

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren



**Die Welt ist im Wandel – Welch' Binsenweisheit!
Natürlich wandelt sie sich, jeden Moment.
Und doch erscheint uns die „Binse“ heute gültiger und
deshalb bedenkenswerter denn je. Der Krieg. Die Inflation.
Der Klimawandel. Die Pandemie, immer noch.
All das wirkt auf uns – und es wirkt bedrohlich, zumindest verstörend.**

**Die Nervosität an den Börsen ist angesichts des Wandels groß;
die Kurse haben in den vergangenen Monaten kräftig geschwankt.
Aber was heißt das nach vorne schauend?
Geldanleger sollten stets die Risiken im Blick haben,
alles andere wäre fahrlässig. Angst und Panik sind
jedoch keine guten Ratgeber.**

Flossbach von Storch POSITION 2/2022

Die Flossbach von Storch Invest S.A. präsentiert Ihnen das Wirtschaftsmagazin
unseres Fondsmanagers Flossbach von Storch AG, Köln.

Das Magazin gibt es als PDF-Download oder im kostenfreien Abo

www.flossbachvonstorch.com



AUF EIN WORT

Der Krieg in der Ukraine dauert an – und wird zunehmend brutaler geführt. Ein Ende scheint nicht in Sicht, von einer friedlichen Lösung gar nicht erst zu reden. Zu diesem unendlichen Leid inmitten Europas tritt die wachsende wirtschaftliche Unsicherheit. Die Rohstoffpreise, allen voran die für Öl und Gas, steigen weiter und treiben die Inflation in die Höhe – in den Geldbeuteln der Menschen macht sich das längst bemerkbar.

Hinzu kommt Chinas radikale Zero-Covid-Politik. Die wiederkehrenden Lockdowns in den Megacities Peking oder Shanghai belasten nicht allein die chinesische Volkswirtschaft, sondern das Wachstumspotenzial der gesamten Welt. Lieferketten brechen, neuerliche Knappheiten bei Vorprodukten entstehen. Wo soll das hinführen?

Mein Geschäftspartner Bert Flossbach schreibt von einem perfekten Inflationsturm, der sich da zusammenbrauen könnte.

Ein Sturm, dem die Notenbanken nicht gewachsen sein dürften. Ihr Spielraum, das Zinsniveau anzuheben, um die Inflation im Zaum zu halten, bleibt wegen der weltweiten Schulden begrenzt – Sparer und Sparerinnen werden weiter enteignet.

Nie war es deshalb wichtiger, über Geldanlage nachzudenken. Zu schauen, wie sich die Kaufkraft des eigenen Vermögens langfristig erhalten lässt. Vielleicht liefert die Ihnen vorliegende Ausgabe unserer POSITION die eine oder andere Überlegung dazu.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre!

Kurt von Storch

Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch AG



Flossbach von Storch
POSITION
2/2022

WELTBILD

- Interview
- 6 **„Das Zeitalter der Globalisierung ist zu Ende.“**
- Inflation
- 14 **Neue Bescheidenheit**
- Wirtschaftswachstum
- 18 **Die Preisfrage**
- Kolumne
- 22 **Mail aus Shanghai**
- Titel
- 24 **Eine andere Welt**
- 31 **„Die Menschen glauben an den guten Zaren“**
- Schulden
- 36 **Die Macht der Gewohnheit**

ANLAGESTRATEGIE

- Tech-Aktien
- 40 **Deutliche Korrektur**
- Anleihen
- 44 **Der unbemerkte Crash**
- Absicherungen
- 52 **„Trügerische Sicherheit“**
- Indexfonds
- 56 **Schrumpfende Heuhaufen**
- Die Welt in Charts
- 60 **Trendwende in Sicht**

KONTEXT

- History
- 62 **Der Superstaat**
- Studie
- 70 **Aktien für die Manager**
- Gastbeitrag
- 76 **Wie der Ketchup aus der Flasche kommt**
- Strategie & Strategie
- 80 **„Bleiben wir besser realistisch“**
- 82 Glossar



Inflation

Neue Bescheidenheit

Die Inflation steigt, die Realrenditen fallen. Wie der Vermögenserhalt dennoch gelingen kann.

14



Anleihen

Der unbemerkte Crash

Der Anleihemarkt hat turbulente Monate hinter sich. Was das für Anleger künftig bedeutet.

44



History

Der Superstaat

Was das Europa von früher mit dem Europa von heute gemein hat. Ein Blick zurück nach vorn.

62



„Das Zeitalter der Globalisierung ist zu Ende.“

Seit dem Überfall auf die Ukraine prallen Ost und West frontal aufeinander. Welche Chancen haben beide Seiten vor allem im gerade begonnenen **(Wirtschafts-)Krieg**? Ein Interview mit Thomas Mayer.

→

Herr Mayer, am 24. Februar sind Putins Truppen in die Ukraine einmarschiert. Der Westen hat mit den härtesten wirtschaftlichen Sanktionen reagiert, die seit dem Zweiten Weltkrieg jemals gegen einen Staat verhängt wurden. Hat Sie diese Entwicklung überrascht?

Ehrlich gesagt habe ich persönlich nicht mit einem Krieg gerechnet, auch wenn es schon vorher deutliche Anzeichen für eine neue Polarisierung der Welt gab. Mit dem Aufstieg Xi Jinpings zum neuen starken Mann Chinas und Wladimir Putins Krieg ist das Zeitalter der Globalisierung zu Ende gegangen. Daher dürfte mit dem Einmarsch der russischen Armee in die Ukraine auch der letzte Träumer von einer harmonischen Welt auf dem harten Boden der Realität angekommen sein. Im neuen Zeitalter erlebt der Eisernen Vorhang eine Renaissance.

Und jetzt spaltet sich die Welt wieder in Ost und West?

Ja. Erneut stehen sich zwei gegensätzliche Gesellschaftsordnungen gegenüber. Im Osten gibt es die auf einen Führer zugeschnittene Diktatur, im Westen die rechtsstaatliche, demokratische Bürgergesellschaft. Die östlichen Diktaturen glauben an ihre systemische Überlegenheit, weil sie den westlichen, liberalen Bürgergesellschaften weder Einigkeit noch Wehrhaftigkeit zutrauen.

Was hat den russischen Präsidenten Ihrer Meinung nach zu diesem Krieg motiviert?

Wladimir Putin will in der Liga der Großmächte mitspielen. Dabei setzt er auf Mao Tse-tungs alten Spruch „Die Macht kommt aus den Gewehrläufen“ und ist mindestens so ruchlos wie dieser in der Verfolgung seiner Ziele.

Die Chinesen haben auch geopolitische Ziele in Richtung Taiwan geäußert.

Maos Nachfolger haben aber eingesehen, dass man die Gewehre erst mal haben muss. Sie haben aus

einem Schwellenland, das 1998 etwas mehr als die Hälfte des US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukts erzeugt hat, eine Volkswirtschaft gemacht, die kurz davor sein dürfte, die USA als größte Volkswirtschaft der Welt zu überholen. Auch Russland hat seinen Anteil an der globalen Wertschöpfung Anfang der 2000er-Jahre noch gesteigert. Doch seit 2010 stagniert dort die wirtschaftliche Entwicklung.

Rangiert Russland aber bei der militärischen Stärke nicht näher an den USA als an der Ukraine?

Auf dem Papier ist das Land eine gewaltige Militärmacht. So setzt zum Beispiel das Internetportal Global Firepower Russland gleich nach den USA auf Platz zwei in einer Rangliste von 142 Staaten hinsichtlich der Mittel zur konventionellen Kriegsführung. Nimmt man die nukleare Kriegsfähigkeit hinzu, könnte man Russland als einen den USA ebenbürtigen Gegner betrachten. Doch zwischen der tatsächlichen Kampfkraft und der Papierform besteht ein Unterschied. So rangiert die Ukraine in diesem Vergleich auf Platz 22, leistet aber diesem hochgerüsteten Gegner offenbar erheblichen Widerstand.

Der Westen unterstützt die Ukraine mit Waffen, während offenbar zumindest seit dem Einmarsch in die Ukraine keine Militärgüter nach Russland geliefert wurden.

Diese Gemeinschaft des Westens macht stark. Fasst man die USA, Europa und Japan zusammen, ist Russland im Hinblick auf konventionelle Waffen unterlegen. Und der russische Militärkoloss steht wirtschaftlich ohnehin auf sehr wackligen Füßen.

Dennoch werden jetzt unglaublich teure Yachten von den Oligarchen konfisziert und viele Länder Europas fürchten den Lieferstopp bei russischem Gas.

Das mag sein. Doch die wirtschaftliche Schwäche Russlands lässt keine Zweifel zu. Im Vergleich zu

den G7-Ländern und China ist Russland ein Zwerg. Seit 2010 stagnierte das reale Einkommen pro Kopf in Russland mehr oder weniger, während es in China, aber auch in anderen mittel- und osteuropäischen Staaten beachtliche Zuwächse gab.

Und woran lag das?

In der russischen Wirtschaft sind Sektoren stark vertreten, deren potenzielles Produktivitätswachstum bescheiden ist. Dazu gehören der Bergbau, das auf einfachere Produkte spezialisierte verarbeitende Gewerbe und der Finanzsektor.

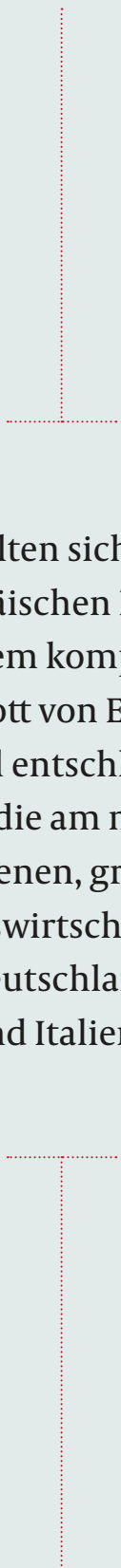
Immerhin scheinen die Zentralbankreserven, von denen jetzt natürlich ein Großteil durch die Wirtschaftssanktionen blockiert sind, beachtlich. Können die Russen in dieser Hinsicht punkten?

Russland hat unter Putin im Gegensatz zum Westen nicht über seine finanziellen Verhältnisse gelebt. Das ist positiv zu vermerken. Die außenwirtschaftliche Leistungsbilanz verzeichnet einen Überschuss und die Auslandsverschuldung ist moderat. Die Zentralbank sitzt auf einem Berg von Devisenreserven und Gold. Im Inland sind der Staat und die privaten Haushalte ebenfalls nur in relativ geringem Maß verschuldet. Allein die Unternehmen haben eine etwas höhere Schuldenlast, die jedoch nicht aus dem internationalen Rahmen fällt.

Der Westen hat nun nach dem Einmarsch von Putins Truppen die härtesten Wirtschaftssanktionen seit dem Zweiten Weltkrieg verhängt. Wie wirken sie bisher?

Am schmerzhaftesten für die russische Wirtschaft dürfte der Abbruch der Beziehungen der Zentralbanken der USA, der Europäischen Union, Japans, Großbritanniens und der Schweiz mit der russischen Zentralbank sowie der selektive Ausschluss russischer Banken vom globalen Telekommunikationsnetz Swift sein. Beachtlich →

„Wladimir Putin will in der Liga der Großmächte mitspielen. Dabei setzt er auf Mao Tse-tungs alten Spruch ‚Die Macht kommt aus den Gewehrläufen‘.“



„Sollten sich die europäischen Länder zu einem kompletten Boykott von Erdgas und Öl entschließen, wären die am meisten betroffenen, größeren Volkswirtschaften Deutschland und Italien.“

ist auch der Exportstopp der USA und Südkoreas für wichtige Technologiegüter und der sofortige Importstopp der USA von Öl. Hinzu kommt der freiwillige Rückzug namhafter westlicher Unternehmen aus Russland.

Durch den Ausschluss aus dem Swift-System wurden die meisten Finanzbeziehungen mit Russland auf Eis gelegt und Käufe und Verkäufe im internationalen Handel mit dem Land können kaum noch bezahlt werden, oder?

Noch gibt es einige Lücken. Doch die Sanktions-schrauben werden immer wieder nachgezogen. Schlussendlich dürfte die russische Wirtschaft auf den internationalen Tauschhandel zurückgeworfen werden, indem sie Rohstoffe zu Discountpreisen gegen dringend benötigte Importgüter eintauscht. Die Folgen dürften kurzfristig ein konjunktureller Einbruch und langfristig die Schrumpfung der russischen Wirtschaft auf eine wie in Sowjetzeiten nach innen orientierte Binnenwirtschaft sein.

Was kann man derzeit zur Konjunktur in Russland seit Kriegsausbruch sagen?

Seit dem Einmarsch in die Ukraine ist der auf Hochfrequenzdaten basierende GDP-Tracker der OECD stark gefallen. Internetdaten weisen zusätzlich auf einen schwachen Konsum hin. Die Suchintensität nach Begriffen in den Kategorien Shopping und Reisen gehen in ähnlicher Geschwindigkeit wie im Pandemiejahr zurück. Dafür steigen Suchen in den Kategorien Konkurs sowie Visum und Migration schnell an. Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum im Jahr 2022 fielen von 2,5 Prozent in den ersten Wochen des Jahres auf zuletzt minus 10 Prozent.

Auch russische Aktien haben sich seither katastrophal entwickelt.

Der russische Aktienindex ist in heimischer Währung um zwei Drittel und in US-Dollar um rund drei

Viertel gefallen. Trotz einer Zinsanhebung von 8,5 auf 20 Prozent ist der Rubel gegenüber dem US-Dollar zeitweilig um die Hälfte gefallen. Inzwischen wird er gestützt und kaum noch gehandelt, so dass der Marktwert schwer feststellbar ist.

Nach der Annexion der Krim wurden bereits Sanktionen des Westens gegen Russland verhängt. Wie hat sich die russische Wirtschaft seither entwickelt?

Seit 2015 ist das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) um nur acht Prozent gestiegen. Das nominale BIP legte um 58 Prozent zu.

Es hat also die Inflation massiv zugenommen?

Ja. Die Konsumentenpreis-inflation lag zwar etwas unter diesen 58 Prozent, da die Preise importierter Güter weniger stark angestiegen sind. Künftig dürften aber der Wegfall vieler importierter Güter und die hohe Ausstattung der Wirtschaft mit Geld die Konsumentenpreis-inflation zum Galoppieren bringen.

Das bedeutet also mehr als 20 Prozent Inflation?

Das scheint realistisch. Seit 2015 stieg die Geldmenge M1, also täglich verfügbares Geld in bar oder als Sichteinlage, in Russland um 135 Prozent und lag damit 48 Prozent über ihrem aus der Zeit von 2000 bis 2015 fortgeschriebenen Trendwert. Der Geldüberhang in Kombination mit dem Rückgang des Angebots dürfte künftig zu dem führen, was man „Schrumpflation“ nennen könnte, also zu einer Phase mit einer sehr hohen Inflation und einem gleichzeitigen Schrumpfen der Wirtschaft.

Durch die Sanktionen wird aber auch der Westen getroffen. Wie ist die Lage hier?

Für den Westen bedeutet die Abkopplung Russlands von der Weltwirtschaft vor allem ein geringeres Angebot an Rohstoffen und einen zusätz-

lichen Rohstoffpreisschock. Laut dem globalen HWWI-Rohstoffpreisindex sind die Rohstoffpreise seit der Invasion in die Ukraine zeitweise um bis zu 50 Prozent gestiegen. Dieser Preisschock trieb die Konsumentenpreis-inflation – in den USA und der Eurozone – zuletzt auf Jahresraten von gut acht Prozent. Doch zwischen den USA und Europa gibt es einen wichtigen Unterschied.

Und der wäre?

Die USA importieren netto nur wenig Rohstoffe. Dort kommt es daher vor allem zu einer Umverteilung von Rohstoffkonsumenten zu Rohstoffproduzenten, unter der die Gesamtwirtschaft weniger leidet. Europa importiert hingegen diese Produkte im größeren Umfang. Die Preiserhöhungen wirken somit in Europa wie eine Steuer, deren Erträge den ausländischen Anbietern zufließen. Dies dürfte das Wirtschaftswachstum dämpfen.

In vielen Ländern Europas warnen Politiker vor allem vor den Folgen eines möglichen Embargos auf Öl und vor allem Gas aus Russland – darunter auch der deutsche Wirtschaftsminister. Zu Recht?

Sollten sich die europäischen Länder zu einem kompletten Boykott von Erdgas und Öl entschließen, wären die am meisten betroffenen, größeren Volkswirtschaften Deutschland und Italien.

China weicht Wladimir Putin auch seit dem Ausbruch des Kriegs nicht von der Seite.

Xi Jinping hat öffentlich mehrmals zumindest wohlwollende Neutralität demonstriert. Hat Sie das überrascht?

Die russischen und chinesischen Machthaber verbindet die Überzeugung, dass der Westen einen säkularen Niedergang erlebt. Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass China im Ukrainekrieg öffentlich wohlwollende Neutralität demonstriert und möglicherweise Russland heimlich unterstützt. →

China hat aber auch Handelsinteressen, die die Volksrepublik mit westlichen Ländern verbindet. Für wie eng halten Sie dieses Bündnis?

Schon oft wurde darauf hingewiesen, dass der chinesische Machthaber Xi Jinping vor allem die von ihm definierten wirtschaftlichen und geopolitischen Interessen Chinas verfolgt. Ob Xi Putin in seinem Kampf gegen den Westen offen unterstützen wird, dürfte vor allem davon abhängen, ob Putins Krieg erfolgreich sein wird und ob sich der Westen politisch spalten lässt. Bislang ist der militärische Erfolg gegen die Ukraine ausgeblieben.

Xi hat aufgerüstet und auch er verfolgt mit Taiwan expansive, geostrategische Interessen.

Aus den Fehlern der russischen Kriegsführung kann die chinesische Volksarmee lernen. Auf die Geschlossenheit des Westens hat Xi aber nur einen sehr kleinen Einfluss. Und genau diese ist die größte Hürde für eine weitere geopolitische Entwicklung im chinesischen Sinn. Denn obwohl China im Gegensatz zu Russland eine wirtschaftliche Großmacht ist, reicht sie selbst im Verbund mit Russland nicht an die Wirtschaftsmacht des Westens heran.

Haben Sie da Zahlen?

Ja. Lassen Sie uns im Folgenden zwei Einflusszonen definieren, die wir „Natonien“ und „Chinussland“ nennen. Dabei deckt „Natonien“ das Gebiet der Nato-Mächte und befreundeter Länder wie zum Beispiel Japan ab. „Chinussland“ besteht aus China und Russland, da diese beiden Länder auf keine weiteren größeren Mächte zählen können. Vergleicht man die Wirtschaftskraft beider Regionen anhand des Bruttoinlandsprodukts, zeigt sich eine beinahe dreifache Überlegenheit „Natoniens“ gegenüber „Chinussland“.

Aber China ist ein wichtiger Handelspartner des Westens. Würde der Westen einen Lieferstopp verkraften?

„Natonien“ und „Chinussland“ haben bedeutende Handelsverbindungen, Russland vor allem im Rohstoff- und China im Güterbereich. Doch wenn man das Verhältnis der Exporte in die jeweilige andere Region zum BIP nimmt, ist „Chinussland“ deutlich stärker von „Natonien“ abhängig als umgekehrt. In „Chinussland“ beträgt dieses Verhältnis mehr als das Fünffache von „Natonien“.

Und militärisch? Auch China hat hier in den vergangenen Jahren investiert.

Auch bei den Ausgaben für das Militär steht das Verhältnis von „Natonien“ zu „Chinussland“ bei drei zu eins. Offiziell weist die Nato zwar deutlich weniger Soldaten aus als „Chinussland“. Doch liegt dies daran, dass nicht alle Soldaten der Nato-Länder der Verteidigungsgemeinschaft unterstellt sind. Nimmt man als Anhaltspunkt die Zahl der Soldaten der OECD-Länder insgesamt, ergibt sich auch hier ein Vorteil für „Natonien“.

Für einen neuen Ost-West-Konflikt ist der Westen also ganz gut aufgestellt. Wäre das Ihr Fazit?

Die ukrainischen Bürger zeigen sich äußerst wehrhaft. Und der Westen demonstriert, dass er zur Einigkeit gegen aggressive Diktatoren fähig ist. Wenn der Westen seine Einigkeit behält und sich ein Beispiel am ukrainischen Mut nimmt, könnte auch der neue Ost-West-Konflikt (wie der frühere) mit der Bestätigung des Westens enden.

Herr Mayer, vielen Dank für das Gespräch.

Thomas Mayer ist Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute. Wir haben das Gespräch am 4. Mai geführt.



NEUE

BESCHEIDENHEIT



Egal ob hohe Verschuldung
oder hohe Inflation:
Der Krieg in der Ukraine wirkt
wie ein Brandbeschleuniger.
Was das für Anleger
und Anlegerinnen bedeutet.

von Philipp Vorndran

Die Geldanlage ist eine unendliche Aufgabe, fordert uns jedoch täglich neu heraus. In einer Welt, in der die Folgen der globalen Pandemie noch nicht verdaut waren, wurden nach dem Überfall russischer Truppen auf die Ukraine die stärksten Wirtschaftssanktionen seit dem Zweiten Weltkrieg verhängt – und immer wieder verschärft.

Persönlich stehen auch wir diesem Krieg mit all seiner Brutalität erschüttert gegenüber. Als Vermögensverwalter ist es unser Ziel, das uns anvertraute Vermögen auch in Krisenzeiten auf mittlere bis langfristige Sicht real gesehen mindestens zu erhalten, besser noch zu mehren. Eine Aufgabe, die derzeit alles andere als profan ist.

Wir halten das wirtschaftliche Umfeld bereits seit vielen Jahren für fragil und haben die uns anvertrauten Vermögen robust aufgestellt. Aus unserer Sicht so robust, dass sie diese Krisen mittel- bis langfristig weitgehend unbeschadet überstehen und in ruhigen Zeiten auskömmliche Renditen erzielen sollten. Dennoch hinterfragen auch wir ständig unser Weltbild und die Aussichten der von uns getätigten Anlagen.

WIE EIN BRANDBESCHLEUNIGER

Viele von Ihnen kennen unser anlagestrategisches Weltbild. Hier werden die relevanten wirtschaftlichen Entwicklungen zusammengefasst. Hohe Staatsschulden und ein voraussichtlich anhaltend niedriges Wachstum der Weltwirtschaft zählen seit vielen Jahren zu dessen Pfeilern, ebenso wie negative Realzinsen und die finanzielle Repression, also der schleichende reale Vermögensverlust für Sparer.

Mit einem Krieg mitten in Europa hatten wir nicht gerechnet. Dennoch bleibt unser Weltbild intakt. Die großen Trends laufen weiter – der Krieg wirkt aber wie ein Brandbeschleuniger.

Unseres Erachtens sollten sich Anleger und Anlegerinnen auf lange Sicht auf einen deutlichen Anstieg der Verbraucherpreise einstellen, der vor allem für jüngere ein bislang →

ungesehenes Ausmaß annehmen dürfte. Dabei bleiben Prognosen auf kürzere Sicht schwierig, aber eines ist klar: Die Inflation ist gekommen, um zu bleiben.

Bereits vor dem Krieg hatte die Steigerung der Verbraucherpreise immer neue Rekordhöhen erreicht. Nun aber treiben die Unsicherheiten und die Sorge vor den wirtschaftlichen Sanktionen die Energie- und Rohstoffpreise noch weiter in die Höhe. Mit der Zero-Covid-Politik in China, wo Großstädte wie Shanghai wochenlang abgeriegelt werden und Bewohner zu Hause bleiben müssen, kommt eine weitere Herausforderung für die Just-in-time-gewohnten Volkswirtschaften hinzu.

ZWEITRUNDENEFFEKTE DROHEN

Jedem Gewerkschaftler und jeder Gewerkschaftlerin dürfte zudem inzwischen klar sein, dass die hohe Inflation die Reallöhne massiv mindert. Hier wird es wahrscheinlich zu deutlich höheren Abschlüssen kommen, denn die Arbeitnehmerposition ist durch erste Effekte der demografischen Veränderungen ohnehin zusätzlich verbessert. Damit rücken die gefürchteten Zweitrundeneffekte in den Fokus, die dafür sorgen werden, dass die hohe Inflation kein temporäres Phänomen bleibt und sich verfestigt.

In den USA zeigt sich dieser Effekt bereits. Dort ist die Macht von Gewerkschaften deutlich kleiner als in Europa und die Höhe des Arbeitsentgelts wird in der Regel individuell verhandelt. Derzeit ist die Zahl der Kündigungen von Angestellten, die sich dann einen neuen (oft besser bezahlten) Job suchen, hoch und der Lohndruck steigt. So erreichte die US-Kerninflation beispielsweise im April 6,2 Prozent. Die durchschnittlichen Stundenlöhne zogen ebenfalls spürbar an und stiegen in der Breite um 5,5 Prozent; in Niedriglohnbereichen wie dem Gastgewerbe sogar um mehr als 10 Prozent.

STRUKTURELLE INFLATIONSTREIBER

Die US-Notenbank hat inzwischen reagiert und erste Zinsanhebungen durchgeführt. Die Differenz zwischen Inflation und Zins bleibt aber brisant hoch und der Realzins stark negativ. Die Europäische Zentralbank (EZB) hält sich mit Zins-

erhöhungen bislang noch gänzlich zurück. Hier ist unserer Meinung nach ein Anheben der Zinsen über das Inflationsniveau völlig unrealistisch. Dagegen stehen, neben der hohen Staatsverschuldung, die wenig dynamische Konjunktur und die Gefahren für viele Systeme, die sich in den letzten Jahren an die tiefen Zinsen gewöhnt haben, zum Beispiel der Immobilienmarkt. Für uns Europäer dürfte die Inflation deshalb ein dauerhaftes Problem bleiben, die sich nicht aus den beschriebenen Gründen verfestigt, sondern durch drei strukturelle Faktoren befördert wird, die wir „3 Ds“ nennen:

DEKARBONISIERUNG

Mit dem Klimaschutz steht das erste „D“ weltweit auf der Agenda der politischen Entscheidungsträger. Zumindest in Europa ist mit einem deutlichen Anstieg der CO₂-Preise zu rechnen, was sich unmittelbar in den Portemonnaies der Verbraucher (Strom, Benzin, Gas) niederschlägt. Hinzu kommen die enormen Kosten, um die Infrastruktur für eine klimafreundliche Wirtschaft zu schaffen.

Doch die Wirtschaft ist ein reflexives System. Und zwei disinflationäre Faktoren könnten den Inflationstreibern zumindest ein wenig entgegenwirken. Zum einen hilft die zunehmende Digitalisierung Leistungen weiter zu verbilligen. Hier scheint uns allerdings das maximale Momentum erreicht. Zum Zweiten erwarten manche einen ökonomischen Einbruch in China, was erleichternd auf die Inflation wirken könnte. Doch ein solcher Einbruch wurde schon häufig vorhergesagt und hat sich dann ebenso häufig als falsch erwiesen.

Unterm Strich erscheint damit eine Zeit mit einer nachhaltigen, hohen Inflation wahrscheinlich. Für Anleger und Anlegerinnen, die Vermögen langfristig auch real gesehen mindestens erhalten wollen, gehören damit vor allem erstklassige Sachwerte ins Portfolio, allen voran Aktien; wobei Aktien ungleich Aktien sind.

Denn es geht nicht um irgendwelche Aktien oder gleich den ganzen Markt. In Zeiten wie diesen suchen wir Unternehmen mit robusten und attraktiven Geschäftsmodellen,

DEGLOBALISIERUNG

Das zweite „D“ wird zum einen durch die Tendenz begründet, systemrelevante Güter künftig vor allem zu Hause zu produzieren. Sind doch weltweit die Lieferzeiten für Güter gestiegen, weil es an Vorprodukten fehlt. Viele Unternehmen überlegen daher, ob eine Renationalisierung von Produktionsstätten sinnvoll ist, um Abhängigkeiten zu verringern. Zum Zweiten gilt es sicherzustellen, dass wir nie wieder so abhängig von künftigen geopolitischen Gegnern sein werden wie derzeit von den Energielieferungen und Rohstoffen Russlands. Doch eine Verbesserung der Resilienz ist nicht zum Nulltarif zu haben, denn die Beschaffung aus den bisherigen Lieferländern ist zumindest derzeit kosteneffizienter.

die Preiserhöhungen auf der Kostenseite gut verkraften oder besser noch, vollständig weitergeben können. Die Zeit der Flut, die den ganzen Markt gehoben hat, ist fürs Erste vorbei. Und selbst mit einem Portfolio aus solchen erstklassigen Sachwerten wird es nicht einfach werden, den Kaufkraftverlust für Vermögen durch die Inflation nach dem Abzug von Steuern und Kosten auszugleichen. Anleger und Anlegerinnen sollten ihre Renditeerwartungen anpassen. Auch hier wirkt der Krieg in der Ukraine mit allen seinen Folgen als Trendbeschleuniger. ♦

DEMOGRAFIE

Das dritte „D“ ist bereits seit Jahren bekannt. So werden in den kommenden Jahren in den europäischen Ländern die geburtenstarken Jahrgänge in Rente gehen und den schon jetzt in Deutschland spürbaren Mangel an Fachkräften weiter verschärfen. Das wird den Druck auf die Lohnkosten erhöhen. Eine wachsende Zahl älterer, nicht mehr berufstätiger Menschen dürfte zudem die Kosten der Kranken- und Rentenversicherung und damit die Lohnkosten erhöhen.

Philipp Vorndran ist Kapitalmarktstratege bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

von Thomas Lehr

Die Preisfrage

Sachwerte helfen in Zeiten hoher Inflation den Wert von Vermögen zu sichern; allen voran Aktien. Doch längst nicht alle. Warum jetzt eine aktive Titelauswahl Chancen bietet.



Hohe Inflation, Krieg und voraussichtlich niedrigeres Wachstum. Die Weltwirtschaft bewegt sich derzeit in einer schwierigen Gemengelage. Klar ist, dass angesichts der hohen Inflation, die uns wohl längerfristig erhalten bleiben dürfte, Sachwerte nominalen Anlagen vorzuziehen sind. Nur mit ihnen haben Anleger und Anlegerinnen Chancen, ihr Vermögen real zu erhalten, also vor einem Kaufkraftverlust durch die hohe Teuerung zu schützen.

Damit dies aber tatsächlich gelingt, müssen zwei Voraussetzungen erfüllt sein. Da ist zum einen die Fähigkeit der Unternehmen im Portfolio, Preise und/oder Mengen so erhöhen zu können, dass der Gewinn mindestens genauso stark steigt wie die Inflation. Nur dann dürfte der Aktienkurs, bei unveränderter Bewertung, in der Theorie mindestens mit der Inflationsrate steigen. Da in der Praxis dieser Prozess aber unter Schwankungen abläuft, brauchen Anleger zum Zweiten einen langfristigen Anlagehorizont und genügend Widerstandskraft gegen die Versuchung, auszusteigen.

AKTIEN UNGLEICH AKTIEN

Dies fällt leichter, wenn Anleger oder Anlegerinnen in Aktien zukunftssträchtiger Unternehmen investiert haben, von deren Qualität sie überzeugt sind. Solche Allwetterunternehmen, die über hervorragende

Produkte, eine starke Wettbewerbsposition und hohe Profitabilität verfügen, sind besser in der Lage, mit steigenden Kosten umzugehen als fragilere Unternehmen mit vergleichsweise geringen Margen und hoher Verschuldung. In Zeiten hoher Inflation zeigt sich, wie real die vielbeschworenen Stärken einzelner Unternehmen sind.

Die Profitabilität spielt dabei eine besondere Rolle, denn hochprofitable Unternehmen haben bessere Möglichkeiten. Sie haben mehrere Optionen, ihre Kundenbeziehungen zu festigen und neue Kunden zu gewinnen. Sie können temporär höhere Preise für knappe Vorprodukte zahlen, einen höheren Beschaffungsaufwand akzeptieren, um lieferfähig zu bleiben, und Preiserhöhungen bewusst hinausschieben, um neue Kunden zu gewinnen. Im Wettbewerb um motiviertes und qualifiziertes Personal ist es für sie kein Problem, etwas höhere Gehälter zahlen und zusätzliche Leistungen anzubieten. Unternehmen mit schwacher Profitabilität haben all diese Optionen zumeist nicht.

Auch eine solide Bilanz mit geringer Verschuldung verschafft dem Unternehmen mehr Handlungsspielraum. In Zeiten steigender Inflation sind die Preissetzungsmacht gegenüber Kunden (Markenstärke, Produkt- und Servicequalität) sowie die Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten (Größenvorteile, gute Beziehungen) besonders wichtig und spielen deshalb bei unserer Unternehmensanalyse und Aktienauswahl eine große Rolle.

DER PRAXISTEST

Unter der Überschrift „Langweilig erfolgreich“ haben wir vor drei Jahren untersucht, wie es einem Korb aus 28 Unternehmen des nichtzyklischen Konsumgüterbereichs in der Vergangenheit gelungen ist, beständig zu wachsen. Unternehmen aus den Bereichen Lebensmittel, Getränke, Haushalts-, Reinigungs- und Kosmetikartikel zählten dazu. Dabei haben wir, wie es auch bei diesen Unternehmen üblich ist, gezeigt, inwieweit jeweils das organische Wachstum auf Volumen- und Preisanstiege zurückzuführen ist. →

Die Gruppe von 28 Unternehmen (des nichtzyklischen Konsums) konnte ihren Umsatz über viele Jahre kontinuierlich steigern (vgl. Grafik 1). Dieses Wachstum hat sich einerseits aus mehr Volumen und andererseits aus höheren Preisen zusammengesetzt (vgl. Grafik 2).

Während es den Unternehmen in der ersten Dekade dieses Jahrhunderts durch die Erschließung der Schwellenländer gelang, ihr Volumen zu steigern, versiegte diese Wachstumsquelle in der zurückliegenden Dekade mehr und mehr. Auch Preiserhöhungen waren wegen der Macht des Handels lange Zeit zuletzt nur schwer durchsetzbar. Manche Unternehmen haben dies in den vergangenen Jahren mit Effizienzsteigerungen weitgehend kompensieren können.

Angesichts der inzwischen hohen Inflation muss sich nun zeigen, inwieweit sich die Unternehmen durchsetzen können. Bis zum Redaktionsschluss haben beinahe alle 28 Unternehmen die Zahlen zum ersten Quartal vorgelegt. Auch wenn es wie immer Ausreißer nach oben und unten gibt, ist das Bild in der Breite doch eindeutig. Vor allem über die Preiskomponente ist es diesen von uns ausgewählten Unternehmen gelungen, im ersten Quartal 2022 zu wachsen. Insgesamt erreichte das organische Wachstum bei stabilen bis leicht steigenden Margen ein Niveau, das mit durchschnittlich 9,6 Prozent die derzeit rekordhohen Inflationsraten übertrifft. Durchschnittlich 7,7 Prozentpunkte waren dabei auf einen Anstieg der Preise zurückzuführen.

DURCHSCHNITTLICH 7,7 PROZENT PREISSTEIGERUNGEN

Der bloße Umstand, dass es diesen Unternehmen gelungen ist, ihre Umsätze im ersten Quartal spürbar steigern zu können, sollte dabei aus mehreren Gründen keinesfalls als Kaufempfehlung missverstanden werden. Am Ende zählt für ein Investment nicht allein die Qualität von Unternehmen, sondern immer auch der Preis, der an der Börse zu zahlen ist. So zeigen die derzeit implodierenden Kurse vieler ebenfalls stark wachsender Technologieunternehmen, dass Anleger zu

oft einer guten Story folgen, ohne zu fragen, was im Aktienkurs bereits eingepreist ist.

Zweitens ist die Entwicklung im ersten Quartal nur eine Momentaufnahme und ein Blick in den Rückspiegel. Viel wichtiger wird es sein, zu beobachten, wie stabil sich dieser Trend fortsetzt. Allein an den veröffentlichten Zahlen lässt sich das kaum ablesen, weswegen der direkte Zugang zum Unternehmen wichtig ist, um das nicht immer übersichtliche Zahlenmaterial zu interpretieren.

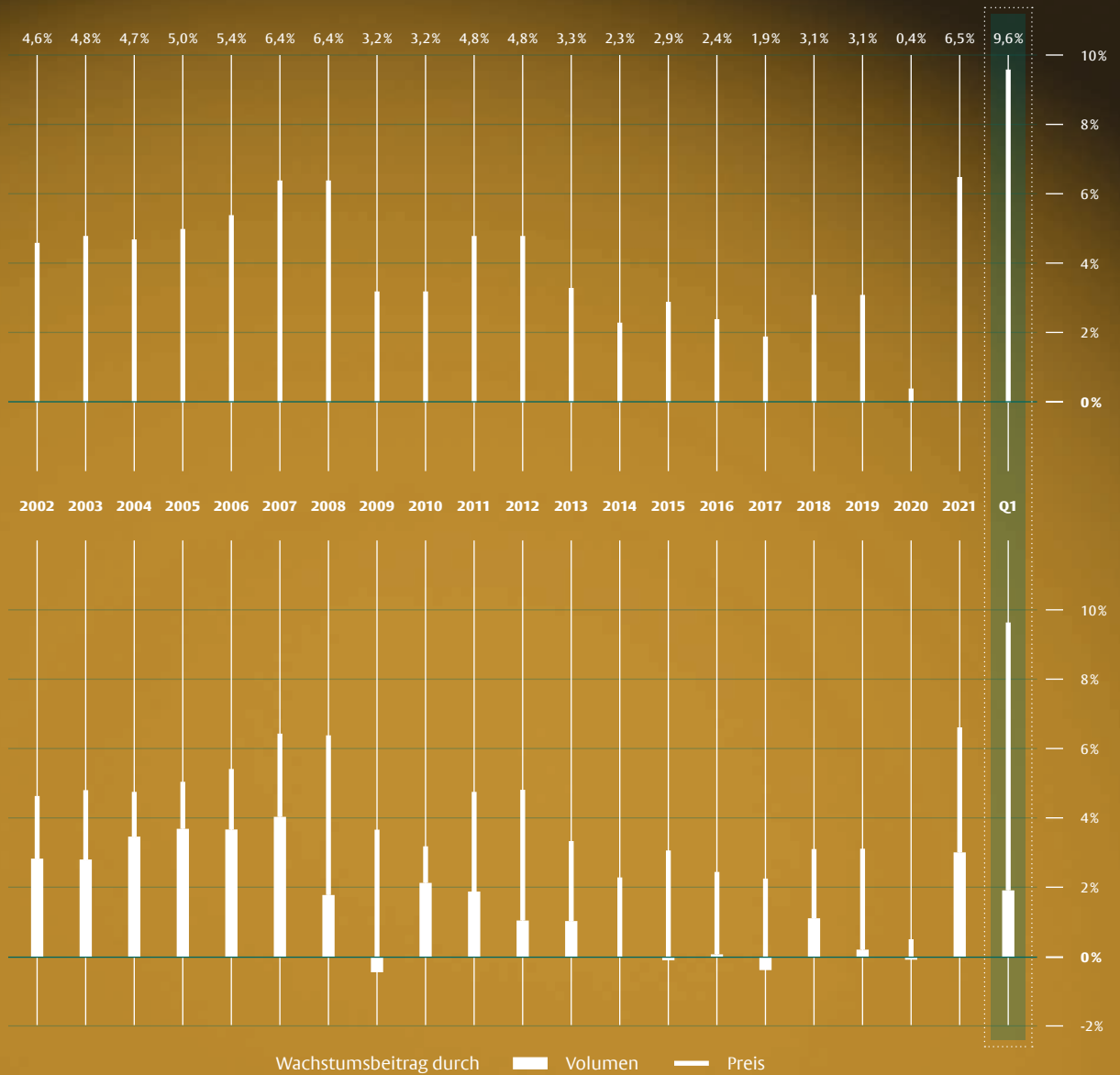
Zudem ist das hier gezeichnete Bild eines, das sich durch besonders starke Unternehmen / starke Marken des nichtzyklischen Konsums zeichnet. Für viele andere Unternehmen dürfte es deutlich schwieriger werden. Dies gilt in besonderem Maße für material- oder energieintensive Unternehmen, bei denen explodierende Energiekosten und Engpässe bei Vorprodukten eine deutlich größere Herausforderung darstellen.

Zu guter Letzt kann jeder Euro, jeder Dollar bekanntlich nur einmal ausgegeben werden. Im Wettbewerb um die Konsumenten sind manche Unternehmen im Vorteil, während andere das Nachsehen haben. Auf dem Aktienmarkt und somit in den jeweiligen Aktienindizes befinden sich die Aktien von Unternehmen aus beiden Gruppen. Aktien müssen deswegen nicht zwingend den Inflationsschutz bieten, der ihnen mit der Pauschalaussage „Sachwerte muss man haben“ unterstellt wird. Die Inflation ist eben nicht der Freund jeder Aktie. Auf die Auswahl kommt es an – in einem Umfeld wie diesem noch mehr als bisher. ◆

*Thomas Lehr ist Kapitalmarktstratege
bei der Flossbach von Storch AG in Köln.*

PREISSETZUNGSMACHT ALS QUALITÄTSMERKMAL

Grafik 1
Organische Wachstumsraten nichtzyklischer Konsumgüterunternehmen*



Grafik 2
Wachstum als Funktion aus Volumen und Preis

* Korb aus 28 führenden Unternehmen des nichtzyklischen Konsums.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
 Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Stand: 2. Mai 2022

von Shenwei Li



MAIL AUS S H A N G H A I

Wirtschaftsmotor, Supermacht, Parteidiktatur. Wer sich für globale Trends interessiert, der blickt nach China. Die Analytistin Shenwei Li berichtet von ihren Erfahrungen – subjektiv, aus dem Blickwinkel einer Chinesin. Diesmal geht es um den Lockdown in Shanghai.

China hat die Ausbreitung der Pandemie mit einer Zero-Covid-Strategie lange erfolgreich verhindert. Das Wirtschaftswachstum blieb 2020 positiv und hat im vergangenen Jahr wieder Vorkrisenniveau erreicht. Während es dann bei uns erste Debatten gab, ob die Strategie nicht zu aufwendig ist, erreichte die Omikron-Variante Hongkong. Dort gab es viele Tote. Auch in China sind insbesondere viele ältere Menschen nicht geimpft und es schien sinnvoll, an der Strategie festzuhalten. Doch dann verhängte Shanghai einen Lockdown und vieles funktionierte sehr schlecht. Ich lebe in dieser Stadt – und möchte meine Erfahrungen mit Ihnen teilen.

Ein Experiment scheitert. Am 12. März schlossen nach einem lokalen Covid-Ausbruch die Schulen in Shanghai. Zwei Tage später wurde Shenzhen vollständig und Shanghai „halb“ abgeriegelt. Shanghai galt zuvor als entspannt, was Covid-Maßnahmen angeht. Bis zum Lockdown waren meine Eltern noch nie getestet worden. Reisen nach und von Shanghai waren nun nur aus wichtigen Gründen erlaubt. Es gab umfassende Testaktionen. Positiv Getestete mit leichten Symptomen wurden in Notfallspitäler geschickt, ihre Wohnblöcke unter Quarantäne gestellt. Allein vom 16. bis 21. März wurden 30 Millionen Tests durchgeführt. Eine Woche später war die Zahl der Neuinfektionen nicht zurückgegangen; im Gegensatz zu Shenzhen, wo wieder gelockert wurde. Die „Halb“-Strategie war gescheitert.

Zu wenig eingekauft. Ende März wurde der Bereich östlich vom Huangpu-Fluss (der Bereich der Sonderwirtschaftszone Pudong) für vier Tage komplett abgeriegelt. Danach sollten weitere Teile der Stadt folgen – ebenfalls für vier Tage. Während des Lockdowns sollten alle getestet werden. Busse, Bahnen

oder Taxis durften nicht fahren. Doch als am 1. April die Voll-Abriegelung der zweiten Stadthälfte begann, wurden die Maßnahmen für die erste Hälfte verlängert, weil keine Gemeinde die Anforderungen für Lockerungen erfüllten. Uns wurde klar, dass der Lockdown länger dauern würde. Doch viele hatten sich nur auf wenige Tage vorbereitet, konnten aber ihre Wohnblocks nicht mehr verlassen. Immerhin verliefen die Testrunden entspannter als die ersten. Neu gegründete WeChat-Gruppen halfen, dass nicht wie früher alle Bewohner eines Blocks zum gleichen Zeitpunkt zur Teststelle gingen.

Chaos im Gesundheitswesen. Bald gab es zu wenig Kapazitäten für positiv Getestete mit milden Symptomen. In manchen Fällen sollen Kinder von Eltern getrennt worden sein. Für Menschen, die regelmäßige Behandlungen wie Dialyse benötigen, gab es zeitweise keine Möglichkeiten. Es kam sogar zu Todesfällen. Zum Qingming-Fest am 6. April, an dem wir unsere Vorfahren ehren, kamen etwa 30.000 Krankenschwestern und Ärzte aus den Nachbarprovinzen nach Shanghai. Die medizinische Versorgung hat sich danach gefühlt verbessert.

Immer weniger Lebensmittel. Bei vielen gingen jedoch die Vorräte zur Neige. Normalerweise organisieren in China sogenannte „Stückverwalter“ für Anwohner in Notfällen Medikamente und Lebensmittel. Doch in Shanghai gibt es diese aus unerfindlichen Gründen oft nicht. Daher mussten Anwohnerausschüsse, die nicht vom Staat bezahlt werden oder Straßenausschüsse diese Aufgaben übernehmen. Beide waren darauf nicht vorbereitet und fühlten sich überfordert. Es blieben Läden mit Lieferdiensten und Online-Plattformen. Doch dort mussten immer mehr Mitarbeiter in Quarantäne. Die Lieferkapazität wurde knapp, daher waren nur Bestellungen ab 30 oder 50 Essen möglich. Manche Bewohner gründeten WeChat-Gruppen und gaben Sammelbestellungen auf (Community Group Buying). Heute bestellt, kam die Lieferung meist am nächsten Tag. In einer Wohnanlage lag sogar mal ein halbes Schwein. Doch die Sammelbestellungen funktionierten nicht überall. Ältere Menschen kamen damit nicht zurecht und beäugten die Möglichkeit oft kritisch. Anderen war es zu teuer, oder es fanden sich nicht genug Interessenten für die Mindestmengen.

Lieferdienste fallen aus. Das Community Group-Buying wurde schließlich in vielen Wohnanlagen mit der Begründung verboten, dass Waren von extern das Virus in die Wohnanlage

bringen könnten. Die meisten Einwohner wurden von den zuständigen Anwohnerausschüssen mit mehr oder weniger Fleisch, Gemüse und Reis versorgt. Wann die Lieferungen kamen und wie viel geliefert wurde, blieb unberechenbar. Oft erhielt ein Singlehaushalt zudem dieselbe Menge wie eine Familie. Am 12. April wurden die Wohnblöcke dann je nach Anzahl der Neuinfektionen unterteilt: Gruppe A blieb im Voll-Lockdown, Gruppe B durfte die Wohnung verlassen, aber den Block nicht, Gruppe C durfte den Wohnblock verlassen, aber nicht in die Gebiete von Gruppe A und B gehen. Gruppe C stürmte (natürlich) die Supermärkte und die Wartezeit vor den Kassen lag bei mehr als zwei Stunden. Nur einem Tag später musste die Gruppe C im Wohnblock bleiben. Die Versorgungslage blieb ungelöst. Die Stimmung wurde nervöser.

Offener Widerstand. Am 14. April meldete Shanghai kumuliert 280.000 positive Fälle. Ein Ende des Lockdowns war nicht in Sicht. Die Lokalregierung wollte nun auch Bürogebäude und Wohnimmobilien für Quarantänekapazitäten nutzen. Der Imageschaden war enorm. Viele der betroffenen Mieter waren jung und arbeiteten im Zhangjiang High-Tech Industrial Park. In den sozialen Medien verkündeten manche, die Stadt aus Enttäuschung sehr wahrscheinlich verlassen zu wollen. Doch das half nicht. Erfolgreicher war der Widerstand von Anwohnern, die PCR-Tests wegen der fehlenden Essensversorgung verweigerten. Sie bekamen Carepakete. Am 17. April veröffentlichte die Regierung schließlich eine Liste von 666 Unternehmen, die die Produktion wieder aufnehmen konnten. Mitarbeiter sollten nach der Arbeit in der Fabrik übernachten oder mit Shuttlebussen zwischen Fabrik und Wohnung pendeln. Inzwischen verteilten Anwohnerkomitees mehr und häufiger Lebensmittel. Die Online-Plattform JD.com hatte ein paar Tausend Zusteller aus anderen Provinzen geholt. Der Tiefpunkt war überschritten. Das Schlimmste schien vorbei.

Bei Redaktionsschluss war noch nicht absehbar, wann der Lockdown vorbei sein würde. Allerdings mehrten sich die Fälle in Beijing und es ist zu hoffen, dass die Lokalregierung dort im Falle eines Lockdowns aus den Fehlern in Shanghai gelernt hat. Zero-Covid hilft, Leben in der Pandemie zu retten, doch dafür muss die Versorgung stimmen. ◆

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.



EINE ANDERE WELT

von Bert Flossbach

Russland macht
ukrainische Städte
dem Erdboden gleich.
Und China macht →
dicht. Was das für
den Wohlstand
der Welt bedeutet.

Der 24. Februar hat die Welt verändert. Russlands Angriff auf die Ukraine markiert das Ende des friedlichen Nebeneinanders Russlands mit der „westlichen Welt“; das dürfte auch dem letzten „Wladimir-Putin-Versteher“ klar geworden sein. Die Beziehung, so man sie so nennen mag, wird sich wandeln, weil sie sich angesichts der Brutalität und Skrupellosigkeit, mit der russische Soldaten gegen Zivilisten in der Ukraine vorgehen, wandeln muss. Und der Wandel dürfte weit über eine Neuausrichtung der Verteidigungs- und Energiepolitik hinausgehen. „Wir sind heute in einer anderen Welt aufgewacht“, sagte die deutsche Außenministerin Annalena Baerbock.

Europa, vor allem Deutschland, ist aufgrund seiner räumlichen Nähe, den wirtschaftlichen Verflechtungen und seiner Abhängigkeit von russischen Öl- und Gaslieferungen besonders betroffen. Deutschlands Ausstieg aus der Atomkraft und der geplante Ausstieg aus der Kohleenergie haben die Abhängigkeit von Russland in den vergangenen Jahren immer weiter verstärkt. Ein gewaltiges Risiko, das nunmehr für jedermann ersichtlich geworden ist. Bis zuletzt machten Öl und Gas etwa 61 Prozent des Energieverbrauchs in Deutschland aus. 55 Prozent des Gases und 42 Prozent des Öls stammten aus Russland.

EINE REISE NACH KATAR

Wie groß die Energie-Not der Deutschen ist, zeigt die Reiseplanung von Robert Habeck. Wer hätte gedacht, dass einmal ein „grüner“ Bundeswirtschaftsminister überhastet nach Katar reisen würde, um Gaslieferungen an Deutschland zu erbitten?

Auch die mittelbaren Auswirkungen auf die politischen, kulturellen und wirtschaftlichen Beziehungen könnten gravierend sein. Damit ist nicht allein das Verhältnis des „Westens“ zu Russland gemeint, sondern auch die Beziehungen zu China, das treu an Russlands Seite zu stehen scheint. Für viele europäische Unternehmen geht es bei den

Beziehungen nach Fernost um nichts weniger als die eigene Existenz. So wichtig ist China in den vergangenen Jahren als Produktionsstandort und Absatzmarkt für sie geworden.

Putins Angriffskrieg trifft die Welt zu einem Zeitpunkt, an dem die Folgen der Pandemie immer noch nachwirken. Nicht alle Lieferketten sind bis heute repariert. Und die Rohstoffpreise waren auch ohne Putins Mörser- und Granatbeschuss schon hoch. Mit dem Einmarsch der russischen Armee in die Ukraine sind sie noch weiter gestiegen, auf Niveaus, die längst sehr schmerzen. Es scheint, als hätten sich Pandemie-Auswirkungen und Ukrainekrieg zum perfekten Inflationssturm vereinigt.

DER PERFEKTE STURM

Alan Blinder, der ehemalige Vizepräsident der US-Notenbank Federal Reserve (Fed), hat das Ergebnis einer erfolgreichen Inflationsbekämpfung einmal wie folgt beschrieben: „Preisstabilität ist dann, wenn die Leute aufgehört haben, über Inflation zu reden.“ Umgekehrt könnte man sagen: „Inflation ist, wenn die Leute ständig darüber reden.“ Spätestens seit dem drastischen Anstieg der Benzin-, Strom- und Gaspreise ist dieser Punkt erreicht.

Aber nicht nur die Energiepreise sind kräftig gestiegen, sondern auch die deutschen Produzentenpreise, im April um sage und schreibe 33,5 Prozent und damit so stark wie niemals zuvor in der Geschichte der Bundesrepublik (vgl. [Grafik 1](#))! Der Anstieg bei den Produzentenpreisen wirkt sich mit einiger Verzögerung auch auf die Konsumentenpreise aus; schließlich geben die Unternehmen die gestiegenen Kosten irgendwann an ihre Kunden weiter. So stieg die Konsumentenpreis-inflation im Mai in Deutschland auf 7,9 Prozent – das ist der höchste Anstieg seit 1974. Gleichzeitig kletterte die Inflation in der Eurozone um 8,1 Prozent; seit Einführung des Euro hat es so einen Preissprung innerhalb der Währungs-gemeinschaft noch nicht gegeben. Die sogenannte

Kerninflation, also die um die Energie- und Nahrungsmittelpreise bereinigte Teuerungsrate, erreichte mit 3,8 Prozent ebenfalls einen neuen Rekordwert (vgl. Grafik 2 auf der folgenden Seite).

Selbst die Notenbanken, die bis vor Kurzem noch beharrlich darauf verwiesen hatten, es handele sich bei dem Inflationsanstieg lediglich um ein vorübergehendes Phänomen, gehen mittlerweile davon aus, dass die Inflation doch etwas hartnäckiger sein könnte als zunächst behauptet, zumal sich die Inflation über die sogenannten Zweitrundeneffekte weiter in unseren Alltag fressen wird.

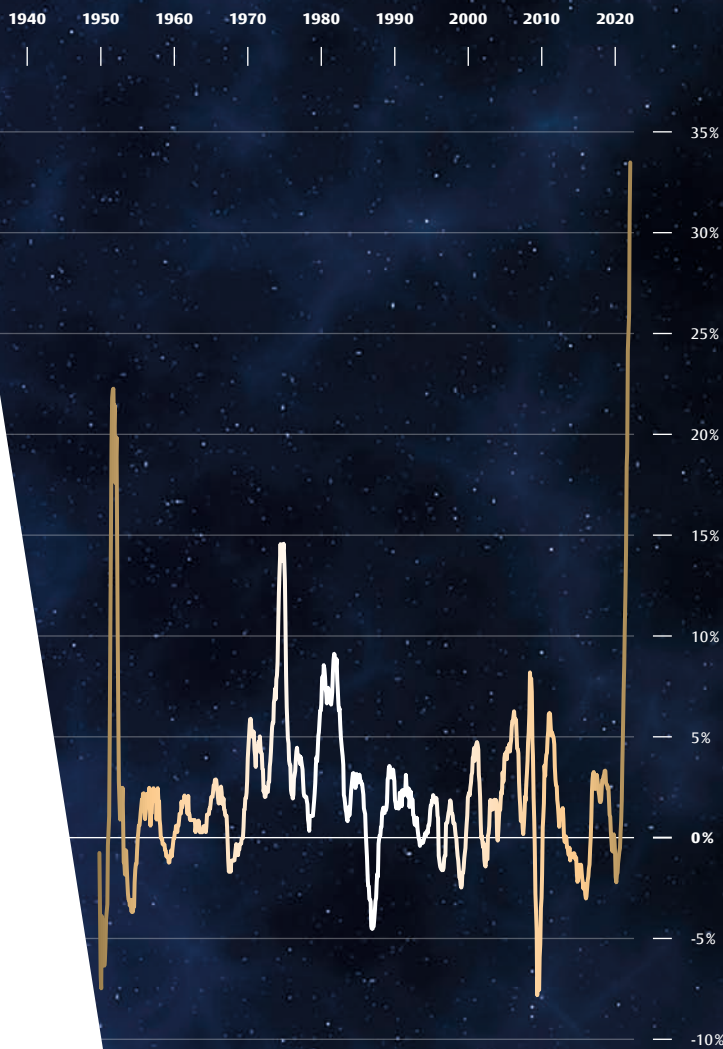
Allein in diesem Jahr laufen in Deutschland die Tarifverträge von knapp zehn Millionen Beschäftigten aus. Die Gewerkschaften werden sich nicht länger zurückhalten und hohe Forderungen stellen, aus nachvollziehbaren Gründen. Ralf Sikorski, der Verhandlungsführer für 580.000 Beschäftigte der Chemiebranche, formulierte das so: „Die Preise gehen durch die Decke. Die Kolleginnen und Kollegen in den Betrieben müssen ihre Heizungs-, Strom- und Gasrechnungen bezahlen – und das jetzt.“

Jeder weitere Monat anhaltend hoher Inflationsraten stärkt die Verhandlungsposition der Gewerkschaften.

PUTIN KANN NICHT GEWINNEN

Ein baldiges Ende des Kriegs in der Ukraine erscheint heute kaum vorstellbar. Solange Putin oder seine Vasallen an der Macht sind, dürfte Russland als Partner für die westliche Welt untragbar bleiben. Selbst ein Waffenstillstand oder Rückzug der russischen Truppen wird die Sanktionen nicht beenden. Dazu hat das Putin-Regime zu viel verbrannte Erde hinterlassen und bleibt für viele Länder ein großes Sicherheitsrisiko. →

Grafik 1
Vorbote einer höheren Verbraucherpreisinflation
 Erzeugerpreisinflationsrate in Deutschland gegenüber dem Vorjahr

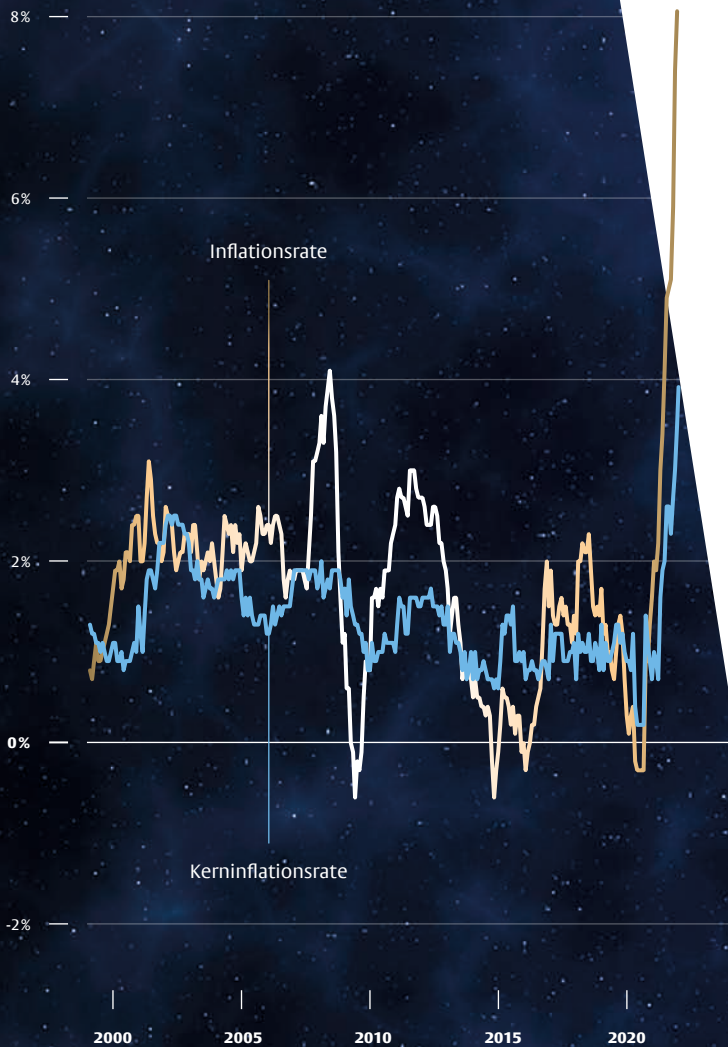


Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch
 Daten per 27. Mai 2022

Grafik 2

Die Eurozone eilt von Inflationsrekord zu Inflationsrekord

Verbraucherpreisinflationsraten in der Eurozone jeweils gegenüber dem Vorjahresmonat



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch
Daten per 27. Mai 2022

Putin kann den Krieg nicht gewinnen, weil er den Frieden schon verloren hat. Darin liegt aber auch die größte Gefahr, denn ein Zurück dürfte es für ihn nicht mehr geben. Zu was er fähig ist, wenn er zu sehr in die Ecke getrieben wird, lässt sich nicht seriös vorhersagen, bestenfalls erahnen.

Dass er Zivilisten töten lässt, ganze Städte auslöscht, gehört jedenfalls zu seiner barbarischen Strategie dazu. Nur so kann es der russischen Armee überhaupt gelingen, ein so großes Land wie die Ukraine zu besetzen. Und weil das schwerer zu sein scheint, als der Kreml offenbar zunächst angenommen hatte, könnten auch nichtkonventionelle Waffen zum Einsatz kommen. Die Antwort des Westens würde Putin dann seinen Landsleuten vermutlich als Provokation der Nato verkaufen – und den Krieg weiter ausweiten. Die Folgen wären verheerend.

RUSSLAND ALS ISOLIERTER HOFLIEFERANT?

Was bleibt ist die Hoffnung, dass sich irgendjemand im Kreml findet, der erkennt, dass Putin das eigene Land in den Abgrund reißt. Und der dann versucht, den russischen Präsidenten zu stürzen. Doch das kann dauern. Mit China und Indien, die für mehr als ein Drittel der Weltbevölkerung stehen, hat Putin zwei mächtige Länder auf seiner Seite, zumindest aber nicht gegen sich. Sie sind auf Energie- und Nahrungsmittelimporte angewiesen, die Russland zu Sonderkonditionen offerieren wird. Deshalb könnte China Gefallen daran finden, sich Russland als isolierten Hoflieferanten für Energie und Rohstoffe zu halten.

Der Westen muss also darauf hinarbeiten, unabhängiger von russischen Energie- und Rohstoffimporten zu werden und seine

Verteidigungsfähigkeit verbessern. Höhere Energiepreise, steigende Kosten für den Ersatz fossiler Brennstoffe und die Sicherung der Energieversorgung, steigende Verteidigungsausgaben und eine Neuorganisation von Lieferketten belasten die Staatshaushalte und treiben die Preise. Staatliche Hilfs- und Unterstützungsprogramme wie das Energiegeld sollen die Auswirkungen auf Haushalte mit geringem Einkommen zumindest temporär begrenzen, um den sozialen Frieden zu wahren. Sie können aber nicht dauerhaft die Auswirkungen des Preisschocks kompensieren – dazu hat der Staat nicht das Geld.

Die Konjunkturperspektiven haben sich deutlich eingetrübt. Das gilt vor allem für Europa, insbesondere Deutschland, wo steigende Energiepreise den Geldbeutel der Konsumenten sehr stark belasten. So hat der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung seine Wachstumserwartungen für 2022 zuletzt deutlich von 4,6 Prozent auf 1,8 Prozent reduziert. Für den Fall eines Stopps der Gas- und Öllieferungen aus Russland drohe Deutschland sogar eine Rezession. Dann hätten wir die aus den 1970er-Jahren bekannte Konstellation von schwachem Wirtschaftswachstum und hoher Inflation, die damals den Begriff „Stagflation“ prägte. Ob dies auch für die Weltwirtschaft gelten könnte, hängt aber nicht nur von der Entwicklung der Energiepreise ab. Die Antwort darauf liegt vor allem in den Händen eines Mannes: Xi Jinping.

WOHLSTAND FÜR ALLE

Chinas Staatspräsident versucht, das Land weitgehend unabhängig vom globalen Welthandel zu machen, insbesondere seine Abhängigkeit von westlicher Technologie zu reduzieren. Bis 2025 soll beispielsweise der Bedarf an Computerchips zu mindestens 70 Prozent selbst gedeckt werden. Langfristig geht es Xi darum, den USA ihren Führungsanspruch in diesem Bereich streitig zu machen.

Wenn Chinas Staatspräsident von „zwei Kreisläufen“ spricht, dann meint er den der Welt, zuallererst aber den eigenen, den chinesischen Wirtschaftskreislauf. Den will er stärken. Weil viele westliche Unternehmen abhängig sind von China, schützt das die chinesische Volkswirtschaft vor weitreichenden Sanktionen.

Auf eines muss Xi allerdings achten, bei allem Streben nach Autarkie: Er darf sein erklärtes Ziel, „common prosperity“ – oder frei nach Ludwig Erhard: „Wohlstand für Alle (Chinesen)“, nicht gefährden. Er muss also behutsam vorgehen, denn noch ist die Volksrepublik abhängig vom internationalen Warenhandel, der mehr als 30 Prozent des Bruttoinlandprodukts ausmacht. Ein abruptes Ende der Handelsbeziehungen mit dem Westen wäre nicht nur für den Westen schmerzhaft, sondern eben auch für China. Zumal viele Unternehmen nach wie vor von westlicher Technologie abhängig sind, nicht nur bei den Computerchips.

Die Corona-Pandemie schien eigentlich eine gute Gelegenheit für Xi, das Land weiter vom Ausland abzuschotten – und gleichzeitig die Überlegenheit der Volksrepublik bei der Eindämmung des Virus zu demonstrieren. Beinahe klaglos ließen sich Millionen von Menschen zunächst wochenlang einsperren, während im Westen über die richtigen Strategien gestritten wurde und Tausende in den Krankenhäusern an oder mit Corona starben.

NULL-COVID-POLITIK STÖSST AN GRENZEN

Heute, mehr als zweieinhalb Jahre nach Ausbruch des Virus ist die Situation eine andere. Während sich das Leben im Westen mit fortschreitendem Impferfolg normalisiert, stößt die Null-Covid-Politik Xis zunehmend an ihre Grenzen. Der chaotische Lockdown in einigen Metropolen im April war ein Zeichen der Ohnmacht. Weder die Partei noch die Provinzregierungen scheinen einen Plan B zu haben, und das dürfte auch ausländische Investoren abschrecken. →


Das Problem ist: Die chinesischen Impfstoffe wirken kaum gegen die Omikron-Variante des Coronavirus. Würde sich China stattdessen den erprobten BioNTech-Wirkstoff beschaffen, dokumentierte das die Dominanz westlicher Forschung und schadete dem Ansehen Xis. Stattdessen wird weiter weggesperrt. Sollte China tatsächlich an seiner dogmatischen, fast schon selbstzerstörerischen Form der Covid-Bekämpfung festhalten, könnte das Virus zur größten Gefahr für die chinesische Wirtschaft werden und das Ziel „Wohlstand für Alle“ gefährden. Xi hätte dann ein Problem.

Noch gelingt es ihm aber, den Schwarzen Peter an die Provinzregierungen weiterzuschieben, die den Unmut der Bevölkerung auf sich ziehen. Je mehr Provinzen im Chaos versinken, desto mehr dürfte auch die Zentralregierung in den Fokus der Kritik rücken. Eine Ausbreitung des Virus würde die chinesische Wirtschaft hart treffen. Produktionsausfälle, Massenarbeitslosigkeit, sinkender Konsum und ein Anstieg der Unternehmenspleiten wären die unmittelbaren Folgen. Dies hätte aufgrund der Größe der chinesischen Volkswirtschaft und der starken Verflechtung mit dem Welthandel auch erhebliche Konsequenzen für die Weltwirtschaft.

Die Europäische Handelskammer in China meldete Anfang April einen Rückgang der abgefertigten Güter im weltgrößten Containerhafen in Shanghai um 40 Prozent im Vergleich zur Vorwoche. Eine Unterbrechung oder gar Zerstörung zahlreicher Lieferketten würde nicht nur das Wachstum dämpfen, sondern auch den Preisauftrieb weiter beschleunigen. Insofern ist die Antwort auf die Frage nach einer möglichen Stagflation eng mit der Corona-Politik der chinesischen Regierung verbunden. ◆

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





„Die
Menschen
glauben
an den
guten
Zaren“

Wladimir Putin lässt die Ukraine überfallen und droht mit einem Weltkrieg. Was treibt den Mann an, in dem viele deutsche Spitzenpolitiker einst einen verlässlichen Partner sahen? Ein Gespräch mit Udo Lielischkies.

Herr Lielischkies, ließe sich Wladimir Putin von seinen Beratern überzeugen, den Krieg in der Ukraine zu beenden?

Das glaube ich nicht. Putin ist weitgehend isoliert. Er umgibt sich mit einigen wenigen Gefolgsleuten, allesamt Hardliner – Falken. Sie bestärken ihn in seiner Haltung, weil sie genau wissen, dass es ihm allein um Bestätigung geht. Kritik ist dagegen unerwünscht.

Wie konnte es so weit kommen?

Das ist eine sehr komplexe Frage, auf die es nicht die eine, alles umfassende Antwort gibt. Wir können aber zumindest versuchen, Hinweise zu sammeln, etwa in Putins Lebenslauf.

An welche denken Sie?

Putin stammt aus Leningrad, aus sehr ärmlichen Verhältnissen. Wir alle kennen mittlerweile die Geschichte, in der er Ratten im Hinterhof jagt, sie in die Ecke treibt, um zu sehen, wie sie reagieren.

Sie springen den Angreifer an ...

Ein passendes Bild, gerade in diesen Tagen. Der junge Putin möchte unbedingt Geheimagent werden, was er auch wird. Kampfsport ist sein großes Hobby; er treibt sich in den Kampfsportclubs herum, knüpft Freundschaften, die er bis heute pflegt. Er wird Teil eines Milieus, das geprägt ist von Gewalt und Kleinkriminalität. Als KGB-Agent ist er später ein eher unscheinbarer Typ, Spitzname: „Die Motte“. Auch in Dresden, wo er viele Jahre stationiert ist, macht er keine steile Karriere, lebt unauffällig und schwärmt vom Radeberger Pils.

Wie kann so ein Mann Präsident Russlands werden?

Das hat mit ihm selbst, aber auch den Umständen in den 1990er-Jahren zu tun.

Beginnen wir doch mit ihm ...

Putin hat ein Gespür für Menschen; er geht auf sie zu. Ein Kollege und Freund von mir berichtet gerne von einem großen Empfang in Paris, bei dem Putin von Stehtisch zu Stehtisch ging, fast alle Gäste persönlich begrüßte, Komplimente verteilte, sich scheinbar interessiert nach dem Befinden seiner Gesprächspartner erkundigte und sie konkret auf Dinge ansprach, die er sich bei früherer Gelegenheit gemerkt hatte. Was ich sagen möchte: Putin ist extrem diszipliniert und fleißig – und nicht zuletzt deshalb immer gut vorbereitet.

Und die Umstände?

Mit der deutschen Wende und dem Ende der Sowjetunion bricht eine Welt für ihn zusammen, sein Weltbild, auch weil er zunächst nicht weiß, wie es mit ihm weitergehen soll. Der KGB bringt ihn zunächst im Kreml in der Verwaltung unter. So bekommt er direkten Kontakt zu Boris Jelzin – und nutzt ihn: Jelzin macht ihn zum Chef des Inlandsgeheimdienstes FSB.

Jelzin und Putin – eigentlich zwei Charaktere, die nicht so recht zueinander zu passen scheinen, oder?

Sie passen, weil Jelzin einen Nachfolger sucht, der loyal ist. Denn er und seine Familie, deren Reichtum nicht durch harte Arbeit entstanden war, fürchten Strafverfolgung, sollte die kommende Wahl verloren gehen. Putin ist loyal. Es gibt nur ein Problem.

Welches meinen Sie?

Niemand kennt damals Putin. Jelzin muss ihn also populär machen.

Und wie hat er das gemacht?

1999 explodieren mehrere Wohnhäuser in russischen Städten. Es gibt viele Tote und Verletzte. Die Täter, so heißt es sofort, seien Terroristen aus Tschetschenien. Tatsächlich aber werden dann FSB-Mitarbeiter dabei ertappt, wie sie Säcke mit Hexogen-Sprengstoff in ein Haus tragen! An die Ausrede, es habe sich um eine Übung gehandelt und um harmlose Zuckersäcke, glaubt zwar niemand, aber der Vorwand für einen Krieg gegen die tschetschenische Unabhängigkeitsbewegung war geschaffen. Putin, inzwischen Ministerpräsident, nutzt die Bühne und profiliert sich als energischer Terrorbekämpfer. Seine Umfragewerte steigen. Jelzin tritt dann kurz vor der Jahrtausendwende zurück, Putin wird zunächst amtierender und dann im März gewählter Präsident. Seine erste Amtshandlung: Ein Erlass, der die gesamte Familie Jelzin vor Strafverfolgung schützt. Und dann beginnt er sofort, seine Machtbasis zu sichern.

Wie stellt er das an?

Er umgibt sich mit loyalen Gefolgsleuten aus den Geheimdiensten und beginnt, Medien, Parlament und Justiz von Kritikern zu säubern. Die Bevölkerung nimmt das in Kauf im Tausch gegen wachsenden Wohlstand. Demokratische Freiheiten vermissen viele nicht, weil sie den Zusammenbruch der Sowjetunion und die 90er-Jahre nicht als befreienden Aufbruch, sondern als chaotisch und verstörend empfunden haben – ganz anders als der Westen. Und Putin hat das Glück, dass die Rohstoffpreise immer weiter steigen, es gibt also etwas Wohlstand zu verteilen.

Warum hat er es nicht dabei belassen – warum der Krieg in der Ukraine?

Mit Ausbruch der weltweiten Finanz- und Schuldenkrise ist Schluss mit den Geschenken, weil auch die Energiepreise abstürzen. Der Unmut der russischen Bevölkerung wächst. Putin braucht einen Plan B, ein Feindbild; er findet es im Westen, in der Nato. Von da an läuft die Propaganda-Maschinerie an. Es wird ein Fernsehsender eingerichtet, der nichts anderes zeigen wird als Filme über den Zweiten Weltkrieg, den großen, vaterländischen Krieg. Putin bedient geschickt die Gefühle der Menschen, denn auf nichts sind sie stolzer als auf den Sieg gegen die Nationalsozialisten. Diese mentale, kollektive Aufrüstung nimmt dann sehr schnell merkwürdige Züge an. →

„Putin ist extrem diszipliniert und fleißig – und nicht zuletzt deshalb immer gut vorbereitet.“

„Putin projizierte Russland, die russische Welt, als die bessere Alternative zum angeblich dekadenten Westen.“

Haben Sie ein Beispiel?

Vor den Toren Moskaus wurde zum Beispiel der deutsche Reichstag nachgebaut, damit Mitglieder der geschaffenen Jugendarmee schon mal spielerisch dessen Erstürmung nachempfinden können ...

Warum funktioniert Putins Propaganda so gut?

Es hat wohl viel mit unterschweligen Minderwertigkeitsgefühlen der Menschen zu tun, glaubt zum Beispiel der Historiker Hannes Adomeit. Nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion fühlten sie sich herabgesetzt gegenüber den westlichen Nachbarn, orientierungslos. Die Westler, die nach Russland kamen, hatten Taschen voller US-Dollar oder D-Mark, konnten sich alles leisten, und die Einheimischen standen mit ihren mehr oder weniger wertlosen Rubeln daneben, etwas platt gesagt. Ihr Land, das Nazideutschland besiegt hatte, war in der Bedeutungslosigkeit verschwunden, sie waren die ökonomischen Verlierer. Putin nutzte diese Unterlegenheitsgefühle, um neuen Stolz zu entfachen. Er projizierte Russland, die russische Welt, als die bessere Alternative zum angeblich dekadenten Westen. Er beschwor russische Werte wie Vaterlandsliebe, Familienwerte und Aufopferungsbereitschaft und verdammt gleichzeitig die Freiheiten der westlichen Welt als Schwäche und Zeichen von Dekadenz, zum Beispiel die Akzeptanz von Homosexuellen – in Russland wurden die inzwischen verprügelt.

Würden Sie sagen, dass die Russen mehrheitlich auf Putins Seite sind?

Ich würde sagen, dass Putin weit mehr Unterstützung genießt, als man sich das im Westen wünschen würde. Ein wichtiger Grund ist der alles umspannende Propaganda-Apparat. Im Fernsehen, dem nach wie vor dominanten Medium, sehen die Menschen moderne Industriebetriebe und strahlende Städte wie Moskau oder St. Petersburg. Doch fahren Sie einmal mal aus Moskau hinaus, eine Stunde vielleicht. Dann kommen Sie in ein anderes Russland: in das der einstürzenden Altbauten, der verrotteten Infrastruktur, der Hoffnungslosigkeit. Selbst dort aber glauben die Menschen an die Projektion des guten Zaren Putin, der das Beste für das Land will, aber an unfähigen und korrupten Bürokraten scheitert – und sein Land vor der wachsenden Bedrohung aus dem Westen schützt. Es ist eine zynische Scharade, die aber leider funktioniert.

Was ist mit den jungen Russen?

Vielen fehlt schlicht die Perspektive. Deswegen wandern sie aus, seit Jahren schon, wenn sie eine Chance sehen, qualifiziert sind, Fremdsprachen beherrschen. Wissenschaftler, IT-Spezialisten, Mediziner, Ingenieure – der Braindrain ist längst im Gange und hat sich durch den Ukrainekrieg noch einmal dramatisch verschärft.

Das klingt eher düster ...

Ich wünschte, es wäre anders.



Udo Lielischkies

ist ein deutscher Fernsehjournalist. Er hat jahrelang das ARD-Studio in Moskau geleitet. Er gilt als profunder Kenner russischer Politik und ist nicht zuletzt deshalb als Redner gefragt. Lielischkies hat Familie und viele Freunde in Russland.



DIE **MACHT**

In den vergangenen Jahren haben sich Staaten, Unternehmen und viele Häuslebauer immer weiter verschuldet – den niedrigen Zinsen sei Dank. Aber was passiert, wenn die Zinsen steigen?

DER **GEWOHNHEIT**

von Yannick Döller

Paul Adolph Volcker gilt als herausragende Persönlichkeit – allein schon wegen seiner Körpergröße: Zwei Meter und einen Zentimeter maß der ehemalige Chef der US-Notenbank Fed (1979–1987). In den vergangenen Wochen und Monaten ist in den Wirtschaftsmedien häufiger über ihn zu lesen gewesen; über den Mann, der Ende der 1970er-, Anfang der 1980er-Jahre erfolgreich die Inflation in den USA bekämpfte, indem er die Zinsen auf zeitweise mehr als 20 Prozent an hob. In den Geschichtsbüchern und wissenschaftlichen Abhandlungen ist vom „Volcker-Schock“ die Rede.

Die Teuerungsraten waren damals immer weiter gestiegen, auf bis zu 15 Prozent, auch weil die Fed sehr lange sehr zögerlich war. In der Rückschau sagen heute viele Notenbanker und Wirtschaftswissenschaftler: zu zögerlich. Bis Volcker kam.

LAGARDE KANN NICHT

Es verwundert wenig, dass manch Leser, manch Leserin sich heute an jene Jahre erinnern, während sie an die Inflation denken und wie die Notenbanken damit umgehen könnten. Und es verwundert auch nicht, dass sich womöglich der eine oder andere Sparer beziehungsweise die eine oder andere Sparerin wünscht, es gäbe einen Volcker an der Spitze der Europäischen Zentralbank (EZB). Eine Präsidentin oder einen Präsidenten, die oder der den Zins auch auf Höhe der aktuellen Inflationsraten anhöbe. Etwa acht Prozent wären das.

Christine Lagarde, die derzeitige Chefin der EZB, hat jedoch ein Problem: Sie kann nicht, wie sie vielleicht wollen würde. Denn nicht allein die Zeit ist fortgeschritten seit dem „Volcker-Schock“, auch die Schulden sind kräftig gestiegen – weltweit, auf mittlerweile schwindelerregende Niveaus. Die drei Grafiken auf der folgenden Seite dokumentieren das.

Im Großen und Ganzen bedeutet das: Die Schulden müssen irgendwie bezahlt werden, ohne dass die Schuldner irgendwann unter ihrer Last zusammenbrechen. Und das

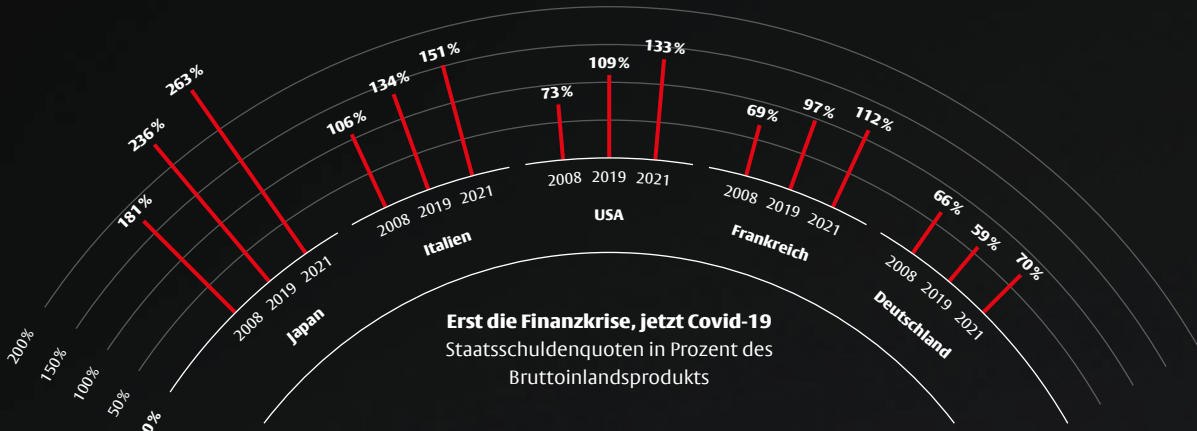
geht nur, wenn die Schulden auch bezahlbar bleiben, also die Zinsen, der Preis für das geliehene Geld, vergleichsweise niedrig bleibt. Was würde wohl in vielen Eurostaaten passieren, wenn die EZB ihren Leitzins auf drei, vier oder fünf Prozent anheben würde? Oder in den Unternehmen? Oder beim Hauslehbauer im Stuttgarter Umland, der sein Baudarlehen, abgeschlossen zu weniger als einem Prozent Zinsen, in Kürze verlängern muss – dann aber nicht mehr zu einem, sondern zu 2,5 Prozent Zinsen oder noch deutlich schlechteren Konditionen? Meine Frau und ich müssen in drei Jahren „verlängern“. Wir hatten uns schon gefreut, dass sich der Zinssatz dann halbieren würde – von zwei auf ein Prozent. Zumindest sah es Ende vergangenen Jahres noch danach aus. Höchstwahrscheinlich wird es anders kommen.

Lagarde bleibt keine andere Wahl als so zu tun, als hätte die EZB alles im Griff; als gelte noch immer das Primat der Geldwertstabilität gegenüber der Finanzierung von Staatsschulden, die der Notenbank eigentlich untersagt ist. Insofern sind Lagardes Argumentationsversuche zumindest sehr gut nachvollziehbar.

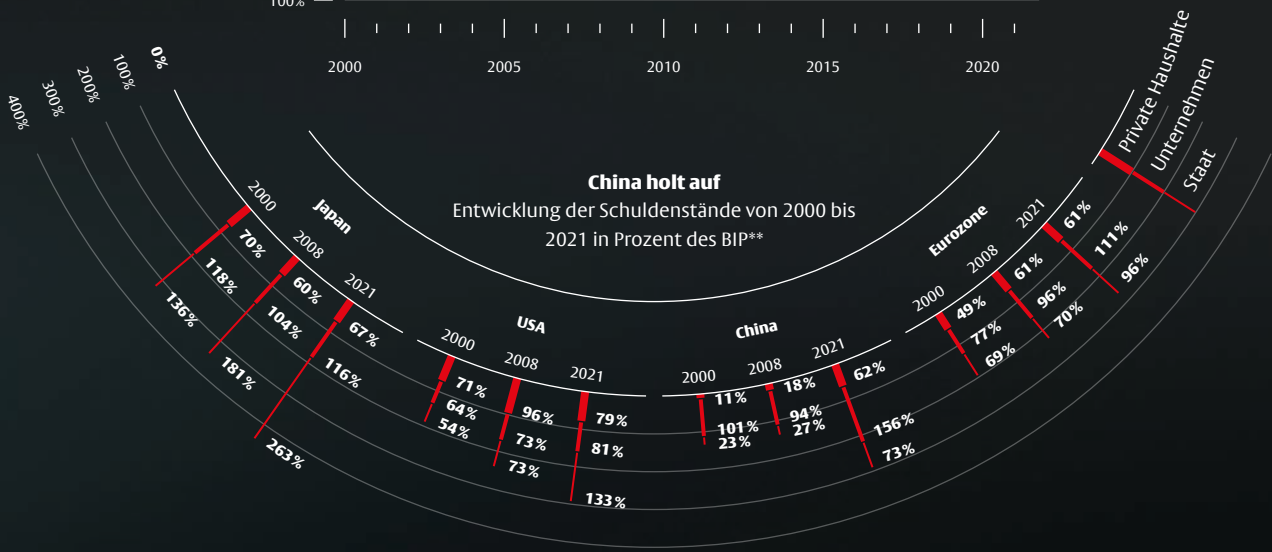
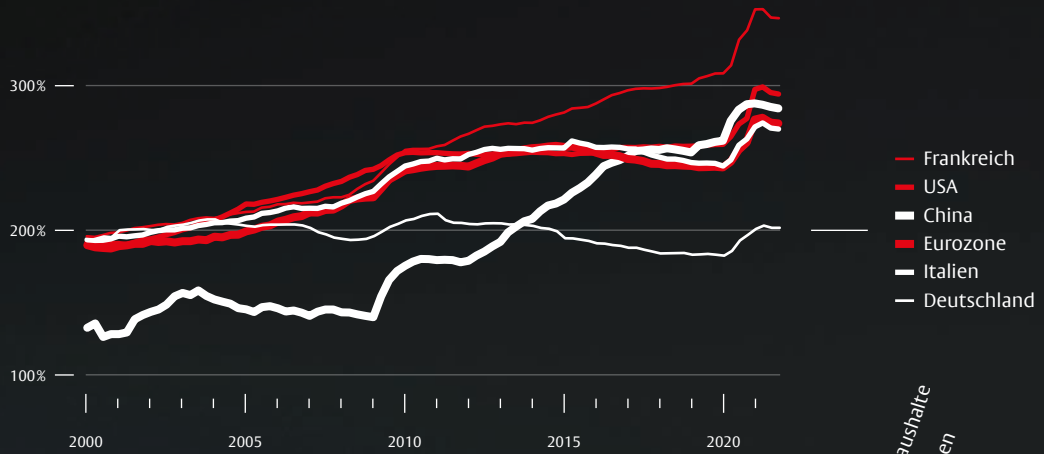
So hatte die EZB-Chefin zunächst darauf verwiesen, dass die Inflationsraten nur vorübergehend überschießen würden, ein temporärer Effekt, wie es so schön hieß, ausgelöst durch unterbrochene Lieferketten infolge der Corona-Pandemie.

Seitdem ist einige Zeit vergangen, Wladimir Putins Armee in die Ukraine einmarschiert und die Inflation immer weiter gestiegen. Das Wörtchen „temporär“ hat seine beruhigende Wirkung längst verloren. Jeder Stopp an der Tankstelle, jeder Gang zur Supermarktkasse tut weh. Von der Nachzahlung für die Heizkosten, deren schriftliche Aufforderung irgendwann in unseren Briefkästen stecken wird, gar nicht erst zu reden. →

**Wenn du
nicht kannst,
dann vermittele
den Eindruck,
dass du gar nicht
brauchst.**



Wachsende Schuldenberge
Gesamtverschuldung*
in Prozent des BIP



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

** Verschuldung der Unternehmen und Privathaushalte per Q3 2021; Staatsverschuldung per Jahresende 2021.

DIE KRUX MIT DER PROGNOSE

Seit der Hinweis „temporär“ nicht mehr zeitgemäß erscheint, beruft sich Lagarde auf die Inflationsprognosen ihrer Volkswirte. Die sehen die Teuerungsrate 2024, also schon in knapp zwei Jahren, bei 1,9 Prozent und damit hauchdünn unter der Marke von zwei Prozent, bei der Notenbank den Geldwert als „stabil“ bezeichnen. Demnach ist der Inflations-spuk bald vorbei, löst sich von selbst auf, alles halb so wild! Nur ein wenig durchhalten noch – wer mag da so recht dran glauben?

Die EZB wirkt ein wenig wie eine Fußballmannschaft, die kurz vor Abpfiff knapp hinten liegt, der aber nichts anderes einfällt, als den Ball hoch in den Strafraum zu kicken. Und vorne hilft dann der liebe Gott.

Das Problem ist: Die Notenbanker sitzen in einer Falle, in die sie selbst hineingetappt sind. Ihre Rettungspolitik ist praktisch zum Gewohnheitsrecht geworden. Weil jede (Finanzmarkt-)Krise, nicht nur die großen, sondern auch die etwas kleineren, in den vergangenen Jahrzehnten mit immer mehr Geld, mit immer größeren Hilfspaketen bekämpft, es aber stets versäumt wurde – sobald wie möglich – zur Normalität zurückzukehren, den Krisenmodus zu beenden. Stattdessen ist die Hilfe der Notenbanker fester Bestandteil einer jeden Investitionsentscheidung geworden, eine Vollkaskoversicherung gegen Krisen (fast) jeder Art.

REFORMER GEWINNEN KEINE WAHLEN

Von Politikern, Unternehmern, genauso vom Vorstand eines global agierenden Konzerns, dem Mittelständler, Aktionär oder Hauskäufer. Wobei sich Politiker gewöhnlich schneller an günstige Kredite gewöhnen als andere. Ist schließlich nicht ihr Geld, das da ausgegeben wird.

Lagardes Vorgänger, Mario Draghi, und dessen Vorgänger, Jean-Claude Trichet, hatten während der Finanz- und Staatsschuldenkrise stets darauf verwiesen, dass die EZB zwar Zeit

kaufen könne; diese Zeit aber von den Regierungen genutzt werden müsse, um Reformen auf den Weg zu bringen. Leider gewinnen Reformer keine Wahlen. Und wenn die Notenbank das Geld ohnehin verschenkt – dann doch besser Wahlen gewinnen! Die EZB, eigentlich Hüterin der Geldwertstabilität, ist auch deshalb zu einer europäischen Schattenregierung „verkommen“. Beide Rollen vertragen sich eigentlich nicht.

Nach der Finanz- und Schuldenkrise kam dann die Pandemie und nach der Pandemie der Krieg in der Ukraine. Die EZB musste weiter retten – und weiter. Höhere Rüstungsausgaben der Staaten, Hilfen für die besonders hart von der Energiepreisexplosion betroffenen Privathaushalte. All das muss bezahlt werden.

Wenn sich alle über viele Jahre an die Retterin der letzten Instanz gewöhnt haben, wie soll dann die Entwöhnung gelingen? Zumal eine Generation heranwächst, die gar nicht mehr so recht weiß, wie es ist, wenn der Zins eben nicht bei null oder eins liegt – die großzügige Geldgeschenke als systemgegeben versteht.

Sollte die EZB tatsächlich versuchen, wieder mehr Währungshüterin zu sein als Schattenregierung, wären die Schäden vermutlich verheerend. Für die Solvenz einzelner Eurostaaten, für viele Unternehmen, die Kapital- und Immobilienmärkte.

Christine Lagarde wird das nicht riskieren (wollen). Ihr Nachfolger oder ihre Nachfolgerin vermutlich auch nicht. Dann doch lieber den Ball hoch in den Strafraum bolzen – vielleicht hilft ja doch der liebe Gott. Irgendwie. Irgendwann.

Bis dahin werden eben die Sparer und Sparerinnen enteignet. Irgendwer muss die Rechnung schließlich bezahlen. ♦

Yannick Döller arbeitet als freier Journalist.

von Thomas Lehr

Die Aktienkurse sind in den vergangenen Monaten abgerutscht, weltweit, aus verschiedenen Gründen. Viele Anleger fragen sich: Kommt da noch mehr?

Die globalen Aktienmärkte haben Ende des Frühjahrs weiter nachgegeben, insbesondere die Technologietitel. Angesichts des inzwischen erreichten Ausmaßes der Korrektur wächst die Nervosität der Anleger; das ist sehr gut nachvollziehbar. Aber was sind die Gründe für den Abwärtstrend – und was folgt daraus?

Die (bekannten) Erklärungsversuche reichen dabei von steigenden Zinsen (und steigender Inflation) über die nicht abnehmenden Produktions- und Lieferengpässe, bis hin zu der Sorge vor einer Rezession. Im Folgenden möchten wir versuchen, die Dinge zumindest ein wenig einzuordnen.

DER UNTERSCHIED ZWISCHEN PREIS UND WERT

Nur wer eine möglichst genaue Vorstellung davon hat, was etwas wert ist, kann beurteilen, ob der jeweilige Preis attraktiv ist. In den meisten Bereichen des täglichen Lebens sind fallende Preise ein Grund zur Freude, weil die Käuferinnen und Käufer den Wert eines Produkts, einer Dienstleistung einschätzen und mit dem dafür verlangten Preis abgleichen können. Zumindest sehr viel besser als an der Börse. Denn dort fehlt den meisten Anlegerinnen und Anlegern ein realistischer Bezugspunkt zum Preis. Oft ist ihnen nicht einmal klar, was sie gekauft haben oder wo sie investiert sind.

Wenn sie dann mit unzähligen Nachrichten, Kommentaren und Berichten, oftmals zugespitzt, konfrontiert werden, was denn noch alles passieren könne, wird aus Nervosität Angst. Der Verkauf der Aktien scheint dann oft die einzig „sichere“ Möglichkeit, das eigene Vermögen zu schützen. Die Verkäufe drücken die Kurse weiter – und so weiter. Umgekehrt wirkt im Übrigen der gleiche Mechanismus: Steigen die Kurse, macht das die unterliegende „Erfolgsstory“ umso glaubhafter. Die Überzeugung der Anleger wächst, sie kaufen und die Kurse steigen weiter. Am Ende möchte dann jeder dabei sein.

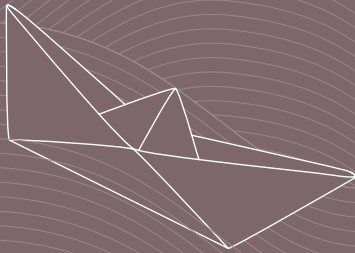
WAS IST MIT DEN PROFIS?

Ja, man darf vermuten, dass es am Kapitalmarkt eine ebenso große Menge an professionellen Anlegern gibt, die den Wert der gehandelten Ware besser einschätzen können. Weil nicht wenige von ihnen aber versuchen, die Handlungen der weniger gut informierten Anleger zu antizipieren, kommt es nicht selten vor, dass sie die jeweilige Bewegung →

verstärken, sie manchmal sogar auslösen. Andere wiederum versuchen schlicht, das Momentum, sprich die Dynamik einer Bewegung, zu nutzen, was den Kursauschlag ebenfalls verstärkt.

Eines wollen wir jedoch klarstellen: Heftige Kursauschläge haben in der Regel fundamentale Gründe. Es ist also nicht allein und nicht alles Psychologie. Trends können sich aber sehr schnell hochschaukeln, was wiederum bedeutet, dass sich Preis und Wert für eine Weile voneinander entfernen.

Ein Beispiel dafür ist der Technologiebereich. Viele Anleger sind in den vergangenen beiden Jahren einer vermeintlich guten „Story“ gefolgt, hatten aber keine Idee davon, was diese selbst bei sehr günstiger Entwicklung wert ist. Wenn jetzt ebenso wenig differenziert verkauft wird, sinkt der Preis von all jenen Unternehmen, die zuvor hoffnungslos überteuert waren. Es trifft allerdings auch die Unternehmen, deren Wert – nach vorne betrachtet – höher ist, als der aktuelle Preis es aussagt. Mitgefangen, mitgehangen.



Statt über die weitere Entwicklung der Kurse zu mutmaßen, ist es aus unserer Sicht daher unerlässlich, eine möglichst klare Vorstellung vom „fairen“ Wert eines Investments zu entwickeln. Dieser sollte die potenziellen Chancen und Risiken berücksichtigen – und ist der Bezugspunkt, zu dem der Preis mittel- bis langfristig immer wieder zurückkehrt. Das dafür notwendige Research ist umfangreich und die getroffenen Annahmen müssen ständig überprüft werden. Am Ende ist das aber genau die Form von Aktivität, die die Grundlage für jede einzelne Investitionsentscheidung und langfristigen Anlageerfolg ist.

DAS ANLAGEUMFELD IST RAU

Das Anlageumfeld hat sich in den vergangenen Monaten nicht verbessert, da sollten wir uns nichts vormachen. Neben dem Krieg in der Ukraine und dem anhaltenden Lockdown in Teilen Chinas ist es vor allem die Kombination aus hoher Inflation und steigenden, aber im historischen Vergleich immer noch viel zu tiefen Zinsen, die Anlegern Sorgen bereitet. Wenn die Frage nach einem „fairen Niveau“ der Märkte (Aktien-, Anleihe, Rohstoff- und Währungsmärkte) für die meisten Anleger schon mit Blick auf nur eines dieser Themen kaum zu beantworten ist, macht der Cocktail aus diesen Themen die Antwort scheinbar unmöglich.

Hilfreich sind oft ein paar, scheinbar banale Gedanken. Weder der Krieg in der Ukraine noch der Lockdown in China lösen kurzfristig das derzeitige Inflationsproblem, im Gegenteil. Dazu kommen langfristige und strukturelle Faktoren. Handelsstreitigkeiten, Pandemie und nicht zuletzt der Krieg führen dazu, dass bestehende Abhängigkeiten zunehmend als Risiko wahrgenommen werden. Die globale Arbeitsteilung hat viele Produkte und Dienstleistungen günstiger gemacht. Würde sie jetzt teilweise rückabgewickelt, wären wohl steigende Preise die Folge. Auch wenn Krieg und Lockdown morgen enden, dürfte die Inflation bleiben.

Diese Erkenntnis liefert eine wichtige Orientierung bei der Zusammenstellung eines Portfolios. Wenn nominale Anlagen trotz des Renditeanstiegs der vergangenen Wochen absehbar nicht in der Lage sind, die Kaufkraft eines Vermögens real zu erhalten, sind Sachwerte alternativlos. Die aktuelle Phase zeigt allerdings auch, wie wichtig ein langfristiger Anlagehorizont ist. Dazu braucht es genügend Widerstandskraft, eben nicht überhastet auszusteigen, wenn die Kurse kräftig schwanken. Das fällt umso leichter, wenn man in Aktien von Unternehmen investiert, von deren Qualität man überzeugt ist. Unternehmen, die über hervorragende Produkte und eine starke Wettbewerbsposition verfügen, deshalb hochprofitabel sind. Unternehmen, die weitaus besser mit steigenden Kosten umgehen können als fragile Unternehmen, deren Margen gering sind und deren Verschuldung hoch ist.

QUALITÄT SETZT SICH DURCH

Wir sehen, dass sich die Ausgangslage dieser „guten“ Unternehmen in den vergangenen Monaten nicht verschlechtert, sondern sogar verbessert hat. Zwar schließt das nicht aus, dass auch ihre Kurse fallen, wenn sie Opfer der schlechten Stimmung am Aktienmarkt werden. An der langfristigen Attraktivität eines solchen Investments ändert das aber nichts, im Gegenteil: Fallen die Kurse, ohne dass sich an der Qualität eines Unternehmens etwas ändert, macht es das Investment nur noch attraktiver.

Beim täglichen Blick auf das Depot mag das Anleger zwar nicht trösten. Für unternehmerisch denkenden Investoren – und als solche verstehen wir uns – sind das aber beruhigende Nachrichten. Wir können nicht sagen, wann die Kurse dieser guten Unternehmen wieder steigen. Nur so viel: Langfristig setzt sich Qualität durch. Das wird auch dieses Mal nicht anders sein. ◆

**Weder der Krieg
in der Ukraine
noch der Lockdown
in China
lösen kurzfristig
das derzeitige
Inflationsproblem,
im Gegenteil.
Dazu kommen
langfristige
und strukturelle
Faktoren.**



von Sven Langenhan

Der unbemerkte Crash

Ziehen die Notenbanken die Leitzinsen
wegen der Inflation hoch?
Die Märkte rechnen offenbar damit –
die Kurse von Anleihen brachen
im Rekordtempo ein.
Was Anleger jetzt wissen müssen.



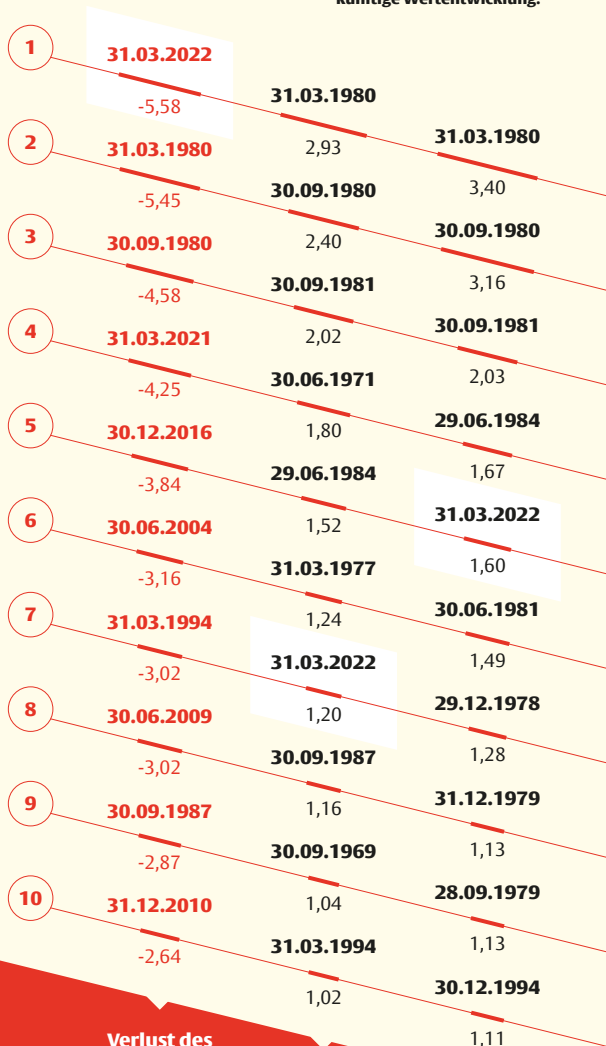
Grafik 1

Top Ten der schlechtesten Quartale

Historische Einordnung des ersten Quartals 2022 im US-Zinsmarkt in Prozentpunkten

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 8. April 2022

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



Verlust des Bloomberg US Treasury Index TR QoQ innerhalb eines Quartals in Prozentpunkten (seit 1973)

Renditeanstieg 5-jähriger US-Staatsanleihen innerhalb eines Quartals in Prozentpunkten (seit 1962)

Renditeanstieg 2-jähriger US-Staatsanleihen innerhalb eines Quartals in Prozentpunkten (seit 1976)

An den Finanzmärkten kann es schon mal ganz schön turbulent zugehen – und Kurseinbrüche können in aller Stille geradezu historische Ausmaße erreichen. So gab es in den vergangenen Monaten einen ausgeprägten Crash am Anleihemarkt. Kurse brachen ein wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Während weitaus moderatere Kursbewegungen am Aktienmarkt von der Presse schon mal „lautstark“ kommentiert werden, ging der Absturz der Bonds in der öffentlichen Wahrnehmung fast unter. Was natürlich nicht bedeutet, dass die Auswirkungen die Menschen nicht schon längst erreicht hätten.

Vielleicht liegt die mangelnde Bekanntheit des Bonds-Crashes auch an der Mechanik von Anleihen, die nicht immer einfach zu vermitteln ist. Wenn die Zinsen steigen, freuen sich Sparer. Zumindest, wenn sie ihr Ersparnis auf Sparkonten, in Tages- oder Termingeldern anlegen. Bei Anleihen ist es aber genau umgekehrt. Steigen mit den Zinsen die Renditen am Markt, sinken die Kurse der Papiere, die noch zu niedrigeren Sätzen ausgegeben (beziehungsweise gekauft) wurden. Die Erklärung für diesen Effekt, stark vereinfacht: Anleihen lassen sich zu tagesaktuellen Kursen am Markt kaufen und verkaufen. Wenn neuere Titel vom gleichen Emittenten mit ähnlichen Laufzeiten zu deutlich höheren Renditen angeboten werden, muss ein Verkäufer von den älteren, niedriger verzinsten Anleihen Abschläge hinnehmen. Dann sinken die Kurse, zu denen die Papiere angeboten werden. Sonst müsste der neue Käufer im Vergleich zu neueren Papieren auf Erträge verzichten, da diese besser verzinst werden.

US-Staatsanleihen – Ein historisches Quartal

Der Bloomberg US Treasury Index bildet die Gesamterträge der auf US-Dollar lautenden, festverzinslichen Schuldtitel ab, die vom US-Finanzministerium ausgegeben werden. Im ersten Quartal 2022 verlor der Index rund 5,6 Prozent. Seit Beginn der Messung im Jahr 1973 gab es noch nie einen vergleichbaren Einbruch – das zeigt der Vergleich der Top Ten der schlechtesten Quartale. Ein Grund für das schlechte Abschneiden der traditionell als sichere Anlage geltenden US-Staatsanleihen waren die steigenden Zinsen bei US-Staatsanleihen (Treasuries) mit kurzen und mittleren Laufzeiten (zwei und fünf Jahre) die um 1,6 Prozentpunkte beziehungsweise 1,2 Prozentpunkte anstiegen – und das von zuvor sehr niedrigen Renditeständen, welche wenig bis keinen Puffer boten.

In Deutschland erreichte die Inflation nach vorläufigen Zahlen im Mai **7,9 Prozent** – den höchsten Stand seit dem Winter 1973/74.

RENDITEANSTIEGE WIE SEIT JAHRZEHNEN NICHT

Und im Laufe dieses Jahres stiegen die Renditen rund um den Globus so schnell wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Etwa auch bei deutschen Bundesanleihen, mit denen sich der deutsche Staat finanziert und die traditionell zu den besonders sicheren Papieren zählen. „Bunds“ mit einer Laufzeit von zehn Jahren erlebten im ersten Quartal dieses Jahres den größten Zinsanstieg seit dem Jahr 1994. Noch beeindruckender waren die Zinsbewegungen bei US-Staatsanleihen mit kurzen bis mittleren Laufzeiten. Im Jahr 1984 gab es zuletzt ein Quartal mit höheren Renditeauschlägen als zu Beginn dieses Jahres. Die Auswirkungen auf die Kurse waren entsprechend deutlich (vgl. Grafik 1). Diese Entwicklung stellte sogar Verlustquartale aus den 1970er- und frühen 1980er-Jahren in den Schatten, die unter dem Einfluss von Ölkrisen, Rezessionen und massiven Eingriffen der Notenbank standen.

Der plötzliche Zinsanstieg kommt nicht von ungefähr. Der Angriff Russlands auf die Ukraine verstärkte die Herausforderungen, die Staaten und Unternehmen nach zwei Jahren Pandemie ohnehin schon hatten. Etwa die weitere Verschärfung des Mangels bei einigen wichtigen Rohstoffen und Gütern, darunter beispielsweise Hightech-Chips oder Kabelbäume. Oder die gestiegenen Energie- und Rohstoffpreise, welche die Inflationsraten weiter nach oben trieben. In Deutschland erreichte die Inflation nach vorläufigen Zahlen im Mai 7,9 Prozent (nach bereits rekordhohen 7,4 Prozent im April) – den höchsten Stand seit dem Winter 1973/74.

Die Notenbanken geraten folglich zunehmend unter Druck, ihre bis dato ultralockere Geldpolitik zu beenden. Letztlich geht es den „Banken der Banken“ auch darum, ihre Glaubwürdigkeit mit Blick auf das Ziel eines stabilen Geldwerts zu erhalten. Das funktioniert angesichts der ausufernden Inflation aber nur mit einer restriktiveren Geldpolitik. In einem ersten Schritt wollen sie deshalb die Anleihekaufprogramme beenden, um etwas später dann auch die Zinsen hochzuziehen. Dabei gibt es regional aber große Unterschiede.

Während die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) im Frühjahr neben der Einstellung der Anleihekäufe bereits die Zinsen mehrfach angehoben hat und einen immer aggressiveren Zinserhöhungszyklus ankündigte, ist die Europäische Zentralbank (EZB) mit Blick auf schwache Wirtschaftsprognosen (zunächst) wesentlich defensiver. Neben der Reduzierung der Anleihekäufe lassen Zinserhöhungen auf sich warten. Die Kapitalmärkte trauen diesem vermeintlichen Frieden aber wohl nicht und preisen gleichwohl bereits Zinserhöhungen der EZB in diesem Jahr (sowie weitere in der Folge) ein. Wohl auch als Reaktion oder in Ableitung der Beobachtungen aus anderen Zins- und Währungsräumen. Denn nicht nur die Fed war sowohl im Hinblick auf Rhetorik als auch tatsächliches Handeln höchst aktiv, sondern rund um den Globus haben Zentralbanken teils drastisch und in teilweise überraschendem Tempo reagiert. Von Neuseeland und Australien über Großbritannien und über den Atlantik, um das globale Ausmaß anschaulich darzustellen. →

DAS AUS DER „FORWARD GUIDANCE“

Maßgeblicher Bestandteil war vor allem ein kompletter Kurswechsel in der Kommunikation. In der vergangenen Dekade ging es vor allem darum, den Markterwartungen zu entsprechen und den Marktteilnehmern eine gezielte „forward guidance“ mit an die Hand zu geben. Durch die Kommunikation eigener Vorhersagen und Prognosen wurde im Vorhinein versucht, die Markterwartungen über den zukünftigen Zinssatz zu beeinflussen – „whatever it takes“ (was immer es auch kosten mag). Dabei galt es beispielsweise plötzlichen, negativen Marktbewegungen vorzubeugen und damit vor allem Risiken, welche zu starken Schwankungen führen können, möglichst klein zu halten. Die Zinsen blieben niedrig, egal was in den Volkswirtschaften auch passierte. Dafür wurden zur Not auch Unternehmensanleihen gekauft und immer kreativere Kaufprogramme entwickelt.

Nun haben die Notenbanken im Herbst letzten Jahres ad hoc und für viele Marktteilnehmer überraschend auf eine „datenabhängige“ Geldpolitik umgeschaltet – und haben dabei negative Einflüsse auf die dazugehörigen Markterwartungen billigend in Kauf genommen. Die Notenbanken stecken in der Zwickmühle, müssen eine Balance aus Inflationsbekämpfung, günstigen Finanzierungsbedingungen sowie Schuldentragfähigkeit des globalen Finanzsystems finden. Was an den Kapitalmärkten vor allem durch das abrupte Fehlen der „wohligen Nestwärme aus der ‚forward guidance‘“ wiederum für höhere Risikoprämien sorgt.

Wir stehen vermutlich vor einer längeren Phase, in der die Notenbanken den Märkten keinen Rückenwind mehr bieten werden. Die globalen Anlegerinnen und Anleger müssen folglich wieder verstärkt selbst die möglichen Leitplanken der zukünftigen Zinsentwicklung – welche weiterhin einen Anker sämtlicher Kapitalmarktbewertungen darstellt – eruieren. Was sich eben automatisch in deutlich größeren Schwankungsbreiten und vor allem schnelleren Stimmungswechseln niederschlägt. Es hat den Anschein, als wenn der Kapitalmarkt jeweils ad hoc versucht, bereits das Ende des kommenden Zinszyklus einzupreisen.

HISTORISCHER KURSSTURZ AN DEN MÄRKTEN

Die Aussicht auf steigende Zinsen sorgte so für einen „historischen“ Kurssturz am Anleihemarkt. Der deutsche Staatsanleiheindex REXP (der unseres Erachtens im Übrigen kein guter Maßstab, aber eben weiterhin in aller Munde ist) musste in den ersten drei Monaten des Jahres mit minus 4,3 Prozent den höchsten Quartalsverlust seit Auflage hinnehmen. Beim Bloomberg Euro Aggregate Index, der in Euro denominierte Anleihen guter Qualität abbildet, betrug das Minus sogar 5,4 Prozent. Der globale Anleihemarkt sowie einzelne Subsegmente wie beispielsweise Indizes, die explizit Unternehmensanleihen abbilden, haben sich noch schlechter geschlagen. In den Monaten April und Mai hat sich dies nahezu ungebremst fortgesetzt, so dass das Minus in den globalen Anleihemärkten ausnahmslos nochmals erheblich größer geworden ist.

Der deutsche Staatsanleiheindex REXP
musste in den ersten drei Monaten des Jahres mit
minus 4,3 Prozent
den höchsten Quartalsverlust seit Auflage
hinnehmen.



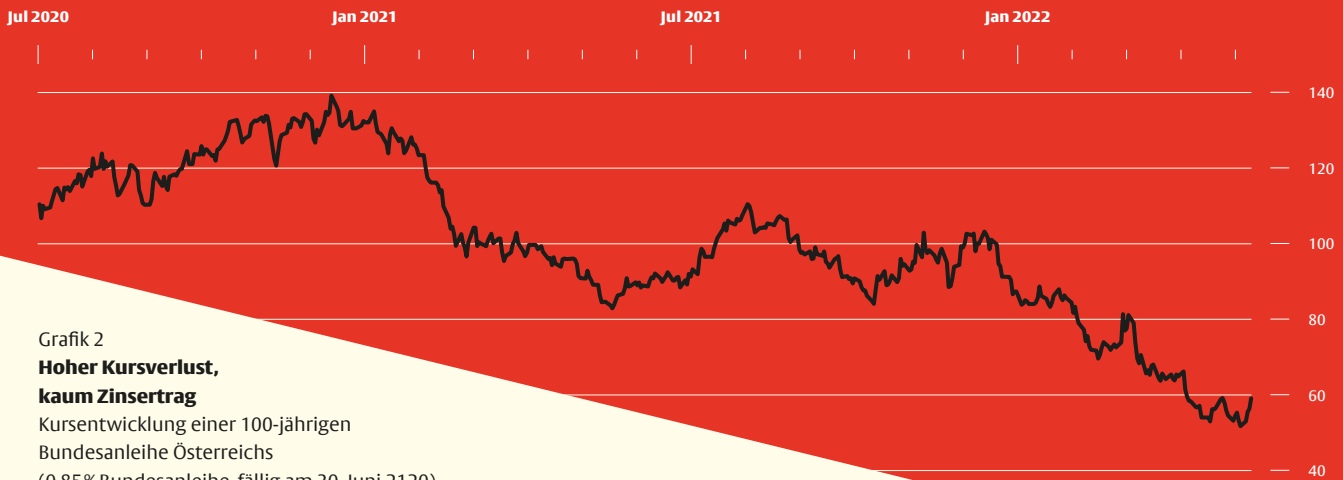
Noch deutlicher wird das Ausmaß mit Blick auf die sogenannten Swap-Sätze, die in Europa die Preisgrundlage für nahezu alle Anleihearten außer für die Staatsanleihen der europäischen Kernländer bilden, also vor allem für Unternehmensanleihen, Pfandbriefe, Papiere staatsnaher Emittenten als auch für Immobilienfinanzierungen. Haben sich manche Anleger im März noch die Augen gerieben, als die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen (endlich) mal wieder die Nulllinie von unten durchbrochen hat, so stand diese Ende Mai bereits wieder über 1 Prozent pro Jahr. Der 10-jährige Swap-Satz stieg – kommend von plus 0,3 Prozent pro Jahr zu Jahresbeginn – gleichzeitig sogar auf Niveaus von knapp unter 1,8 Prozent jährlich. Das Beispiel zeigt: Die Swap-Sätze haben sich noch einmal von der Entwicklung der Bundesanleihen abgekoppelt. Sie sind per Ende Mai um rund 30 Basispunkte stärker angestiegen. Isoliert betrachtet – also ohne etwaige Veränderungen von Risikoaufschlägen – bedeutet dieser Zinsanstieg der Swap-Sätze bereits einen Verlust von deutlich mehr als 10 Prozent für den Halter einer entsprechend lang laufenden Unternehmensanleihe.

Und so kommt der Crash auf verschiedenen Wegen bei den Bürgern an. Entweder durch teils empfindliche Einbußen im mitunter nicht unerheblichen Rentenanteil in den Portfolien. Oder ganz bodenständig, wenn sich die Zinssätze von Baugeld mit Laufzeiten von zehn und mehr Jahren, die sich an den massiv gestiegenen Swap-Sätzen orientieren, innerhalb von ein paar Monaten fast verdreifachen – und steigende Kreditkosten die Pläne mancher Häuslebauer platzen ließen.

VON RENDITEANSTIEGEN UND KURSVERLUSTEN

Noch nie in der Geschichte war das Umfeld für Bondanleger so herausfordernd wie heute. Dies gilt vor allem für die Eurozone. Früher, in Zeiten hoher Zinsen, boten auskömmliche Renditen noch einen Puffer für die Erträge der Gläubiger. Nun bedeuten niedrige Anleiherenditen selbst in Zeiten stabiler Zinsen bescheidene Erträge. Wenn dann die Zinsen (und mit ihnen die Renditen von Anleihen) steigen, kommen Kursverluste hinzu. Drei Beispiele zeigen, wie das in der Praxis funktioniert.

- Eine 10-jährige Bundesanleihe mit einem Kupon von null Prozent hatte Anfang März bei einer Marktrendite von ebenfalls null Prozent einen Kurs von hundert. Bis Ende des ersten Quartals ist die Marktrendite dann auf rund 0,6 Prozent gestiegen. Damit das Null-Kupon-Papier marktkonform rentiert, fiel der Kurs auf etwas mehr als 94. Stiege die Rendite am Markt (ad hoc) munter weiter, zum Beispiel auf zwei Prozent, würde der Preis der Anleihe nur noch knapp 82 betragen.
- Die im Juni 2020 begebene 10-jährige Österrechanleihe hat einen Kupon von bescheidenen 0,85 Prozent (für Anleger, die das Papier einfach halten und Jahr für Jahr den Kupon kassieren wollen). Bis Dezember 2020 stieg der Kurs auf 139, was für Neueinsteiger einer Rendite von knapp 0,4 Prozent entsprach. Seither ist die Rendite auf 1,7 Prozent gestiegen und der Kurs auf 58 gefallen. Sollte →



Grafik 2

**Hoher Kursverlust,
kaum Zinsertrag**

Kursentwicklung einer 100-jährigen
Bundesanleihe Österreichs
(0,85% Bundesanleihe, fällig am 30. Juni 2120)

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 12. Mai 2022

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

die Rendite auf drei Prozent steigen, fiel der Kurs auf 32. Wer also die Anleihe dann verkaufen würde, würde nur noch ein Drittel ihres Werts erhalten. Was für Österreich eine günstige langfristige Finanzierung bedeutet, ist für die Inhaber der Anleihe eine Katastrophe. Denn diesen Verlust – und diesen aufgelegten Scherz erlauben Sie uns bitte – werden wohl die wenigsten bis zum Laufzeitende aussitzen können.

- Das deutsche Bundesland Nordrhein-Westfalen nutzte die Gunst der Stunde und brachte in der Niedrigzinsphase der vergangenen Jahre 100-jährige Papiere im Gesamtvolumen von 10,5 Milliarden Euro auf den Markt. Die Kupons von 0,95 bis 2,15 Prozent wirkten damals noch sehr attraktiv und stießen auf reißende Nachfrage. Ende April 2022 handelten sie ausnahmslos teils deutlich unter dem Ausgabepreis von 100. Am schlimmsten hat es die im Januar 2021 begebene Anleihe mit einem Kupon von 0,95 Prozent erwischt. Deren Preis steht gut ein Jahr nach Emission bei 60. Auch sogenannte mündelsichere Anleihen können also sehr riskant sein.

Diese Beispiele zeigen recht anschaulich, dass ähnlich wie bei Aktien (wenn auch nicht ganz so ausgeprägt) Anleger auch bei Anleihen nun temporär mit stattlichen Wertschwankungen rechnen müssen. Das bedeutet aber nicht, dass Anleihen ihre Funktion in einem gestreuten Portfolio

verlieren. Gerade im aktuellen Umfeld zählt es aber umso mehr, auf Qualität und ein klares Weltbild zu setzen. Es geht darum, Risiken und Erfolgspotenziale seriös abzuwägen, auch wenn dies im Einzelfall und vorübergehend die Wertentwicklung belasten kann.

Risiken können vor allem dann entstehen, wenn man seine einzelnen Anlagen nicht genau kennt. Wenn man statisch investiert, die Anleihen mit Blick auf die Kupons einfach liegen lässt. Oder auf der Jagd nach Rendite das Risiko-Ertrags-Verhältnis aus den Augen verliert, um mit vermeintlichen Alternativen wie immer länger laufenden Anleihen, Emittenten zweifelhafter Bonität oder teils komplexen und wenig transparenten „Ersatzprodukten“ noch ein wenig Rendite „rauszuquetschen“. Das kann eine Zeit lang gut gehen – muss aber nicht, und das böse Erwachen kann und sollte man besser von vornherein vermeiden.

Als Lösung des Dilemmas – und das ist nicht neu – ist vor allem ein Höchstmaß an Aktivität gefragt. So konnten Anleger mit den drei zuvor beschriebenen Papieren zwischenzeitlich sogar deutliche Kursgewinne verzeichnen, wenn sie rechtzeitig ausgestiegen sind (in einem Fall gab es sogar eine Kursverdopplung innerhalb von nur zwölf Monaten). Für opportunistische Anleger, die die Risiken und Chancen solcher Papiere kennen und die Zinsentwicklung seriös abschätzen können, bieten sich durchaus noch Möglichkeiten, Geld zu verdienen.

Auch wenn noch nicht die Zeit
für grenzenlosen Optimismus gekommen ist,
**so bietet jeder Crash
auch Chancen.**

Und wenn man einerseits geduldig bleibt
und andererseits flexibel genug ist,
dann bekommt man am Ende oft mehr
für sein Geld.

CHANCEN FÜR AKTIVE ANLEGER

Ähnliches gilt für Unternehmensanleihen, deren Qualität vom Markt mitunter anders eingeschätzt und damit bepreist wird, als man nach eigener Analyse selbst ermittelt. Oder für Fremdwährungsanleihen, mit denen sich neben höheren Zinsen auch Währungsgewinne erzielen lassen. Auch inflationsgeschützte Anleihen können interessant sein, wenn – stark vereinfacht – beispielsweise die eigene Inflationserwartung höher ist als die in den Papieren eingepreiste.

Anleihen bieten weiterhin viele Ertragsbausteine, mögliche Erträge lassen sich zudem leichter kalkulieren als bei anderen Anlageklassen. Vielleicht noch wichtiger: Die Renditen sind (wie geschildert) in den letzten Monaten schon massiv gestiegen. Mit Blick auf die Zukunft steigt so natürlich das Ertragspotenzial für Anleger. Das bietet einerseits wieder einen Puffer für etwaige weitere Renditeanstiege, die vor allem aufgrund des weiterhin unsicheren Inflations- und Wirtschaftsumfeldes nicht ausgeschlossen sind. Zudem wurde der Kurswechsel der Notenbanken bereits massiv eingepreist, obwohl dieser gerade erst begonnen hat. Es steckt also schon sehr viel Zinserwartung in den aktuellen Kursen, so dass die nunmehr wohl tatsächlich folgenden Zinsanhebungen am Ende gar keinen negativen Einfluss mehr auf die Anleihemärkte nehmen müssen.

Auch wenn noch nicht die Zeit für grenzenlosen Optimismus gekommen ist und wir aktuell nach wie vor eher zurückhaltend auf den Anleihemärkten agieren, da unseres Erachtens vor allem bei Unternehmensanleihen mit Redaktionsschluss noch nicht alle Risiken adäquat bepreist werden, so bietet jeder Crash auch Chancen. Und wenn man einerseits geduldig bleibt und andererseits flexibel genug ist, um sich bietende Opportunitäten aktiv zu nutzen, dann bekommt man am Ende oft mehr für sein Geld. Zumindest wenn man gut abwägen kann, welcher Preis mit Blick auf die Chancen und Risiken einer Anlage angemessen ist.

Wer sich bewusst für eine Anlage in Anleihen entscheidet – und dafür gibt es aus Anlegersicht eben weiterhin viele gute Gründe – muss in der heutigen Zeit mit Schwankungen rechnen und leben. Der strapazierte Begriff „neue Normalität“ bedeutet leider, dass die ehemals stabile Anlageklasse der Anleihen, welche insgesamt selten bis nie über einen spürbaren Zeitraum Verluste brachte (und bringen durfte), heute auch einmal temporär Sorgen bereiten kann. Mit Augenmaß und aktiv gemanagt, werden Anleihen langfristig aber weiterhin ihre Aufgaben in einem gut diversifizierten Portfolio erfüllen können. ♦

*Sven Langenhan ist Portfolio Director
bei der Flossbach von Storch AG in Köln.*

„Trügerische Sicherheit“



In Krisenzeiten möchten viele Anleger und Anlegerinnen ihren Aktienbestand absichern. Dabei können aber neue Risiken entstehen, erklärt Thomas Lehr.



Herr Lehr, in den vergangenen Wochen gab es Verluste an den Börsen.

Lohnt es sich jetzt, den Aktienbestand abzusichern?

Das ist tatsächlich momentan eine der Fragen, die uns oft gestellt werden. Wir verfolgen eine Anlagestrategie, die stark auf Sachwerte ausgerichtet ist und da ist es nachvollziehbar, dass bei Kursrückgängen der Ruf nach Absicherung lauter wird. Aber ganz so einfach ist es nicht.

Erklären Sie uns das bitte etwas genauer.

Unser starker Fokus auf Aktien hat ja einen Grund. Dieser liegt in der sich immer weiter vom Zins entfernenden Inflation. Nur mit nominalen Anlagen, ganz gleich ob Cash oder Anleihen, wird langfristig kaum jemand mehr in der Lage sein, die Kaufkraft seines Vermögens zu erhalten. Die jüngsten Entwicklungen ändern daran nichts – im Gegenteil steht zu befürchten, dass sich die Inflation temporär noch einmal weiter vom Zins entfernt. Wer jetzt sein Portfolio taktisch gegen die Kursschwankungen eben jener Aktien schützt, die langfristig Teil der Lösung sind, geht ein anderes, möglicherweise sehr viel substanzielleres Risiko ein.

Aber tatenlos zuschauen kann ja auch keine Lösung sein?

Tatenlos zuschauen wäre keine gute Idee, das stimmt. Die Frage ist aber immer, wie „Aktivität“ übersetzt wird. Der Reflex, bei starken Kursschwankungen zu reagieren, liegt in der Natur der meisten Anleger und ist gerade bei institutionellen Anlegern stark ausgeprägt. Nicht selten steht die Frage: „Für was bezahle ich Sie eigentlich?“ unüberhörbar im Raum – selbst dann, wenn sie nicht ausgesprochen wurde. Das viel zitierte Risikomanagement beginnt aber vor der Investition und darf sich nicht auf hektisches Reagieren beschränken, wenn sich Risiken materialisieren, die man zuvor nicht bedacht oder für unwahrscheinlich erachtet hat.

Es heißt immer „Aktivität ist kein Selbstzweck“. Das gilt somit auch für die Absicherung?

Zumindest müssen Anleger und Anlegerinnen klar definieren, gegen was genau sie sich absichern wollen. Sind es lediglich Kursschwankungen, die ich eliminieren möchte, weil sie mich nervös machen? Dann war meine Anlagestrategie vielleicht von vornherein etwas zu mutig. Oder ist eine Situation eingetreten, in der sich die Chancen und Risiken eines Investments oder großer Teile des Portfolios zu meinen Ungunsten verschieben? Dann muss ich natürlich reagieren. Und zwar möglichst konsequent.

Wie können sich denn Anleger und Anlegerinnen, die einen hohen Aktienanteil im Portfolio haben, vor Kursschwankungen schützen?

Kursschwankungen sind in einer Welt ohne Zins in Zeiten hoher Inflation der Preis, der zu zahlen ist, wenn die Kaufkraft eines Vermögens langfristig mindestens erhalten werden soll. Abgesehen davon möchte ich vor einem beliebigen Denkfehler warnen: Aktien sind eben nicht gleich Aktien! Von der Aktienquote lässt sich nicht pauschal ein Absicherungsbedarf, geschweige denn dessen Umfang, ableiten. Die Frage ist also nicht: „Wie hoch ist die Aktienquote?“, sondern: „In welchen Unternehmen bin ich investiert?“. Anleger und Anlegerinnen können bereits mit 20 Prozent Aktienquote einen großen Schaden anrichten, umgekehrt aber mit 80 Prozent ein vergleichsweise stabiles Portfolio zusammenstellen ...

„Nur mit nominalen Anlagen, ganz gleich ob Cash oder Anleihen, wird langfristig kaum jemand mehr in der Lage sein, die Kaufkraft seines Vermögens zu erhalten.“

... in dem man den Anteil europäischer Unternehmen klein hält?

Auch das wäre mir zu pauschal und hat wieder etwas mit „Quote“ zu tun. Aber klar ist auch: Der US-Aktienmarkt ist nicht nur sehr groß, sondern hat im Vergleich zum europäischen Aktienmarkt eine deutlich geringere zyklische Komponente. Das macht ihn defensiver. Hinzu kommt, dass die Wachstumsraten im Aggregat in den USA nicht nur stabiler, sondern auch höher sind. Das gilt explizit auch für die vergangenen 20 Jahre, in denen Europa allgemein und Deutschland ganz speziell von der Globalisierung profitiert haben. Dadurch haben allerdings auch die Abhängigkeiten in den zurückliegenden Jahrzehnten deutlich zugenommen. Und zwar nicht nur beim Gewinn, sondern auch in puncto Lieferketten. Wenn diese Abhängigkeiten nun hinterfragt werden, liegt es auf der Hand, dass das Auswirkungen auf die Bewertungen haben muss. Das sollte aber keine Erkenntnis sein, die einem erst in den vergangenen Wochen gekommen ist.

Inwiefern kann ein hoher US-Dollar-Anteil im Portfolio eine Absicherung sein?

Das ist ein sehr wichtiger Punkt! Vor allem in Deutschland wird immer noch überwiegend vom „Fremdwährungsrisiko“ gesprochen. Die oben beschriebene Ausgangslage, die größere Befreiheit der US-Notenbank und die Tatsache, dass der US-Dollar in Krisenphasen als Währung bevorzugt wird, kann ein europäisches Portfolio mit einem hohen Anteil an US-Dollar beinahe automatisch stabiler machen. Nicht nur über die Aktienkomponente, sondern auch über die Währung. Das gilt aber natürlich auch für den Fall einer Erholung. Die Stabilität von gestern wird morgen dann schnell als Bremse empfunden, was wieder einmal zeigt, dass eine Absicherung nicht nur in eine Richtung wirkt.

Noch einmal zurück zu den Absicherungen der Aktien.

Welche Möglichkeiten gäbe es für den, der taktisch agieren möchte?

Die Frage nach dem „Wie“ ist nicht trivial. „Optionen“ sind teuer und bergen das Risiko, dass man Geld selbst dann verliert, wenn nichts oder zu wenig passiert. Bei einem Future muss die Frage nach dem „Underlying“ beantwortet werden, also welcher Aktienmarkt als Basiswert dienen soll. Bei einem Portfolio, das sehr viele deutsche Aktien beinhaltet, würde man wohl einen Dax-Future wählen. Ein internationales Aktienportfolio dagegen bekäme durch eine nennenswerte Short-Position im Dax schnell Schlagseite in die andere Richtung. Ich habe in den vielen Jahren genügend Anleger kennengelernt, die ihr Portfolio wie im Rausch gegen den Weltuntergang abgesichert haben und zu spät feststellten, dass eine Welt, die sich weiterdrehte, dann für ihr Portfolio zum größten Risiko wurde.

Das gilt dann auch für die einfachste Form der Absicherung – den Verkauf?

Ja, natürlich. Gerade in einer Welt mit negativen Realrenditen. Gilt das Motto: „Taktik frisst Strategie“, landen Anleger im Cash. Kurzfristig haben sie dann scheinbar keine Sorgen mehr – zumindest solange der Markt fällt. Aber sie müssen eben zwei Mal richtig liegen. Nicht nur der Ausstieg muss gelingen. Irgendwann müssen sie wieder rein ins vermeintliche Risiko. Oder der Nominalwert der Kasse schmilzt fortan wie das viel zitierte Eis in der Sonne.

Herr Lehr, vielen Dank für das Gespräch.

Thomas Lehr
ist Kapitalmarktstrategie
bei der Flossbach von Storch AG
in Köln.



von Christof Schürmann

Passives Anlegen ist „in“ – und die Exchange-Traded-Funds-Industrie wächst rasant. Dabei erfüllt sie längst nicht mehr die ursprüngliche Mission ihres Erfinders.

SCHRUMPFENDE **HEUHAUFEN**

Nicht jeder Revolutionär ist auch bekannt. Außerhalb der Finanzwelt dürfte etwa John Bogle kaum jemandem geläufig sein. Was der 1929 geborene Ökonom aber gemeinsam hat mit vielen deutlich populäreren Revolutionären: das Scheitern vor dem Durchbruch seiner Ideen.

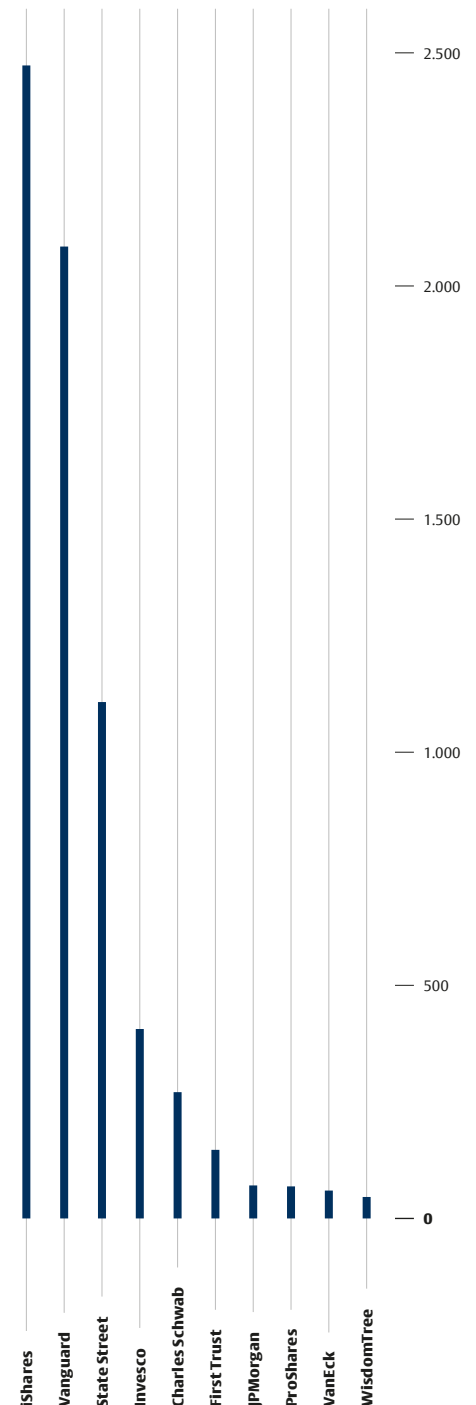
Im Alter von 37 Jahren kündigte ihm sein damaliger Arbeitgeber Wellington Management nach einem Fehlinvestment. Ob das für Bogle erst recht Ansporn war, eine große Idee zu entwickeln, ist nicht sicher. Jedenfalls gründete er 1975 die Vanguard-Gruppe. Ein Jahr später bot er ein Produkt an, das die Finanzwelt revolutionieren sollte: Einen Indexfonds (Exchange Traded Fund /ETF) auf Aktien. Mit dem Vanguard 500 Index Fund verkaufte er Investoren erstmals ein Portfolio auf Aktien, das die Papiere nicht „aktiv“ selektiert, sondern „passiv“ einen ganzen Markt abbildet – und das, wegen der breiten Streuung, die Unternehmenslandschaft in einem Anlegerportfolio gut widerspiegeln und so ausgewogene Börsenchancen eröffnen sollte. Statt die Nadel im Heuhaufen zu suchen, nahm Bogle gleich den ganzen Heuhaufen ins Visier.

Bis das Konzept jedoch Beachtung in der Finanzwelt fand, ging Zeit ins Land. Indexfonds fristeten zunächst ein Nischendasein. 1990 startete dann der erste Exchange Traded Fund (ETF) an der Börse. Noch 2005 verwalteten die Anbieter weltweit lediglich 417 Milliarden Dollar in 453 Produkten. Heute sind ETFs als Anlageprodukt jedoch kaum mehr wegzudenken. Ihr Aufstieg hat auch während der Pandemie angehalten. Aus Bogle Idee speist sich heute eine Industrie, mit einem verwalteten Vermögen von zuletzt mehr als zehn Billionen Dollar.

„Indexinvesting“ ist hoch skalierbar und eröffnet den Fondsanbietern enorme „economies of scale“. Dies fördert die Konzentration in der Branche. Zwei Drittel des verwalteten Kapitals entfallen auf nur zehn Anbieter. Pionier Vanguard ist noch vorne mit dabei, ist aber inzwischen von iShares, einer Tochter des US-Vermögensverwalters Blackrock, überflügelt worden. Zusammen mit der New Yorker State Street verwalten die Top 3 mehr als die Hälfte aller ETF-Gelder (vgl. Grafik 1).

Sogwirkung bei den Aktien-ETFs entfalten vor allem die US-Indizes. Drei der vier weltgrößten ETFs referieren auf den breiten US-Aktienindex S&P 500 und versammeln 1,04 Billionen Dollar an verwaltetem Vermögen – rund zehn Prozent des gesamten ETF-Vermögens. Auch die Nummer drei und Nummer fünf nach Vermögen sind US-Aktienprodukte. Der Vanguard US Total Stock Market ETF verwaltet gut 292 Milliarden Dollar, der Invesco QQQ Trust Series 1, der als Referenz den US-Technologieindex Nasdaq-100 hat, gut 204 Milliarden Dollar. Mehr als jeden siebten in ETFs investierten Dollar weltweit bunkern die Anbieter in diesen fünf Produkten.

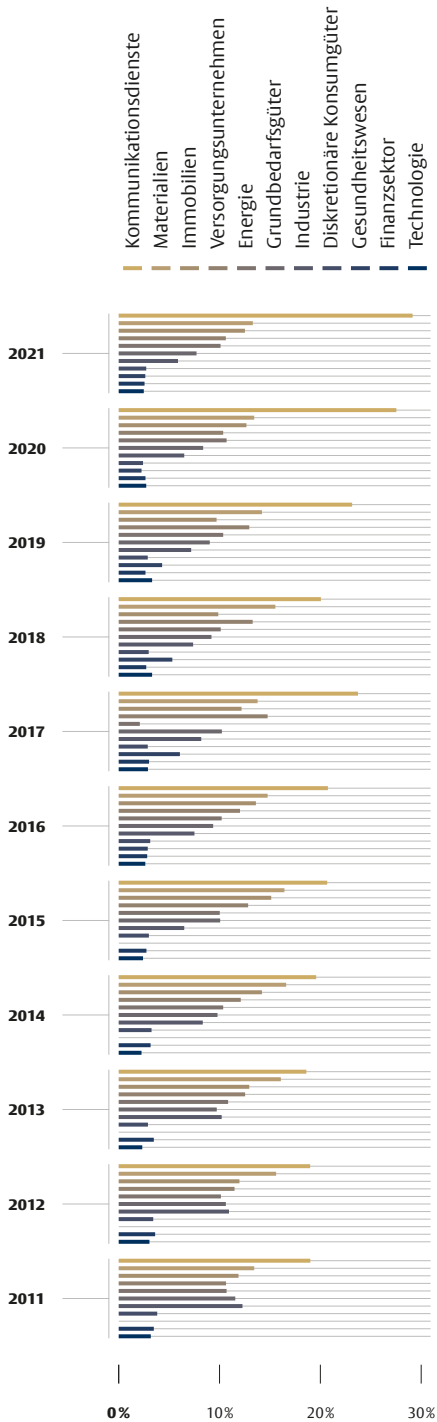
Grafik 1
Die zehn größten ETF-Anbieter
Verwaltetes Vermögen in Milliarden US-Dollar



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 2. Mai 2022



Grafik 2
Subindizes des S&P 500
 Sektoren Gewichtung in Prozent, jeweils per Jahresende



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per Januar 2022

Abseits dieser Dickschiffe stoßen Anleger inzwischen auf ein „Meer“ an ETFs. Starke Vermarktung hat dazu geführt, dass die Anzahl an ETFs inzwischen die Marke von 11.000 Produkten – 24-mal mehr als vor 17 Jahren – überschreitet. Allein 2021 betrug der Nettozuwachs bei der Produktanzahl 12,6 Prozent. Nicht ganz so stark wachsen die Zuflüsse – Anleger verteilen ihr Geld also auf mehr Produkte. Über die vergangenen drei Jahre flossen ETFs über allen Anlageklassen 2,55 Billionen Dollar zu, was einem Zuwachs von 33,9 Prozent oder durchschnittlich 10,2 Prozent pro Jahr entspricht. Aktien-ETFs dominieren den Bestand mit annähernd acht Billionen Dollar bei weitem.

Entgegen der ursprünglichen Absicht erreichen Anleger in vermeintlich breit diversifizierte Indexfonds aber nicht mehr die eigentlich beabsichtigte breite Streuung ihrer Investments. Vielmehr bilden die populärsten Fonds inzwischen ein auf Technologiewerte konzentriertes Portfolio ab. So beträgt der Anteil dieser Werte in S&P-500-ETFs – nachdem ihr Anteil in den vergangenen zehn Jahren um rund die Hälfte zugenommen hat – knapp 30 Prozent (vgl. Grafik 2).

Auch in dem angeblich das globale Anlageuniversum umfassenden MSCI World lag der Anteil an Technologiewerten per Ende 2021 bei annähernd 28 Prozent.

Wer noch tiefer eintaucht in die den ETFs zugrunde liegenden Indizes, der findet noch erstaunlichere Konzentrationen. So dominieren sieben Unternehmen die Indexwelt: Apple, Microsoft, Amazon, Tesla, Alphabet – Class A und Class C –, Meta und Nvidia. Im gesamten S&P 500 mit seinen zuletzt 505 Aktien machen diese „glorreichen Sieben“ gut 26 Prozent des nach Marktkapitalisierung größten US-Aktienindex aus. Im vermeintlich gegenüber dem S&P 500 noch einmal breiteren US Total Stock Market ist ihre Konzentration mit 22,2 Prozent nur unwesentlich geringer. Im Nasdaq-100 und sich darauf beziehenden ETFs lag ihr Gewicht zuletzt bei sogar fast 49 Prozent.

Aufmerksame Beobachter könnten nun kritisch anmerken, dass die genannten Top-Fünf-Schwergewichte unter allen ETF-Produkten auf US-Indizes referieren. Das stimmt. Doch ein Blick auf wesentlich breitere Indizes verwässert diese Konzentration kaum. So bildet der Indexanbieter MSCI mit seinem Weltindex auf 23 Börsen der entwickelten Länder mit insgesamt 1.546 Aktien 85 Prozent der Weltmarktkapitalisierung ab. Der per Ende 2021 gut 62 Billionen Dollar an Marktkapitalisierung schwere Index beinhaltet trotz seiner vermeintlichen Breite 69 Prozent an US-Aktien. Die „glorreichen Sieben“ wiederum haben auch den MSCI World längst eingenommen, mit einem Gewicht von zuletzt 17,6 Prozent.

Obwohl sie der Idee des „passiven Investierens“ schon im Grundsatz widersprechen, bleiben auch sogenannte Smart-Beta-ETFs im Aufwind. Mit gut 1,6 Billionen Dollar repräsentieren diese Fonds inzwischen rund 16 Prozent des gesamten ETF-Marktes (vgl. Grafik 3).

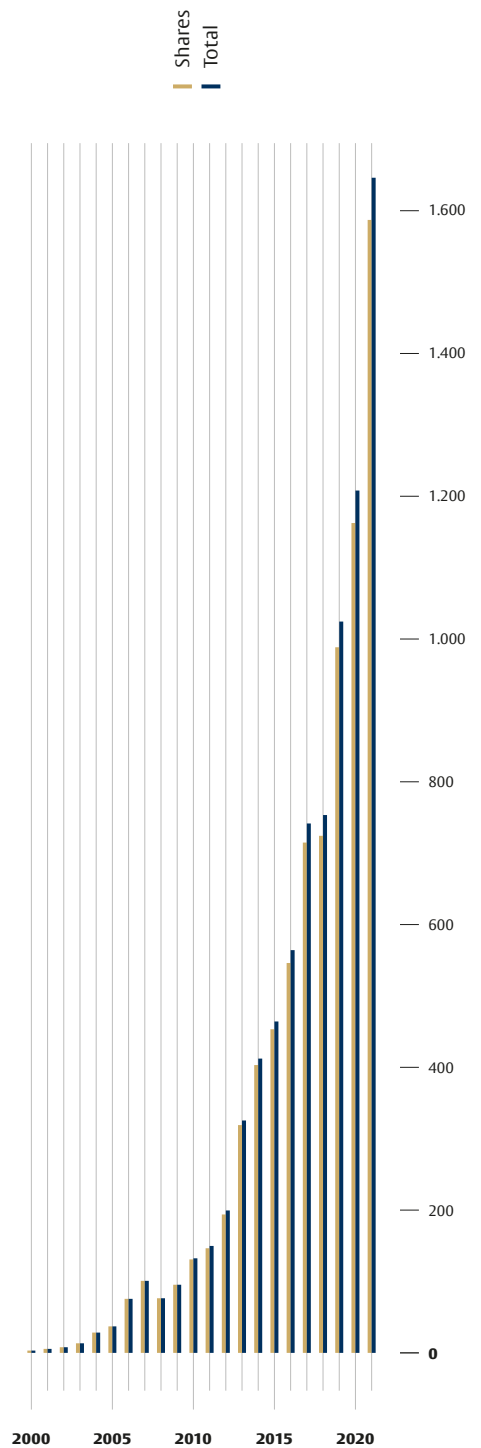
Smart-Beta-ETFs konterkarieren die Ursprungsidee von Bogle: Sie selektieren ihre Titel nach fundamentalen Faktoren wie der Volatilität von Aktienpreisen oder den Dividendenzahlungen der Unternehmen aus der Grundgesamtheit eines Markts. Das Ergebnis kann am Beispiel des rund 80 Milliarden Dollar verwaltenden Vanguard Growth ETF, des zweitgrößten ETF im Smart-Beta-Universum, besichtigt werden. Statt „nur“ 17,6 Prozent wie im MSCI World haben die „glorreichen Sieben“ hier ein Gewicht von 45,4 Prozent im Portfolio.

Auch mit dem Label Klimaschutz, gute Unternehmensführung und soziale Produktion – zusammengefasst unter dem Kürzel ESG –, wird die Diversifikation des Portfolios nicht wirklich besser. Mit 23 Prozent liegt beispielsweise der Anteil der „glorreichen Sieben“ im nach verwaltetem Vermögen größten ESG-ETF, dem 23,5 Milliarden Dollar schweren iShares ESG Aware MSCI USA ETF, lediglich rund drei Prozentpunkte niedriger als in einem klassischen S&P-500-ETF – oder knapp einen Prozentpunkt oberhalb des insgesamt drittgrößten ETFs (US Total Stock Market ETF). Der „nachhaltige“ ETF ist also nur eine kleine Variation auf seinen größeren Bruder, der ohne Klima- und Sozialkriterien auskommt.

„Sei niemals ganz drin, aber auch niemals ganz draußen aus dem Markt“ – diesen Ratschlag gab John Bogle 89-jährig in einem seiner letzten Interviews im September 2018. Jeder Anleger sollte sich gemäß seiner Wohlfühlquote in Aktien engagieren, und davon auch bei starken Kursschwankungen nicht ablassen. Seine ursprüngliche Idee mit einem Exchange Traded Fund in ein breites Universum und damit möglicherweise weniger volatil oder riskant zu investieren, lässt sich jedoch kaum noch umsetzen. Das Universum an ETFs wird von einer schier unüberschaubaren Zahl an auf besondere Themen oder Gebiete konzentrierten Produkten dominiert. Und wer einfach den „ganzen Aktienmarkt“ kaufen will, geht oft in die Irre. Denn auch in den angeblich den globalen Markt abbildenden Aktien-ETFs haben inzwischen wenige Einzeltitel ein hohes Gewicht. Wer also heute „passiv“ investiert, kauft ein paar große Nadeln in einem ziemlich kleinen Heuhaufen. ◆

Christof Schürmann ist Senior Research Analyst
beim Flossbach von Storch Research Institute.

Grafik 3
Smart-Beta-ETFs
Verwaltetes Vermögen in Milliarden US-Dollar



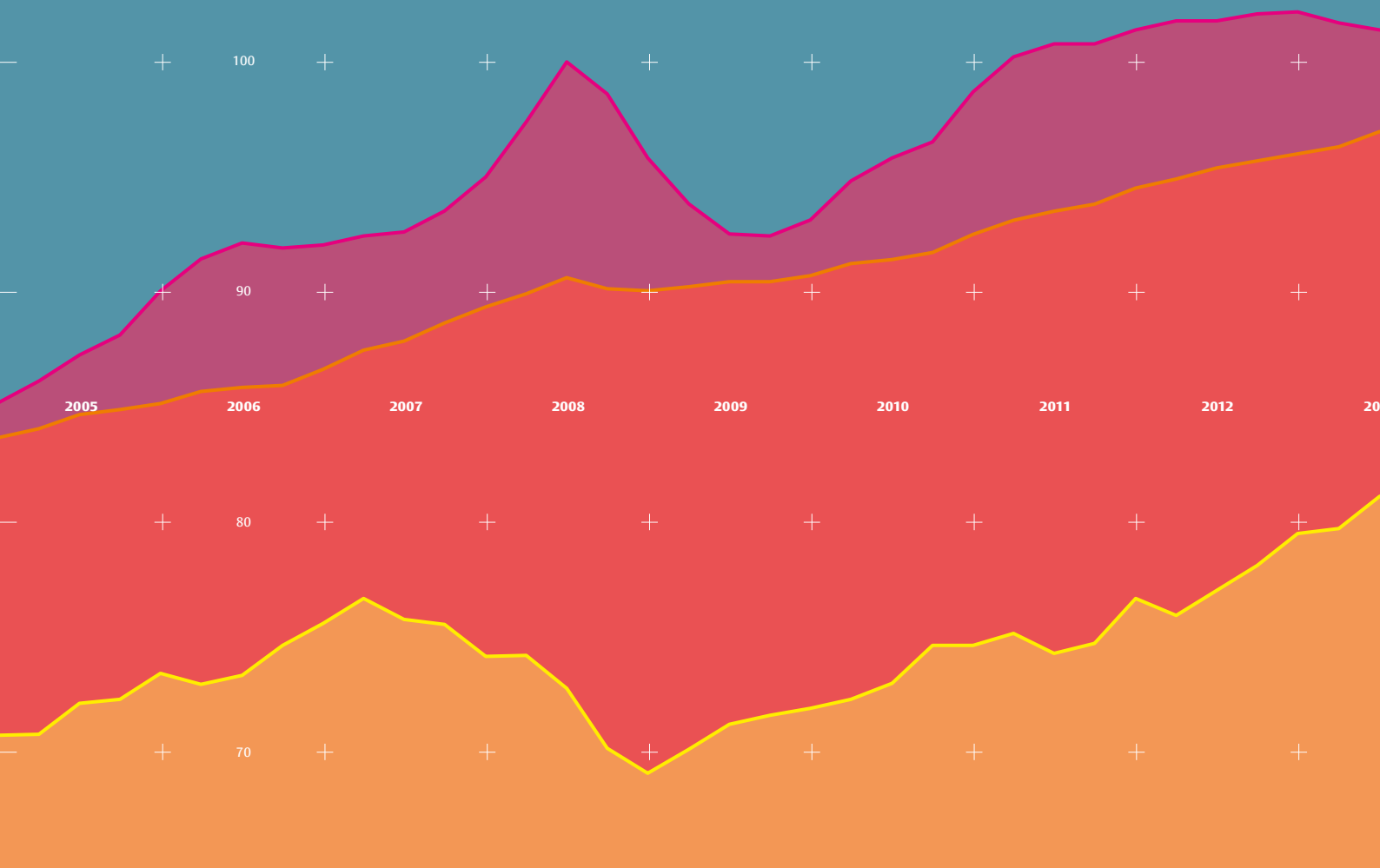
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per Januar 2022

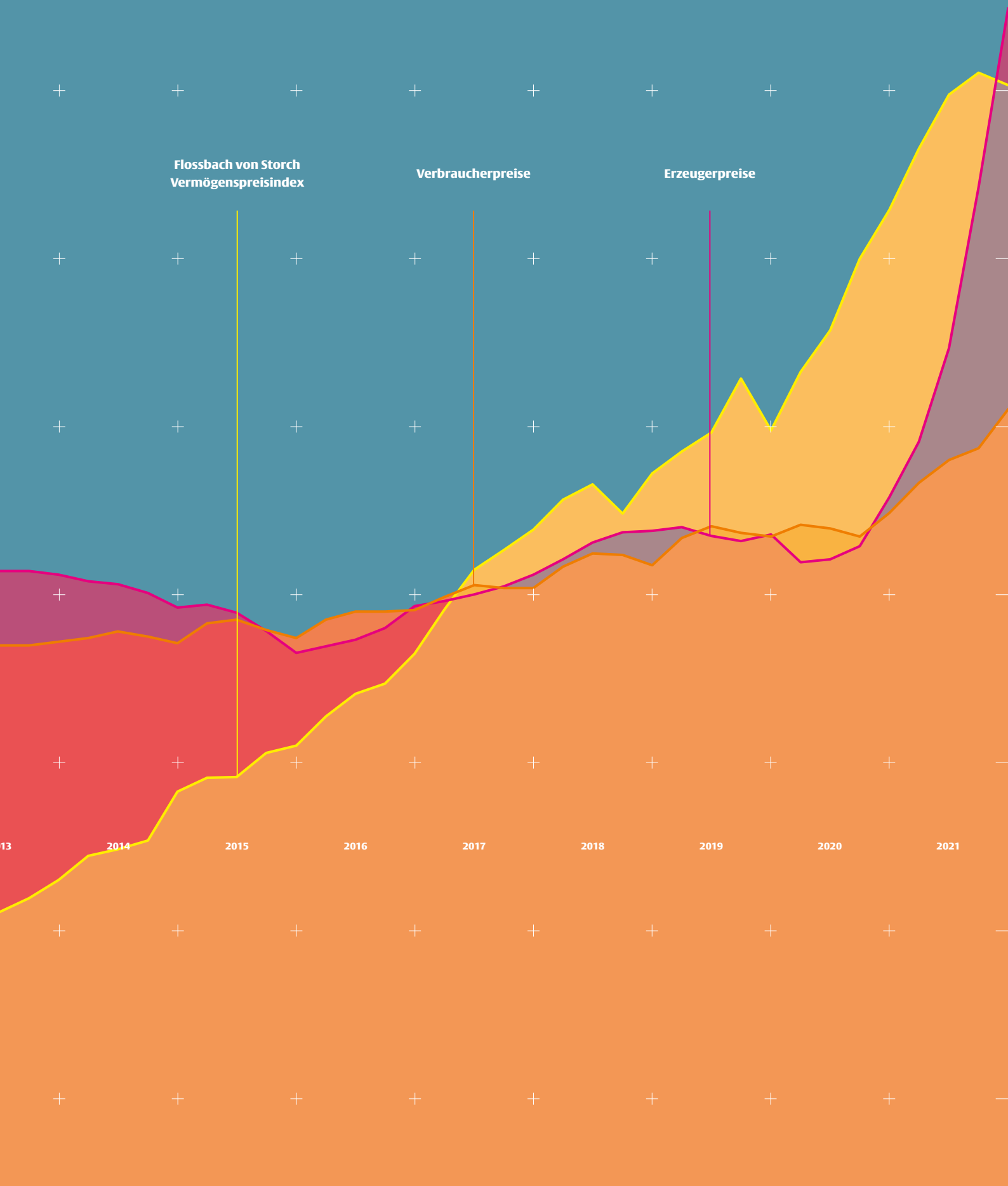
TRENDWENDE IN SICHT

Seit vielen Jahren zeigte sich immer das gleiche Bild: Während sich die Kosten für die Dinge des täglichen Bedarfs kaum veränderten, stiegen die Preise für Vermögenswerte rasant (siehe Grafik). Der Vermögenspreisindex des Flossbach von Storch Research Institute stieg in den Jahren von 2010 bis 2020 um 57 Prozent, während die Verbraucherpreise nur um 14 Prozent und die Erzeugerpreise um 10 Prozent zulegen konnten. Vor allem Vermögende profitierten von dieser Entwicklung, die von einer expansiven Geldpolitik der Notenbank begünstigt wurde. Der Wert von Immobilien und Unternehmensbeteiligungen stiegen deutlich an.

Seit dem Jahr 2021 scheint dieser Trend aber gebrochen zu sein. Die Vermögenspreise stiegen „nur“ noch um 8,6 Prozent, während die Verbraucherpreise in den fünf Quartalen um 7,2 Prozent anzogen. Die Erzeugerpreise zogen um rekordverdächtige 30,9 Prozent an. Neben den ökonomischen Folgen der Bekämpfung der Corona-Pandemie sorgen geopolitische Verwerfungen wie etwa der Einmarsch der russischen Armee in die Ukraine für eine Trendwende, die wohl noch länger Bestand haben könnte.

Der neue Ost-West-Konflikt, rigide Corona-Lockdowns in China, explodierende Energiepreise und die Herausforderungen des Klimawandels sorgen für einen „stagflagtorischen“ Schock in vielen Volkswirtschaften, der sich in niedrigeren Wachstumsraten und steigenden Preisen widerspiegelt.





von Julian Marx



DER SUP€RSTAAT

Der Ukrainekrieg zeigt der Weltgemeinschaft auf erschütternde Weise die Bedeutung eines friedlichen Europas. Die Europäische Union kehrt angesichts dieser Entwicklung zu ihren Wurzeln zurück. Als Friedensprojekt gestartet, das über gemeinsames Handeln gleichlaufende Interessen und Solidarität schafft, hat die Frage nach der europäischen Sicherheit dieser Tage eine Renaissance erfahren. Anlass genug für einen Blick auf die Anfänge, die Gegenwart sowie die Aussichten eines vereinten Europas.

Geburtsstunde der EU:

Die politische Zusammenarbeit in Europa wird neu gedacht. Robert Schuman stellt den Plan zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS) vor. Heutzutage wird der 9. Mai als „Europatag“ gefeiert.

Der Vertrag über die Gründung der EGKS wird unterzeichnet. Damit entsteht eine wechselseitige Abhängigkeit der Kohle- und Stahlindustrie in den sechs Gründungsländern. Kein Land soll fortan ohne das Wissen der anderen seine Streitkräfte mobilisieren können.

Unterzeichnung der Römischen Verträge:

Die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) und die Europäische Atomgemeinschaft (Euratom) werden gegründet und dehnen die Zusammenarbeit der EGKS-Gründungsländer auf weitere Wirtschaftsbereiche aus.

In Straßburg findet das **erste Treffen der Europäischen Parlamentarischen Versammlung** statt. Die Vorläuferin des heutigen Europäischen Parlaments ersetzt die Gemeinsame Versammlung der EGKS.

9. Mai 1950**18. April 1951****25. März 1957****19. März 1958**

1950

1951

1952

1953

1954

1955

1956

1957

1958

1959

Bombennächte, Trümmerlandschaften, unfassbares Leid. Die Bilder aus der Ukraine erinnern vor allem viele ältere Mitbürger und Mitbürgerinnen an den Zweiten Weltkrieg; eine der größten Tragödien der Geschichte. Schätzungsweise 60 bis 70 Millionen Menschen verloren damals ihr Leben.

Ein stabiles, friedliches Europa war danach alles andere als selbstverständlich. Seit dem 19. Jahrhundert hatten Siegermächte bei Friedensverhandlungen den Besiegten immer wieder harte Entschädigungen abverlangt und damit oft die Saat für neue Feindseligkeiten gelegt. So wurde Frankreich nach dem Krieg von 1870 zu hohen Kriegsentschädigungen verpflichtet. Nach dem Ersten Weltkrieg folgten dann für das Deutsche Reich erdrückende Reparationen.

Dass Sieger und Besiegte nach 1945 ein gemeinsames Europa aufbauten, ist historisch gesehen ein Novum. Dieser Erfolg ist eng mit dem Namen Robert Schuman verknüpft. Seine Rede vom 9. Mai 1950 gilt als die Geburtsstunde der Europäischen Union (EU). Darin schlug der damalige französische Außenminister vor, die deutsch-französische Kohle- und Stahlproduktion einer gemeinsamen Verwaltung zu unterstellen. Auf diese Weise sollte ein weiterer Krieg zwischen Deutschland und Frankreich „nicht nur undenkbar, sondern materiell unmöglich“ gemacht werden. Die Zusammenarbeit könne zudem weitere gemeinsame Interessen schaffen und eine schrittweise politische Integration herbeiführen.

Sein Vorschlag stieß nicht nur beim damaligen deutschen Bundeskanzler Konrad Adenauer auf Gegenliebe. Am 18. April 1951 unterzeichneten Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Luxemburg und die Niederlande den Pariser Vertrag; Europas erste supranationale Gemeinschaft, die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS), war geboren.

EUROPA OHNE GRENZEN

Der Erfolg der EGKS bildete in den Folgejahren zunächst den Grundstein für eine weitere Verzahnung der sechs Gründungsländer. Im Jahr 1957 beschlossen sie in den „Römischen Verträgen“ die Gründungen der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) und der Europäischen Atomgemeinschaft (Euratom). Die Euratom stellte auf die gegenseitige Kontrolle der Kernenergie ab. Das Ziel der EWG war die Beseitigung von Handels- und Zollhemmnissen zwischen den Mitgliedsstaaten, die Errichtung eines gemeinsamen Markts sowie ein gemeinsames Vorgehen in den Bereichen Außenhandel, Landwirtschaft und Verkehr.

1958 folgte das erste Treffen der Europäischen Parlamentarischen Versammlung, der Vorläuferin des Europäischen Parlaments. Erster Präsident wurde Schuman, dem es den Namen „Vater Europas“ verlieh. →

Gründung der **Europäischen Freihandelsassoziation (Efta)**: Ziele sind **Förderung des Freihandels** und wirtschaftliche Integration von westeuropäischen Ländern, die nicht der EWG angehören. Dazu zählen: Dänemark, Norwegen, Österreich, Portugal, Schweden, die Schweiz und das Vereinigte Königreich.

3. Mai 1960

Einführung einer **gemeinsamen Agrarpolitik (GAP)**: Die EWG-Länder verständigen sich auf eine gemeinsame Kontrolle der Nahrungsmittelerzeugung.

30. Juli 1962

Der Fusionsvertrag von EGKS, Euratom und der EWG zu den **Europäischen Gemeinschaften (EG)** tritt in Kraft: Die **Europäische Kommission** und der **Rat** (der Minister der Mitgliedsländer) entstehen. Der **Europarat** (turnusgemäß Treffen der Regierungschefs) kommt offiziell 1974 hinzu.

1. Juli 1967

Zollunion steht: EWG-Mitglieder erheben keine Zölle mehr innerhalb der Gemeinschaft und vereinheitlichen Zölle für Einfuhren aus Drittländern.

1. Juli 1968

1960 1961 1962 1963 1964 1965 1966 1967 1968 1969

Heute hat die Europäische Union (EU) 27 Mitgliedsländer mit insgesamt 447 Millionen Menschen. Ein riesiger Binnenmarkt mit freiem Waren-, Dienstleistungs-, Personen- und Kapitalverkehr ist entstanden. Etwa 60 Prozent ihres internationalen Warenhandels wickeln die Mitgliedstaaten untereinander ab.

KRISENGESCHÜTTELTE EU

Über viele Jahre war die EU vor allem eine Erfolgsgeschichte. Doch die vergangene Dekade war von Krisen geprägt. Zunächst schwappte die globale Finanzkrise, die 2007 in den USA ihren Ursprung nahm, auf europäische Finanzinstitute über. Manche mussten gestützt werden, was Staatshaushalte unter Druck brachte. Mit der griechischen Staatsschuldenkrise im Herbst 2010 begann dann die Eurokrise und es wurde offensichtlich: Die Entwicklung in den Mitgliedsstaaten bezüglich Wirtschaftsdynamik, Wettbewerbsfähigkeit und Staatsverschuldung war sehr unterschiedlich und in der Krise trafen diese Interessen dann hart aufeinander.

Die Konflikte schienen die Gemeinschaft sogar zeitweise zu spalten. Ein Tiefpunkt der Europäischen Integration war, dass eine Mehrheit der britischen Bevölkerung 2016 für den Austritt aus der EU stimmte. Obwohl sich die Stimmung in vielen Ländern inzwischen wieder zugunsten der EU verbessert hat, lohnt ein Blick auf wichtige Baustellen, die in diesem Krisen-Jahrzehnt offenbar wurden.

— Schwachstelle I — GEFAHREN EINER GEMEINSAMEN GELDPOLITIK

19 der 27 EU-Länder gehören der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) an. Sind doch die Vorteile einer gemeinsamen Währung vielfältig. Sie erleichtert Unternehmen den grenzüberschreitenden Handel und ermöglicht ein reibungsloseres Funktionieren der Wirtschaft. Auch die Währungsstabilität dürfte zumindest aus Sicht schwächerer Volkswirtschaften eine höhere sein. Verbraucher können leichter auf die Warenvielfalt im Euro-Ausland zugreifen und Auslandsreisen im Währungsgebiet werden bequemer.

Doch eine gemeinsame Währung birgt für Länder, die wirtschaftlich (noch) nicht stark genug sind, auch Gefahren. Das zeigt das Beispiel Griechenland, das 2001 der Eurozone beitrat. Zunächst profitierte die Volkswirtschaft im Zuge der deutlich

Die Europäischen Gemeinschaften (EG) wachen von **sechs auf neun Mitgliedstaaten** mit nun 256 Millionen Bürgern. **Dänemark, Irland** und das **Vereinigte Königreich** treten bei.

1. Januar 1973

Europäisches Währungssystem (EWS):

Die Währungseinheit Ecu wird eingeführt. Sie ergibt sich aus einem Korb europäischer Währungen. Die Währungen der Mitgliedsländer sollen vom jeweiligen Mittelkurs höchstens um 2,25 Prozent nach oben und nach unten schwanken.

13. März 1979

Direktwahl des EG-Parlaments:

Erste Wahl durch die Bürgerinnen und Bürger der Mitgliedsstaaten. Zuvor waren EG-Parlamentarier durch Parlamente der Mitgliedsländer entsandt worden.

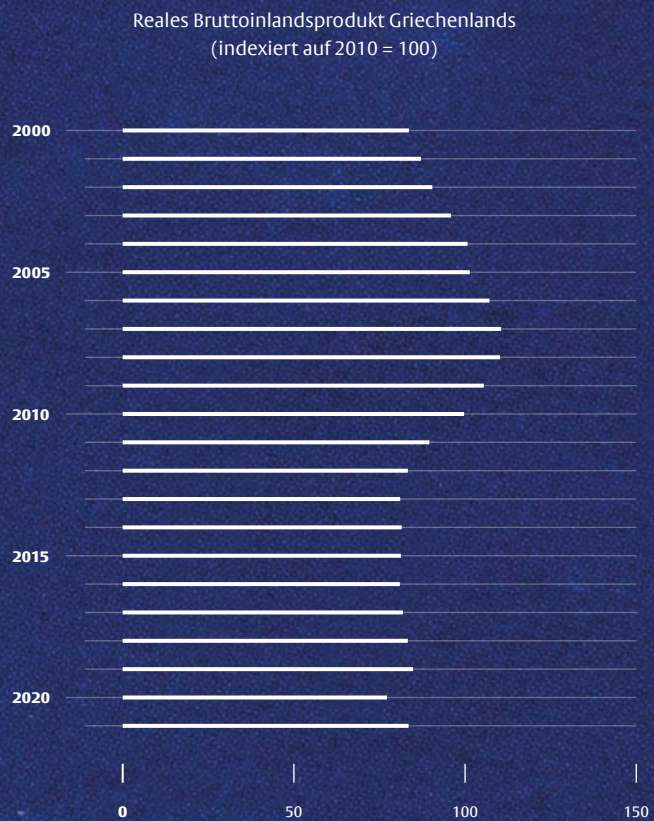
7. – 10. Juni 1979



gesunkenen Refinanzierungskosten und eines massiven Zuflusses ausländischen Kapitals. Zwischen 2000 und 2007 wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) jährlich um durchschnittlich etwa vier Prozent. In dieser Zeit legten auch die Lohnstückkosten deutlich zu, was nachteilig auf die Wettbewerbsfähigkeit wirkte. Als Griechenland dann 2010 seine viel zu hohen Staatsschulden nicht mehr begleichen konnte, war auch für Unternehmen kaum Kapital zu bekommen und das Land rutschte in eine Rezession ab.

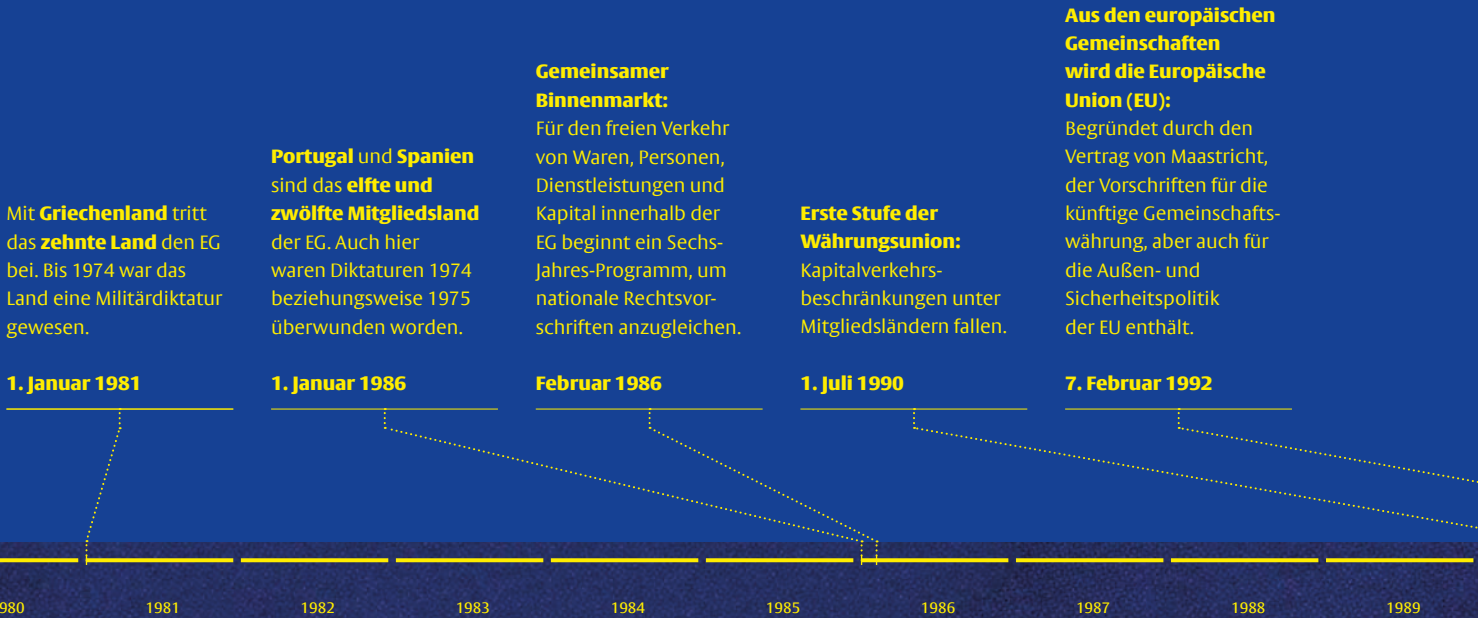
Vor dem Eurobeitritt hätte Griechenland seine Lohnstückkosten „leicht“ durch eine Währungsabwertung senken können. Als Mitglied der Eurozone bestand diese Möglichkeit nicht und die Rezession konnte trotz enormer Hilfen nicht verhindert werden. Noch heute liegt die reale Wirtschaftsleistung knapp 30 Prozent tiefer als 2008 (vgl. Grafik 1).

Grafik 1
Gefährliche Gemeinschaftswährung
Wirtschaftsleistung Griechenlands anhaltend tiefer als 2010



Quelle: Eurostat, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2022





— Schwachstelle II —
FOLGENLOSER REGELBRUCH

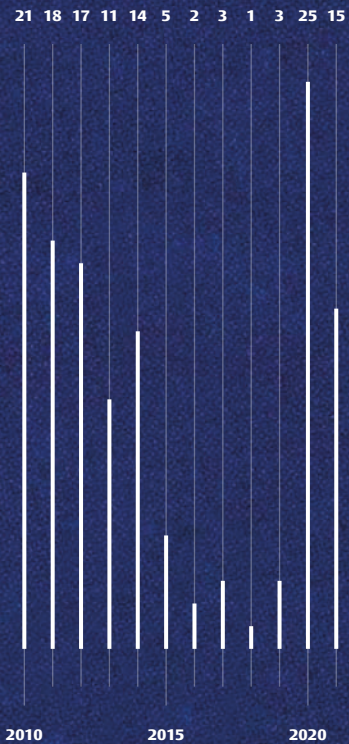
Die Konvergenzkriterien im Maastrichtvertrag beschreiben, welche ökonomischen Kriterien Länder erfüllen müssen, die der Währungsunion beitreten wollen. Manches wurde hier offenbar sehr weit interpretiert. Noch laxer war der Umgang mit den dort ebenfalls enthaltenen Defizitregeln, die Mitgliedsländer einhalten müssen. Sie wurden von manchen Ländern nicht nur einmal, sondern immer wieder gerissen.

So darf das jährliche Haushaltsdefizit drei Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) eines Landes nicht überschreiten und der Schuldenstand insgesamt nicht mehr als 60 Prozent des BIP betragen. Frankreich meldete jedoch zwischen 2000 und 2020 in 16 von 21 Fällen ein Defizit von mehr als drei Prozent des BIP. Noch schlechter war die Quote in Griechenland und Portugal, wo das Drei-Prozent-Ziel in 17 Jahren gerissen wurde (vgl. Grafik 2).

Auch die im Vorfeld des Vertrages von Maastricht entstandene Nichtbeistands-Klausel scheint heute nur noch Makulatur. Sie besagt, dass ein Mitgliedsstaat nicht für Schulden eines anderen haften soll. De facto sind wir aber bereits in einer Haftungsunion. Angefangen bei Griechenland, dem die Euroländer im Rahmen mehrerer Hilfsprogramme rund 200 Milliarden Euro an Krediten bereitstellten, bis zum Programm „NextGenerationEU“, in dessen Rahmen mehr als 300 Milliarden Euro als direkte Transferleistungen an die von der Coronakrise stark betroffenen Mitgliedstaaten fließen.

Selbst wenn man daher die Nichtbeistands-Klausel geistig streicht und jetzt, wie von manchen Ländern gefordert, neue Defizitregeln erlässt, um die Stabilität der Währung zu sichern, ist die Frage, wie letztlich sichergestellt werden soll, dass diese dann besser eingehalten werden, völlig offen.

Grafik 2
Maastricht-Kriterium regelmäßig unterlaufen
Anzahl der EU-27-Staaten, die im jeweiligen Jahr die 3-Prozent-Defizit-Grenze überschritten



Quelle: Eurostat, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2022

Europäischer Wirtschaftsraum (EWR):

Der Gemeinsame Binnenmarkt wird auf die Efta-Länder ausgedehnt. Heute gehören dem EWR neben den EU-Mitgliedsstaaten Island, Liechtenstein und Norwegen an.

Zweite Stufe der Währungsunion:

Teilnehmer sollen Staatshaushalte sanieren, ein Vorläufer der Europäischen Zentralbank entsteht.

Die EU wächst auf **15 Mitgliedsstaaten** an. **Finnland, Österreich und Schweden** treten bei.

Grenzfreier Reiseverkehr:

Das Schengener Übereinkommen tritt in den Benelux-Staaten, Deutschland, Frankreich, Portugal und Spanien in Kraft. Bis heute haben 29 Staaten das Abkommen unterzeichnet.

Dritte Stufe der Währungsunion:

Die Umrechnungskurse der Länderwährungen zum Euro werden unwiderruflich festgelegt und eine einheitliche Geldpolitik wird eingeführt. Die Eurozone startet mit elf Mitgliedsländern.

1. Januar 1994**1. Januar 1995****26. März 1995****1. Januar 1999**

1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999

— Schwachstelle III —
**MEHR
 EUROPA-MEHrwERT
 STATT MEHR
 EU-KOMPETENZ**

Es ist keine leichte Aufgabe, die Interessen von 27 Staaten unter einen Hut zu bringen und effiziente Entscheidungsprozesse zu definieren. Mit dem Vertrag von Nizza versuchte die EU zwar kurz vor der EU-Osterweiterung vorzusorgen und schaffte etwa die Einstimmigkeitsregel bei vielen Entscheidungen des Europarats ab. Doch bis heute verhindern Gerangel um Kompetenzen immer wieder, dass für die EU-Bürger durch mehr Europa Mehrwert entsteht.

Zwar herrscht ein weitgehender Konsens darüber, dass etwa die (ausschließliche) EU-Zuständigkeit für die Handelspolitik ein Gewinn für alle Mitgliedsstaaten ist. Allein die administrativen Kosten, wenn 27 EU-Mitgliedsstaaten individuell mit

Drittstaaten über bilaterale Handelsverträge verhandeln würden, wären ungleich höher; ganz abgesehen von der verbesserten Verhandlungsposition eines so breiten Staatenverbunds und den Effizienzgewinnen einheitlicher Handelsstandards.

In Bereichen hingegen, in denen die EU und die Mitgliedsländer über eine geteilte Zuständigkeit verfügen, ist die Sachlage oft weniger eindeutig. Statt sich hier auf den Mehrwert für Europa zu konzentrieren, bedeutet mehr Europa oft mehr Zentralisierung, unabhängig vom Nutzen. In manchen Fällen kann diese sogar „sachwidrig“ sein. Ein Beispiel dafür ist das „Spiel über Bande“: Kann sich etwa das französische Umweltministerium mit einem Regulierungsvorhaben auf nationaler Ebene nicht gegen das Arbeitsministerium durchsetzen, könnte es die Europäische Kommission ermutigen, dieses Vorhaben auf EU-Ebene – und damit für alle Mitgliedstaaten – umzusetzen.

Hat der Gesetzesvorschlag erstmal das Europäische Parlament durchlaufen, benötigt das Regulierungsvorhaben nur noch die Zustimmung der Fachminister der Mitgliedstaaten; also in diesem Beispiel der Umweltminister. Eine ressortübergreifende Einigung auf nationaler Ebene bleibt aus.

Beliebt sind auch „Paketlösungen“, die helfen sollen, wenn die Positionen der EU-Mitgliedsstaaten in einem konkreten Gesetzgebungsverfahren nicht zusammengebracht werden können. Wer ein Vorhaben ablehnt, dem können Zugeständnisse bei anderen Gesetzgebungsverfahren gemacht werden, um nötige Mehrheiten doch noch zu erhalten. Sachfragen werden hier also oft hinter die Kompromisse gestellt.





— Schwachstelle IV — EWIGE NETTOZAHLER

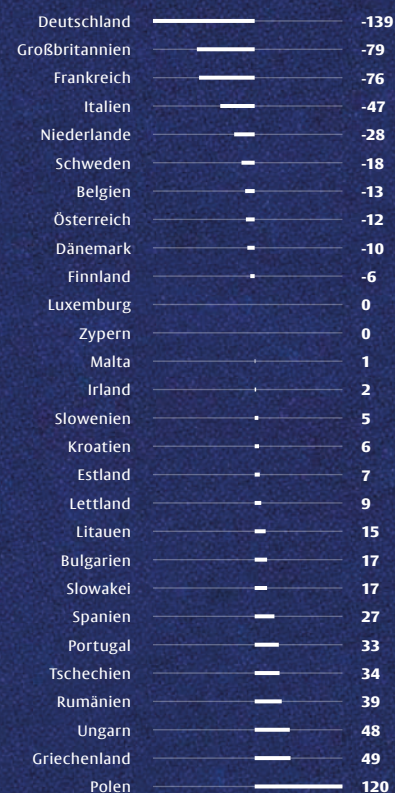
Im Juni 2016 stimmte eine Mehrheit der britischen Bürger für den Austritt Großbritanniens aus der EU. Nach dem Griechenland-Desaster war die Zahl der Euroskeptiker im Vereinigten Königreich hoch. Auf den ersten Blick scheint die Rechnung einfach: Nach Deutschland war das Vereinigte Königreich zwischen 2010 und 2020 tatsächlich der zweitgrößte Nettozahler der EU-Mitgliedsländer. Insgesamt überstiegen die nationalen Beiträge des Vereinigten Königreichs die aus der EU-Mitgliedschaft bezogenen Leistungen in diesen Jahren um 79 Milliarden Euro (vgl. Grafik 3).

Doch zum einen ist es unfair, die Zahlungen großer und kleiner Volkswirtschaften gleichzusetzen. So lag etwa die Belastung Großbritanniens gemessen am Bruttonationaleinkommen (BNE) 2020 nur bei knapp 0,5 Prozent. Zudem übersieht der einseitige Fokus auf Nettozahlungen die Kohäsionspo-

litik als Ziel der EU. Das bedeutet, der wirtschaftliche und soziale Zusammenhalt der Gemeinschaft soll gestärkt werden, indem Ungleichheiten im Entwicklungsniveau abgebaut werden.

Zudem bemisst sich der Nutzen einer EU-Mitgliedschaft auch an den positiven Effekten, die durch die Teilnahme am Binnenmarkt entstehen. Ein Handel ohne Zölle und mit vielen einheitlichen Regelungen senkt Kosten für die Unternehmen und ermöglicht ihnen aufgrund des großen potenziellen Absatzmarkts und der Vielzahl an möglichen Produktionsstätten, Produkte in größerer Stückzahl kosteneffizienter herzustellen. Nach Schätzungen der Bundesregierung hängt zudem jeder vierte Arbeitsplatz in Deutschland vom Export ab. Und rund 60 Prozent der deutschen Exporte gehen in EU-Länder. Dennoch braucht es hinsichtlich der EU-Haushalte Fingerspitzengefühl, da die Zahlungslast immer wieder von denselben Staaten geleistet wird. Erhöhungen, wie im geplanten EU-Aufbauprogramm, bleiben heikel.

Grafik 3
Nettozahler und Nettoempfänger in der EU
Kumulierter operativer Haushaltssaldo der Mitgliedstaaten 2010–2020 in Milliarden Euro*



* Für Nettozahler fällt der Saldo negativ aus.

Quelle: Europäische Kommission, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2022

Die EU erhält den **Friedensnobelpreis** aufgrund ihres Beitrags zur Förderung von Frieden und Versöhnung, Demokratie und Menschenrechten.

10. Dezember 2012

Kroatien wird EU-Mitglied.

1. Juli 2013

Brexit: 52 Prozent der britischen Bürgerinnen und Bürger stimmen in einem Referendum für den EU-Austritt. Damit wird das Vereinigte Königreich die EU verlassen.

23. Juni 2016

2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019

WIEDER MEHR EUROPA WAGEN

Die Corona-Pandemie und der Ukrainekrieg scheinen die EU-Mitgliedsländer in den 2020er-Jahren wieder näher zueinander zu bringen. Vor allem hinsichtlich der EU-Sicherheitspolitik hat der russische Angriff auf die Ukraine ein radikales Umdenken eingeleitet. Selbst in Deutschland, wo die öffentliche Meinung bisher vor allem pazifistisch geprägt war, ist die Erkenntnis gereift, dass die Aufrechterhaltung der Friedensordnung nicht allein auf diplomatischem Wege sichergestellt werden kann. Davon zeugt das neue Sondervermögen der Bundeswehr in Höhe von bis zu 100 Milliarden Euro. Die finanziellen Anstrengungen für die Verteidigungsfähigkeit der EU fallen bisher überwiegend auf nationaler Ebene an. Jetzt erscheint eine Koordination dieser Bemühungen auf europäischer Ebene mehrwertstiftend. Hierzu gehört etwa die Ausarbeitung gemeinsamer Verteidigungsstrategien, wie der Aufbau einer neuen EU-Eingreiftruppe.

Auch abseits der Außen- und Sicherheitspolitik spricht einiges für eine weitere Verzahnung der EU. Mit dem mehrjährigen Finanzrahmen 2021 bis 2027 befindet sich die EU auf dem besten Weg zu einem wirtschaftlichen Schwergewicht. Der langfristige EU-Haushalt – getragen vom 800 Milliarden Euro großen, kapitalmarktfinanzierten Aufbaupaket „Next-GenerationEU“ – stellt mit gut zwei Billionen Euro einen neuen Rekord dar.

Die Kehrseite sind höhere Mitgliedsbeiträge, die die Mitgliedsstaaten zukünftig an die EU abführen müssen. Diese stimmten einer Aufstockung der (regulären) Eigenmittelobergrenze zu, die die jährlichen Mittel für Zahlungen abdeckt. Die maximale Beitragshöhe, die die 27 Mitgliedstaaten jährlich an die EU entrichten müssen, steigt damit absolut gesehen von 164 auf etwa 267 Milliarden Euro an.

Doch wie zu Beginn der Europäischen Integration eint der gemeinsame Wunsch nach Frieden und Wohlstand die Europäer. Aufgaben wie den Klimawandel, die Verteidigung der demokratischen und freiheitlichen Grundordnung oder die Sicherung der Energieversorgung kann kein Mitgliedsstaat allein lösen. ♦



Auch in Zukunft braucht es daher gemeinsame europäische Antworten.

Julian Marx ist Analyst bei der Flossbach von Storch AG in Köln.



AKTIEN FÜR DIE MANAGER

von Kai Lehmann

Führungskräfte von Unternehmen werden oft mit üppigen Aktienpaketen honoriert. Ist das im Sinne von Aktionären und Aktionärinnen?

Unter Geldanlegern gibt es zwei Typen, die sich diametral voneinander unterscheiden. Da gibt es etwa die Trader, also Händler oder Händlerinnen, die kurzfristig denken. Mit „rein-raus“ könnte man ihre Strategie beschreiben: Sobald es positive Nachrichten (oder Gerüchte) gibt, kaufen sie. Bewegt sich der Kurs, werfen sie den Titel wieder auf den Markt. Auf der anderen Seite finden sich die Investoren oder Investorinnen. Sie denken langfristig, eher in Dekaden als in Jahren. Sie kaufen nur, wenn sie vom langfristigen Erfolg eines Unternehmens überzeugt sind, kurzfristige Marktschwankungen sind ihnen egal. „Auf lange Sicht setzt sich Qualität durch“, lautet ihr Leitspruch.

Wir zählen uns eher zur zweiten Kategorie. Als langfristig ausgerichtete Aktionäre legen wir bei unseren Beteiligungen allergrößten Wert darauf, dass das Management von Unternehmen wie Eigentümer denkt und handelt. Wenn Entscheidungen auf eine nachhaltig erfolgreiche Unternehmensentwicklung ausgerichtet werden, profitieren Aktionäre und Aktionärinnen, Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen, aber auch die Gesellschaft als Ganzes. So zumindest unsere Überzeugung – die in der Praxis aber nicht alle Führungskräfte teilen. Untermauert wird dies von der sogenannten Prinzipal-Agenten-Theorie, die beschreibt, dass Manager und Managerinnen nicht selten ihre eigene Agenda verfolgen und ihren eigentlichen Auftrag aus den Augen verlieren. Um die Handlungen des Managements mit den Interessen der Aktionäre und Aktionärinnen in Einklang zu bringen, enthalten die Vergütungspakete der meisten börsennotierten Konzerne sogenannte aktienbasierte Instrumente oder SBC („stock-based compensation“ beziehungsweise aktienbasierte Vergütung). Hierbei werden Vorstände und andere hochrangige Führungskräfte in Aktien des eigenen Unternehmens vergütet. Die Idee ist so einfach wie genial: Wessen Gehalt unmittelbar an die langfristige Wertentwicklung des Unternehmens geknüpft ist, der dürfte daran interessiert sein, den Unternehmenswert nicht nur kurzfristig, sondern nachhaltig zu steigern.

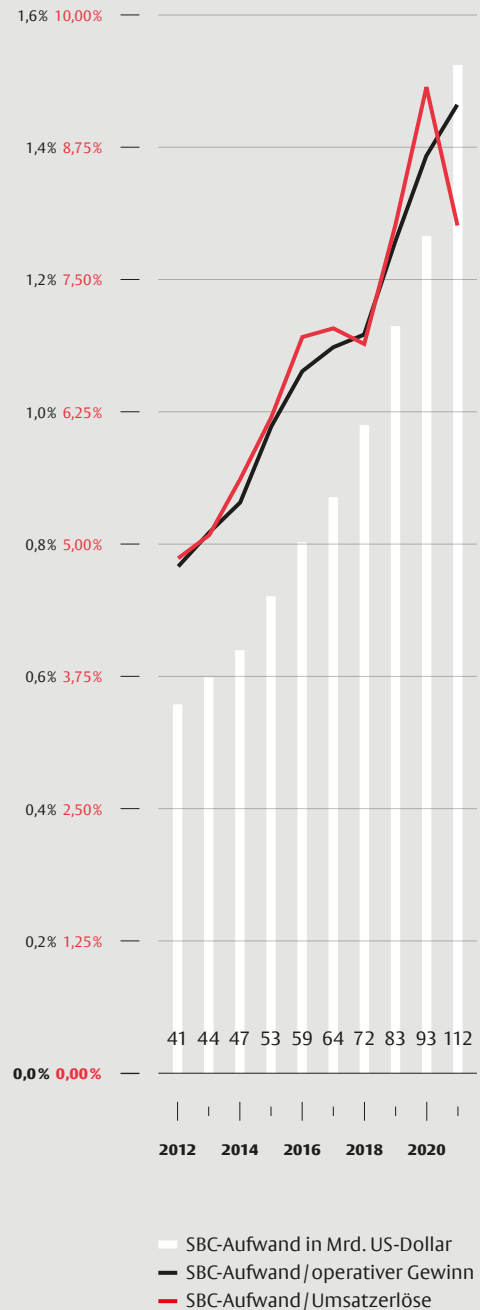
Solche Programme sind nicht nur dazu geeignet, dem Management zu mehr Langfristigkeit im Denken und Handeln zu verhelfen. Sie bieten den Unternehmen auch einige finanzielle Vorzüge. So ergibt sich gegenüber einer Barzahlung ein Finanzierungsvorteil, da bei der Gewährung →

von Aktien zunächst kein Geld benötigt wird. Dies kann insbesondere für junge und liquiditätsschwache Unternehmen ein Vorteil sein. Ohnehin herrschte lange Zeit die Auffassung vor, dass aktienbasierte Programme keinerlei Kosten verursachen würden. Schließlich könnten Unternehmen Aktien einfach auf Knopfdruck generieren, wenn die Ansprüche fällig werden. Das deckte sich mit einschlägigen Bilanzierungsregeln. Kosten durch Aktienoptionsprogramme suchte man in den Gewinn- und Verlustrechnungen bis zu Beginn der 2000er-Jahre vergeblich.

Ist diese Rechnung (aus Sicht eines Investors, der wie ein Eigentümer denkt) fair? Das zweifelte Warren Buffett bereits in einem Jahresbericht seines Unternehmens im Jahr 1998 an, indem er die Frage aufwarf: „Wenn Optionen keine Form der Vergütung sind, was sind sie dann? Wenn Vergütungen keine Kosten sind, was sind sie dann? Und wenn Kosten nicht in die Berechnung des Gewinns einfließen sollten, wo in aller Welt sollten sie dann hingehen?“

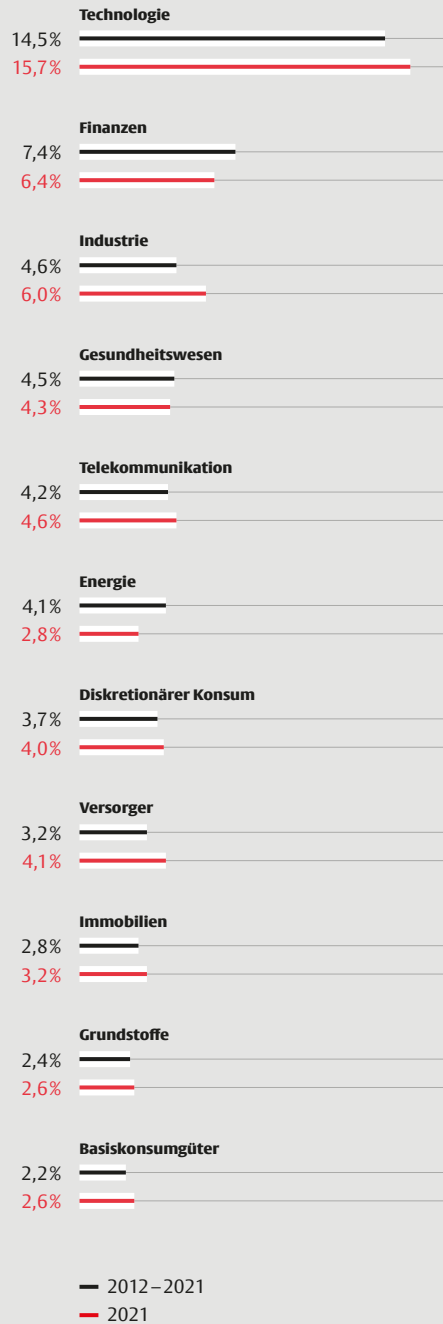
Solche Überlegungen lassen sich anhand eines einfachen Beispiels verdeutlichen. Begibt eine Firma Aktienoptionen, so entsteht dadurch (anders als bei einer Barvergütung) zwar keine unmittelbare Auszahlung. Allerdings erhöhen diese Optionen in den Folgejahren die Zahl der Aktien des Unternehmens (wenn der Inhaber diese Optionen in Aktien umwandelt). Der zu verteilende „Kuchen“ wird demnach zwar nicht kleiner, aber die Anzahl der „Kuchenstücke“ steigt. Was natürlich bedeutet, dass das Stück für jeden einzelnen Anteilseigner schrumpft. Will das Unternehmen einer solchen Wertverwässerung entgegenzutreten, also die Anzahl der „Kuchenstücke“ konstant halten, muss es die entsprechende Anzahl an Aktien an der Börse zurückkaufen. Hierfür ist aber Geld nötig, so dass der „Kuchen“ (und somit auch jedes einzelne Stück) wiederum kleiner wird. Für Aktionäre entstehen auf diesem Weg also sehr wohl Kosten, auch wenn sie erst beim genauen Hinsehen ins Auge fallen.

Doch welche Dimensionen haben diese Kosten? Wir haben die Geschäftsberichte der hundert größten börsennotierten US-Konzerne untersucht (vgl. Grafik 1). Diese Unternehmen des S&P 100 haben ihrem



Grafik 1
Tendenz steigend
SBC-Aufwand in Mrd. US-Dollar
und in Relation zum Umsatz
und zum operativen Ergebnis

Quelle: Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2021



Grafik 2

Technologie einsam an der Spitze

Durchschnittlicher SBC-Aufwand der im Aktienindex S&P 100 gelisteten Unternehmen im Verhältnis zum erzielten operativen Ergebnis im Zeitraum 2012–2021

Quelle: Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2021

jeweiligen Management allein im Jahr 2021 aktienbasierte Vergütungen (SBC) im Gegenwert von mehr als 112 Milliarden US-Dollar gewährt. Der seit dem Jahr 2012 bestehende, aufwärtsgerichtete Trend setzt sich somit abermals mit einem neuen Rekordwert fort – wobei die Geschwindigkeit des Anstieges jüngst noch einmal zulegte.

Setzt man die SBC-Aufwendungen ins Verhältnis zum erzielten Umsatz oder operativen Gewinn, relativiert sich der starke Anstieg angesichts des unterliegenden Unternehmenswachstums zwar etwas. Dennoch bestätigen auch diese Relationen den Trend zu immer umfangreicheren Programmen. In den vergangenen Jahren entsprachen die SBC-Aufwendungen rund acht Prozent des erzielten operativen Gewinns, was etwa 1,5 Prozent der ausgewiesenen Umsätze entspricht. Noch vor zehn Jahren waren die beiden Relationen nur in etwa halb so hoch.

Zu den Branchen mit den üppigsten Aktienoptions-Programmen zählen traditionell die Technologiekonzerne und die Banken (vgl. Grafik 2). Gerade Unternehmen aus diesen Branchen nutzen solche Beteiligungsprogramme gerne, um talentierte Mitarbeiter und Mitarbeiterinnen zu akquirieren, sie zu motivieren und langfristig zu binden. So lag das Verhältnis von Aufwand zum operativen Ergebnis bei den Technologieunternehmen aus dem US-Aktienindex S&P 100 (der Durchschnittswert beträgt 6,9 Prozent) in den vergangenen zehn Geschäftsjahre bei stolzen 14,5 Prozent. Zuletzt lag die Relation gar bei 15,7 Prozent. Demgegenüber muten die Aufwendungen im Verhältnis zum operativen Ergebnis von 7,4 Prozent im Zeitraum 2012 bis 2021 bei den Banken fast schon zurückhaltend an, zumal die Relation mit zuletzt 6,4 Prozent hier tendenziell rückläufig war.

Angesichts der großen Bedeutung dieser Programme in den beiden Sektoren überrascht es kaum, dass sich unter den Top 10 der Unternehmen mit dem höchsten SBC-Aufwand aus dem S&P 100 ausschließlich Unternehmen aus diesen Branchen finden. Spitzenreiter waren im Geschäftsjahr 2021 die Technologiekonzerne Alphabet, Amazon und Meta. So wies die Google-Konzernmutter Alphabet im letzten Geschäftsjahr einen Aufwand von 15,7 Milliarden US-Dollar aus (vgl. Tabelle 1 auf der folgenden Seite). Dies entspricht gut einem Fünftel des im gleichen Jahr →

erzielten operativen Gewinns. Bei Meta liegt die Relation ebenfalls bei knapp 20 Prozent – und damit weit über dem Index-Durchschnittswert von 8,0 Prozent. Bei Amazon machten die Aufwendungen im gleichen Zeitraum gar mehr als 50 Prozent des operativen Ergebnisses aus.

Auch wenn bereits die mehr als 112 Milliarden US-Dollar nach allem anderen als nach „Peanuts“ klingen: Sie geben die ökonomische Realität nur unzureichend wieder. Denn das wahre Ausmaß der Kosten, das den Unternehmen und ihren Aktionären tatsächlich entsteht, wird durch die geltenden Bilanzierungsregeln oftmals unterschätzt. Grund hierfür ist, dass diese in den Gewinn- und Verlustrechnungen ausgewiesenen Aufwendungen nicht mehr als eine grobe Schätzung sind. Diese Schätzungen des sogenannten Fair Value der gewährten Instrumente werden nur einmalig zum Zeitpunkt der Gewährung vorgenommen. Steigen die Aktienkurse nach der Zuteilung bis zur finalen Übertragung (sogenannte Vesting Period) an, wird es für die Konzerne teurer. Diese dann höheren Kosten werden in den Gewinn- und Verlustrechnungen jedoch nicht mehr erfasst.

Möchte man sich den wahren „cash costs“ annähern, so muss man die eingangs dargestellte Überlegung wieder aufgreifen: Was hätte es das Unternehmen gekostet, wenn es die entstandene Verwässerung des Aktienbestands hätte ausgleichen wollen? Aufgrund der in den vergangenen Jahren teils deutlich gestiegenen Aktienkurse lagen diese Kosten im Durchschnitt Jahr für Jahr etwa 30 bis 40 Prozent über den Beträgen, die die Unternehmen in ihren Berichten ausgewiesen haben. Im Geschäftsjahr 2021 waren es mit 179 Milliarden US-Dollar sogar 59 Prozent mehr. Im Gegensatz zu Aktienrückkäufen, über die die Konzerne allzu gerne berichten, werden diese „Verwässerungskosten“ durch Optionsprogramme von ihnen nicht offen kommuniziert. Entscheidend ist jedoch: Diese Kosten entstehen, unabhängig davon, ob das Unternehmen tatsächlich Aktien zurückkauft oder nicht.

Wie **Tabelle 2** zeigt, kann die Verwässerung durchaus signifikant sein. Grob gesagt, ist bei den S&P-100-Unternehmen in den vergangenen Jahren in etwa jede vierte zurückgekauft Aktie gleich wieder herausgegeben worden. Wie beschrieben, sind die Unternehmen jedoch nicht

	2021	Ø 2012 – 2021	Jährliche Steigerung	2021: in % des operativen Ergebnisses	Ø 2012 – 2021: in % des operativen Ergebnisses
Alphabet	15,7	8,1	7,6%	19,9%	26,7%
Amazon	12,8	4,7	11,7%	52,2%	48,8%
Meta	9,2	3,9	10,0%	19,6%	21,5%
Apple	7,9	4,6	6,3%	7,3%	6,9%
Microsoft	6,1	3,6	6,2%	8,8%	9,9%
Bank of America	3,0	2,2	3,3%	8,8%	9,6%
JPMorgan Chase	2,9	2,3	2,8%	4,9%	5,9%
Goldman Sachs	2,6	2,0	2,6%	9,3%	15,3%
Tesla	2,1	0,7	13,5%	32,5%	154,2%
Citigroup	2,1	2,2	-0,4%	7,5%	10,2%
Summe S&P 100	112,4	66,8	6,0%	8,0%	6,9%

Tabelle 1
Aktien als Bonus
SBC-Aufwand im Geschäftsjahr 2021 sowie im Durchschnitt der Geschäftsjahre 2012–2021 (in Milliarden US-Dollar und in Prozent des operativen Ergebnisses).

Quelle: Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2021

	Aktienbasierte Vergütung (SBC)		Aktienrückkäufe		
	2021	Ø 2012 – 2021	2021	Ø 2012 – 2021	
	3,4%	2,9%	0,0%	0,0%	Tesla
	3,1%	2,2%	12,1%	8,4%	Oracle
	3,1%	2,8%	0,0%	3,1%	Nvidia
	2,0%	1,2%	0,0%	3,0%	Fedex
	1,9%	2,6%	2,2%	3,9%	Accenture
	1,6%	1,8%	0,4%	4,1%	Nike
	1,6%	3,6%	5,0%	1,0%	Meta
	1,6%	2,2%	2,1%	5,7%	Qualcomm
	1,6%	0,8%	4,7%	2,0%	Bristol Myers Squibb
	1,5%	2,1%	7,6%	4,5%	Morgan Stanley
	0,7%	0,8%	2,4%	3,2%	Durchschnitt

Tabelle 2

Unbemerkte Umverteilung

Jährliche Verwässerung durch die Gewährung von SBC und Aktienrückkäufe in Prozent der ausstehenden Aktien.

Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2021

verpflichtet, Rückkäufe vorzunehmen. In diesem Fall erhöhen die SBC-Programme die Anzahl der ausstehenden Aktien uneingeschränkt. So hat etwa Tesla allein im vergangenen Geschäftsjahr 35 Millionen neue Aktien im Rahmen von aktienbasierten Vergütungen emittiert. Dies entspricht 3,4 Prozent der insgesamt ausstehenden Aktien. Über die vergangenen zehn Jahre wurden auf diese Weise knapp 30 Prozent des Gesamtunternehmens von den Aktionären auf das Management übertragen (2,9 Prozent Verwässerung pro Jahr).

Wie eingangs beschrieben, ist es für langfristig orientierte Aktionäre und Aktionärinnen wichtig zu wissen, dass die Verwalter ihres Kapitals im Sinne der Anteilseigner handeln. Idealerweise ist ein angestellter Manager intrinsisch motiviert und handelt ohne zusätzliche monetäre Anreize, so wie ein Eigentümer es tun würde. Wie aufgezeigt, spielen jedoch auch aktienbasierte Vergütungsprogramme zur Stärkung der finanziellen Anreize bei vielen großen Konzernen eine nicht unerhebliche Rolle. Voraussetzung für eine wirkungsvolle Angleichung von Manager- und Eigentümerinteressen sind Beteiligungsprogramme, die langfristig ausgerichtet und transparent sind. Sie sollten positive wie auch negative Entwicklungen angemessen berücksichtigen.

Manager sollten weder für Entwicklungen außerhalb ihres Einflussbereichs über Gebühr honoriert werden, noch sollte ihre Risikobereitschaft aus der Angst vor einer unbegrenzten Verlustbeteiligungen negativ beeinflusst werden. So oder so handelt es sich bei aktienbasierten Vergütungen keinesfalls um die eierlegende Wollmilchsau, mit der eine Harmonisierung von Manager- und Aktionärsinteressen ohne jegliche Kosten erreicht wird – und sich obendrein noch Steuern sparen lassen. Vielmehr laufen Aktionäre Gefahr, dass ihre Ansprüche durch die Hintertür verwässert werden. Es gilt: Augen auf bei der Unternehmensanalyse! Nur wer sein Unternehmen im Detail kennt, kennt auch den wahren Wert. ♦

Kai Lehmann ist Senior Research Analyst bei der Flossbach von Storch AG in Köln.

WIE DER KETCHUP AUS DER FLASCHE KOMMT

Viele Jahre haben die Notenbanken die Geldmengen massiv ausgeweitet, ohne dass die Güterpreise gestiegen sind. Doch die Zeiten sind vorbei.



Ein Gastbeitrag
von Hans-Werner Sinn

Unter monetären Ökonomen wird manchmal der Vergleich mit der Ketchup-Flasche, die man aus dem Kühlschrank holt, herangezogen, um die Wirkungen eines Geldüberhangs auf das Preisniveau zu verdeutlichen. Häufig ist der Ketchup steif und lässt sich zunächst nicht aus der Flasche schütteln. Doch wenn man kräftig genug schüttelt, schießt der Inhalt plötzlich in einem Schwall heraus, und dann landet zu viel davon auf dem Teller oder gar auf dem Rock.

Auch bei der Inflation ist das so. Lange Zeit hält sich der Geldüberhang in der Liquiditätsfalle, und selbst Konjunkturerholungen rufen keine wirkliche Inflation hervor. Doch wenn die Anstoßeffekte auf der Nachfrageseite oder bei den Kosten groß genug sind, kann es zu heftigen, zunächst temporären Preissteigerungen kommen, die aber die längerfristigen Inflationserwartungen erhöhen.

DIE KONSUMENTEN FÜRCHTEN STEIGENDE PREISE, ...

Und wenn die Inflationserwartungen erst einmal gestiegen sind, dann kommt es zu einem Anstieg der Nachfrage nach Investitionsgütern, weil die Käufer befürchten, dass sie jedes Jahr mehr für solche Güter werden bezahlen müssen. Der Anstieg der Investitionsgüternachfrage erhöht die Preise dann tatsächlich. Die Hersteller der Investitionsgüter wollen daraufhin ihre Produktion ausweiten, doch müssen sie dazu mehr Material und mehr Arbeitskräfte nachfragen. Weil sie sich gegenseitig überbieten, um an die Produktionsfaktoren heranzukommen, steigen nun auch die Materialpreise und die Löhne der Arbeitskräfte.

... DIE DANN IRGENDWANN AUCH STEIGEN.

Das Material und die Arbeitskräfte werden mit steigenden Preis- und Lohngeboten aus anderen Sektoren der Wirtschaft weggelockt. Zum Beispiel liefern die Chip- und die Werkstoffproduzenten bevorzugt an jene Sektoren, in denen ihnen höhere Preise geboten werden, und im Lauf der Zeit satteln auch immer mehr Arbeitskräfte vom einen zum anderen Gewerbe um. Dadurch werden auch jene Branchen betroffen, die von der Primärinflation zunächst verschont geblieben waren. Sie müssen nun höhere Preise und Löhne zahlen und sich mit weniger →

Material und Arbeitskräften begnügen. Sie drosseln ihre Produktion und erhöhen ihre Preise. Eine kosteninduzierte Sekundärinflation erfasst auf diese Weise die gesamte Wirtschaft.

Ganz ähnlich wie beim Anstieg der Investitionsgüternachfrage ist es bei der Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern, denn dabei handelt es sich im Grunde auch um Investitionsgüter, die über viele Jahre Nutzen stiften und deren wesentliche Kosten zum Zeitpunkt der Anlage anfallen. Auch die Käufer von Kühlschränken, Waschmaschinen und Autos lassen sich von erwarteten Preissteigerungen zum Kauf motivieren. Das sieht man nach der Coronakrise ganz deutlich an der überraschend starken Nachfrage nach VW-Autos mit Verbrennungsmotoren, von denen die Käufer befürchten, dass sie wegen der Umweltgesetzgebung bald nur noch sehr teuer zu kaufen sein werden.

ZUM SCHLUSS LOHNT FAST JEDE INVESTITION

Den Einfluss der erwarteten Inflation auf die Nachfrage nach Investitions- und langlebigen Konsumgütern erklärt der Ökonom mit dem Begriff der realen Zinsen, die als Nominalzinsen abzüglich der erwarteten Inflationsrate definiert sind. Wenn vermutet wird, dass der Marktpreis der Investitionsgüter mit der Inflationsrate steigt, wird das Rentabilitätskalkül des Investors ähnlich beeinflusst wie durch eine Nominalzinssenkung. Doch während die Nominalzinssenkung nicht mehr möglich ist, wenn der Zins bereits am Anschlag ist, kann eine steigende Inflationserwartung den Realzins beliebig weit in den negativen Bereich drücken, und bei hinreichend niedrigem Realzins lohnt sich zum Schluss fast jede Investition.

Die durch die Verknappung der Produktionsfaktoren ausgelöste Sekundärinflation in anderen als den zunächst betroffenen Branchen lässt die Inflationserwartungen der breiten Massen weiter ansteigen und führt ihrerseits zu mehr Käufen von Investitionsgütern und langlebigen Konsumgütern, was die Spirale dann weiterdreht.

Auch die Gewerkschaften werden in der Spirale aktiv. Der verlangte Lohnzuwachs in allen Branchen hängt zunächst vom Produktivitätszuwachs ab, doch auf diesen Zuwachs pflügen sie die erwartete Inflationsrate aufzuschlagen. Wenn der Arbeitsmarkt hinreichend angespannt ist, dann machen die Firmen das auch mit. Die Gewerkschaften drehen auf diese Weise ebenfalls kräftig an der Lohn-Preis-Spirale mit. ◆

„Wenn die Inflationserwartungen erst einmal gestiegen sind, dann kommt es zu einem Anstieg der Nachfrage nach Investitionsgütern, weil die Käufer befürchten, dass sie jedes Jahr mehr für solche Güter werden bezahlen müssen.“



ÜBER DEN AUTOR

Prof. Hans-Werner Sinn

ist emeritierter Hochschullehrer an der Ludwig-Maximilians-Universität München und gilt als einer der renommiertesten und einflussreichsten Ökonomen Deutschlands. Er hat zahlreiche Bücher und Fachaufsätze veröffentlicht. Von 1999 bis 2016 war er Präsident des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung. Der hier abgedruckte Text ist ein kleiner Ausschnitt seines jüngst im Verlag Herder erschienen Werks **„Die wundersame Geldvermehrung“**.

ISBN Print 978-3-451-39127-9
ISBN E-Book (E-Pub) 978-3-451-82579-8
ISBN E-Book (PDF) 978-3-451-82580-4



„Bleiben wir besser realistisch“

Die Inflationsraten sind kräftig gestiegen, das Kapitalmarktumfeld ist rau. Umso wichtiger ist es, sich mit dem Thema Geldanlage zu beschäftigen. Nur: wo beginnen?

Wie sollte ich derzeit mein Geld anlegen?

THOMAS: Mit der Frage und der potenziellen Antwort macht ihr eigentlich den zweiten vor dem ersten Schritt. Ich würde deshalb ein anderes „Wie“ voranstellen, nämlich: „Wie viel Rendite erwarte ich langfristig von meiner Geldanlage?“ Nur wer diese Frage für sich beantwortet hat, kann sinnvollerweise nach möglichen Anlagen schauen, die langfristig das Potenzial haben, die Renditeerwartungen auch zu erfüllen. Alles andere führt höchstwahrscheinlich zu Enttäuschungen.

PHILIPP: Das ist definitiv so. Wenn wir auf Veranstaltungen mit Anlegern sprechen, setzen wir deshalb oft eine kleine Umfrage voran. Wir fragen die Zuhörer, welche Anlageklassen sie attraktiv finden. Ob sie zur Miete wohnen oder im eigenen Häuschen. Aber auch, und das ist eigentlich die entscheidende Frage, wie viel Rendite sie von ihrer Geldanlage erwarten. Die Zahlen, die dann genannt werden, liegen meist um die fünf Prozent, oft noch deutlich darüber.

THOMAS: Zum Verständnis sind dabei

zwei Dinge wichtig. Zum einen haben die meisten Anleger bei ihrer Antwort allein die Nominalrendite im Sinn, also das, was auf einer Anlage draufsteht. Was sie nicht berücksichtigen, im Kopf nicht subtrahieren, sind die anfallenden Steuern und Gebühren. Vergessen wird auch die Inflation, die am Geldwert nagt. Zieht man all das ab, bleiben „real“ eben nicht fünf Prozent übrig, sondern dramatisch weniger.

Nehmen wir die aktuellen Inflationsraten als Maßstab, dann kommen wir bei einer nominalen Renditeerwartung von rund fünf Prozent real in etwa bei minus drei oder minus vier raus ...

PHILIPP: Das ist so, ja. Und wir gehen davon aus, dass die Inflationsraten hoch bleiben werden, wenn auch nicht so hoch wie derzeit, wohl aber deutlich höher als in den vergangenen Jahren.

Wie hoch?

THOMAS: Das lässt sich leider nicht exakt vorhersagen. Drei bis vier Prozent erscheinen uns aber durchaus realistisch.

PHILIPP: Vielen Anlegern ist leider nicht klar, was es braucht, welche Investments und nicht zuletzt wie viele davon, um ihre – sagen wir mal: relativ optimistischen – Renditeziele zu erreichen. Viele Anleger haben ihr gesamtes Geld auf Sparkonten liegen – Sparguth, Tages- und Festgeldkonten. Oder zumindest den Großteil. Dort liegt die Realrendite weit unter null. Die Kaufkraft schmilzt dahin. Und daran dürfte sich unseres Erachtens auch nichts ändern.

THOMAS: Gemessen an der Vermögensstruktur vieler Anleger müsste deren Renditewunsch derzeit eigentlich irgendwo zwischen minus acht (real) und null (nominal) liegen, nicht bei plus fünf ...

PHILIPP: Ganz klar: Wer mehr will, muss in Sachwerte investieren, statt das Geld auf Konten zu horten. In Aktien erstklassiger Unternehmen beispielsweise oder Gold. Aber auch da gilt: Überschätzt bitte nicht die Renditepotenziale eurer Investments! Aktien sehr guter Unternehmen können über die Zeit um die fünf bis sechs Prozent Rendite pro Jahr liefern. Auch das reicht



BUCHTIPP

Der Dialog zwischen unseren beiden Kapitalmarktstrategen Philipp Vorndran und Thomas Lehr ist ihrem Buch „Geld anlegen – einfach machen“ entlehnt, das jüngst im FinanzBuch Verlag erschienen ist.

Geld anlegen – einfach machen

FinanzBuch Verlag (März 2022), 208 Seiten

ISBN 978-3-95972-589-7

Hardcover gebunden, 15,00 Euro

nicht, um die aktuelle Inflation auszugleichen, aber ihr kommt zumindest in die Nähe.

THOMAS: Was aber voraussetzt, dass ihr zu 100 Prozent in Aktien investiert seid ...

Im vergangenen Jahr hat der Weltaktienindex mehr als 30 Prozent zugelegt. Erscheinen eure fünf bis sechs Prozent da nicht sehr zurückhaltend?

PHILIPP: Jedem sollte doch klar sein, dass nach einem so guten Börsenjahr wie dem vergangenen die Erwartungen der Investoren nicht in den Himmel wachsen sollten. Derartige Renditen lassen sich nicht einfach so fortschreiben. Auf so ein außergewöhnlich gutes Jahr können durchaus ein, zwei, vielleicht auch drei schwächere Jahre folgen. Bleiben wir besser realistisch.

Strategie & Strategie

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



Glossar

Fachbegriffe kurz erklärt

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

Aktienindex – Ein Aktienindex ist ein Indikator für die durchschnittliche Preisentwicklung des Aktienkorbs eines Landes, einer Region oder auch einzelner Branchen und bildet das Preisniveau der ausgewählten Aktien ab.

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

Anleihe (Bond) – Wertpapier, mit dem der Herausgeber einen Kredit am Kapitalmarkt aufnehmen kann. Anleihen können in unterschiedlichen Währungen und Laufzeiten begeben werden.

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

Dax 30 Index – Aktienindex, der die Wertentwicklung der 30 nach Marktkapitalisierung größten und umsatzstärksten deutschen Aktien abbildet. Der Dax wird als Kurs- und Performanceindex berechnet.

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

Dividende – Ausgeschüttete Gewinne eines Unternehmens an seine Aktionäre.

Exchange Traded Fund (ETF) – Börsengehandelter Indexfonds. ETFs bilden in der Regel die Wertentwicklung eines bestehenden Index wie z.B. des Dax nach.

Geldmenge – Als Geldmenge bezeichnet man den Geldbestand der Nichtbanken. Sie ist eine wichtige ökonomische Größe, die Hinweise auf die zukünftige Preisentwicklung liefert. Da der Übergang zwischen Geld als Zahlungsmittel und Geld als Wertaufbewahrungsmittel fließend ist, werden je nach zugrunde liegender Fragestellung verschiedene Geldmengen definiert.

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

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

Liquidität – Liquidität bedeutet die „Geldnähe“ von Vermögenswerten, also deren Potenzial, sofort beziehungsweise kurzfristig Mittelzuflüsse zu generieren. Zu unterscheiden von der Liquidität von Vermögenswerten ist die Liquidität eines Marktes. Diese ist dann gegeben, wenn die Differenz zwischen dem Geld- und Briefkurs niedrig ist und auch größere Volumina gehandelt werden können, ohne den Marktpreis substantiell zu beeinflussen.

Portfolio – Bestand an Wertpapieren im Depot.

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

S&P 500 Index – Der S&P 500 ist vermutlich die Benchmark in Bezug auf die US-Börsenentwicklung. Er bildet die Wertentwicklung von 500 Large Caps mit Firmensitz in den USA ab und steht für rund 80 Prozent der Marktkapitalisierung des US-Aktienmarktes.

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

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © FlashMovie, iStockphoto (Cover); © Marc Comes, CHB-P (S. 2–3); © The Nigmatic, unsplash (S. 5 oben); © Evgeniy Soloviev, iStockphoto (S. 5 mittig); © Ilbusca, iStockphoto (S. 5 unten); © Marc Comes, CHB-P (S. 6–13); © The Nigmatic, unsplash (S. 14–17); © Just_Super / Isovector, iStockphoto (S. 18–21); © Jinhe Li (S. 22); © FlashMovie, iStockphoto (S. 24–28); © Nikita Karimov, unsplash (S. 30–35); © Christoph Hardt, Panama Pictures, Picture Alliance (S. 35); © gazanfer, iStockphoto (S. 36–39); © DutchScenery, iStockphoto (S. 40); © Thoth Adan, iStockphoto (S. 44); © Evgeniy Soloviev, iStockphoto (S. 44, 49); © Marc Comes, CHB-P (S. 52–53); © Isarapic, iStockphoto (S. 56); © Ilbusca, iStockphoto (S. 62, 69); © oktaydegirmenci, iStockphoto (S. 70); © Hello I'm Nik, unsplash (S. 76); © FrankHoermann / Sven Simon, Picture Alliance (S. 79); © Marc Comes, CHB-P (S. 80–81, Rückseite)

RECHTLICHER HINWEIS

Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.

Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung. Aussagen zu steuerlichen oder rechtlichen Themen ersetzen nicht die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater.

Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität, Wohnsitz oder sonstige Umstände den Zugang zu den darin enthaltenen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten.

Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieses Dokuments unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von Flossbach von Storch selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei Flossbach von Storch. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung von Flossbach von Storch nicht gestattet.

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

© 2022 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber:

Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxemburg, Luxemburg
Telefon +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

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

Umsatzsteuer-ID: LU25691460

Handelsregister: Luxemburg Nr. B 171513
Zuständige Aufsichtsbehörde: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)
283, route d'Arlon, 1150 Luxemburg, Luxemburg

Redaktionsschluss: 2. Juni 2022

XX 112 0622 XXXX DE

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

Redaktion:

Yannick Döller, Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Verena von Hugo, Dörte Jochims, Sven Langenhan, Thomas Lehr, Kai Lehmann, Shenwei Li, Julian Marx, Prof. Dr. Thomas Mayer, Christian Panster, Christof Schürmann, Kurt von Storch, Philipp Vorndran

Design: Markus Taubeneck und Heller & C

Druck: Kopp Druck und Medienservice GmbH

Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxemburg, Luxemburg

Kontakt in der Schweiz
Flossbach von Storch AG
Fraumünsterstrasse 21, CH-8001 Zürich

www.flossbachvonstorch.com

