten Stellungnahme angekündigt, die Anleihekäufe der Notenbank zum Ende des Jahres einzustellen. Gleichzeitig versprach er aber, die Zinsen mindestens bis zum Sommer 2019 nicht zu erhöhen. Dass er dabei mehrfach das Wörtchen „mindestens“ verwendet hat, lässt darauf schließen, dass er vorbaut und sich absichert, den Zeitpunkt für die erste Zins-

FRAGILE EUROZONE – ITALIENISCHE POLITIK VERUNSICHERT INVESTOREN

Rendite italienischer und deutscher Staatsanleihen im Vergleich



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

Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Daten per 5. Juli 2018

erhöhung bei Bedarf auch noch länger hinauszuzögern. Auch der Hinweis, dass die Wirtschaft weiterhin der Notenbankhilfen bedürfe und sich die Inflationserwartungen erst noch bei rund zwei Prozent verankern müssten, deutet darauf hin, dass es so bald keine Zinswende geben wird. Wenn sie denn überhaupt kommt ...

ITALIEN MUSS WIEDER MEHR FÜR SEINE SCHULDEN BEZAHLEN

Die Zweifel wachsen. Denn wenn Italien im Euro bleiben soll, darf es keine Zinswende geben. Der Risikoaufschlag italienischer Staatspapiere zu Bundesanleihen liegt mittlerweile wieder bei deutlich mehr als zwei Prozentpunkte. Sofern es nicht zu der vom italienischen Ministerpräsidenten Giuseppe Conte geforderten bedingungslosen Vergemeinschaftung aller wirtschaftlichen Risiken – sprich Staatsschulden und Einlagensicherung für Banken – kommen sollte, dürfte der Risikoaufschlag weiter hoch bleiben, möglicherweise sogar noch steigen (vgl. Grafik oben).

Will die EZB dem Beispiel der US-Notenbank folgen und die Zinsen in den nächsten Jahren deutlich an-

heben, könnten die Renditen italienischer Staatsanleihen auf mehr als vier Prozent steigen. Das hätte für Italien, dessen Schulden mittlerweile 131 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ausmachen, äußerst unangenehme Folgen. Irgendwann hätte Rom dann das Problem, seine Schulden schlicht nicht mehr bezahlen zu können. Das wird die EZB vermutlich nicht zulassen.

Anleger im Euroraum können sich also darauf einstellen, dass die Zinsen noch sehr lange sehr niedrig bleiben dürften und „sichere“ Anleihen auf Dauer keine nennenswerten Renditen mehr abwerfen. Sollte sich die Wirtschaft abkühlen und die nächste Rezession die Eurozone erreichen, bevor die Zinswende eingeleitet ist, müsste die Hoffnung auf höhere Zinsen wohl endgültig begraben werden. Da die EZB die Zinsen nicht deutlich unter null senken kann, bliebe ihr nur noch die Möglichkeit, ihr Anleihekaufprogramm wieder aufzunehmen oder gar auf andere Anlagen, auf Aktien beispielsweise, auszudehnen, um einen starken Anstieg der Risikoprämien zu vermeiden. Dabei könnte sie auch frei werdende Mittel aus fälligen Staatsanleihen vorzugsweise in Anleihen

gefährdeter Staaten reinvestieren. Das würde zwar gegen den bisher gültigen Kapitalschlüssel verstoßen und der Deutschen Bundesbank, die gerne eine etwas weniger großzügige Geldpolitik hätte, nicht gefallen – aber in der Not frisst der Teufel bekanntlich Fliegen. Um die Hypothekenzinsen niedrig zu halten, könnte die EZB auch gezielt in Papiere mit sehr langen Laufzeiten investieren. Auch das dürfte bei der Bundesbank niemanden erfreuen.

Die Zinswende ist, wenn überhaupt, ein US-Phänomen. In Europa oder Japan dagegen müssen sich Sparer noch auf eine lange Zeit niedriger Zinsen einstellen. Für die Eurozone gibt es eigentlich nur noch eine Möglichkeit, zu halbwegs normalen Zinsen zurückzukehren, ohne dass der Euro dabei auseinanderfällt: die Vergemeinschaftung aller Risiken in der Eurozone. Die vermögenden Euromitglieder müssten also für die Probleme der weniger vermögenden geradestehen. Ob das politisch tatsächlich durchsetzbar wäre, darf jedoch bezweifelt werden.

DIE US-ZINSKURVE WIRD IMMER FLACHER – Renditedifferenz zwischen 2-jährigen und 10-jährigen US-Staatsanleihen



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

Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Daten per 5. Juli 2018

WENN DIE ZINSERHÖHUNG VERPUFFT ...

In den USA sieht es auf den ersten Blick etwas anders aus. Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) hat die kurzfristigen Leitzinsen bereits auf 1,75 bis zwei Prozent erhöht – und die nächsten Schritte Richtung drei Prozent in Aussicht gestellt. Das Problem dabei ist, dass beides praktisch keinerlei Auswirkungen auf das langfristige Zinsniveau in den USA hatte. Während die Renditen zweijähriger US-Staatsanleihen seit Jahresanfang auf über 2,53 Prozent gestiegen sind, liegt die Rendite zehnjähriger Papiere mit 2,86 Prozent nur noch 0,33 Prozentpunkte höher (vgl. Grafik unten).

Damit ist die Zinsstrukturkurve so flach wie seit 2007 nicht mehr. Eine flache Kurve signalisiert normalerweise, dass die Wirtschaft sich abkühlt. Sollte sich die Kurve gar invertieren, weil die Renditen langlaufender Anleihen sogar unter die von Anleihen mit kurzer Laufzeit fallen, würde das eine bevorstehende Rezession ankündigen.

ZINSBODEN STATT ZINSWENDE – Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen



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

Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Daten per 5. Juli 2018

Zumindest war das in der Vergangenheit der Fall. Inzwischen gibt es aber noch einen anderen Grund für eine flache Zinsstrukturkurve: das extrem niedrige Zinsniveau in der Eurozone. Es wirkt einem stärkeren Anstieg der US-Renditen entgegen. Daran dürfte sich aufgrund der Tiefzinspolitik der EZB auch zukünftig wenig ändern, zumal es weltweit einen großen Bedarf an sicheren Staatsanleihen gibt. Die große Nachfrage nach US-Anleihen schiebt deren Kurse nach oben; im Umkehrschluss sinken die Renditen. Deshalb erwarten wir trotz des relativ starken Wirtschaftswachstums und einer anziehenden Inflation keinen deutlichen Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA.

Die Zinswende in den USA findet bis dato also vor allem bei kurzen Laufzeiten, die unmittelbar von der Geldpolitik der Notenbank bestimmt werden, statt. Dagegen rentieren zehnjährige Titel heute immer noch unter ihrem Niveau von Ende 2013. Geht man die Zinskurve noch etwas weiter hinaus und schaut auf die Entwicklung der Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen, lässt sich eine Zinswende nicht mal ansatzweise erkennen (vgl. Grafik oben).

Was passiert wohl mit den Anleiherenditen, wenn der fast zehn Jahre alte Konjunkturaufschwung tatsächlich bald zu Ende geht?

Das niedrige Renditeniveau langlaufender US-Staatsanleihen reflektiert auch eine gewisse Konjunkturskepsis, die eng verbunden ist mit der Sorge vor einem Handelskrieg. Ein solcher Handelskrieg kennt bekanntlich keine Gewinner, sondern nur Verlierer. Auch wenn derzeit niemand eine Rezession am Horizont aufziehen sieht, dürfte die Konjunkturskepsis dazu beitragen, dass sich die Zinserhöhungen der US-Notenbank überwiegend auf kurze Laufzeiten auswirken und der Effekt der Geldpolitik am langen Ende eher verpufft. Das Ergebnis wäre dann eine weitere Verflachung der Zinskurve.

Auch in den USA sieht es also nicht nach einer Zinswende aus – auch wenn die Notenbank den Leitzins zuletzt erneut angehoben hat. ■

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

Höhere Zinsen? Kann sich Europa nicht leisten!

Die Zinsen müssen doch bald mal wieder steigen! Müssen sie das wirklich? Eine Studie zeigt, was passieren würde, wenn es tatsächlich dazu käme. Für viele Immobilienbesitzer und die Staatsfinanzen wären die Folgen fatal.

VON TOBIAS SCHAFFÖNER UND JULIAN MARX

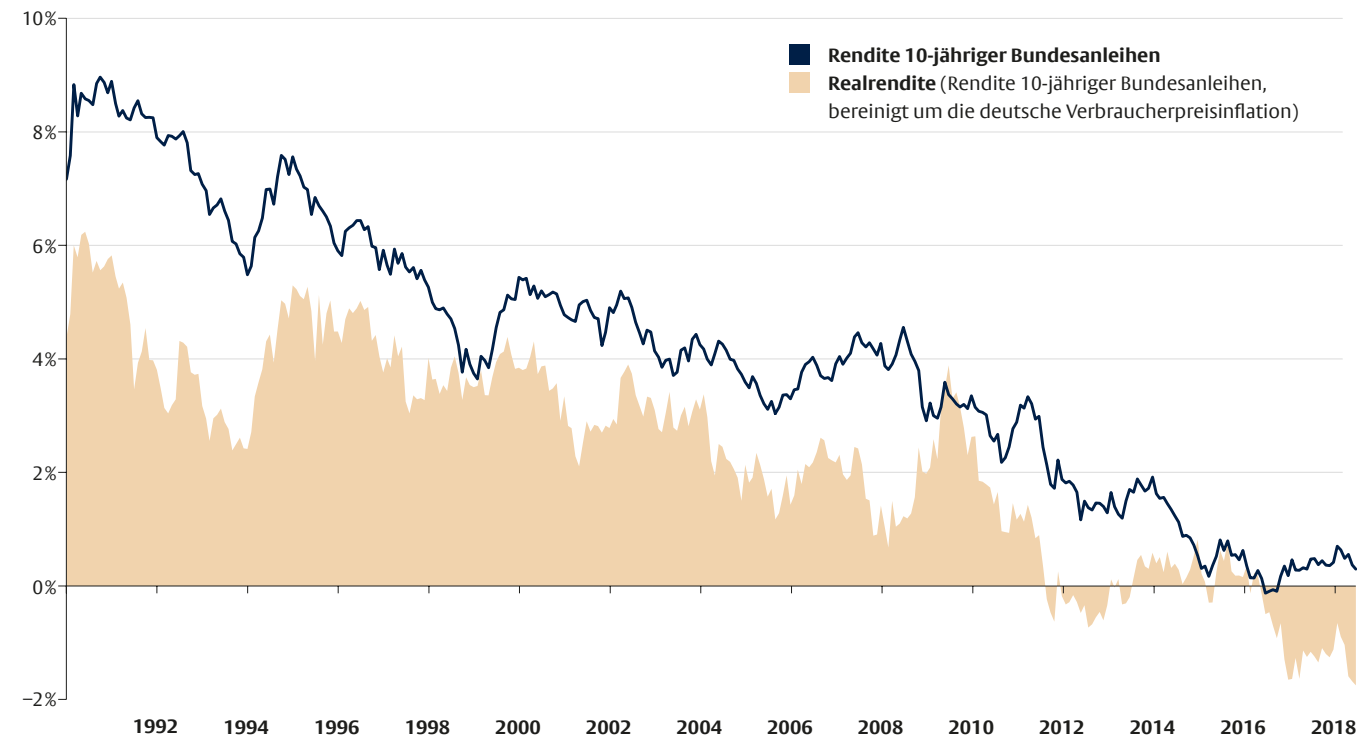
Eines vorneweg: Wir gehen davon aus, dass die Zinsen noch lange auf niedrigen Niveaus bleiben. Alles andere wäre aus unserer Sicht sehr unrealistisch. Aber kann man sich da wirklich sicher sein?

Eine Antwort auf diese Frage ist sehr wichtig, denn in der Geldanlage hängt beinahe alles von der Höhe der Zinsen ab. Sind sie niedrig, erscheinen Aktien im derzeitigen Umfeld attraktiver als renditeschwache Anleihen. Dann steigen auch die Preise für Immobilien, weil Kredite günstig sind und andere sichere Anlagen kaum noch etwas abwerfen.

Als Investoren versuchen wir auch das zu analysieren, was auf den ersten Blick wenig plausibel erscheint. Wir denken in Szenarien. Auch wenn wir davon überzeugt sind, dass die Zinsen kaum auf alte Höchststände klettern dürften, kalkulieren wir dennoch mögliche Folgen. So detailliert wie möglich. Eines dieser denkbaren „alternativen Szenarien“ möchten wir Ihnen vorstellen.

ORGANISierter WERTVERLUST

Die Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen ist zwar leicht positiv. Sie reicht aber nicht, um die Inflation auszugleichen. Real, also nach Abzug der Inflation, verliert das so investierte Vermögen seine Kaufkraft.



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

Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Daten per 5. Juli 2018

Was wäre, wenn ...

... die Zinsen im Jahr 2025 wieder auf dem Niveau von 2008 wären?

Die „reale Zinswende“. Wenn die Zinsen deutlich schneller steigen würden als die Preise, hätte das gravierende Konsequenzen. Für die Staatsfinanzen, die Wirtschaft und jeden Einzelnen von uns. Genau dieses Szenario möchten wir genauer beleuchten.

Damit es so weit kommt, müsste es die Europäische Zentralbank (EZB) zunächst einmal schaffen, ihr selbst gestecktes Inflationsziel von zwei Prozent zu erreichen. Nachhaltig. Was würde passieren, wenn die Notenbanker die Zinsen dann noch peu à peu auf ein Niveau wie vor der Finanzkrise hochzögen? Damals war die Welt der Sparer noch in Ordnung.

Der Leitzins lag bei vier Prozent. Auch nach Abzug der Inflation machten Sparer mit Bundesanleihen noch ein Plus. Heutzutage verliert ihr Vermögen langsam an Wert. Bei einer echten Zinswende wären die Sparer die Gewinner. Zumindest auf den ersten Blick. Denn die Tektonik ihres finanziellen Umfeldes würde sich verschieben.

IN DER SCHULDENFALLE

Schuldner dürften eine „reale Zinswende“ zuerst zu spüren bekommen. Die Kosten für neue Kredite würden sofort steigen. Besonders viele Schulden haben in den vergangenen Jahrzehnten die Staaten

Wenn die Zinsen steigen ...

EZB-Präsident Mario Draghi lässt sich Zeit. Während die US-Notenbank ihre Leitzinsen in den vergangenen Jahren bereits siebenmal erhöht hat, steht in der Eurozone weiterhin die Null. Seit dem 11. Juli 2014 verlangt die Europäische Zentralbank (EZB) zudem „Strafzinsen“ auf Bankeinlagen, die zahlreiche Institute auf ihre großen Kunden umlegen. Frühestens ab Sommer nächsten Jahres sollen die Zinsen laut EZB wieder steigen dürfen. Das weckt Begehrlichkeiten. Nach einer Zinswende, hin zu Sätzen, wie wir sie vor der Finanzkrise einmal kannten.

ZWEI OPTIONEN FÜR DIE NOTENBANKER

Doch was müsste passieren, damit es so weit kommt? Ein Szenario wäre aus Sicht der Notenbanker wohl der eleganteste Ausweg aus dem Zinstief: Die Inflation und das Wirtschaftswachstum ziehen so kräftig an, dass ein höherer Zins am Kapitalmarkt und von den Notenbanken als „angemessen“ erachtet wird. Die Zinsen steigen zwar – aber längst nicht so schnell wie die Inflation. Ein solches Szenario erscheint uns auf lange Sicht nicht unrealistisch, auch wenn die Inflationsdaten bislang keinen zwingenden Anlass für diese „Zinswende light“ geben. Die Schuldenberge klammer europäischer Staaten blieben finanzierbar. Kreditausfälle im großen Maßstab sind wohl eher nicht zu befürchten, und auch die Preise für Vermögenswerte wie Immobilien oder Aktien klettern weiter.

Für den Sparer ist dieses Szenario allerdings kein Ausweg. Real, also nach Abzug der Preissteigerungen, verliert ihr Vermögen weiterhin an Wert. Dieses Szenario ließe sich unseres Erachtens wohl auch nicht bis in alle Ewigkeit fortsetzen. Eine andauernde Entwertung des Geldvermögens steigert die Attraktivität von Alternativenanlagen wie etwa Aktien, Gold

oder Immobilien. Auf lange Sicht könnte es in diesem Szenario zu Preisüberreibungen kommen – zu „Blasen“ an den Finanzmärkten.

WENN DIE EZB HANDELN MUSS

Die Notenbanken könnten sich daher irgendwann gezwungen sehen, zukünftigen Finanzkrisen durch eine deutlich restriktivere Geldpolitik vorzubeugen. Das würde aber nur in einem anderen Szenario, dem einer echten Zinswende, funktionieren. Die Auswirkungen haben wir in unserer Studie durchgerechnet. Ein Anstieg der Realzinsen, also mit Nominalzinsen, die deutlich über die Inflation steigen, hätte weitreichende Konsequenzen. In unserer Studie nehmen wir an, dass die EZB ihr selbst gestecktes Inflationsziel von zwei Prozent nachhaltig erreicht. Gleichfalls steigen die Zinsen – auf das Vorfinanzkrisenniveau des Jahres 2008. Die kurzfristigen Zinsen liegen dann bei etwa vier Prozent – gemessen am Leitzins der EZB.

GRAVIERENDE AUSWIRKUNGEN

Die Ergebnisse unserer Analyse zeigen: Schuldner müssten deutlich mehr für ihre Kredite ausgeben. Ohne gravierende Kürzungen wären viele Staatshaushalte kaum noch finanzierbar. Es drohen Konjunktüreintritte und ein Preisverfall am Immobilienmarkt. Wir glauben daher nicht, dass dieses Szenario in absehbarer Zeit eintritt. Wir gehen davon aus, dass die Zinsen noch lange auf einem niedrigen Niveau bleiben werden. Zu groß scheinen die Probleme der Eurozone. Die ausufernden Staatsschulden, die nur mit niedrigen Zinsen finanzierbar sind. Die unterschiedlichen Volkswirtschaften, die vielleicht niemals im Gleichklang laufen. Unser Währungsraum bleibt fragil, auf Unterstützung der Notenbank angewiesen. „Whatever it takes.“ ■

gemacht. In den Jahren nach der Finanzkrise stieg die Staatsverschuldung rasant an. Für die gesamte Eurozone liegt sie nun schon bei rund 87 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), seit der Finanzkrise stieg die Quote um gut ein Drittel (vgl. Grafik unten). Je nach Land ist der Schuldenstand aber sehr unterschiedlich. In der Regel haben die Länder, in denen die Wirtschaft brummt, vergleichsweise geringe Schulden. Schwache Volkswirtschaften sind hoch verschuldet. In Deutschland liegt die Schuldenquote bei rund 64 Prozent des BIP, in Italien bei 131 Prozent.

Das Beispiel zeigt: Die Volkswirtschaften laufen nicht im Gleichklang. Das ist ein Problem, weil beide Länder dieselbe Währung haben. Gäbe es noch eine Lira, würde sie aktuell im Vergleich zum Euro abwerten, die D-Mark aufwerten. Eigentlich müssten Länder wie Italien alles tun, um ihre Wettbewerbsfähigkeit in der Gemeinschaftswährung zu erhöhen. Gleichzeitig müsste das Land wohl sparen, um den Staatshaushalt mangels Steuereinnahmen solide zu finanzieren. Beides ist nicht der Fall.

Wenn die Schulden steigen und die Kreditwürdigkeit des Schuldners gleichzeitig fällt, steigen die Zinsen. Diese Grundlage jedes Kreditgeschäfts gilt im Falle Italiens nicht. Obwohl die reale Wirtschaftsleistung des Landes noch immer knapp fünf Prozent unter dem Niveau vor der Finanzkrise liegt, halbierte sich die durchschnittliche Verzinsung der Staatsanleihen seit dem Jahr 2000 auf knapp drei Prozent (vgl. Grafik rechts).

Die Ursache für dieses Schuldenparadoxon ist vor allem das Ergebnis der massiven Eingriffe der Notenbank. Die Zinssenkungen und breit angelegten Staatsanleihekäufe der EZB drücken die Renditen der Staatsanleihen im gesamten Euroraum nach unten. Denn eine Gemeinschaftswährung hat nur Bestand, wenn alle Länder zahlungsfähig bleiben, also auch ihre Zinslast bedienen können.

Diese expansive Euro-Rettungspolitik sorgt dafür, dass die Zinsausgaben der Staaten in nahezu allen Euroländern kräftig gefallen sind (vgl. Grafik rechts). Während in Deutschland nur rund 4,3 Prozent der

Einnahmen zur Bedienung der Zinsen aufgewendet werden, sind es in der gesamten Eurozone gut 8,5 Prozent – und im hoch verschuldeten Italien lediglich 14,1 Prozent.

Dieses System funktioniert aber nur so lange, wie die EZB mitspielt. Das zeigen unsere Berechnungen für ein Szenario, in dem Italien seine Kredite zu einem italienischen „Vorfinanzkrisenzins“ von durchschnittlich fünf Prozent bedienen müsste. Dann dürfte die Zinslast durch die fällig werdenden Anleihen sukzessive ansteigen und bereits im Jahr 2025 bei mehr als 100 Milliarden Euro liegen. Im Vergleich zum Jahr 2017 würden sich die Kreditkosten für Italien um knapp 50 Prozent erhöhen.

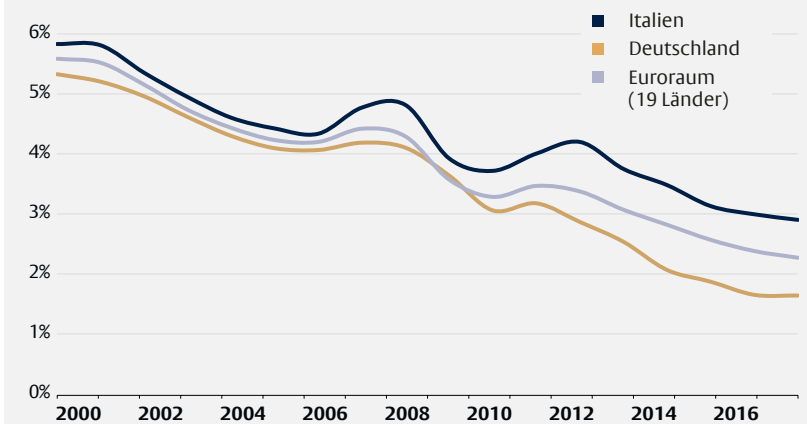
Eine echte Zinswende trifft aber nicht nur Italien. Deutschland gilt zwar als vergleichsweise gering verschuldet. Dennoch könnten deutlich höhere Zinsen auch hier schnell zu einem Problem werden. Einerseits dürfte ein massiver Zinsanstieg wohl die zuletzt boomende Konjunktur abwürgen und für sinkende Steuereinnahmen sorgen. Andererseits drohen steigende Ausgaben, etwa im Zuge des demografischen Wandels. Schon heute fließen mit einer Summe von 98 Milliarden Euro rund 30 Prozent des Bundeshaushalts in die Rentenkasse. Tendenz steigend.

In diesem Umfeld würden steigende Zinsen schnell zu einem Problem für den Staatshaushalt. Wenn die Zinsen wieder auf das deutsche Vorkrisenniveau von vier Prozent steigen würden, müsste die Bundesregierung mit Mehrausgaben von rund 20 Milliarden Euro rechnen. Das wäre die Summe der Budgets des Auswärtigen Amts, des Bundesministeriums für Ernährung und Landwirtschaft und des Bundesministeriums des Inneren.

Es droht ein Teufelskreis. In Zukunft dürften stark steigende Zinskosten wohl nur durch neue Kredite zu finanzieren sein – was wiederum die Zinskosten weiter in die Höhe treibt. Oder es müsste gespart werden. Investiert der Staat weniger, reduziert sich

VERSCHULDUNG RAUF, VERZINSUNG RUNTER

Die Kosten für die Kredite der Staaten sinken bei guten wie bei schlechten Schuldnern.



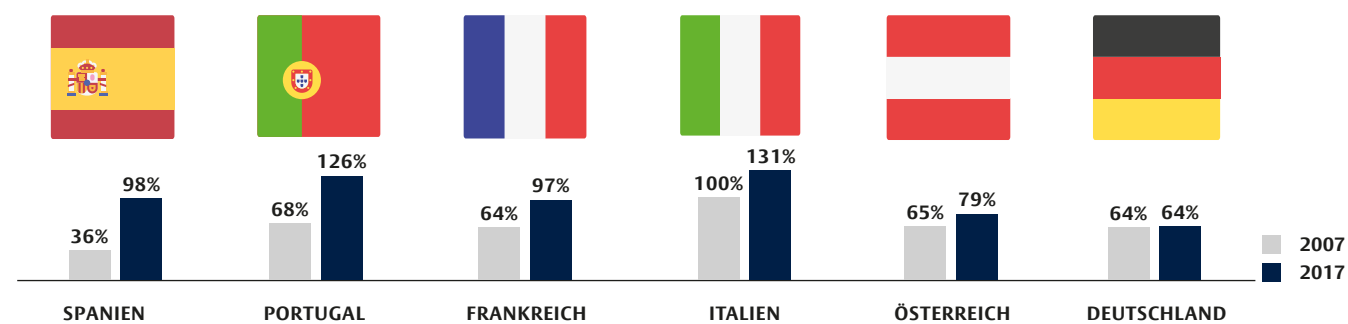
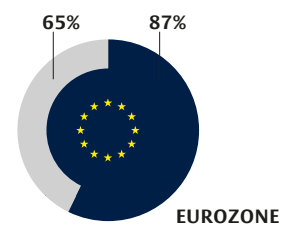
Durchschnittsverzinsung der ausstehenden Staatsschulden

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

Quellen: Eurostat, Flossbach von Storch, Daten per 5. Juli 2018

GUTE SCHULDNER, SCHLECHTE SCHULDNER

Der Euro überfordert wirtschaftlich schwache Mitgliedsländer. Deren Schulden sind mit Blick auf die Wirtschaftskraft in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Entwicklung von 2007 bis 2017 in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP).

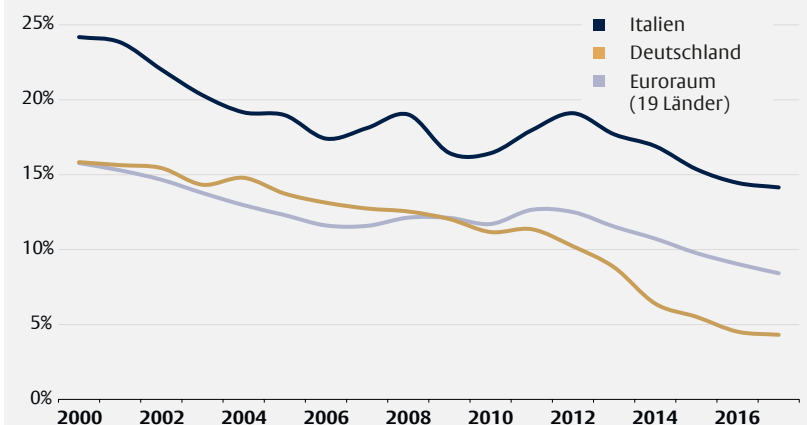


Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.

Quellen: Thomson Reuters, Flossbach von Storch, Daten per 5. Juli 2018

GÜNSTIG INS OBLIGO

Die Staaten der Eurozone geben immer weniger Geld für Zinszahlungen aus. Die Ersparnis wird nur selten zur Tilgung verwendet.



Zinslast in Relation zu den Staatseinnahmen (Zentralstaat)

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

Quellen: Eurostat, Flossbach von Storch, Daten per 5. Juli 2018

WENN DER KREDIT ZU TEUER WIRD

Ein Anstieg der Baugeldzinsen von 1,5 auf 5 Prozent würde die monatliche Rate für Kreditnehmer fast verdoppeln. Von einem Durchschnittseinkommen von 3.314 Euro gingen dann 70 Prozent für Zins und Tilgung drauf.

Musterrechnung:
Kaufpreis: 500.000 Euro, Kredit: 400.000 Euro, Tilgungssatz: 2,0 Prozent.

Zins:	1,5%	3%	4%	5%
Monatsrate:	1.167 €	1.667 €	2.000 €	2.333 €
Anteil am Einkommen: (Monat: 3.314 €)	35%	50%	60%	70%

Hierbei handelt es sich um eine beispielhafte Szenariobetrachtung. Die tatsächliche zukünftige Entwicklung kann von diesen Annahmen abweichen.
Quelle: Flossbach von Storch

das Wirtschaftswachstum. Sinkt die Wirtschaftsleistung, bedeutet das geringere Steuereinnahmen, die eigentlich für die Schuldentilgung dringend benötigt werden.

Was für die Staaten gilt, trifft auch auf einfache Bürger und Unternehmen zu. Je teurer der Kredit, desto mehr sinkt die Bereitschaft zu investieren oder zu konsumieren. Daher dürfte auch der Schuldenberg von Privathaushalten und Unternehmen in Zukunft das Wirtschaftswachstum belasten.

PREISVERFALL BEI IMMOBILIEN

Eine Gruppe Schuldner wäre von steigenden Zinsen besonders betroffen: die Immobilienkäufer. Sie müssten deutlich mehr für ihre Kredite bezahlen. Das zeigt eine Musterrechnung für einen Durchschnittshaushalt in Deutschland mit einem Monatseinkommen von 3.314 Euro. Bei einem Zins von 1,5 Prozent würde die Familie bei dem Kauf eines Hauses für eine halbe Million Euro für den Kredit jeden Monat 1.167 Euro an die Bank überweisen (vgl. Tabelle oben). Rund 35 Prozent des Nettoeinkommens zahlt die Familie für ihr Eigenheim. Die Belastung wirkt – bei sonst guter Bonität – solide kalkuliert und dürfte in der Praxis nicht unüblich sein. Eine Zinserhöhung von aktuell 1,5 Prozent auf fünf Prozent, wie sie vor der Finanzkrise bei Immo-

bilienkrediten durchaus üblich waren, würde die Familie jedoch hart treffen. Dann müsste sie doppelt so viel für den Kredit zahlen, 70 Prozent des monatlichen Nettoeinkommens. Das Haus wäre für einen Durchschnittsverdiener plötzlich unbezahlbar.

Das Beispiel zeigt: Wenn die Zinsen steigen, dann dürften sich viele Käufer die zuletzt massiv gestiegenen Immobilienpreise wohl schlicht nicht mehr leisten können. Die Nachfrage würde zwangsläufig sinken. Und das hätte auch Auswirkungen auf die Preise.

Um ein Gefühl für mögliche Rückgänge bei Immobilienpreisen zu bekommen, kann ein Blick auf eine weitere Beispielrechnung lohnen (vgl. Grafik rechts). Sie zeigt, wie stark der Kaufpreis fallen müsste, wenn die Familie weiterhin eine Monatsrate von 1.167 Euro bezahlen möchte. Statt eines Hauses von 500.000 Euro gibt es nach dem Zinsanstieg nur noch eins für 300.000 Euro.

Ein massiver Zinsanstieg und fallende Immobilienpreise dürften nicht nur Käufer vor Herausforderungen stellen. Immobilienbesitzer, deren günstige Altkredite bald auslaufen und die diese Kredite durch neue ersetzen müssen, wären ebenfalls betroffen – vor allem, wenn sie bislang eine niedrige

Tilgung vereinbart haben. Einen schlechten Schnitt könnten Investoren machen, die auf Kredit in „so genannte Zinshäuser“ investiert haben, also in nicht selbst genutzte Anlageimmobilien. Hier droht bei einem Verkauf zu deutlich niedrigeren Preisen ein Minusgeschäft. Dann reicht der Verkaufspreis nicht mehr, um das Restdarlehen vollständig zu tilgen.

Weniger Probleme haben hingegen Immobilienbesitzer, die in ihr Eigenheim investiert haben – zumindest wenn sie ihren Kredit mit einer langen Zinsbindung und einer hohen Tilgung ausgestattet haben. Ihre Finanzierung verteuert sich nicht. Als Eigennutzer bewohnen sie ihr Objekt selbst und sparen sich die Miete. Erst bei einem möglichen Verkauf in einigen Jahren müssten sie sich im Falle eines nachhaltigen Wertverlustes bescheiden. Das gute alte Eigenheim kann sich also auch in Zeiten steigender Zinsen lohnen.

DAS ENDE EINER ZINSWENDE

Staatsschuldenkrise und ein mögliches Platzen einer „Immobilienblase“? Solche Optionen stimmen nachdenklich. Dennoch rechnen viele Marktbeobachter

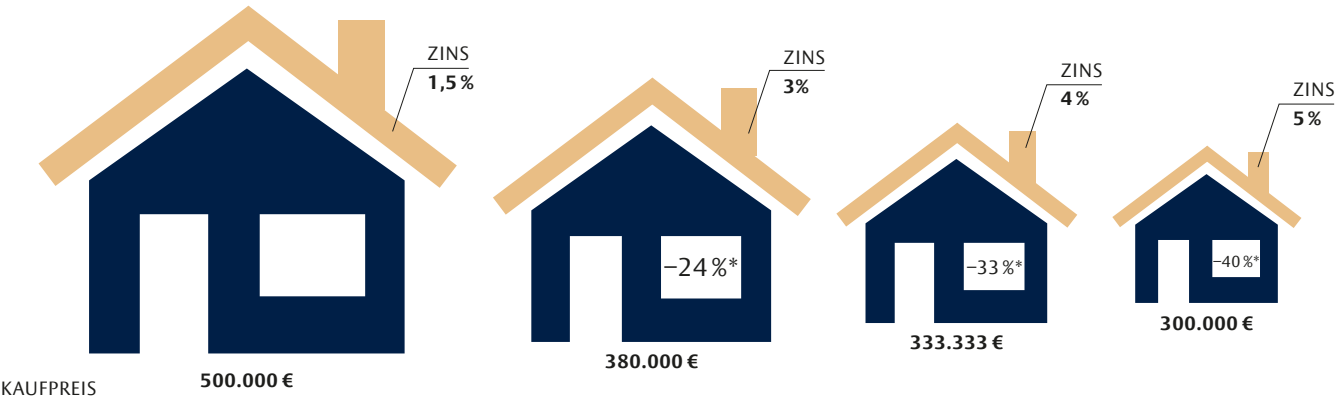
auch in der Eurozone immer noch mit deutlich steigenden Zinsen. Die Zinserhöhungen der US-Notenbank schüren auch hierzulande die Erwartungshaltung.

Unseres Erachtens ist das Szenario einer echten Zinswende mit signifikant steigenden Zinsen, die deutlich über der Inflation liegen, aber mehr als unwahrscheinlich. Die Staatshaushalte vieler Eurostaaten würden aus dem Ruder laufen – dann stünde der Euro zur Disposition. Privathaushalte würden weniger konsumieren und Unternehmen ihre Investitionspläne zusammenstreichen. Eine wirtschaftliche Abkühlung – unter Umständen sogar eine Rezession – wäre die schmerzhafteste Konsequenz. Die logische Folge solcher Auswirkungen dürfte unseres Erachtens eine erneute „Rettungsaktion“ der Notenbanken sein. Das wäre dann das abrupte Ende einer echten Zinswende, die wohl auf lange Sicht nur ein Gedankenspiel bleiben dürfte.

Tobias Schafföner und Julian Marx sind Analysten bei der Flossbach von Storch AG.

STEIGENDE ZINSEN, WENIGER HAUS

Wenn die Zinsen steigen, verteuern sich auch Immobilienkredite. Käufer müssten sich dann nach günstigeren Objekten umsehen. Musterrechnung:
Kaufpreis: 500.000 Euro, Kredit: 400.000 Euro, Tilgungssatz: 2,0 Prozent. Monatsrate: 1.167 Euro.



*Relative Veränderung des Kaufpreises zum ursprünglichen Kaufpreis von 500.000 Euro
Hierbei handelt es sich um eine beispielhafte Szenariobetrachtung. Die tatsächliche zukünftige Entwicklung kann von diesen Annahmen abweichen.
Quelle: Flossbach von Storch, eigene Berechnung, Stand: 1. Februar 2018



„Die Freiheit ist unteilbar“

Ludwig Erhard gilt als politischer Vordenker, Wirtschaftsexperte und allen voran als Vater der „Sozialen Marktwirtschaft“. Sein analytischer Verstand täte der heutigen Debatte um Wohlstand und Freiheit gewiss gut. Ein kurzes, fiktives Interview.

HINWEIS: Sämtliche Antworten sind Originalzitate aus Ludwig Erhards Büchern und Aufsätzen.

Herr Bundeskanzler, in Europa wächst die Zahl der Europakritiker. Zu viel Macht und Bürokratie konzentrierte sich in Brüssel, heißt es allorts. Ist die Kritik berechtigt?

Mitunter. Ein Europa, das nicht in der Gläubigkeit der menschlichen Herzen lebt, das nicht als eine echte Schicksalsgemeinschaft empfunden wird, für das sich Opfer zu bringen lohnt, ein Europa, das nicht die Freiheit oben ansetzt, sondern sie gängeln und bändigen möchte, kann weder die Welt noch die Europäer selbst bewegen. Ein bürokratisch manipuliertes Europa, das mehr gegenseitiges Misstrauen als Gemeinsamkeit atmet und in seiner ganzen Anlage materialistisch anmutet, bringt für Europa mehr Gefahren als Nutzen.

Also gibt es zu viele supranationale, europäische Institutionen?

Es ist nicht zuallererst eine Frage der Anzahl, sondern der Funktion.

Was meinen Sie damit?

Ich habe es selbst zum wiederholten Male erfahren,

wie fruchtbar es sein kann, wenn sich Menschen zusammensetzen müssen, um gemeinsam Lösungen zu finden. Nur kommt es entscheidend darauf an, dass die institutionell begründete Arbeit das funktionale Wirken nicht verdrängen, ersetzen oder gar negieren will. Die Institution muss vielmehr dienen – und zwar ausschließlich; sie muss helfen, Freiheit zu eröffnen. Wenn dagegen die Institution selbst „ordnen“ will, ist sie fehl am Platze.

Sind Sie europakritisch?

Mitnichten. Der moderne Mensch ist tatsächlich so sehr daran gewöhnt, sich eine echte Ordnung nur dann vorstellen zu können, wenn diese in Organisationen oder in einem Heer von Beamten Ausdruck findet und womöglich noch der Sand in der Maschine hörbar wird. So kommt es denn auch, dass der von mir vorgeschlagene Weg der Freiheit immer wieder dem Angriff ausgesetzt ist, ich wäre ein schlechter Europäer.

Was sagen Sie dem Angreifer?

Ich bin nicht willens, mir meine europäische Gesin- ▶

nung und auch nicht meine Gläubigkeit aberkennen zu lassen, weil ich die diesbezüglichen Fragen anders gestellt und allen Beteiligten zu prüfen anheimgegeben habe, ob es denn nur einen Weg und nur eine Methode hin zu Europa gäbe oder ob nicht andere Mittel vielleicht schneller und wirksamer zum Ziele führten. Ich möchte es an dieser Stelle ganz deutlich sagen und bekennen, dass ich mir nicht weniger, sondern deutlich mehr Europa wünsche.

Sie sind und bleiben ein Politiker, will sagen, dass so eine Antwort bei Ihrem Berufsstand stets ein verstecktes „Aber“ beinhaltet ...

Solange wir nicht den Mut haben, an die neuralgischen Punkte heranzugehen, scheint mir ein allgemeines Integrationsgerede oder ein perfektionistischer Mechanismus rein ökonomischer Verfahrensregeln wenig geeignet zu sein, das politische, ökonomische und soziale Ziel gleichermaßen zu erreichen. Soweit alle Bemühungen, zur Integration Europas zu gelangen, überhaupt auf einen Nenner gebracht werden können, so auf den: Verwirklicht die Freiheit in allen Lebensbereichen!

Beklagt wird nicht zuletzt, dass die Lebensbedingungen innerhalb Europas zu weit auseinanderfielen. Man könnte erwidern, dass die viel kritisierten Institutionen genau dem entgegenwirken ...

Und womöglich genau da das große Problem liegt. Auch in einem solcherart integrierten Europa werden die Lebens- und Produktionsbedingungen niemals einheitlich sein. In gewissem Sinne beruht die Funktion des gemeinsamen Marktes ja gerade umgekehrt auf der Möglichkeit und Notwendigkeit einer fruchtbaren Ergänzung der einzelnen Länder nach Maßgabe ihrer besonderen und unterschiedlichen Leistungskraft und der Vielfältigkeit der naturgegebenen und strukturellen Bedingungen. Sizilien liegt eben nicht an der Ruhr – wobei heute vermutlich Bayern statt des Ruhrgebiets der treffendere Vergleich wäre.

Gegenthese: Müssten den „Brüsseler Institutionen“ aus diesem Grunde nicht viel mehr Kompetenzen übertragen werden?

Sie sind auf dem Holzweg. Man kann und darf Europa vom wirtschaftlichen Standpunkt aus nicht so sehr als eine Organisation oder als eine Institution verstehen, sondern man muss es als eine Funktion auffassen. Dann aber ist die Frage dahin zu stellen, was wir tun können, um dieses Europa zur Entfaltung freier Funktionen zu befähigen.

Und, was können wir tun?

Sagen Sie es mir. Es ist eine fast tragische Erkenntnis, glauben zu müssen, dass wir innerlich bereits derart verkrampft sind, Ordnung nur noch in der Vorstellung der „Organisation“ begreifen zu können. Wir haben den Sinn für echte Ordnung verloren, die gerade dort am stärksten ist und dort am reinsten obwaltet, wo sie als solche überhaupt nicht bemerkt und verzeichnet wird.

So leicht wollen wir Sie nicht von dieser Frage entbinden, Herr Bundeskanzler – was können wir tun?

In Amerika gibt es eine Sentenz, die lautet: Stability and convertibility begin at home. Das ist genau das, was uns in Europa fehlt.

Ein jeder kehre zuerst vor der eigenen Haustüre – Sie spielen auf Italien an?

Ich spiele nicht. Die Beteiligung eines Landes an einer Gemeinschaft macht auf dem Felde der Wirtschaft und der Finanzen nun mal ein ganz bestimmtes Verhalten dieses Staates erforderlich. Ein Mitgliedsland kann nur dann zur Integrationsreife gelangen, wenn es gewillt ist, seine innere Ordnung nicht nur herzustellen, sondern diese auch unverrückbar zu bewahren.

Hätten Sie gedacht, dass Europa, dass die Eurozone, dereinst vor diesen Problemen stehen würden?

An sich erscheint der derzeitige Zustand Europas gar nicht so verwunderlich, wenn man bedenkt,

wie zerrissen dieses Europa gewesen ist und es auch heute noch ist. Wie viel an Dogmatik hat sich doch in den einzelnen europäischen Volkswirtschaften ausgetobt, wie viele unterschiedliche Vorstellungen von wirtschafts- und finanzpolitischen Möglichkeiten sind doch lebendig, und wie viele Theorien haben die Geister bewegt!

Geben Sie uns bitte ein Beispiel.

Man denke beispielsweise nur an die Keynes'schen Lehren, das „deficit spending“, an die „Politik des billigen Geldes“ mit allem, was dazugehört, um dann zu begreifen, dass es in diesem Raum außerordentlich schwer sein wird und schwer sein muss, zu gemein verbindlichem Handeln und zu einer straffen, einheitlichen Politik hinzufinden.

Auffallend ist, dass der Ton gegenüber Deutschland in den vergangenen Jahren deutlich rauer geworden ist, insbesondere im Süden Europas. Der Erfolg der deutschen Volkswirtschaft wird gerne als Grund des wirtschaftlichen Misserfolgs anderer Volkswirtschaften angeführt. Wie bewerten Sie das?

Das ist eine Frage, die in der Diskussion vor allem im privaten Kreis, aber auch in der Öffentlichkeit, immer wieder auftaucht: Muss etwa der Wohlstand eines Landes in einer freien Welt für die Nachbarn Anlass zu Sorge oder Angst sein?

Und wie würden Sie die beantworten?

Selbstverständlich ist das mit aller Entschiedenheit zu verneinen. Es ist eine ökonomische Binsenweisheit, dass es dem einen Partner nur gut gehen kann, wenn auch seine Mitspieler gedeihen. Mit Bettlern kann man keine Geschäfte machen.

Nationale Befindlichkeiten sind kein europäisches Phänomen, sondern weit verbreitet. US-Präsident Donald Trump etwa hat „America first“ zu seiner politischen Maxime ausgerufen ...

Im Grunde lässt sich meine Meinung dazu auf zwei Grundthesen reduzieren: einmal auf das Postulat



Prof. Ludwig Erhard (1897–1977) war ein deutscher Politiker und Wirtschaftswissenschaftler. Von 1949 bis 1963 war er Bundesminister für Wirtschaft, von 1963 bis 1966 Bundeskanzler der Bundesrepublik Deutschland. Er galt als Vater der „Sozialen Marktwirtschaft“.

der absoluten Überlegenheit der Freiheit gegenüber allen Versuchen, das wirtschaftliche Geschehen vom Staat her planen, lenken und gängeln zu wollen, und zum Zweiten auf das Wissen um die Unteilbarkeit der Freiheit. Dieses Bewusstsein lässt kein Zögern und Zaudern aufkommen und kennt auch kein kleinliches Feilschen um Vorteile.

Wie würde Ihr Ratschlag an die USA und deren Präsidenten lauten?

Nach meiner Auffassung steckt die Welt voll unermesslicher Chancen, wenn wir sie nur zu nutzen verstehen würden. Der Segen ist kaum auszudenken, der aus einer freien weltwirtschaftlichen Politik erwachsen könnte.

Herr Bundeskanzler, wir danken Ihnen für dieses Gespräch. ■

Nachhaltigkeit als Krisenschutz

Die Digitalisierung und ihre Folgen sind gewaltige Herausforderungen für Unternehmen. Sie erfordern Weitsicht und Flexibilität. Wer langfristig erfolgreich sein will, muss auch langfristig denken und handeln. Umso wichtiger wird das Management für den Erfolg eines Unternehmens.

VON BERT FLOSSBACH

Es hilft nichts, aus Sicht eines Unternehmens nur auf die nächsten Quartalszahlen zu schauen. Viel wichtiger, ja geradezu unverzichtbar, ist dagegen ein nachhaltiges Wertesystem für das gesamte Unternehmen; ein solches Wertesystem muss auf persönlicher Verantwortung und Integrität gründen.

In den USA gerät die „alte“ Management-Schule, sich ausschließlich an Quartalszahlen zu orientieren und so die Börsen zu beglücken, zunehmend in die Kritik. Eine nachhaltige Wachstumsstrategie lässt sich schließlich nicht verfolgen, wenn gleichzeitig centgenaue Gewinnprognosen erfüllt werden sollen – wie auch? In der Not werden Quartalsergebnisse dann eben so lange massiert, bis sie den Erwartungen des Finanzmarkts entsprechen. Das beste Beispiel: Jack Welch, der ehemalige Chef von General Electric, der lange Zeit als Managementguru vergöttert wurde, weil er seine Gewinnprognosen nie verfehlt hat. Heute wissen wir, warum das so war! Warren Buffett hat die Vorstellung, den Gewinn eines Unternehmens mit der Präzision eines Uhrwerks steuern zu können, mit der simplen Feststellung „Businesses just don’t work that way“ kommentiert. ▶

In Europa ist die „Quartalsdenke“ zwar weit weniger verbreitet als in den USA; allerdings werden hier die Interessen der Unternehmenseigentümer oft nicht ausreichend berücksichtigt – ein Manko vor allem bei Großkonzernen ohne nachhaltige Aktionärsstruktur. Wenn Vorstand, Aufsichtsrat und Arbeitnehmervertreter sich einvernehmlich ihre Pfründe sichern, droht den Eigentümern des Unternehmens die schleichende Enteignung.

FINANZKRISE UND DIESELSKANDAL HABEN ÄHNLICHE URSACHEN

Gewerkschaften und Arbeitnehmervertreter nicken hohe Vorstandsgehälter und noch höhere Vorstandspensionen ab, wenn umgekehrt die Mitarbeitergehälter kräftig zulegen und der Kündigungsschutz ausgedehnt wird. Ein Old-Boys-Netzwerk schiebt sich gegenseitig Aufsichtsrats- und Vorstandspöstchen zu und sieht in dem Unternehmen vor allem eine Plattform, um persönliche Ziele zu verwirklichen, statt sich als Treuhänder der Anteilseigner zu verstehen. Verfehlungen werden großzügig gedeckt, weil sich die Protagonisten gegenseitig etwas schulden. Es verwundert daher nicht, dass das Epizentrum des Dieselskandals ausgerechnet in dem Unternehmen liegt, wo auch der Filz am größten ist. Die nur zögerliche Aufklärung des Skandals ist da kaum verwunderlich.

Mangelnde Integrität und kurzfristiges Denken bedingen einander. Wir kennen dieses Phänomen aus der Finanzkrise. Die Parallelen zur Dieselskandale sind

offenkundig. In beiden Fällen haben fragwürdige rechtliche Vorgaben kreative Manager zur Schummelei geradezu eingeladen. In der Finanzkrise waren es Kredite schlechter Qualität, die gebündelt plötzlich die Höchstnote AAA erhalten und damit formal der Sicherheit von erstklassigen Staatsanleihen entsprochen haben. In der Dieselskandale wiederum haben sich die Autohersteller nicht gegen absurde, völlig willkürlich festgelegte Schadstoff-Grenzwerte gewehrt, sondern, um des lieben Friedens willen, mit der Politik so lange getrickst, bis die Grenzwerte erreicht waren, oder es so ausgesehen hat, als wären sie erreicht. Abschaltvorrichtungen waren die Hardcore-Variante, Thermofenster die Softversion. Die Grenzen von Chemie und Physik schienen für den Moment ausgehebelt, so wie einst bei den US-Hypotheken-Anleihen das Verhältnis von Risiko und Ertrag. Am Ende flog der Schwindel auf. Hohe Strafzahlungen wurden verhängt und einzelne Manager inhaftiert.

AKTIVE INVESTOREN BILDEN DAS KORREKTIV

In vielen Vorstandsetagen von Großkonzernen fehlt es seit Jahrzehnten an Eigenverantwortung. Nur wenige Top-Manager besitzen in nennenswertem Umfang Aktien des eigenen Unternehmens. Stattdessen erhalten sie Boni und Aktienoptionen, was zu einer ungleichmäßigen Verteilung von Chancen und Risiken führt. Läuft es gut, verdient man prächtig. Läuft es schlecht, verdient man etwas weniger prächtig. Wo das hinführen kann, haben die Anreizsysteme der Banken in der Finanzkrise

gezeigt. Die Möglichkeit, risikolose Gewinne auf Kosten der Allgemeinheit einstreichen zu können, leistet der Schummelei Vorschub.

Bei vielen börsennotierten Großunternehmen sieht sich das Management einer anonymen Masse wehrloser Kleinaktionäre gegenüber. Bei den großen Aktionären handelt es sich zunehmend um passive Investoren, Indexfonds beispielsweise, die gezwungen sind, die Aktien des Unternehmens zu halten, und deren Einflussmöglichkeiten daher begrenzt und selten konstruktiv sind. Deshalb müssen die verbliebenen aktiven Investoren die Funktion eines konstruktiven Korrektivs wahrnehmen und dafür Sorge tragen, dass die Interessen aller Aktionäre gewahrt werden.

EIN UNTERNEHMEN KANN NUR ERFOLGREICH SEIN, WENN ...

Aktien von stabilen Unternehmen, die eine kontinuierliche, langfristige Strategie verfolgen und diese erfolgreich umsetzen, sind nachhaltige Anlagen (vgl. Grafik S. 26). Dazu braucht es Substanz, sprich genügend Eigenkapital, gefragte Produkte und Innovationen, um Umsatz und Wachstum zu sichern, angemessene Kosten, damit genügend Gewinn anfällt, sowie ein Management, das diese Punkte langfristig und konsequent verfolgt. Dann löst sich auch der häufig thematisierte Widerspruch zwischen den Interessen der Aktionäre und den Interessen anderer Interessengruppen auf. Ein Unternehmen kann nur dann nachhaltig erfolgreich sein, wenn es



NACHHALTIGKEIT UND UNTERNEHMENSERFOLG: NUR EIN VERMEINTLICHER WIDERSPRUCH



Quelle: Flossbach von Storch, Stand 5. Juli 2018

seine Kunden gut bedient, seine Mitarbeiter motiviert, fair mit seinen Geschäftspartnern umgeht, ausreichend investiert, Steuern zahlt und keine Umweltschäden anrichtet.

Was aber, wenn Eigentum und Management getrennt sind? Die meisten Großkonzerne werden von Managern geführt, die oft keine nennenswerten Anteile am Unternehmen halten. Um den daraus resultierenden Konflikt zu lösen, braucht es ein integriertes und verantwortungsbewusstes Management, das unternehmerisch denkt und handelt. Die finanziellen Anreizsysteme sollten das Top-Management zur Miteigentümerschaft am Unternehmen verpflichten – nicht durch Optionen, sondern durch die Bedingung, einen relevanten Teil des jährlichen Bonus langfristig in Aktien des Unternehmens zu investieren. Die Aktien sollten sinnvollerweise einige Jahre über das Ende der Tätigkeit hinaus gehalten werden. Damit würden gewiss positive Anreize gesetzt. Es würde vermieden, dass ein ausscheidender Vorstand seine Amtszeit mit einem geschönten Top-Ergebnis krönt, das seinem Nachfolger dann irgendwann später auf die Füße fällt. Ein hart verdientes Aktienpaket ist jedenfalls eher im Interesse des Unternehmens als Pensionsansprüche in Millionenhöhe – und stellt im Übrigen für den Ruhestandler keine Verschlechterung dar, wenn er zuvor für das Unternehmen nachhaltig und langfristig erfolgreich gewirtschaftet hat.

DIE BANKEN HABEN UNS GELEHRT, WAS KAHLSCHLAG BEDEUTET

Ein auf Managerinteressen zugeschnittenes Unternehmen ohne Eigentümerkorrektiv ähnelt dagegen einem Wald, den sich ein Pächter für einige Jahre zunutze machen kann, um ihn dann ohne Verlust-

risiko an den nächsten Pächter weiterzureichen. Wenn der Pächter ein nachhaltig arbeitender Forstwirtschaftler ist, wird er den Wald in bestem Zustand übergeben. Wenn er dagegen vor allem darauf aus ist, kurzfristig hohe Gewinne zu erzielen, und damit einen Kahlschlag verursacht, tragen die Eigentümer den Schaden. Die Banken haben uns in der Finanzkrise gelehrt, was Kahlschlag bedeutet.

Die wachsende Macht passiver Investoren betrachten wir vor diesem Hintergrund mit Sorge. Sie sind – bildlich gesprochen – in jedem Wald der Welt investiert und können sich kaum um die Hege und Pflege des Baumbestandes kümmern. Eingeschritten wird meist erst dann, wenn der Flurschaden bereits eingetreten ist – oder auch gar nicht.

Wir haben die Erfahrung gemacht, dass konstruktive, langfristig denkende Aktionäre von den meisten Managern geschätzt werden. Die Präsenz aktiver Investoren, die sich bewusst für ein Investment in einem Unternehmen entschieden haben, spornt an, schärft die Sinne und beugt damit auch einer möglichen Verschwendung von Ressourcen vor. Sie ermutigt das Management zu einer transparenten und weniger blumigen Darstellung der Geschäftsentwicklung, die oft von der Angst geprägt ist, die kurzfristigen Erwartungen des Kapitalmarktes zu enttäuschen. Interessanterweise sind viele Manager offen für Anregungen und haben in einzelnen Fällen auch schon begonnen, klarer und schnörkelloser zu kommunizieren. Diese Beispiele machen hoffentlich Schule. ■

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



Viele Anleger sparen falsch

Die gesetzliche Rente ist nicht sicher. Das weiß (fast) jeder. Dennoch tun die meisten zu wenig für ihre Altersvorsorge. Und falls sie doch etwas tun, vertrauen sie auf die falschen Anlagen, wie eine exklusive Umfrage belegt.

IM AUSLAND WERDEN DIE DEUTSCHEN OFT BENEIDET. Demokratie, Freiheit, Recht und Ordnung, Wohlstand. Unser Land – eine Insel der Seligen? Mitnichten. Zumindest aus Sicht der Deutschen. Eine Umfrage der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute belegt: Drei Viertel der Deutschen sorgen sich um die Zukunft.

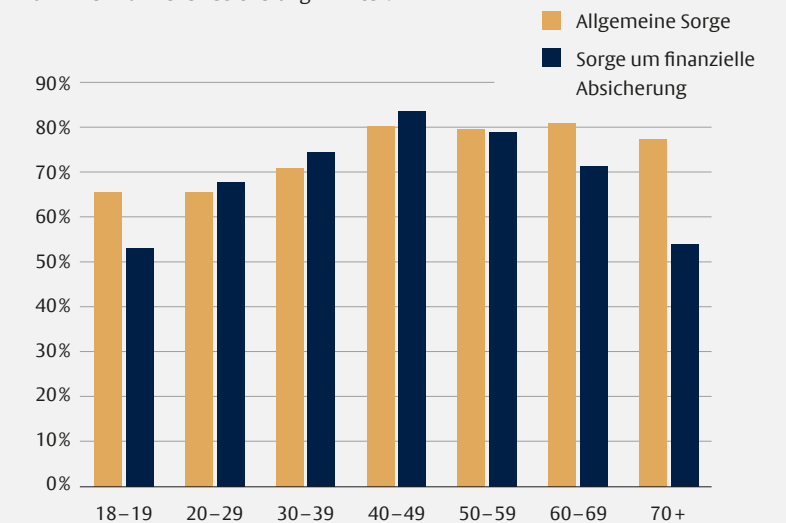
Dabei geht es auch ums Geld. 71 Prozent sorgen sich um ihre finanzielle Absicherung im Alter. Anstatt sich auf den wohlverdienten Ruhestand zu freuen, haben sie Angst vor Altersarmut. Je nach Berufswahl ist sie sehr unterschiedlich ausgeprägt. Während Beamte noch einigermaßen optimistisch auf ihre von Seiten des Staates zugesagten Pensionen blicken, fürchten acht von zehn Arbeitern und Angestellten finanzielle Engpässe im Alter.

Deutliche Unterschiede bestehen auch in den verschiedenen Altersklassen, schreibt Marius Kleinheyer, Analyst beim Flossbach von Storch Research Institute, in seiner Studie „Wenig Aktien, aber große Sorgen“. Sehr junge Befragte und Senioren fürchten sich weniger. Vor allem in den mittleren Lebensjahren steigt dann die Unsicherheit (vgl. Grafiken rechts). Mehr als acht von zehn Befragten im Alter zwischen 40 und 49 Jahren fürchten eine lückenhafte finanzielle Ausstattung im Alter. „Arm in Rente“ scheint eines der entscheidenden Reizthemen dieser Generation zu sein.

Die Deutschen sorgen sich nicht ohne Grund. Die demografische Entwicklung lastet schwer auf dem gesetzlichen Rentensystem. Wegen des Umlageverfahrens zahlen in Zukunft immer weniger Arbeitnehmer für immer mehr Senioren. Zu allem Überduss versuchen sich Regierungen jedweder Couleur an „Reformen“ des Systems. Mehrausgaben, die

DIE BESTEN JAHRE, DIE GRÖSSTEN ÄNGSTE

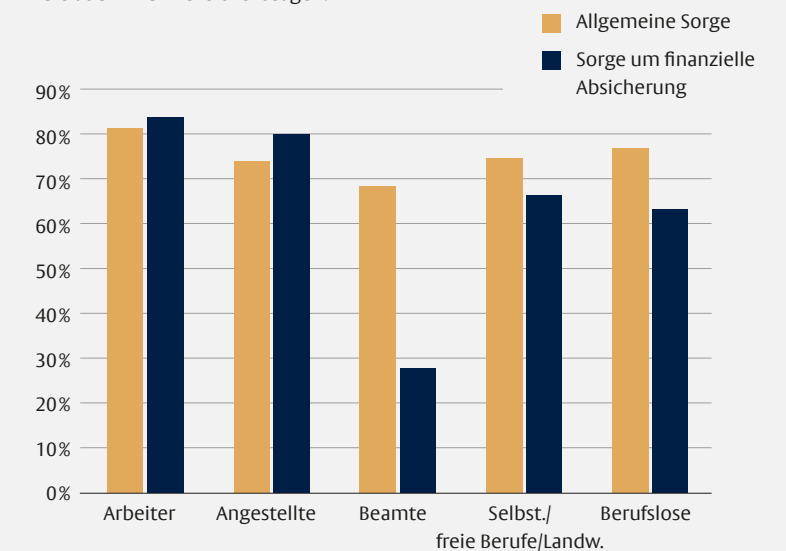
Sorgen Sie sich um Ihre Zukunft? Machen Sie sich Sorgen um Ihre finanzielle Absicherung im Alter?



Quelle: repräsentative Umfrage der GfK unter 1.041 Bundesbürgern im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute

ARM IN RENTE

Vor allem Arbeiter und Angestellte sorgen sich um ihre Altersvorsorge. Beamte vertrauen ihren Pensionszusagen.



Quelle: repräsentative Umfrage der GfK unter 1.041 Bundesbürgern im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute

nicht über die Steuereinnahmen finanziert sind, belasten aber künftige Generationen. Schon jetzt fließen knapp 100 Milliarden Euro aus dem Bundeshaushalt ins deutsche Rentensystem. Das ist knapp ein Drittel des Bundeshaushaltes. Tendenz steigend.

Vielen Bürgern kommen allmählich Zweifel. Wird der Fiskus auch in einigen Dekaden noch in der Lage sein, klamme Rentner vor der Armut zu bewahren? Wenn die Zahl der Bedürftigen wegen des demografischen Wandels steigt – und das Wachstum eben aus diesem Grund vielleicht schwindet? Knapp jeder dritte Deutsche misstraut mittlerweile der gesetzlichen Rente, die im Fachjargon gerne als „erste Säule“ der Altersvorsorge bezeichnet wird.

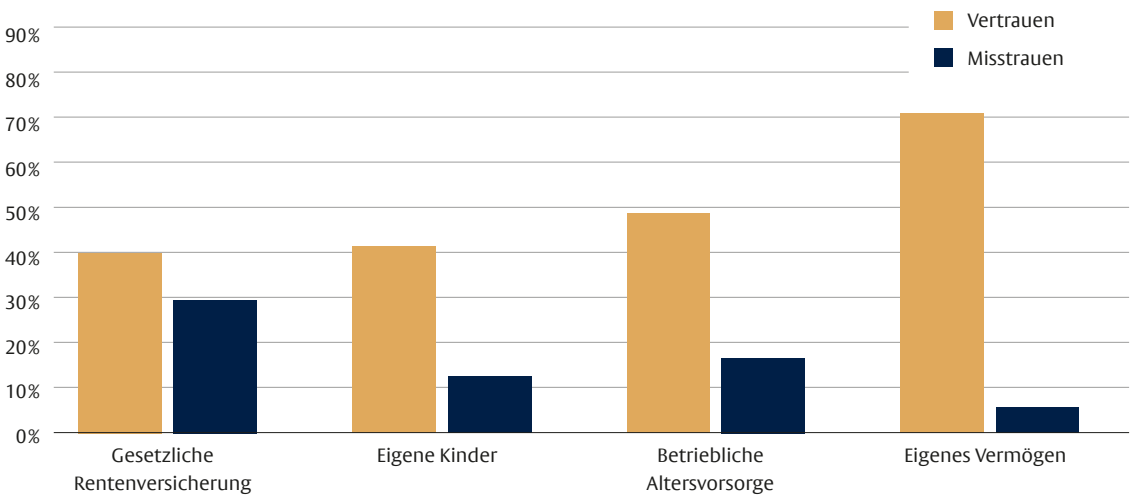
Aber es gibt ja Alternativen. Weit größer ist etwa das Vertrauen in das persönliche Vermögen (vgl. Grafik

unten). Ob diese Hoffnungen berechtigt sind, bleibt unseres Erachtens abzuwarten. In Zeiten ohne Zinsen werfen die klassischen Vorsorgeprodukte wie kapitalbildende Lebens- und Rentenpolice kaum noch etwas ab. Das Geld auf dem Sparbuch verliert nach Abzug der Inflation real an Wert. Und eine echte Zinswende, zurück zu historischen Niveaus von vier oder fünf Prozent, ist auf absehbare Zeit nicht in Sicht.

Es scheint paradox. Ungeachtet solcher Entwicklungen halten die Deutschen dennoch an ihrem traditionellen Anlageverhalten fest. Wenn sie 10.000 Euro für zehn Jahre fest anlegen könnten, würden 29 Prozent der Befragten ihr Geld auf (oft zinsfreie) Bankkonten legen. Jeder Dritte würde in (zinsloses) Gold investieren (vgl. Grafik S. 31). Wie der Vater, so der Sohn. Offenbar gilt dabei das Motto: Komme, was wolle.

GESETZLICHE RENTE IM ZWIELICHT

Welcher Altersvorsorge vertrauen Sie – und welcher nicht?



Quelle: repräsentative Umfrage der GfK unter 1.041 Bundesbürgern im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute

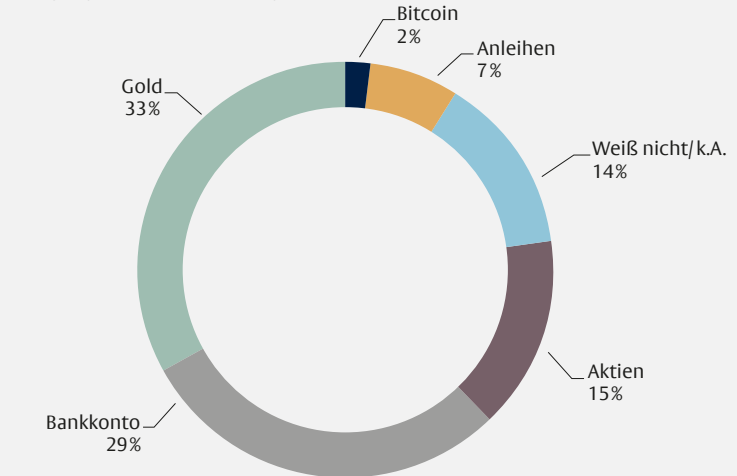
Aktien sind traditionell weniger gefragt. Das bedeutet: Deutsche Anleger sind bereit, für die vermeintliche Sicherheit ökonomische Nachteile in Kauf zu nehmen. Während Gold in der Geschichte seine Eigenschaft als Währung der letzten Instanz und Versicherung gegen die Risiken des Finanzsystems bewiesen hat, ist ein Bankkonto für die Vermögensbildung völlig ungeeignet. Dennoch horten die Deutschen laut Bundesbank eine Summe von rund 2,3 Billionen Euro als Bargeld auf kaum oder gar nicht verzinsten Konten.

Das Problem: Die Vermögenspreise sind in den vergangenen zehn Jahren absolut um etwa 40 Prozent gestiegen. Das entspricht einer durchschnittlichen Inflationsrate von 3,3 Prozent pro Jahr. Laut Bundesbank lag der Zins für eine täglich fällige Einlage auf einem Bankkonto in diesem Zeitraum im Schnitt bei 0,5 Prozent. Die Folge: Anleger, die 10.000 Euro für zehn Jahre auf ein Girokonto legen, müssen mit einem erheblichen Verlust der Kaufkraft rechnen. In der vergangenen Dekade hätte dieser reale Wertverlust knapp 2.800 Euro betragen.

Wenn die Deutschen zumindest einen Teil des Geldes in Aktien investieren würden, hätten sie wohl einen besseren Schnitt gemacht. Trotzdem genießt diese Anlageklasse hierzulande nicht den besten Ruf. Laut Umfrage verbinden vier von zehn Befragten Aktien vor allem mit „Spekulation“ und „Risiko“ (vgl. Grafik rechts). Ohne Rendite und ohne Aktien könnte es aber schwer werden beim Vermögensaufbau. In Zeiten ohne Zinsen und bei potenziell steigenden Inflationsraten dürften sich immer mehr Bürger ihrer misslichen Lage bewusst werden. Wenn sie erkennen, dass ihre Sorgen um die finanzielle Ausstattung im Alter berechtigt sind. ■

AUF NUMMER SICHER?

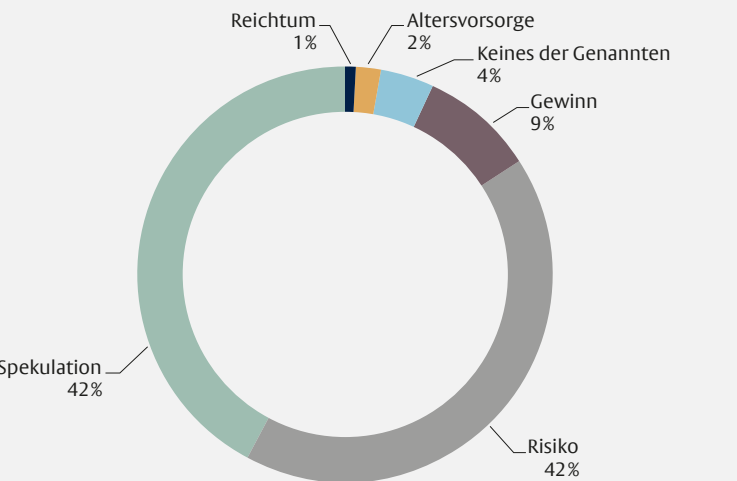
Stellen Sie sich vor, Sie hätten 10.000 Euro erhalten und müssten sich für eine der folgenden Möglichkeiten entscheiden. Die Auflage ist allerdings, dass Sie in den kommenden 10 Jahren nicht an das Geld kommen. Wie würde unter diesen Bedingungen Ihre Entscheidung ausfallen?



Quelle: repräsentative Umfrage der GfK unter 1.041 Bundesbürgern im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute

VORURTEILE BEI AKTIEN

Was verbinden Sie mit dem Begriff „Aktie“?



Quelle: repräsentative Umfrage der GfK unter 1.041 Bundesbürgern im Auftrag des Flossbach von Storch Research Institute

Wie wäre es mit einer kurzen Rechenaufgabe zum Einstieg? Nicht allzu schwer. Zumindest auf den ersten Blick. Ein Tischtennisschläger und ein Ball kosten zusammen elf Euro. Der Schläger kostet zehn Euro mehr als der Ball. Wie viel kostet der Ball? Ist doch klar: Einen Euro, werden die meisten wohl antworten. Aber das ist falsch: Der Ball kostet nur 50 Cent. Wer nun denkt, er könne nicht mehr richtig rechnen, darf beruhigt sein. Er befindet sich in guter Gesellschaft: Mehr als 50 Prozent der Studenten amerikanischer Elite-Universitäten berechneten – intuitiv – diese Aufgabe falsch.

Die kleine Rechenaufgabe stammt von Daniel Kahnemann, US-Psychologe und Wirtschaftsnobelpreisträger. Sein Verdienst: Er hat nachgewiesen, dass unser Denken und Handeln häufig von systematischen Denk- und Wahrnehmungsfehlern geprägt ist. Auch und gerade in der Anlagewelt. Die Denkmuster vieler Akteure auf dem Finanzmarkt sind von der Annahme geprägt, dass sich alle Marktteilnehmer jederzeit rational verhalten. Eine Annahme, die für viele wirtschaftswissenschaftliche Denkmuster unverzichtbar ist. Die aber mit der Marktrealität nicht viel zu tun hat.

Wer wollte schon ernsthaft behaupten, dass er einen vollständigen Überblick über die globalisierte Wirtschaft hat? Man müsste jede einzelne Entscheidung jedes einzelnen Menschen kennen. Theoretisch denkbar, praktisch unmöglich. Deshalb vertrauen Menschen gerne auf ihre eigene Urteilskraft. Aber: „Der Mensch ist es nicht gewohnt, scharf nachzudenken“, heißt es bei Kahnemann. Eine Provokation? Vielleicht. Das Rechenbeispiel zeigt aber, wie sehr Menschen ihrer Intuition vertrauen und eine genauere, logische Überprüfung unterlassen. Bei der Geldanlage kann dieses Vertrauen Anleger in Fallen locken. Wir nennen drei davon und zeigen, wie sie sich vermeiden lassen.

Vorsicht, Falle

Anleger haben es zurzeit nicht leicht – die Unsicherheit am Markt steigt. Welche Anlagestrategie ist da die richtige? Keine leichte Entscheidung. Umso schwieriger wird sie, wenn sich auch noch die eigene Psyche einmischt.

PHILIPP VORNDRAN



Falle Nummer 1: die falsche Strategie

Die fragile Anlagestrategie

Gehen wir zunächst der Frage nach, welche Strategien für Anleger denkbar sind. Zum Beispiel die folgende: Wer auf ein einfaches „Weiter so“ an den Märkten vertraut, glaubt, dass die Notenbanken wie bisher alle (Markt-)Probleme lösen werden. Aber: Derzeit schaffen die Notenbanken entgegen der eigenen Absicht Fragilität im Finanzsystem. Eine Anlagestrategie, die das nicht berücksichtigt, ist ebenfalls fragil. Wer nur seine Erfahrungen in die Zukunft fortschreibt, verschließt letztlich die Augen vor langfristigen, möglicherweise neuen Risiken oder Strukturbrüchen. Entsprechend schlecht ist er auf Krisen und massive Veränderungen vorbereitet.

Die Gefahr fragiler Anlagestrategien zeigt der Vergleich mit dem Lebenslauf eines Truthahns: Das Geflügel findet von Geburt an jeden Tag seines Lebens einen vollen Futtertrog vor. Und so geht es davon aus, dass dies auch in Zukunft so sein wird. Doch am Abend vor Thanksgiving bleibt der Trog leer. Mehr noch: Der Truthahn muss feststellen, dass man ihm nach dem Leben trachtet. Das langfristige „Thanksgiving-Risiko“ war dem Truthahn nicht bewusst. Nichts deutete darauf hin. Und doch war es real.

Ähnlich unerwartet dürfte ein Crash eine fragile Anlagestrategie treffen: Die gehaltenen Vermögensklassen sind wenig krisenfest. Dem Anleger drohen hohe Verluste. So geschehen, als auf dem Höhepunkt der Finanzkrise viele Anleger erkennen mussten, dass die „Lehman-Zertifikate“ als Schuldverschreibung plötzlich wertlos wurden, weil der Emittent zahlungsunfähig war. Dieses Emittentenrisiko hatten viele Anleger – wenn überhaupt – nur als theoretisch wahrgenommen. Und doch war es real.

Die ängstliche Anlagestrategie

Anleger, die davon überzeugt sind, dass der nächste Crash naht, haben es auf den ersten Blick leichter.

Zumindest erleben sie keine böse Überraschung. Um im Bilde zu bleiben: Bei dieser Strategie weiß der Truthahn, dass er geschlachtet wird. Aber: Er weiß nicht wann. Und hier liegt für den Anleger die Herausforderung: Da er mit dem Crash rechnet, sichert er sich laufend ab. So meidet er volatile, aber ertragreiche Anlageklassen wie etwa Aktien. Renditechancen bleiben ungenutzt. In den USA geht der Konjunkturaufschwung in das zehnte Jahr – wer auf Aktien verzichtete, ließ Chancen liegen.

Der Ausweg: robust investieren

Doch was können Anleger realistisch tun? Niemand kann voraussagen, wann der nächste Crash oder Aktienboom kommt. Ebenso unwahrscheinlich ist aber auch, dass der Konjunkturaufschwung ewig hält. Deshalb sollten sich Anleger für eine Anlagestrategie entscheiden, die in ruhigen Marktphasen gute Erträge erzielen kann, die aber in turbulenten Marktphasen widerstandsfähig genug ist, um Verluste zu begrenzen. Die wahre Herausforderung ist der Boom: Dann kann es sein, dass die Rendite dieser Strategie unter der Marktrendite liegt. Gerade dann brauchen Anleger Geduld, Disziplin und Vertrauen, um nicht den Versuchungen des Herdentriebs oder des Timings zu erliegen.

Diese Strategie ist anspruchsvoll. Sie trifft keine Ganz-oder-gar-nicht-Entscheidungen. Vielmehr diversifiziert sie und stellt das Chance-Risiko-Verhältnis der einzelnen Anlageklassen in Bezug. Die Strategie investiert langfristig und akzeptiert Kurschwankungen. Denn: Bei entsprechender Anlagequalität bedeuten kurzfristige Rücksetzer keine nachhaltigen Vermögenseinbußen. Im Gegenteil: Sie können Einstiegschancen eröffnen. Aber sie verlangt vom Anleger Disziplin und Durchhaltevermögen, wenn die robuste Strategie temporär unter Druck gerät – gerade auch in boomenden Märkten.

Falle Nummer 2: mangelnde Geduld

Herdentrieb und Timing

Kaufen, wenn die Stimmung gut ist, und verkaufen, wenn die Stimmung schlecht ist. Das hört sich für viele Anleger vernünftig an: Was soll schiefgehen, wenn die Medien nahezu einhellig über gute bzw. schlechte Zeiten am Markt berichten? Sie schwimmen mit dem Strom, vertrauen der Masse. Allerdings birgt dieser Herdentrieb gleich zwei große Risiken. Zum einen: zu hohe Einstiegspreise. Denn wenn es eine große Nachfrage nach einem knappen Gut – etwa der Aktie eines Unternehmens – gibt, steigt der Preis. Oft über den fairen Wert. Dann erwirbt der Anleger die Aktie zu teuer. Zum anderen drohen Verluste, wenn viele die Aktie verkaufen wollen: Ist das Angebot höher als die Nachfrage, dann kann der Preis dramatisch fallen – auch deutlich unter den fairen Wert. Schlimmstenfalls steigt der Anleger zu teuer ein und verkauft mit Verlust.

Ein gutes Beispiel ist der Dotcom-Boom um die Jahrtausendwende: Plötzlich schossen „Internet“-Aktien wie Pilze aus dem Boden. Viele Anleger wollten um jeden Preis dabei sein – Geschäftsmodelle und Kennzahlen spielten keine Rolle. Als die Kurse fielen, wollten alle möglichst schnell aussteigen. Eng verbunden mit dem Herdentrieb ist der Ver-

such, den perfekten Zeitpunkt für den Kauf und Verkauf von Wertpapieren zu treffen – das „Market-Timing“. Im Traumszenario vieler Anleger wird dabei eine Aktie zum niedrigsten Kurs gekauft und auf dem Allzeithoch wieder verkauft. Es bleibt ein Traum. Unserer Erfahrung nach sind solche Strategien zum Scheitern verurteilt.

Der Ausweg: langfristig anlegen

Niemand kann verlässlich vorhersagen, ob ein Aktienkurs seinen Tief- bzw. Höhepunkt tatsächlich schon erreicht hat. In der Praxis führt der Versuch, den richtigen Zeitpunkt für den Ein- und Ausstieg zu erwischen, nur zu häufigen und kostspieligen Umschichtungen. Die Orderkosten gehen zulasten der Rendite. Unseres Erachtens dürfte es sinnvoller sein, eine langfristig orientierte Haltestrategie zu verfolgen und Qualitäts-Wertpapiere im Einklang mit den gesteckten Anlagezielen zu handeln. ▶





Falle Nummer 3: die eigene Psyche

Rückblicke sind einfach, vor allem wenn sie die Vergangenheit betreffen, könnte man meinen. Wer das Ergebnis kennt, dem fällt das Urteil in der Rückschau – vermeintlich – leicht. Erleidet der Anleger einen Kursverlust, neigt er dazu zu sagen, dass dieser Verlust absehbar war. Auch wenn er damit die statistische Eintrittswahrscheinlichkeit des Verlustes zum Anlagezeitpunkt überbewertet. Das Gleiche gilt auch für Gewinne, deren Erzielen in der Regel zu positiv bewertet wird. Experten nennen das Phänomen „Rückschaufehler“. Nach einem erlittenen Kursverlust beurteilen Anleger die Ursachen dafür anders als beim Abschluss. Am Ende führt dies dazu, aus den falschen Gründen einem Markt fernzubleiben oder zu investieren.

Und wenn die Märkte gut laufen? Dann führen viele Anleger den Kursanstieg vor allem auf ihre eigenen, überdurchschnittlich guten Fähigkeiten bei der Titelauswahl zurück. Auch wenn die Aktie tatsächlich nur durch den allgemeinen Trend gestiegen sein mag. Experten sprechen vom „Better-than-average“-Effekt. Ein schönes Beispiel dafür liefern Autofahrer: In Studien sagt die Mehrheit über sich selbst, sie fahre besser Auto als der Durchschnitt. Doch das ist statistisch ausgeschlossen.

Der Ausweg: realistische Selbsteinschätzung

Seien Sie selbstkritisch. Machen Sie sich klar, dass in bestimmten Situationen der größte Feind des Anlegers die eigene Psyche sein kann. Deshalb ist es

sinnvoll, die persönlichen Anlageziele zu dokumentieren. Eine Anlagestrategie zu formulieren, Anlageentscheidungen und -erwartungen zu begründen. Das hilft beim späteren Überprüfen und vermeidet, im Nachhinein die falschen Schlüsse zu ziehen.

Fazit: Bleiben Sie realistisch

Lesen Sie nicht zu viel Zeitung, trauen Sie aber auch der eigenen Psyche nicht ohne Weiteres über den Weg. Nehmen Sie sich Zeit bei der Geldanlage, und bauen Sie sich ein robustes Portfolio auf. ■

Philipp Vorndran ist Kapitalmarktstrategie bei der Flossbach von Storch AG.



Gut zu wissen ...

Die Börse ist ein Ort der Zahlen, Daten, Fakten und Geschichten. Die einen sind sehr, die anderen vermutlich weniger bekannt. An dieser Stelle wollen wir Ihnen Informationen liefern, die nicht unbedingt „auf der Straße liegen“ (zumindest hoffen wir das), womöglich aber interessant für Sie sein könnten (das hoffen wir noch mehr). Falls nicht, einfach weiterblättern. Oder besser noch: einen Hinweis geben, was Sie wirklich interessiert – an info@fvsag.com. Wir freuen uns darauf.

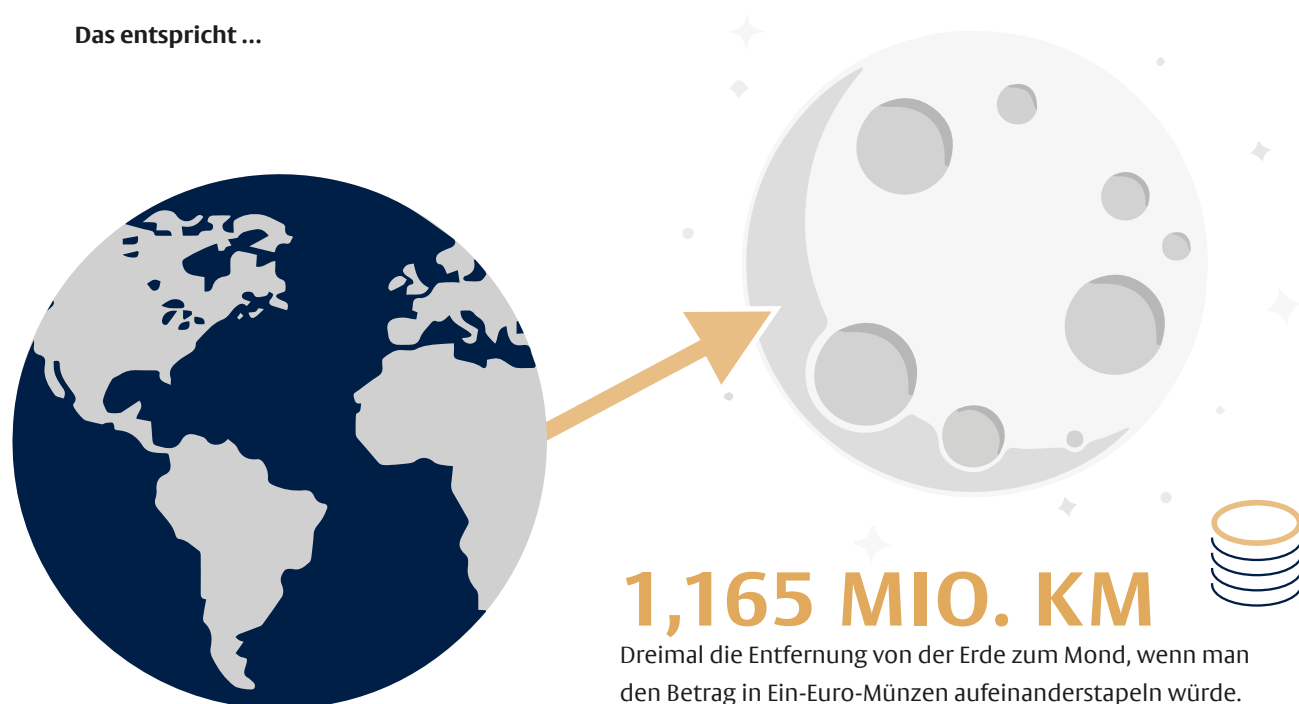
500 MILLIARDEN €

haben die Deutschen in den vergangenen zehn Jahren verschenkt, weil sie rund 2,3 Billionen Euro auf zinsfreien Bankkonten liegen lassen. Wenn sie nur die Hälfte davon in Aktien investiert hätten, läge ihr Vermögen um gut eine halbe Billion Euro höher.

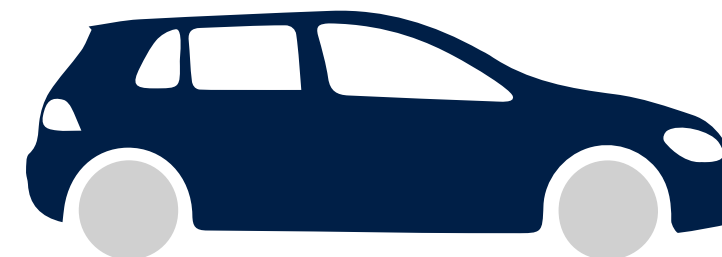
Eine gigantische Summe, die man sich nur schwer vorstellen kann ...

500.000.000.000 €

Das entspricht ...



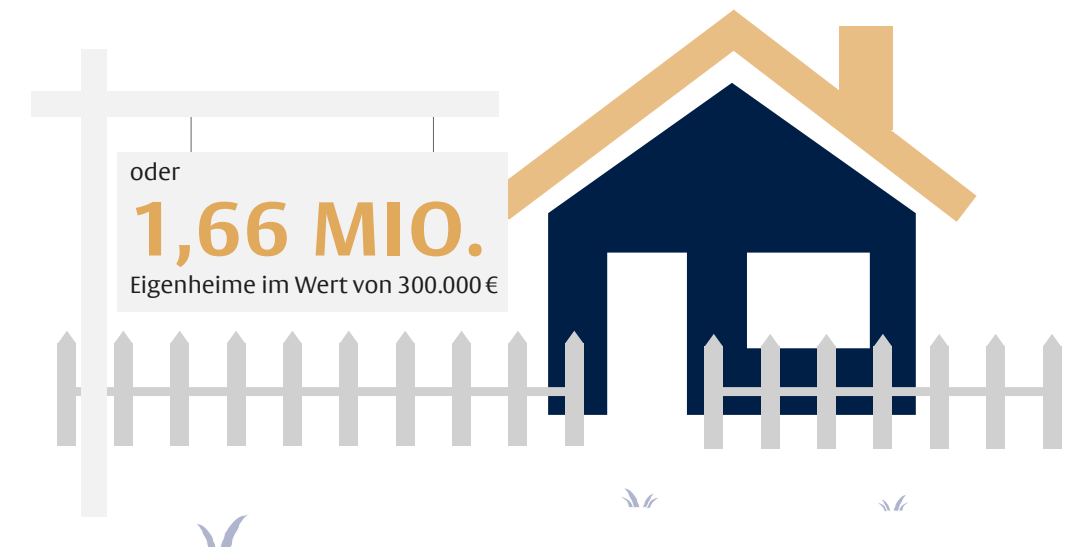
... mit der man sich aber einiges kaufen könnte:



oder **20 MIO.**
VW Golf im Wert von je 25.000 €



166 MIO.
Urlaubsreisen
im Wert von 3.000 €



Pro Einwohner in Deutschland macht das rund **5.500 €**

Quelle: Flossbach von Storch



Jetzt oder nie

Der Handelskonflikt zwischen den USA und China nervt. Immer neue Zölle, die US-Präsident Donald Trump auf chinesische Produkte verhängt. Dann prompt der Gegenschlag aus Peking. Das Vorgehen scheint irgendwie willkürlich, aber nur auf den ersten Blick. Trump verfolgt eine Strategie, die endlich ist – und eine Lösung sehr wahrscheinlich macht.

EIN GASTBEITRAG VON FRANK SIEREN

Immer neue Strafzölle auf immer mehr Produkte.

Das Machtspiel zwischen US-Präsident Donald Trump und Chinas Staatspräsident Xi Jinping geht in die nächste Runde. Ein wirtschaftliches Kräftemessen, das es in dieser Form zwischen den USA und China noch nicht gegeben hat. Es steht eine Zeit des Pokerns bevor, so viel steht fest.

Dabei schienen die Gespräche zwischen den beiden Konfliktparteien zunächst auf einem guten Weg zu sein: Im Mai und Juni trafen sich hochrangige Handelsdelegationen aus China und den USA, um sich gütlich zu einigen, zumindest anzunähern. Am Ende hatte sich Peking bereit erklärt, US-Güter im Wert von rund 70 Milliarden US-Dollar zu kaufen und zusätzlich in Infrastruktur in den USA zu investieren. Vorausgesetzt, Washington setzt im Gegenzug seine Strafzölle auf chinesische Produkte aus. Um Trump zu überzeugen, hatten die Chinesen bereits im Mai deutlich mehr in den USA eingekauft – rund elf Prozent mehr. Trump lenkte ein. Zumindest für einen kurzen Moment – doch dann überlegte er es sich anders, frei nach dem Motto: Das ging fast schon zu einfach, da geht bestimmt noch etwas mehr. Man muss es nur probieren. Ganz falsch lag er damit nicht.

PEKING HAT NUR MINIMALE ZUGESTÄNDNISSE GEMACHT

Die Chinesen wollten vor allem Öl, Gas, Kohle und Sojabohnen kaufen, also Produkte, die sie sowieso brauchen. Im besten Falle wären den Chinesen auch keine zusätzlichen Kosten entstanden, weil sie anderswo einfach weniger gekauft hätten. Die Infrastrukturmaßnahmen in den USA helfen der chinesischen Wirtschaft sogar. Tatsächlich waren das keine allzu großen Zugeständnisse Chinas an die USA. In Peking dachte man offenbar, die 70 Milliarden US-Dollar wären Trump genug, um bei seinen Wählern prahlen zu können. Falsch gedacht.

In der New York Times war zu lesen, Trump habe keine Strategie. Das stimmt nicht. Trump hat eine Strategie. Und er ist kein Selbstmörder. Deshalb ist ein Kollaps der Weltwirtschaft, ausgelöst durch den Handelsstreit beider Wirtschaftsmächte, auch vorerst nicht zu befürchten. Trump wägt sehr genau ab, wie weit er im Falle Chinas gehen kann – bislang hat er es stets geschafft, rechtzeitig Maß zu halten. Seine Taktik, die Welt mit ständig wechselnden Positionen in Schach zu halten und damit Verunsicherung zu stiften, ist zwar ärgerlich – aber sie funktioniert. Zumindest einigermaßen. Deshalb ist es auch ▶



Frank Sieren ist einer der führenden deutschen Chinaspezialisten. Der Bestsellerautor lebt seit knapp 25 Jahren in Peking und berichtet für das Handelsblatt aus dem Reich der Mitte. Anfang Oktober erscheint sein neues Buch: „Zukunft? China! – Wie die neue Supermacht unser Leben, unsere Politik und unsere Wirtschaft verändert.“

keine Lösung, Donald Trump nicht ernst zu nehmen. Dafür sind die USA (noch) zu mächtig.

Aus Sicht der Chinesen sind es nicht die Forderungen des US-Präsidenten als solche, die sie zur Weißglut treiben, sondern das ständige Hin und Her. So verkündet Trump Mitte Juni eine zweite Runde von Strafzöllen in Höhe von 25 Prozent auf mehr als 1.100 chinesische Waren im Volumen von 50 Milliarden US-Dollar. Peking antwortet nur wenige Stunden später – mit Vergeltungszöllen von ebenfalls 25 Prozent auf insgesamt 659 US-Produkte, darunter landwirtschaftliche Erzeugnisse wie Sojabohnen, Tabak und Meeresfrüchte, die besonders die Trump-Anhänger in Iowa, Wisconsin, Alaska oder Minnesota treffen. Wenige Tage später erhöht

Trump dann noch einmal den Einsatz und stellt weitere Strafzölle im Wert von 200 Milliarden US-Dollar in Aussicht, sollte China seine eigenen Strafzölle gegen die USA durchsetzen. Es sind bisher die härtesten Schritte, um China in die Schranken zu weisen.

VON „ERPRESSUNG“ UND „HANDELSKRIEG“

Begleitet wird das Ganze von dem entsprechenden „Kampfgeschrei“. Die chinesische Regierung beispielsweise spricht von „Erpressung“. Die USA „initiiieren einen Handelskrieg und verletzen die Gesetze des Marktes“. Sollte sich Washington weiterhin so „irrational“ verhalten, behalte man sich „weitere Maßnahmen“ vor, heißt es aus Peking. Die US-Regierung hält dagegen: „Präsident Trump hat China jede Chance gegeben, sein aggressives Verhalten zu ändern“, gibt Trumps Wirtschaftsberater Peter Navarro zu Protokoll. „China hat viel mehr zu verlieren als wir.“

Dass beide Seiten sich in nicht allzu ferner Zukunft einigen, ist dennoch wahrscheinlich. Trump ist ein Störenfried, aber eben auch ein Geschäftsmann. Es würde deshalb niemanden verwundern, wenn am Ende eine Vereinbarung steht, die für beide Seiten akzeptabel ist. Denn nüchtern betrachtet sieht die Lage ja folgendermaßen aus: Die vier größten Handelspartner der USA (inklusive China) haben im Durchschnitt Zölle von sechs Prozent auf Produkte aus den USA verhängt. Die USA dagegen veranschlagen im Schnitt gegenüber diesen Partnern lediglich 3,5 Prozent. Es geht also darum, den Unterschied von 2,5 Prozentpunkten zu eliminieren – zugunsten der Amerikaner. Das sollte möglich sein.

BEIDE SEITEN BRINGEN SICH IN STELLUNG

Deshalb wird gepokert. Beide Seiten bringen sich in eine aus ihrer Sicht günstige Ausgangsposition für einen Kompromiss. Tatsächlich ernst würde der Streit erst, wenn die großen US-Konzerne, die mittlerweile einen nicht unerheblichen Teil ihres Geschäfts in China machen, davon betroffen wären: GM, Apple, Starbucks oder Coca-Cola beispielsweise.

Doch so weit wird es vermutlich nicht kommen. Das ist auch nicht nötig. Die Chinesen wissen, dass Trumps Eskalationsstrategie endlich ist – zumindest vorerst. Der US-Präsident kämpft derzeit an vielen Fronten. Er streitet sich gleichzeitig mit China, der EU und den NAFTA-Staaten. Die Emerging Markets, die Schwellenländer, fühlen sich ebenfalls angegriffen. Denn seit Trump das Thema Außenhandel für sich entdeckt hat und für Verunsicherung sorgt, fließt weniger Geld aus den USA in ihre Richtung. Investoren halten sich lieber zurück. Das spiegelt sich auch in den Währungen der Emerging Markets, die in diesem Jahr an Wert verloren haben.

Fast die gesamte Welt gegen sich aufzubringen ist selbst für die USA ein wenig zu viel. Besonders wenn China dazugehört. Der wohl wichtigste Vorteil Pekings ist in diesem Falle, dass Staatspräsident Xi nicht wiedergewählt werden muss. Er braucht also keine Spielchen zu spielen, um in der Gunst seiner Wähler zu stehen. Wobei er die Chinesen ohnehin auf seiner Seite hat. Sie fühlen sich mehrheitlich von den USA angegriffen und stehen deshalb hinter der Regierung, auch wenn es mitunter wehtut.

TRUMP IST „KUNDENORIENTIERT“

Donald Trump hingegen muss die Midterm-Wahlen im November überstehen. Seine Wähler sind Protestwähler. Sie gelten als nicht besonders geduldig, sollte es ihnen an den Geldbeutel gehen. „Wenn wir Geschäfte mit China verlieren, werden unsere Nachbarn im Süden froh sein, diese Geschäfte übernehmen zu können“, sagt etwa John Heisdorffer, der Präsident der Vereinigung der amerikanischen Sojabohnenhersteller. Eine Vereinigung, die eigentlich auf Trumps Seite ist.

In anderen Bereichen ist das, was Heisdorffer beschreibt, längst Realität. Die Zölle auf Solarzellen haben zum Beispiel dazu geführt, dass in den USA Solarzellen im Wert von 2,5 Milliarden US-Dollar nicht installiert wurden. Die amerikanische Solarindustrie beschäftigt laut der U.S. Energy Information

Administration mehr als 250.000 Menschen. Dreimal mehr als in der Kohleindustrie. Tausende Jobs seien bereits verloren gegangen. „Ohne die Zölle würde es substantiell mehr Beschäftigung geben“, sagt Tom Werner, der Chef des Branchenriesen Sunpower Corp. Peking muss also nur Zölle verhängen, die potenziellen Trump-Wählern besonders wehtun. Und warten.

Trump wird nur noch im Sommer befreit aufspielen können – und schauen, was geht. Danach wird sein Spielraum immer kleiner. Bis dahin wird er versuchen, für seine Wähler das Bestmögliche herauszuholen. Trump hat die Demokratie insofern zu Ende gedacht, als dass er sich nur um die kurzfristigen Interessen seiner Wähler kümmert. In der Wirtschaft würde man sagen: Der US-Präsident ist extrem kundenorientiert.

Was Trump möglicherweise nicht überblickt (oder ihm völlig egal ist), sind die langfristigen Folgen des von ihm angezettelten Handelsstreits. Als von Trump gebranntes Kind wird Peking nun alles daran setzen, die wirtschaftliche Abhängigkeit von den Amerikanern sukzessive zu verringern – im Chip-Bereich beispielsweise. Hinzu kommt, dass China bei den neuen Technologien, wie zum Beispiel der künstlichen Intelligenz, immer mehr auf Augenhöhe mit den Amerikanern agiert. Es wird vermutlich nicht mehr lange dauern, bis China den Konkurrenten eingeholt hat. Eine Übergangsphase, die nur noch ein paar Jahre dauern wird. Dann verändert sich das Kräfteverhältnis weiter zugunsten Pekings.

Was Trump in diesen Tagen veranstaltet, ist das letzte Aufbäumen einer Supermacht, die gerade dabei ist, zur Großmacht zu schrumpfen. Womöglich denkt sich der US-Präsident deshalb: jetzt oder nie! ■

Dieser Kommentar spiegelt die Meinung des Autors wider, die nicht in allen Punkten den Ansichten der Flossbach von Storch AG entsprechen muss.

Über den Tellerrand

Philipp Vorndran war zwei Monate auf Reisen – Elternzeit mit der Familie. Die „Brille“ des Investors hat er dabei nicht abgenommen. Nicht in Dubai oder Singapur. Auch nicht in Japan. Auszüge aus seinem Reisetagebuch.

PHILIPP VORNDRAN



Prolog

Reisen bildet, heißt es. Um das zu erkennen, braucht es keinen Philosophen. Neues erleben und kennenlernen, sich auf fremde Kulturen einlassen und mehr darüber erfahren – eine Reise kann von unschätzbarem Wert sein.

Sie bietet Raum für neue Perspektiven. Nicht mehr, schon gar nicht weniger.

Wir Deutschen denken deutsch – natürlich, was sonst. Wir, die Exportweltmeister. Das Wirtschaftswunderland. Made in Germany. Nirgendwo sonst sind die Tüftler klüger, die Infrastruktur ausgebauter, die Banken sicherer und die medizinische Versorgung besser. Zumindest glauben wir das. Aber stimmt es auch?

Das Selbstverständnis ist ein Produkt der Erfahrungen aus der Nachkriegszeit, der Wirtschaftswunderzeit. Seither definieren wir uns zuallererst über unseren wirtschaftlichen Erfolg – oft zumindest.

Diese Haltung verstellt jedoch nicht selten den Blick auf das, was in anderen Weltgegenden vor sich geht; weil wir zu sehr auf uns konzentriert sind, mitunter einen Tunnelblick haben. Genau das möchte ich vermeiden. Wenn ich reise, sei es privat oder geschäftlich, unterziehe ich meine Vorurteile und Erwartungen stets einem Realitätscheck. Das gilt auch für diese Reise. Es lohnt sich, über den Tellerrand hinaus zusehen.



DUBAI

IM SCHATTEN DER BAUKRÄNE

Zweimal war ich bislang in Dubai – stets beruflich. Ich muss gestehen, dass ich kurz vor dem dritten, diesmal privaten Besuch eher skeptisch war. Aus der Ferne erschien mir Dubai künstlich und dessen Aufschwung wenig nachhaltig. Nach einigen Tagen fällt mein Urteil positiver aus: Dubai ist vor allem vielfältig.

Was auffällt, ist der Bauboom. Überall ragen riesige Kräne in den Himmel. Mich erinnert das an Shanghai vor 15 Jahren. Wer wohl die Bürokomplexe und Wohntürme beziehen wird? Vermutlich Chinesen. Eines jedenfalls ist sicher: 2017 war ein gutes, möglicherweise sogar das beste Jahr für die Bauindustrie in Dubai. Die Stadtverwaltung berichtet von

mehr als 26.000 Gebäuden, die gebaut werden bzw. wurden. Da braucht es den ein oder anderen Baukran.

Wir haben immer wieder Gelegenheit, mit Menschen zu sprechen, die in Dubai arbeiten, überwiegend Servicekräfte. Ein junger Mann aus Port Said etwa, einer Hafenstadt in Ägypten. Er ist dankbar – angesichts der Krise in seiner Heimat – in Dubai einen Job gefunden zu haben, noch dazu einen vergleichsweise gut bezahlten. Vielen anderen Arbeitskräften aus dem Ausland geht es ähnlich, egal ob aus Russland, Myanmar, Venezuela, Pakistan, Indien, Frankreich oder Deutschland. Menschen aus aller Welt leben hier als Minderheiten friedlich zusammen. Gelebte Integration – es funktioniert!

Repräsentativ sind meine kleinen Umfragen jedoch nicht, zugegeben. Ich hatte keine Gelegenheit, mit den Arbeitern auf den riesigen Baustellen zu sprechen. Ist deren Situation ähnlich menschenunwürdig wie die von denen auf den Großbaustellen in Katar? Oder besser? Schwer zu sagen.

Neben dem offenkundigen Bauboom wird uns gewiss die Krankenversorgung in Erinnerung bleiben. Unsere Tochter hat hohes Fieber bekommen – und wir müssen mit ihr ins Krankenhaus. Die Klinik erinnert uns optisch mehr an ein Hotel denn an ein deutsches Krankenhaus. Moderne, bequeme Polstermöbel im Wartebereich. Riesige Bildschirme.

Um kurz nach 10 Uhr betreten wir die Klinik, knapp eine Stunde später sind wir schon wieder raus. Bestens versorgt. Zwischendrin werden allerlei Unter-



suchungen gemacht, inklusive Grippetest. Die Krankenschwester kommt von den Philippinen, der behandelnde Arzt aus Indien. Beide freundlich, ruhig und kompetent. Die Laborergebnisse sind nach 15 Minuten fertig. Knapp 100 Euro kosten die Untersuchungen.

Für Deutsche, die nicht müde werden, das eigene Gesundheitssystem als weltweit einzigartig zu preisen, ist das eine ernüchternde Erkenntnis: Weltspitze ist die deutsche Krankenversorgung schon lange nicht mehr. ▶



SINGAPUR

KAFFEEFAHRT AUF CHINESISCH

Bereits in Dubai haben wir viele chinesische Besucher getroffen. Dass es in Singapur noch mehr werden würden, hatten wir vermutet – schließlich war Neujahrsfest, das Jahr des Hundes. Einige Arbeitskollegen hatten mich zudem gewarnt, dass es zu dieser Zeit deutlich voller werden würde in Singapur. Aber so voll?

Ich will es genauer wissen, studiere die offiziellen Statistiken der Touristikbehörde. Die Zahlen sprechen für sich: Während 2007 „nur“ 1,1 Millionen Chinesen nach Singapur gereist sind, was in etwa der Zahl der Besucher aus Kontinentaleuropa entspricht, waren es 2012 schon zwei Millionen – und 2017 sogar 3,2 Millionen. Was für eine Entwicklung! Die Chinesen sind nicht allein. Auch die Zahl der Besucher aus Indien wächst rasant: Zwischen 2007 und 2017 hat sich deren Zahl auf 1,3 Millionen glatt verdoppelt.

An vielen Orten bin ich froh, meine paar Brocken Chinesisch einsetzen zu können – denn Englisch hilft nicht immer weiter. Vor einem Einkaufszentrum namens T Galleria etwa, in dem es die begehrten Luxusmarken aus Ost und West steuerfrei gibt. Im Zweiminutentakt ergießen sich Busladungen mit chinesischen Touristen vor dem Eingang. Kaffee-fahrt auf Chinesisch. Ein Geschäftsmodell, das offensichtlich in ganz Asien und Ozeanien floriert.

Viele Touristen sind nicht nur Segen, sondern können langfristig auch zum Fluch für einen Ort wie Singapur werden. Ein Ort, der Gefahr läuft, sich angesichts des Touristenstroms nicht mehr stetig weiterzuentwickeln. Singapur war für uns, was den Tourismus betrifft, stets Inbegriff für extrem hohe Qualität und Innovation. Subjektiv wahrgenommen fällt Singapur hier leicht zurück. Die eine oder andere Renovierung wird aufgeschoben, frei nach dem Motto: Das Zimmer verkauft sich auch so zu



Top-Konditionen. Genau das bestätigt uns auch ein Hotelmanager. Den Chinesen sei Dank!

Zwar gehören nach wie vor viele Unterkünfte – gemessen an der Servicequalität – zur absoluten Spitze. Viele Zimmer sind aber nicht mehr auf dem neu-

esten Stand. Vor allem dann nicht, wenn man kurz zuvor in Dubai war und in den vergangenen Jahren viel gereist ist in China, also Vergleichsmöglichkeiten hat. Natürlich gibt es auch Leuchtturmobjekte, rund um Marina Bay beispielsweise. Doch auch die Tatsache, dass mitten in der Stadt Teile der Formel-1-Rennstrecke über das Jahr einfach ungenutzt herumstehen, wirkt befremdlich auf uns. In Monaco etwa ist, nachdem die letzte Runde des Grand Prix gefahren ist, schon nichts mehr davon zu sehen ...

Wirklich beeindruckend dagegen sind die vielen Wohnhochhäuser. Nicht allein wegen ihrer Höhe, sondern vor allem wegen der „luftigen“ Bauart und der vielen grünen Elemente. Hier ein Baum, dort ein Pflanzenmeer. Solche Wohnhochhäuser würde ich mir auch in Deutschland gefallen lassen. Sie würden helfen, die Wohnungsnot in den Städten zu lindern.



TOKIO



DIE VIELLEICHT TEUERSTE IMMOBILIE DER WELT

Anflug Tokyo Haneda, neben Narita einer der zwei internationalen Flughäfen der Stadt. Zu unserer Linken der Mount Fuji, zur Rechten die aufgehende Sonne. Bereits aus der Vogelperspektive offenbart uns die Stadt ihr Gesicht: eine Landschaft wie aus dem Modelleisenbahn-Katalog – sauber und aufgeräumt, viel Wasser, Berge, Parks und Tempelanlagen. Die Infrastruktur vom Allerbesten, in den vergangenen Jahren stets auf den neuesten Stand gebracht.

Dabei ist Japan das am höchsten verschuldete Land. Absolut sind es laut den Statistiken des Internationalen Währungsfonds (IWF) 11,5 Billionen US-Dollar. In Relation zu seiner wirtschaftlichen Leistung, dem Bruttoinlandsprodukt (BIP), betragen die Schulden der Japaner 236 (!) Prozent. Zum Vergleich: Die deutsche Schuldenquote liegt bei 64 Prozent.

Sind die Schulden ein Problem für die Japaner? Zumindest keines, das dem Besucher auffallen würde. Die Schulden werden dauerhaft über Niedrigzinsen finanziert. Die Wirtschaft wächst in Zeitlupe, wenn überhaupt, Inflation ist also kein allzu großes

Problem. Gut möglich, dass Japan zu einer Blaupause für viele andere hochverschuldete Industriestaaten werden könnte.

Es lohnt sich also, das „Versuchslabor“ Japan zu besuchen. Aber warum tun das so wenige Deutsche? Angst vor der Sprachbarriere? Ist unbegründet, die Verständigung klappt auch mit Händen und Füßen. Japaner sind sehr geduldig mit Touristen – und hilfsbereit. Sie hätten zweifelsohne weit mehr Besucher verdient. Die Chinesen, wer sonst, haben das verstanden ...

Unser Hotel trägt nicht nur einen imperialen Namen, sondern ist auch in der Nähe des Kaiserpalastes gelegen. Unser erster Erkundungsspaziergang führt uns deshalb an die imposanten Mauern des Kokyo, der abgeschotteten Welt des Tenno, des himmlischen Herrschers. Es heißt, dieser Flecken Erde soll Ende der achtziger Jahre einmal mehr wert gewesen sein als alle Grundstücke Kaliforniens zusammen.

Ganz gleich, ob die Geschichte wahr ist oder falsch, sie zeigt, wie irrsinnig hoch japanische Immobilien

in jenen Tagen bewertet waren – und nicht nur die Aktien. Heute wird der Wert des Geländes auf ca. 150 Milliarden Euro taxiert. In Berlin oder München bekämen Sie dafür immer noch das ein oder andere Stadtviertel.

Tokio ist keine Stadt, wie wir sie aus Deutschland kennen, mit Stadtkern und Randbezirken. Tokio ist eine Metropolregion aus 15 Stadtteilen, die allesamt über Kern und Peripherie verfügen. Gesteigert wird das Ganze von der Region Tokyo Bay, zu der auch noch Yokohama, Kawasaki und Chiba gehören. Hier leben insgesamt 37 Millionen Menschen. Jede U-Bahn-Station eröffnet dem Besucher eine neue Welt.

Ganz gleich, ob Sie Shibuya besuchen, den hippen, lauten Stadtteil, der vor allem den jungen Leuten gehört; seine weltberühmte „Shibuya Crossing“ erinnert sehr an New York und den Times Square. Oder nur eine Haltestation später auf Höhe des Meiji-Schreins aussteigen, eines Horts der Ruhe und Besinnung. Tokio erfindet sich auf engstem Raum immer wieder neu.



Wer Luxus sucht, findet ihn in der Ginza. Ein Einkaufstempel neben dem anderen. Viele der japanischen Luxusgüterproduzenten, Shiseido beispielsweise, haben hier ihren Hauptsitz. Unsere morgendlichen Spaziergänge führen uns oft durch die Ginza. Dabei fallen uns die langen Warteschlangen auf, in denen meist junge Frauen stehen. Tag für Tag. Schon gegen 8 Uhr. Dabei öffnen die Einkaufszentren nicht vor 10 Uhr. Die Stimmung der Wartenden ist gelöst und freundlich. Auf dem Boden sind Markierungen gezeichnet – um den ordnungsgemäßen Ablauf des Schlangestehens zu gewährleisten. Warum tun die sowas? Wir fragen einfach nach.

Man stehe Schlange, damit man den Wert der neuen Tasche oder des Kleides auch wirklich zu schätzen wisse, lautet die Antwort. Eine Mutter schreibt im Internet, dass es bei Ihnen Familientradition sei, bei größeren Anschaffungen für die Kinder (Fahrrad, Rucksack usw.) lange vor der Geschäftsöffnung anzustehen, damit die Kinder sich auch an den mühsamen Prozess erinnern und sie so sorgfältiger mit den neuen Sachen umgehen. Andere behaupten, das Anstehen wäre ein Geschenk des Himmels, weil eine der seltenen Ruhephasen. Oder eine Gelegenheit für eine romantische Begegnung. Andere Länder, andere Sitten.

Wir hätten gewiss noch weitere Wochen in Tokio verbringen können, einer faszinierenden Stadt. Aber auch zwei Monate Elternzeit gehen irgendwann zu Ende. Zeit, die Koffer zu packen – und Reisepläne zu schmieden ... ■

Philipp Vorndran war zudem in Australien und Neuseeland. Die Berichte über die einzelnen Stationen seiner Reise finden Sie auf unserer Website.

Rockstars a.D.

Es gab Zeiten, da wurden Notenbanker verehrt. Heute ist das anders, wenngleich ihre Bedeutung für die internationalen Finanzmärkte kaum kleiner ist.

Montagu Norman, President der Englischen Notenbank, an Board eines Überseedampfers mit Ziel Kanada im August 1931

Der 15. August 1931 ist kein guter Tag für Investoren. Nicht in Shanghai oder New York. Erst recht nicht in London. Diese verdammte Pressemitteilung. Fast schon beleidigend kurz, nur wenige Zeilen lang. Geschrieben steht dort, dass der Präsident der Bank of England, namentlich Montagu Collet Norman, unpässlich sei. Die Strapazen, denen der Herr in den vergangenen Monaten ausgesetzt gewesen sei, wären schlicht zu viel für ihn gewesen. Sein Leibarzt habe ihm deshalb geraten, jedwede Arbeit niederzulegen und unbedingt Ruhe zu halten. Diesem Rat würde er Folge leisten.

In höchsten Finanzkreisen hatte es immer wieder Getuschel über Normans Befinden gegeben. Der Nervenzusammenbruch, den er vor kurzem erlitten

hatte, war ein offenes Geheimnis. Für die Öffentlichkeit jedoch war die Pressenotiz ein Schock!

Norman ist in jenen Tagen ein Star. Der Letzte seiner Art, wenn man so will. Der Präsident der mächtigsten Notenbank der Welt, der Bank of England. In den zwanziger Jahren hatte er zusammen mit Benjamin Strong, dem Chef der US-Notenbank Federal Reserve, Hjalmar Schacht von der Reichsbank und Émile Moreau, dem Präsident der Banque de France, den „exklusivsten Club der Welt“ gebildet, wie die Medien seinerzeit befanden. Das war einmal.

Strong ist tot, Moreau im Ruhestand und Schacht macht gemeinsame Sache mit den Nazis. Nur Norman ist geblieben – und er muss ruhen.

Währenddessen versinkt die Weltwirtschaft in der Depression. Das Wohl ganzer Nationen hängt an Norman. Die Nachricht über seine gesundheitlichen Probleme hätte also zu keinem schlechteren Zeitpunkt kommen können.

In seinem Buch „Die Herren des Geldes“ beschreibt Liaquat Ahamed den Mann, der leider unpässlich war. Die große Weltwirtschaftskrise, ihre Folgen, ihre Ursachen, und welche Rolle die Notenbanker dabei gespielt haben. Was er schreibt, ist nicht neu, aber es ist anders und besser als das, was viele vor ihm zusammengetragen haben. Ahamed nimmt die Rolle der vier Notenbanker ein und kümmert sich nicht zuletzt um deren persönliche Befindlichkeiten. Krisen werden von Menschen gemacht!

Aus einem Sachbuch wird so ein historischer Roman, für den Ahamed 2010 zu Recht den Pulitzerpreis erhalten hat. Äußerst dicht und spannend geschrieben, garniert mit unzähligen Details.

Das Verhältnis Normans zur Presse etwa. Argwöhnisch sei der Brite gewesen. Deshalb ist er unter falschem Namen gereist oder aus rollenden Zügen gesprungen, um sich seiner Verfolger zu entledigen. Einmal soll er sogar – bei rauer See – über die Strickleiter eines Ozeandampfers entkommen sein. Wie ein Rockstar auf der Flucht vor allzu aufdringlichen Paparazzi. Ein Mann mit „spitzbübischem Lächeln, der theatralisch-geheimnisvollen Aura, dem Van-Dyke-Bart und der Verschwörerbekleidung: breitkrempiger Hut, wallender Umhang und funkelnde Smaragd-Krawattennadel“, schreibt Ahamed. Einen Adelstitel habe Norman mehrfach abgelehnt; stolz dagegen sei er auf den Zusatz „D.S.O.“ gewesen – Distinguished Service Order, die zweithöchste Tapferkeitsauszeichnung für Offiziere.

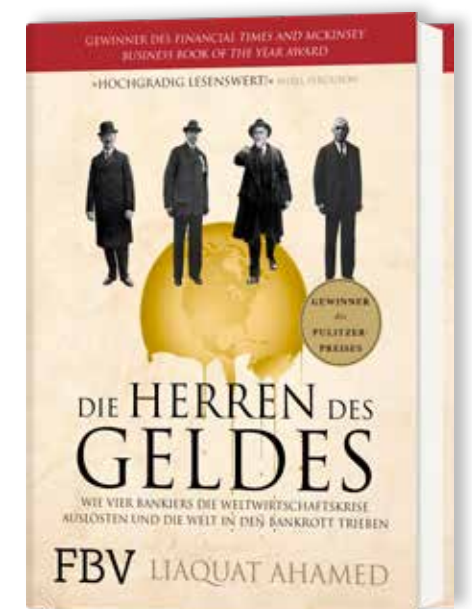
Das Urteil, zu dem Ahamed gelangt, fällt allerdings wenig schmeichelhaft aus für die Herren des Geldes. Sie trügen mit den Politikern großen Anteil am Verlauf der Weltwirtschaftskrise, schreibt er. Sie hätten sich wie Ärzte im 18. Jahrhundert verhalten; sie glaubten, sie könnten einen Kranken nur heilen, indem man ihn zur Ader lasse. So hätten sie Banken untergehen lassen, inmitten der Krise die Staatsausgaben gekürzt und die Zinssätze massiv angehoben. Die Folgen sind bekannt ... ■

Liaquat Ahamed:

Die Herren des Geldes

FinanzBuch Verlag, München 2010

672 Seiten, 26,99 Euro



Besitzen Sie Bitcoins?

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

Hat einer von euch beiden eigentlich Bitcoins?

Thomas Lehr: Ja.

Philipp Vorndran: Ich auch. Ihr nicht?

Zu teuer. Als Zahlungsmittel untauglich. Warum habt ihr welche?

Vorndran: Mich hat die dahinterliegende Technik, die Blockchain, von Anfang an fasziniert. Hochmodernes, von den Staaten und Notenbanken unabhängiges Geld. Diese Aussicht erschien mir in höchstem Maße freiheitlich.

Wann hast Du gekauft?

Vorndran: 2015.

Hat sich gelohnt ...

Vorndran: Mir ging und geht es nicht um lohnen oder nicht lohnen, sondern um Alternativen. Die Finanzkrise hat die Probleme unseres Schuldgeldsystems schonungslos offengelegt. Ungedektes Papiergeld, beliebig vermehrbar – auf die Krise folgt eine meist noch viel größere Krise. Die große Frage ist doch, ob das nach diesem Drehbuch immer so weitergehen kann. Ich denke nein. Wahrscheinlich ist, dass das Vertrauen der Menschen in dieses System irgendwann

verlorengeht. Ich würde den Hype um Kryptowährungen jedenfalls als Misstrauensvotum werten.

Oder als gewaltige Spekulationsblase.

Lehr: Das auch. Trends locken Glücksritter an. Aber das ist nur die eine Seite der Medaille, zugegeben, im Moment die dominantere. Die andere, von der Philipp spricht, ist perspektivisch aber die wichtigere: Es geht um Alternativen. Ohne Finanzkrise würde sich heute niemand um den Bitcoin scheren.

Wie viele Bitcoins hast Du?

Lehr: Zwei, aber etwas später gekauft.

Zu Höchstkursen?

Lehr: Nein, so schlecht war mein Timing auch wieder nicht.

Warum nur zwei?

Lehr: Ich wollte ausprobieren, wie der Handel mit Bitcoins funktioniert. Es bringt nichts, über Kaffee zu schwadronieren, wenn man niemals welchen getrunken hat.

Also ein Selbstversuch. Skeptisch?

Lehr: Sagen wir so: Ich finde das Konzept

sehr spannend, aber es überzeugt mich nicht restlos. Noch nicht.

Vorndran: Nehmen wir die hohen Kosten je Transaktion, sollte der Bitcoin in der Praxis als Zahlungsmittel genutzt werden. Oder den Energieverbrauch, den das Schürfen verursacht. Mittlerweile stehen riesige Server-Farmen in China. Deren Energieverbrauch ist vergleichbar mit dem der Schweiz. Das kann keine Perspektive sein.

Lehr: Zumal kein gutes Gefühl bei dem Gedanken aufkommt, dass diese Server ausgerechnet in China stehen. So viel zum Thema freiheitlich. Hinzu kommt, dass Bitcoins keinen intrinsischen Wert haben, wie Gold etwa.

Würdet ihr zum aktuellen Preis Bitcoins kaufen?

Vorndran: Eher nicht.

Lehr: Dito.

Ihr spracht von Vertrauensverlust. Wann könnte der einsetzen?

Vorndran: Das kann niemand vorhersagen. Eine solche Entwicklung hält sich nicht an Regeln. Mal verläuft sie langsam und stetig, mal eruptiv. Wir sind zwar keine Untergangspropheten, sollten ein solches Szenario aber zumindest im Hinterkopf haben.

Lehr: Wir haben keine Kristallkugel, antwortet der Kollege Vorndran gewöhnlich ...

Vorndran (lacht): Man sollte gewisse Dinge nicht überstrapazieren. Aber Du hast Recht, die haben wir immer noch nicht. Gut möglich, dass die Notenban-

ken noch viele Jahre so weiterwuscheln. Nur wird es das nicht besser machen. Umso kräftiger wird es krachen.

Gegenthese: Am Ende verschwinden die Kryptowährungen so schnell, wie sie gekommen sind.

Vorndran: Das glaube ich nicht. Sie sind gekommen, um zu bleiben. Nicht alle, vielleicht nur die eine.

Lehr: Von den vielen Tech-Unternehmen sind schließlich auch nicht alle übriggeblieben.

Wird der Bitcoin übrigbleiben?

Vorndran: Da wären wir wieder bei der Kristallkugel ...

Lehr: Vielleicht, vielleicht auch nicht.

Vorndran: Kennt ihr Jan Boklöv?

Ja, aber was hat ein Skispringer mit Bitcoins zu tun?

Vorndran: Er steht dafür, dass die Revolution oft ihre Kinder frisst. Boklöv hat den V-Stil erfunden. Ihm selbst hat es kaum geholfen, aber vielen anderen nach ihm. Vielleicht verschafft der Bitcoin den Kryptowährungen ihren Durchbruch, verschwindet dann aber selbst. ■

STRATEGE & STRATEGE:

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



Schrauben, gleiten, denken

Bei Flossbach von Storch arbeiten Menschen in ganz unterschiedlichen Funktionen. Hier stellen sie sich vor.

Wind und Wetter haben mich noch nie groß gestört. Schon gar nicht, wenn es um meine große Leidenschaft geht, das Radfahren. 16 Kilometer fahre ich morgens ins Büro. Dafür brauche ich weniger als 40 Minuten. Mit Bus und Bahn wäre ich nicht viel schneller. Meine Strecke, jeden Tag. Nur bei Glatteis oder geschlossener Schneedecke lasse ich das Rad stehen. Es geht um mehr als effizientes Pendeln. Zuerst gilt es, den Rhythmus zu finden. Dann spürt man, wie die Muskeln arbeiten, achtet auf seinen Atem, den Puls. Irgendwann kommt der Punkt, an dem der Kopf frei wird. Der „Flow“. Mensch und Maschine im Einklang. Gleiten auf Asphalt.

Manche mögen auf Yoga oder die Lehren tibetanischer Ordensgründer schwören. Für mich reicht eine Radtour, um meine Gedanken zu sortieren. Morgens gehe ich die Aufgaben des Tages durch. Als Portfoliomanager der Flossbach von Storch AG sind mein Fachgebiet Anleihen. Welche Emissionen stehen heute auf der Agenda? Bei Anleihen geht es immer um das Verhältnis von Risiko und Ertrag. Radfahrer würden in so einer Situation vielleicht sagen: Hohes Tempo ist gut – aber nur solange man nicht aus der Kurve fliegt.

Am Abend, auf der Rückfahrt, gehe ich die Dinge dann noch einmal grundsätzlich durch. Häufig ist es dann schon dunkel. Eine gute Zeit, um alles in eine Reihe zu bringen. Sachen auch mal in der zweiten und dritten Ableitung durchzugehen. Der Zinsmarkt ist was für Rechenkünstler. Die Rendite hängt nicht nur vom Kupon einer Anleihe ab, sondern auch vom Marktumfeld. Je nachdem, wann man kauft und verkauft, kann der Ertrag stark variieren. Währungskurse spielen eine Rolle. Die richtige Mischung im Portfolio.

Ich fahre natürlich auch in meiner Freizeit. Knapp 6.000 Kilometer jedes Jahr. Am Wochenende geht es etwas wilder zu, auf meinem Mountainbike. Als Teenager habe ich damit angefangen, im Westerwald. In einer Region, in der Busse nur sporadisch fahren, kann ein Fahrrad Freiheit bedeuten. Damals bin ich noch Rennen gefahren. Heute geht es mir um Spaß und Ausgleich. Ich bin immer viel gereist – und meistens hatte ich mein Rad im Gepäck. Highlights waren meine Touren in Colorado, USA. Die Trails in den Rockies und Canyonlands sind ein Traum. Die Alpenabfahrten in der Schweiz waren auch nicht schlecht. Bereits früh habe ich damit begonnen, mein Rad selber zu reparieren. Früher musste ich sparen, heute schraube ich aus Spaß. Der Fahrradkeller ist einer meiner liebsten Plätze. Ein stiller Ort der Arbeit. Das Werken entspannt mich, die mentale Vorbereitung auf neue Touren. Hier kam mir die Idee, mein eigenes Rad selbst zu konzipieren – und ganz allein zusammenzubauen. Ein Jugendtraum. Bei knapp zwei Metern Körpergröße sind maßgeschneiderte Sportgeräte nicht gerade Alltagsartikel.

Wenn ich eine Sache angehe, dann richtig. Bei meinem neuen Rad wollte ich keine Kompromisse machen. Es war ein kleines Abenteuer, einen Titanrahmen auf Maß in Russland konzipieren und herstellen zu lassen. Die passende Gabel aus Kalifornien musste ich beim Zoll abholen. Einen Laufradbauer aus Leipzig konnte ich dafür gewinnen, mir die Räder mit Naben aus deutscher Ingenieurskunst zusammenzusetzen. Das Ergebnis kann sich sehen lassen. Ein sehr robustes, wartungsarmes und dennoch sportliches Rad für den Ganzjahresbetrieb. ■

Frank Lipowski ist Fondsmanager bei der Flossbach von Storch AG.

Glossar

Fachbegriffe kurz erklärt

Anlageklasse

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

Aktie

Die Aktie ist ein Wertpapier, das den Inhaber zum Miteigentümer einer Aktiengesellschaft macht. Mit dem Kauf der Aktie erwirbt der Aktionär einen Anteil am Grundkapital des Unternehmens. Es gibt Stamm- und Vorzugsaktien. Die Stammaktien verbriefen dem Inhaber das Stimmrecht auf der Hauptversammlung. Inhaber von Vorzugsaktien haben kein Stimmrecht, erhalten dafür aber eine bevorzugte – meist höhere – Dividende.

Anleihe

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

Asset-Allokation

Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen, Einzeltitel und Währungen.

Bankenunion

Europäisches Projekt, das neben gemeinsamen Richtlinien im Bereich der Finanzmarktaufsicht auch die Sanierung oder Abwicklung von angeschlagenen Kreditstituten innerhalb der Eurozone regeln soll.

Bitcoin

Der Bitcoin ist eine digitale Währung, die über ein Computer-Netzwerk mit Hilfe einer speziellen Software geschaffen und in einer dezentralen digitalen Datenbank verwaltet wird. Verschlüsselungstechnik sorgt dafür, dass die Datenbank nicht im Nachhinein verändert werden kann.

Bruttoinlandsprodukt (BIP)

Wert aller Waren und Dienstleistungen, die in einem Jahr innerhalb einer Volkswirtschaft produziert werden.

Dividende

Ausgeschüttete Gewinne eines Unternehmens an seine Aktionäre.

ESM

Europäischer Stabilitätsmechanismus. Soll mit Krediten und Bürgschaften helfen, die Zahlungsfähigkeit hochverschuldeter Eurostaa-ten zu sichern.

Geldwertstabilität

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

Inflation

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

Investment Grade

Festverzinsliche Wertpapiere, denen Ratingagen-turen eine gute bis sehr gute Kreditwürdigkeit (Bonität) bescheinigen. Eine weniger gute Bonität wird mit „Non-Investment Grade“ bezeichnet. „Sub Investment Grade“ ist der Sammelbegriff für Anleiheratings von Emittenten, deren Kreditwür-digkeit Analysten als noch schwächer bewerten.

Kryptowährung

Digitales Zahlungsmittel, das durch eine Verschlüsselung abgesichert werden soll. Dazu zählen unter anderem: Bitcoin, Ethereum oder Ripple.

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Bewertungskennzahl, die das Verhältnis des Aktienkurses zum Gewinn pro Aktie angibt.

Obligo

Verpflichtung.

Performance

Wertentwicklung eines Wertpapiers.

Portfolio

Bestand an Wertpapieren im Depot.

Risikoaufschlag

Aufpreis, den Gläubiger von weniger solventen Schuld-nern verlangen, um das höhere Ausfallrisiko zu kompensieren.

Spread

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

Volatilität

Mathematische Größe, die die Schwankungs-breite von Wertpapierkursen, Rohstoffpreisen, Zinssätzen oder Investmentfondsanteilen angibt.

RECHTLICHER HINWEIS

Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informa-tionen und zum Ausdruck gebrachten Meinun-gen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorheri-ge Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zu-kunft 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 wur-den mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Rich-tigkeit 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.

IMPRESSUM

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

Vorstand:
Dirk von Velsen, Markus Müller, Karl Kempen

Vorsitzender des Aufsichtsrats:
Kurt von Storch

Umsatzsteuer-ID:
LU25691460

Registre de Commerce:
Luxembourg No B 171513

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Commission de Surveillance du Secteur
Financier (CSSF), Luxembourg, 283 Route
d’Arlon, 1150 Luxembourg, Luxembourg

Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpa-pieren 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 produktbezo-gene Beratung. Aussagen zu steuerlichen oder rechtlichen Themen ersetzen nicht die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtli-chen Berater.

Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität, Wohnsitz oder sonstige Um-stände den Zugang zu den darin enthaltenen In-formationen aufgrund der geltenden Gesetzge-bung verbieten.

Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights,

Redaktionsschluss: 1. August 2018

LU 112 0818 XXXX DE

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

Redaktion und Design:
Dr. Bert Flossbach; Alexander Geltner; Jens Hagen; Thomas Lehr; Frank Lipowski; Julian Marx; Christian Panster; Elmar Peters; Tobias Schafföner; Frank Sieren; Klaus Spanke; Anna Stier; Kerstin Switala; Kurt von Storch; Philipp Vorndran

Druck: Druckerei Kopp

Marken, Patente und anderer Rechte an geistig-em Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieses Dokuments unterliegen uneingeschränkt den jeweils gül-tigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlan-gen 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 Verwen-dung 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 Wertent-wicklung.

© 2018 Flossbach von Storch

Alle Rechte vorbehalten

Bildrechte: ©ClaudioVentrella, iStock (S. 1-2); ©Marcus Becker (S. 3); ©Thomas Schorn (S. 4); ©erhui1979, iStock (S. 5); ©Kurt Rohwedder, Picture Alliance (S. 5); ©Thomas Schorn (S. 6); ©ClaudioVentrella, iStock (S. 10); ©Edouard BOUBAT, Getty Images (S. 18); ©Kurt Rohwedder, Picture Alliance (S. 21); ©Thomas Schorn (S. 22-25); ©Britta Pedersen ,Picture Alliance (S. 28); ©erhui1979, iStock (S. 32-37); ©Blagovesta Bakardjieva (S. 40-42); ©Philipp Vorndran (S. 44-51); ©Anna Stier (S. 49); ©J. Gaiger, Getty Images (S. 52); ©Münchner Verlagsgruppe (S. 53); ©Marcus Becker (S. 54-55); ©Frank Lipowski (S. 56); ©Anna Stier (S. 56)



Flossbach von Storch

Flossbach von Storch Invest S.A.

6, Avenue Marie-Thérèse, 2132 Luxembourg, Luxembourg

www.flossbachvonstorch.lu