Werbung

Flossbach von Storch

4/2021

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren

UNHEIMLICHER ANSTIEG

Was von der Inflation übrig bleibt

ROTE KARTEN

Warum China der Börse Angst macht

UNENDLICHE GESCHICHTE

Wie Geldanlage für jedermann gelingt

Die junge Generation nimmt ihre Eltern und Großeltern in die Pflicht und pocht auf mehr Klimaschutz. Das ist gut so! Aber: Sie sollte bei der Debatte mit den „Alten“ noch ein weiteres, wichtiges Thema zur Sprache bringen – ihre Rente. Denn auch da wird sie die Zeche am Ende zahlen, wird für die Versäumnisse der Alten geradestehen müssen. Es war einmal ein Generationenvertrag! Der demografische Wandel, die Bevölkerungsalterung, bringt die sozialen Sicherungssysteme an die Grenzen ihrer Belastbarkeit, insbesondere die gesetzliche Rentenkasse. Die staatlichen Zuschüsse steigen und steigen. Viel Geld, das an anderer Stelle, für wichtige Investitionen etwa, fehlt. Wenn es nicht gelingt, die Rentenversicherung zu reformieren – grundlegend – dann droht vielen, heute jungen Menschen, im Alter die Armut. Es ist höchste Zeit, mehr aus der Altersvorsorge zu machen.

Flossbach von Storch

POSITION 4/2021

als PDF-Download oder im kostenfreien Abo

www.flossbachvonstorch.de/position

AUF EIN WORT

Wer noch nach einem Anlass sucht, sich um das eigene Vermögen zu kümmern, sollte sich einmal die Inflation anschauen. In der Eurozone stieg sie zuletzt in der Spitze um 4,1 Prozent zum Vorjahreszeitraum. In Deutschland waren es sogar 4,5 Prozent. Das sind die höchsten Sätze seit den Jahren 2008 beziehungsweise 1993. Bei „Anlagen“ auf Zinskonten zu Null- und Minuszinsen ist da wohl nur noch eines sicher: Der stete Wertverlust.

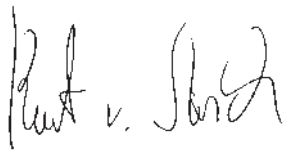
Die Inflation ist gekommen, um zu bleiben. Selbst wenn sich die Wirtschaft wieder etwas normalisiert und sich die Engpässe in den Lieferketten bald wieder auflösen. Es folgen Zweitrundeneffekte und das nicht nur bei den nächsten Gehaltsrunden, wenn Angestellte mit Blick auf die steigenden Lebenshaltungskosten etwas mehr erwarten. Mittel- bis langfristig kommen mit den drei „D“ in Form von Deglobalisierung, Dekarbonisierung und Demografie weitere Inflationstreiber hinzu.

Auf die Notenbanken sollten sich Sparer wohl besser nicht verlassen. Ihnen sind die Hände gebunden, denn die rasant gestiegenen Staatsschulden erlauben keine nennenswerte Zinserhöhung. Aus Sicht mancher Finanzminister ist Inflation letztlich sogar ein Segen. Denn ein inflationiertes Bruttoinlandsprodukt reduziert die Schuldenquote – und zwar ohne irgendwelche Sparmaßnahmen.

Und die Anleger? Auch wenn Anleihen bei einer flexiblen und opportunistischen Strategie noch einige Chancen bieten können, sind Aktien (und vielleicht auch noch Gold) die einzigen liquiden Anlageklassen, die einen Vermögensschutz bieten. Das gilt übrigens auch dann, wenn die Inflation wieder sinken würde. Denn die Zinsen bleiben niedrig und Aktien (auch) deshalb attraktiv. Zumindest die Titel von soliden Unternehmen mit langfristig erfolgreichen Geschäftsmodellen.

Die Rückkehr der Inflation ist nicht nur für Privatanleger ein Thema. Sie hat eine gesellschaftliche und politische Dimension. Es geht nun um den Wohlstand einer ganzen Generation. Um eine Altersvorsorge, die in Deutschland ihren Namen schon längst nicht mehr verdient. Nach einer zinslosen Dekade wird es allmählich Zeit, sich der Realität zu stellen. Es ist Zeit für einen Aufbruch. „Aktien for Future“, könnte ein Leitspruch dafür sein. Wenn Sie mehr dazu erfahren möchten, empfehlen wir ihnen den Artikel auf Seite 6.

Viel Spaß bei der Lektüre!



Kurt von Storch
Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch AG

Flossbach von Storch

POSITION

4/2021

WELTBILD

Generationengerechtigkeit
6 **Aktien for Future**

Interview
12 **„Meinetwegen auch Kühlschränke“**

Vermögenspreise
16 **Krise? Welche Krise?**

Kolumne
20 **Mail aus Shanghai**

ANLAGESTRATEGIE

Verbraucherpreise
22 **Die Inflation ist zurück**

Aktienauswahl
28 **Der Preis des Potenzials**

Regulierung
34 **Chinas rote Karten**

Interview
38 **„Gute Unternehmen gibt es nicht nur in China“**

Die Welt in Charts
42 **Ohne Alternative**

Interview
44 **„Viel mehr Grau als Schwarz oder Weiß“**

KONTEXT

Börsenwissen
48 **Die unendliche Geschichte**

History
52 **Um jeden Preis**

In eigener Sache
62 **On Air**

Stratege & Stratege
64 **Zu guter Letzt**

66 Glossar

Vermögenspreise

Krise? Welche Krise?

Warum die Preise für Aktien oder Immobilien weiter steigen.

16

Aktienauswahl

Der Preis des Potenzials

Was Unternehmen auszeichnet, deren Aktien sich als Inflationsschutz eignen.

28

History

Um jeden Preis

Wie die Notenbanken in den vergangenen Jahren die (Investment-)Welt verändert haben.

52

A K T I E N

Die gesetzliche Rentenversicherung wird zum Zuschussgeschäft für Vater Staat – weil die Demografie gnadenlos ist. Jüngere Generationen werden darunter zu leiden haben. Was tun? Auf der Suche nach Lösungen.

von Bert Flossbach

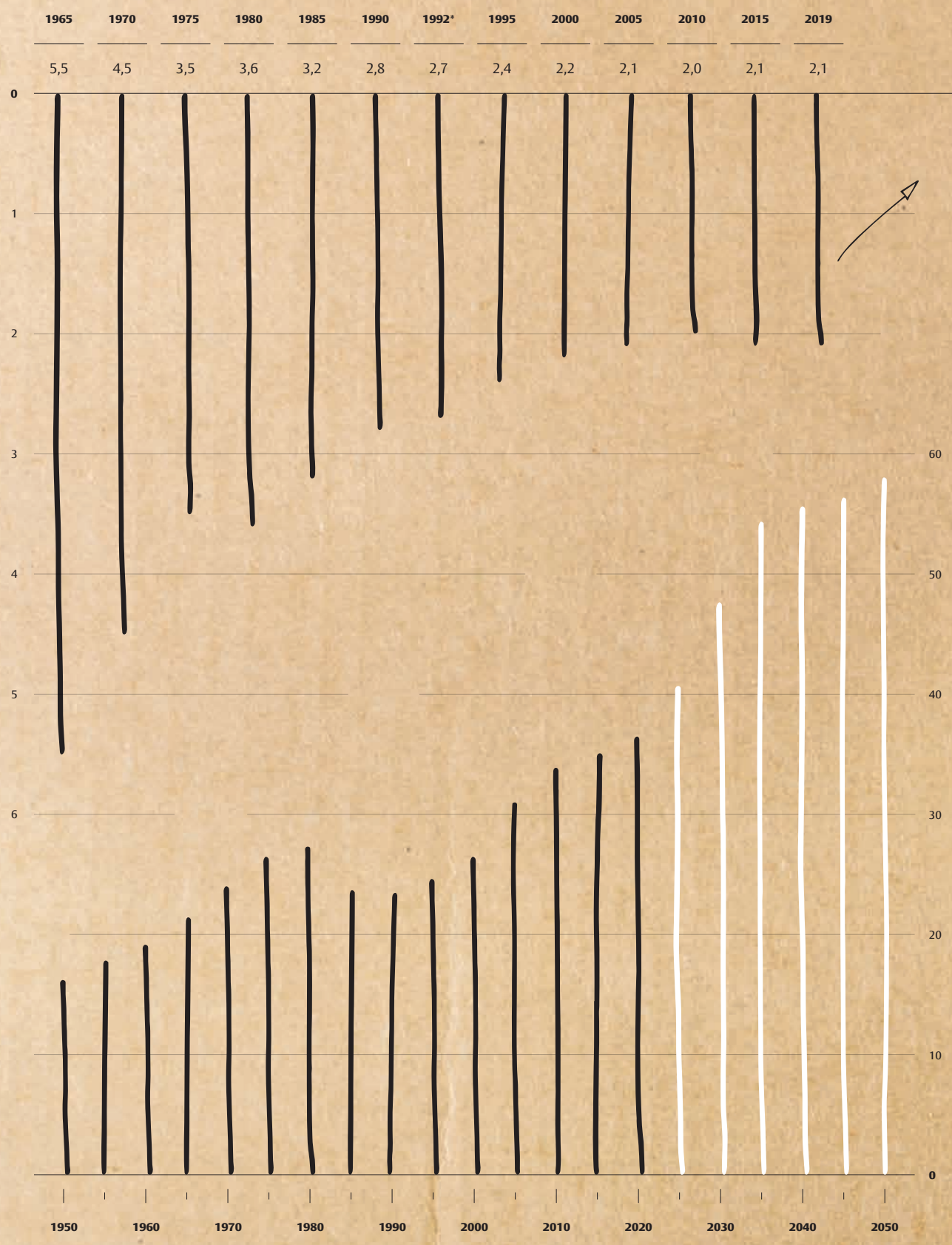
Die Sozialausgaben in Deutschland sind heute so hoch wie niemals zuvor. Im aktuellen Sozialbericht der Bundesregierung ist die sogenannte Sozialleistungsquote für das Jahr 2020 mit 33,6 Prozent ausgewiesen – das sind 2,8 Prozentpunkte mehr als zur Hochzeit der Finanzkrise im Jahr 2009. Das bedeutet, dass Deutschland heute mehr als ein Drittel seiner gesamten Wirtschaftsleistung (Bruttoinlandsprodukt, BIP), aller hierzulande produzierten Güter und Dienstleistungen, für soziale Leistungen ausgibt – mehr als eine Billion Euro!

Natürlich ist ein Teil des Anstiegs auf die Corona-Pandemie zurückzuführen. SARS-CoV-2, das winzig kleine Virus, belastet nicht zuletzt die sozialen Sicherungssysteme. Das dürfte niemanden verwundern. Bemerkenswert ist aber, dass der Anteil der Sozialleistungen am BIP im Jahr 2025 mit 32 Prozent kaum niedriger liegen soll als heute – so zumindest sah es die Planung der „alten" Bundesregierung vor. Zum Vergleich: Kurz nach der Wiedervereinigung, Anfang der 1990er-Jahre, betrug der Anteil der Ausgaben für Sozialleistungen noch um die 25 Prozent der Wirtschaftsleistung ...

DIE BABYBOOMER VERABSCHIEDEN SICH IN RENTE

Ein guter Teil der gestiegenen Sozialausgaben entfällt auf Rentenkasse und Krankenversicherung. Was nichts anderes bedeutet, als dass sich die Demografie – und hier besonders die Bevölkerungsalterung – zunehmend bemerkbar macht. Die „Alten" werden älter (was grundsätzlich etwas Schönes ist) und ihr Anteil an der Gesamtbevölkerung wächst, wohingegen der der „Jungen" schwindet. Dieser Trend wird sich sogar noch beschleunigen, denn die sogenannten Babyboomer, also die Vertreter der geburtenstarken Jahrgänge 1955 bis 1969, verabschieden sich in den kommenden Jahren nach und nach in Rente ...

Was das bedeutet, spiegelt der sogenannte Altenquotient wider, das heißt die Anzahl der über 65-Jährigen im Vergleich zu den Personen im erwerbsfähigen Alter (20 bis 64 Jahre). Im Jahr 2000 kamen 27 Personen ab 65 Jahren auf 100 Personen →


1965 1970 1975 1980 1985 1990 1992* 1995 2000 2005 2010 2015 2019
5,5 4,5 3,5 3,6 3,2 2,8 2,7 2,4 2,2 2,1 2,0 2,1 2,1
0
1
2
3
4
5
6
60
50
40
30
20
10
0
1950 1960 1970 1980 1990 2000 2010 2020 2030 2040 2050

Grafik 1
Immer weniger Beitragszahler je Altersrentenbezieher

Anzahl der Beitragszahler je Altersrentenbezieher

*Bis 1992: Früheres Bundesgebiet

Quelle: Deutsche Rentenversicherung, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021
Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.

im erwerbsfähigen Alter. Im Jahr 2015 waren es bereits 35. Anfang der 2030er-Jahre werden es mehr als 50 sein. Auf zwei Menschen im erwerbsfähigen Alter, von denen längst nicht alle erwerbstätig sein werden, kommt also ein Rentner (vgl. Grafik 1 und 2).

Für die sozialen Sicherungssysteme, allen voran die gesetzliche Rentenversicherung, ist das ein Problem. Mehr aber noch für die Jungen, die in die Rentenkasse einzahlen und damit die Renten ihrer Eltern und Großeltern bezahlen müssen. Letztere konnten sich noch auf den sogenannten Generationenvertrag verlassen. Einen Vertrag, der zwar niemals ratifiziert wurde, aber doch zum unverrückbaren Wertekonstrukt der Nachkriegspolitik hierzulande gehört. 1957 wurde das bis dahin kapitalgedeckte Rentensystem durch ein umlagefinanziertes System ersetzt. Die Erwerbstätigen, die Jungen, zahlen seither für die Renten der Alten in die gesetzliche Rentenkasse ein – und hoffen, dass ihre Kinder es ihnen später gleich tun werden. Eine Abmachung zwischen den Generationen. So sollte es auf ewig sein. Ähnlich funktioniert das Rentensystem in anderen Eurostaaten, in Spanien beispielsweise.

Können sich die Jungen in Zukunft auch noch auf den Generationenvertrag verlassen?

DAS PROBLEM LÄSST SICH SCHWERLICH LÖSEN

Was, wenn sich die Altersstruktur einer Gesellschaft verändert – wenn eine Gesellschaft zunehmend altert? Wie lässt sich ein Umlageverfahren wie die gesetzliche Rentenkasse dauerhaft finanzieren?

Eine Lösung dieses unmittelbar vor uns stehenden Problems ist nicht einfach. Die Leistungen zu senken, ist politisch kaum durchsetzbar. Das Gleiche gilt für eine weitere Erhöhung des Renteneintrittsalters. Also bleiben nur höhere Sozialversicherungsbeiträge, arbeitgeberfinanzierte Leistungen und/oder höhere Zuschüsse aus der Staatskasse.

Um eine massive Umverteilung in der gesetzlichen Rentenversicherung zu vermeiden, die die Jungen überlasten oder die Rentner verarmen lassen würde, hilft es auch nicht, Selbstständige und Beamte in die gesetzliche Rentenversicherung einzubeziehen, da damit neue Leistungen oder höhere Personalkosten für den Staat verbunden wären.

DIE STAATLICHEN ZUSCHÜSSE WACHSEN UND WACHSEN

Wenn das Versorgungsniveau nicht fallen oder die Beitragssätze nicht stark steigen sollen, dann bleibt nur Vater Staat als Geldgeber. Andersherum: Die Bundeszuschüsse von zuletzt 101,8 Milliarden Euro müssen steigen – deutlich steigen sogar. →

Grafik 2
Die demografische Last steigt weiter an

Altersquotient: Anzahl der über 65-Jährigen, die auf jeweils hundert Personen im erwerbsfähigen Alter (20 bis 64 Jahre) kommen

Prognostizierter Altersquotient

Quelle: United Nations World Population Prospects 2019, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021
Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.

Ein im Frühjahr veröffentlichtes Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie kommt zu dem Ergebnis, dass 2045 – bei unverändertem Versorgungsniveau und gleichen Beitragssätzen – zusätzliche Bundeszuschüsse in Höhe von 23 Prozent des Haushalts in die Rentenversicherung notwendig würden. Was nichts anderes bedeutet, als dass etwa die Hälfte des Haushalts draufginge, um die Rente zu stützen. In absoluten Zahlen betrüge der Rentenzuschuss dann 185 Milliarden Euro, in Preisen von heute wohlbemerkt (vgl. Grafik 3).

Die Vorstellung, irgendwann wieder einen ausgeglichenen Staatshaushalt vorzeigen zu können, erscheint vor diesem Hintergrund illusorisch. Es verwundert daher nicht, dass fast alle Parteien in den vergangenen Wahlkampfmonaten das Thema Rente gemieden haben wie der Teufel das Weihwasser. Wer Zweifel an der Leistungsfähigkeit des Umlageverfahrens und damit der Sicherheit der Renten hegt, kann bei der immer wichtigeren älteren Wahlbevölkerung nicht punkten.

DER „KIPPPUNKT“ IST NICHT MEHR WEIT

In vier Jahren könnte das ganz anders aussehen; in vier Jahren könnte das Thema Rente den Wahlkampf dominieren, stärker noch als der Klimaschutz – spätestens jedoch 2029. Die Zeit zu handeln und sinnvolle Reformvorschläge zu erarbeiten wird knapp, denn der „Kipppunkt“ bei der Rente steht unmittelbar bevor.

Ohne die kapitalgedeckte Altersvorsorge zu stärken, ganz gleich ob als betriebliche, private oder staatliche Variante, ist eine generationengerechte Rente nicht mehr zu erreichen. Der Schwerpunkt muss hierbei auf ertragreichen Produktivanlagen wie Aktien liegen, denn Zinspapiere oder Lebensversicherungen mit Garantieversprechen sind mangels Ertragsperspektiven keine Lösung.

Wer nicht warten möchte, bis der Staat etwas tut, sollte spätestens jetzt beginnen, in ein gut diversifiziertes Aktienportfolio zu investieren – sei es durch regelmäßige Einzahlungen oder eine Umschichtung aus kostenpflichtigen Zinsanlagen. Der Staat sollte dies nach Kräften fördern, etwa durch Zuschüsse an Geringverdiener und höhere Freibeträge für langfristige Anlagen.

Dazu müssen aber das Bewusstsein für mehr Eigenvorsorge und die langfristigen Vorzüge einer Beteiligung am Produktivkapital geschärft werden. Vielleicht gelingt das mit einer neuen Bewegung: Aktien for Future! ◆

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

Grafik 3
Enorme Steigerung des Rentenzuschusses droht
Die gesetzliche Rentenversicherung wird zunehmend von Bundesmitteln abhängig

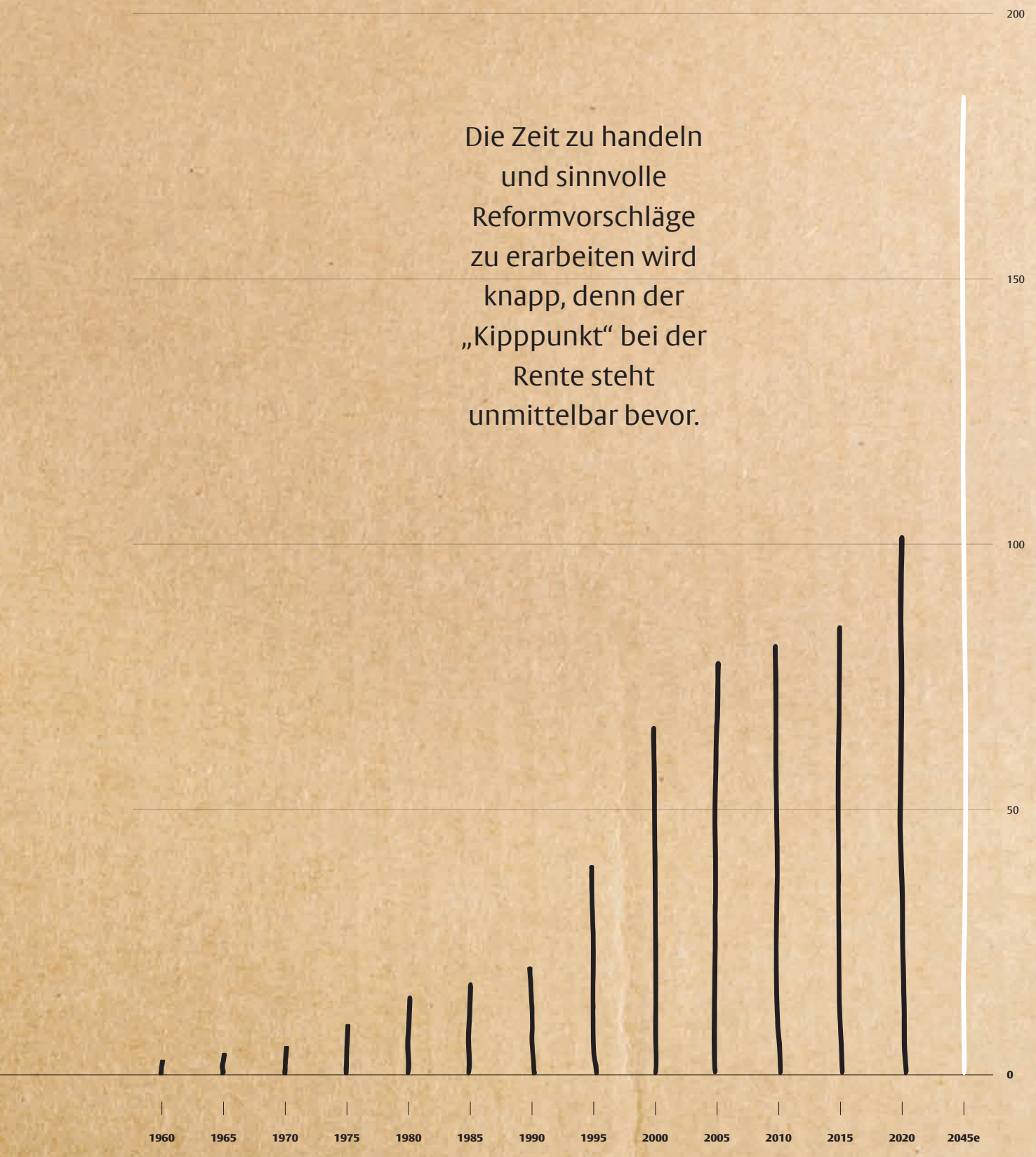
Bundesmittel an die gesetzliche Rentenversicherung in Mrd. Euro *

Prognostizierte Bundesmittel

* Bis 1990: Früheres Bundesgebiet; Schätzung für 2045 in Preisen von 2020

Quelle: Deutsche Rentenversicherung, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021
Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.

Die Zeit zu handeln und sinnvolle Reformvorschläge zu erarbeiten wird knapp, denn der „Kipppunkt“ bei der Rente steht unmittelbar bevor.



„Meinetwegen auch Kühlschränke“

Die Preise steigen so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Philipp Vorndran erläutert, was das für Anleger bedeutet.

Im Oktober hat die Verbraucherpreisinflation in Deutschland die Vier-Prozent-Marke im Vergleich zum Vorjahr erneut überschritten. Sie liegt damit auf dem höchsten Stand seit 28 Jahren – wird dieser Trend länger anhalten?
Gute Frage. Es gab einige Sondereffekte, etwa die im Januar eingeführte Kohlendioxidabgabe auf Benzin, Diesel, Heizöl und Gas oder das Auslaufen der in der Coronakrise zeitweise geltenden Umsatzsteuererleichterungen; beides waren einmalige Effekte. Hinzu kommen pandemiebedingte Schwierigkeiten bei den Lieferketten. Nehmen wir den deutlichen Anstieg der Holzpreise oder die Knappheit bei verschiedenen Baumaterialen oder Computerchips. Bei Letzteren könnten uns die Engpässe wohl noch etwas länger begleiten. In Summe, also bereinigt um die Sondereffekte, dürften die Inflationsraten zwar wieder zurückfallen, aber auf ein Niveau, das immer noch spürbar über dem der vergangenen Jahre liegt. Es gibt auch genügend strukturelle Gründe, die uns veranlassen zu argumentieren, die Inflation ist gekommen, um zu bleiben.

Wie hoch wird die Teuerungsrate im kommenden Jahr um diese Zeit sein?
Wir haben keine Kristallkugel. Insofern tun wir uns mit Stichtagsprognosen schwer. Für Anleger ist das auch nicht entscheidend. Es reicht zu wissen, dass die Wahrscheinlichkeit eines nachhaltigen Inflationsanstiegs relativ hoch ist.

Das bedeutet einen höheren Kaufkraftverlust als bisher – in einem Umfeld von dauerhaften Null- und Negativzinsen.
Genau. Und das sind keine guten Nachrichten für Zinssparer – für Anleger, die ihr Geld beispielsweise in Festgeld oder klassischen Anleihen halten. Das höhere Niveau der Verbraucherpreisinflation drückt die Realzinsen ins Negative. Dass sich daran schnell etwas ändert, sollten Sparer besser nicht erwarten, zumal die Europäische Zentralbank (EZB) bereits angekündigt hat, dass sie nicht so bald reagieren wird.

Trotzdem betonen viele deutsche Sparer gerne, dass sie besser schlafen, wenn ihr Geld auf dem Konto liegt, als wenn es an den Aktienmärkten investiert ist, wo die Wertentwicklung zeitweise schwanken kann.
Wenn ich das höre, empfehle ich immer, mit Freunden aus der Türkei zu reden, die Erfahrung haben mit sehr hohen Inflationsraten. In der Regel erhält man von ihnen eine Antwort wie: „Ich schlafe erst dann ruhig, wenn mein Geld eben nicht mehr auf der Bank liegt, sondern investiert wurde“ – in Häuser, Unternehmen, Gold oder meinetwegen Kühlschränke; Hauptsache, in Sachwerte. →

Kühlschränke kaufen, im Ernst?
Etwas überspitzt formuliert: ja. Solange die Inflation aber nicht ausufert, und das bleibt unser Szenario, gibt es zweifellos bessere Optionen. Von daher ist das keine Empfehlung, sondern bitte mit einem Augenzwinkern zu verstehen. So oder so brauchen Anleger in Zeiten negativer Realzinsen erstklassige Sachwerte, wenn sie ihr Vermögen mittelfristig zumindest erhalten wollen. Die Deutschen sind im Übrigen nicht nur wegen ihrer Vorliebe für unverzinste Konten der Inflation besonders stark ausgesetzt, sondern auch, weil es keine entwickelte Volkswirtschaft gibt, in der im Schnitt so wenige Eigentümer ihrer vier Wände sind. Deswegen auch die hitzige Diskussion über Mietbremse und Verstaatlichung von Wohnungsunternehmen.

Ein ausreichender Schutz vor Inflation wird gemeinhin auch Gold zugesprochen.
Stimmt, aber bei Gold ist die Wirkung als Inflationsausgleich eher träge. Es funktionierte nicht auf Jahressicht, speziell dann, wenn die Inflation bei unter fünf Prozent lag und zeitgleich die Renditen von Anleihen stiegen. Langfristig erwarten wir aber, dass Bewegungen beim Goldpreis die Inflation ausgleichen, nicht mehr, aber auch nicht weniger. Wir sehen es in unserer Anlagestrategie daher auch als Währung der letzten Instanz, die das Vermögen schützen soll, wenn das Vertrauen in das Finanzsystem schwindet.

Mit Gold kann ich also auf lange Sicht Vermögen erhalten, aber nicht unbedingt mehren. Wenn ich nun auf ein Aktienportfolio setzen würde – breit gestreut und global ausgerichtet. Kann sich dann eine Phase mit höherer Inflation positiv auf meine Ertragschancen auswirken?
Auch bei Aktien ist die Wirkung als Inflationsschutz nicht unbedingt eindeutig. Historisch gesehen waren Phasen mit hoher Inflation nicht immer gut für die Aktienmärkte. Von 1972 bis 1979 beispielsweise stieg die US-Inflation durch den Ölpreisschock von 6 auf 13,5 Prozent. Die Notenbank hob daraufhin in mehreren Schritten die Zinsen von 6 auf 19 Prozent an. Klar, dass zu einer Zeit, wenn man mehr als 20 Prozent Rendite für US-Staatsanleihen bekommen kann, Aktien wenig spannend waren, auch wenn die Gewinne trotz schwacher Wirtschaftsdynamik im Durchschnitt deutlich zulegen konnten.

Ist das auch jetzt zu erwarten?
Das größte Problem für die Aktienmärkte damals war, dass die Zinsen so stark gestiegen sind. Die Bewertung von Aktien ist schließlich nichts anderes als die abgezinsten Ertragserwartungen von Unternehmen. Letztere fallen mit steigenden Zinsen. Dieses Mal ist mit einer solchen Entwicklung nicht in vergleichbarem Umfang zu rechnen, weil die Zinsen wegen der gewaltigen Verschuldung weltweit niedrig bleiben müssen. Aber es würde mich nicht überraschen, wenn am Markt ein Zinsanstieg immer wieder zum Thema wird und zu temporären Rückschlägen an den Aktienmärkten führen würde.

„So oder so brauchen Anleger in Zeiten negativer Realzinsen erstklassige Sachwerte, wenn sie ihr Vermögen mittelfristig zumindest erhalten wollen.“

Mittelfristig könnte man mit einem Aktien-Portfolio aber punkten?
Das kommt darauf an.

Worauf?
Entscheidend ist, wie robust die Geschäftsmodelle der Unternehmen sind, in die Sie investieren. Nur wenn Unternehmen die höheren Kosten aufgrund der gestiegenen Inflation an Kunden weiterreichen können, eignen sie sich als Inflationsschutz. Denn dann steigen neben den Kosten auch die Umsätze und die Gewinne.

Einfach einen börsengehandelten Indexfonds (ETF) auf einen breit gestreuten Aktienindex zu kaufen, wäre damit keine gute Idee?
Nicht unbedingt. Ein Aktienindex soll einen Markt spiegeln und möglichst repräsentativ sein. Es sind daher gute und weniger gute Titel enthalten. Investments können attraktiv sein, solange es auf dem jeweiligen Markt deutlich nach oben geht, in Rallyphasen. Irgendwann hebt die Flut aber nicht mehr alle Schiffe. Die Aktienauswahl ist dann das A und O.

Und wie finden Anleger „gute" Unternehmen, also Unternehmen, die höhere Kosten weiterreichen können?
Das ist die entscheidende Frage. Qualitätsunternehmen sind unseres Erachtens durch eine attraktive und möglichst gut vorhersagbare Ertragsentwicklung gekennzeichnet. Um attraktive Geschäftsmodelle herauszufiltern, legen unsere Analysten mehrere Kriterien an. Unsere Analyse beginnt mit dem Markt, auf dem der Umsatz erzielt wird. Wir suchen Unternehmen mit einer starken Wettbewerbsposition, einer sauber finanzierten Bilanz, erstklassigem Management und ausreichend Wachstumspotenzial. Nicht alle Unternehmen erfüllen diese Kriterien gleichermaßen. Unser Job ist es deshalb, Chancen und Risiken jedes einzelnen Investments abzuwägen, immer wieder. Dabei ist mir ein Hinweis noch ganz wichtig: Ein sehr gutes Unternehmen muss noch lange kein sehr gutes Investment sein. Dann nämlich nicht, wenn der Preis schon sehr viel Gutes vorwegnimmt, die Aktie also zu teuer ist.

Inflation ist letztlich ja auch Ausdruck schwindenden Vertrauens in Währungen. Wie groß ist die Gefahr, dass die Menschen das Vertrauen in das Papiergeldsystem verlieren?
Speziell wenn eine Lohn-Preis-Spirale in Schwung kommt, besteht definitiv dieses Risiko. Aktuell ist das noch nicht der Haupttreiber der Inflation. Die nächsten zwölf Monate werden dafür sehr entscheidend. Solche Debatten werden derzeit primär unter Finanzexperten geführt. Eine Diskussion in der breiten Öffentlichkeit darüber, ob das Vertrauen in unsere Währung gerechtfertigt ist, sehen wir noch nicht, auch wenn unser Geld- und Finanzsystem in den vergangenen Jahren fragiler geworden ist. Je länger aber die Phase hoher Inflationsraten andauert, umso größer wird das Risiko, dass Vertrauen verloren geht. Deshalb verfolgen wir diese Entwicklung sehr aufmerksam.

Vielen Dank für das Gespräch.

Philipp Vorndran ist Kapitalmarktstratege bei der Flossbach von Storch AG.

Krise? Welche Krise?

Die Pandemie veränderte das Leben der meisten Menschen. Dem Vermögen hat sie nicht geschadet. Im Gegenteil.

von Pablo Duarte

Corona ist nicht nur eine Gesundheitskrise. Sie markiert auch einen ökonomischen Einschlag, der Deutschland heftig getroffen hat, und in der Geschichte seinesgleichen sucht. Die zahlreichen Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie führten zu einem massiven Einbruch der Wirtschaft. Im zweiten Quartal 2020, kurz nach dem Ausbruch der Pandemie in Europa, sank das Bruttoinlandsprodukt Deutschlands um mehr als elf Prozent und die Industrieproduktion um fast ein Viertel gegenüber dem Vorjahreszeitraum.

Durch massive staatliche Hilfsprogramme, wie etwa Kompensationen für Verdienstausfälle oder Kurzarbeitergeld, wurde der Einbruch abgefedert. Der Umfang dieser Unterstützungen und der starke Rückgang bei den Steuereinahmen haben die Staatsverschuldung Deutschlands aber rasant in die Höhe getrieben. Laut Statistischem Bundesamt stieg die Verschuldung von Bund, Ländern, Kommunen und Sozialversicherungen seit dem Beginn der Coronakrise bis zum Ende des ersten Quartals 2021 um mehr als 300 Milliarden Euro – Tendenz deutlich steigend. Hinzu kommen mögliche Verpflichtungen gegenüber der Europäischen Kommission, die für die Mitglieder gemeinsame Schulden aufnimmt, um Hilfen im Wert von 750 Milliarden Euro an die von der Coronakrise besonders betroffenen Mitgliedsländer auszuschütten. Letztlich sorgt auch die Europäische Zentralbank (EZB) mit dauerhaften Null- und Minuszinsen und massiven Anleihekäufen dafür, dass die ausufernden Schulden tragbar bleiben.

So eindrucksvoll die ökonomischen Zahlen erscheinen mögen, so wenig scheint sich die Pandemie bislang in der privaten Vermögensplanung zu spiegeln. Darauf deutet zumindest der Vermögenspreisindex des Flossbach von Storch Research Institute hin, der die Preisentwicklung der Vermögenswerte misst, die sich im Besitz der Deutschen befinden. Diese steigen trotz eines kleinen Rücksetzers zu Anfang der Pandemie rasant – und deutlich schneller als die Verbraucher- oder Erzeugerpreise (vgl. Grafik 1 auf der folgenden Seite). Bis zum Ende des ersten Halbjahres dieses Jahres verteuerten sich die Vermögenspreise um rund 16 Prozent gegenüber dem entsprechenden Wert von vor zwei Jahren, als es noch keine Corona-Infektionen in Deutschland gab. Zum Vergleich: Die Verbraucherpreise stiegen im gleichen Zeitraum nur um etwas mehr als drei Prozent, die Erzeugerpreise um rund fünf Prozent.

Die Auswertung zeigt die verschiedenen Gesichter der Inflation in Deutschland. Während vor allem die gestiegenen Verbraucherpreise (die das Statistische Bundesamt auf Basis eines Warenkorbes von 650 Güterarten erfasst und die zuletzt vor allem wegen steigender Energiepreise anzogen) in den vergangenen Monaten regelmäßig für Schlagzeilen sorgten, fanden Preissteigerungen für Vermögenswerte weniger Beachtung. Zu Unrecht, wie wir finden. Wenn Immobilien, Betriebsvermögen oder Aktien für Teile der Gesellschaft immer →

weniger erschwinglich werden, während andere von eben dieser Entwicklung stark profitieren, bleibt das in einer Gesellschaft nicht folgenlos.

Schon vor Corona stiegen die Vermögenspreise schneller als die Preise für Dinge des täglichen Bedarfs. Eine Ursache für diese Entwicklung liegt in der expansiven Geldpolitik der EZB, die sich auch in einem zunehmend inflationären Umfeld nicht ändern soll. Ausufernde Staatsschulden und gewaltige Ausgabenpakete engen den Spielraum der Notenbanker ein. Man könnte auch sagen: Die Finanzminister haben schon länger die fiskalische Dominanz übernommen. Nur der dauerhafte Verzicht auf positive Realzinsen sichert die Solvenz überschuldeter Staaten. Und die Erwartungen einer daraus resultierenden möglichen Geldentwertung lässt die Nachfrage nach Vermögenswerten weiter ansteigen.

Denn in diesem Umfeld sind vor allem Sachwerte gefragt. Immobilien verteuerten sich aber in den vergangenen drei Jahren laut Vermögenspreisindex im Durchschnitt um 16,2 Prozent, Betriebsvermögen um 42,6 Prozent und Aktien um 22,5 Prozent. Nominalwerte schnitten deutlich schlechter ab. Der Wert von Bargeld oder von Einlagen auf Giro- oder Sparkonten veränderte sich hingegen fast nicht. Laut Bundesbank lagern die Deutschen dennoch rund 2,9 Billionen Euro auf weitgehend zinslosen Konten, während nur etwa 1,7 Billionen Euro in rentierlicheren Aktien oder Investmentfonds investiert sind.

Von der Entwicklung der Vermögenspreise profitierten in den vergangenen Jahren vor allem diejenigen, die ihr Vermögen in die richtigen Anlageklassen investierten. Mit Blick auf die Vermögensverteilung der Deutschen waren das vor allem Haushalte, die Sachwerte besitzen, also vor allem in Immobilien und Unternehmensbeteiligungen investiert haben. Das sind laut Statistik vor allem vermögendere oder ältere Personen. Also diejenigen, die oft frühzeitig in rentierliche Anlageklassen eingestiegen sind.

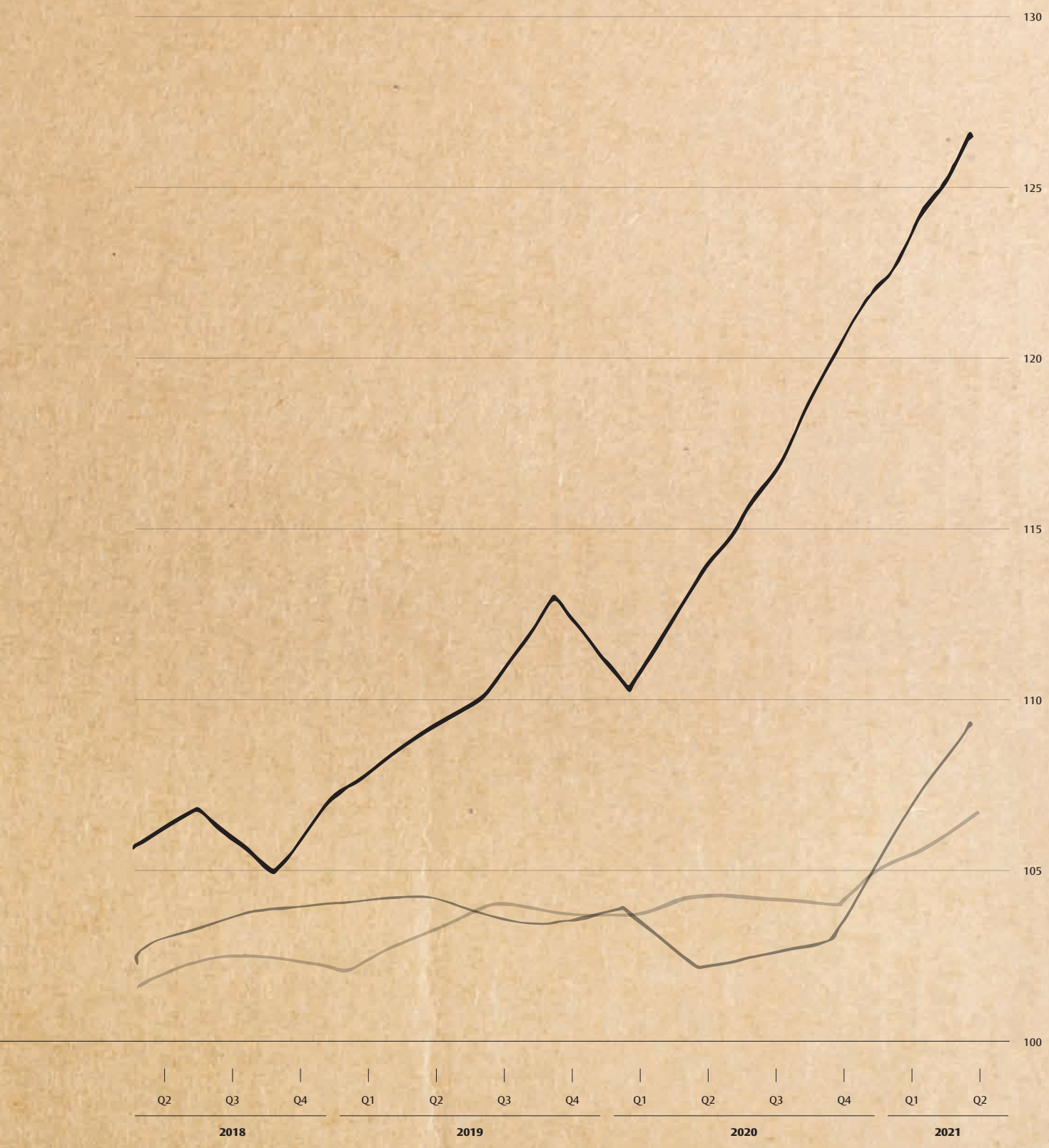
An der Geldpolitik dürfte sich unseres Erachtens auf lange Sicht wohl kaum etwas ändern. Zinssparer müssen weiterhin mit realen Wertverlusten ihres Vermögens rechnen. Was können nun diejenigen tun, die bisher kaum (oder gar nicht) von steigenden Vermögenspreisen profitiert haben? Vielleicht wäre es sinnvoll, von denen zu lernen, die in der Vermögensplanung während der vergangenen Dekade erfolgreich waren. Unternehmerisch denken – und langfristig in werthaltige Anlagen investieren. Dass „die Zinsen schon bald wieder steigen werden", dürfte wohl weiterhin Wunschdenken bleiben. ◆

Dr. Pablo Duarte ist Senior Research Analyst beim Flossbach von Storch Research Institute.

Grafik 1
Die Preise für Vermögenswerte steigen, trotz Coronakrise

Flossbach von Storch-Vermögenspreisindex
Erzeugerpreisindex
Verbraucherpreisindex

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Daten per 30. September 2021
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.


130
125
120
115
110
105
100
Q2
Q3
Q4
Q1
Q2
Q3
Q4
Q1
Q2
Q3
Q4
Q1
Q2
2018
2019
2020
2021

von Shenwei Li

MAIL AUS SHANGHAI

Wirtschaftsmotor, Supermacht, Parteiendiktatur. Wer sich für globale Trends interessiert, der blickt nach China. Die Analystin Shenwei Li berichtet von Ihren Erfahrungen – subjektiv, aus dem Blickwinkel einer Chinesin. Diesmal geht es um den Bahnverkehr.

Wenn ich mich mal wieder in unsere Hauptstadt aufmache, dann gehen mir oft viele Gedanken durch den Kopf. Vielleicht kennen Sie das auch, wenn man ein paar Stunden im Zug sitzt, aus dem Fenster schaut und die Landschaft an einem vorbeifliegt. Ich denke dann oft an Zeiten zurück, als ich noch zur Schule ging.

Damals dauerte die Fahrt von Shanghai nach Beijing mehr als zehn Stunden. Wir buchten „Yingzuo“, Wagen der zweiten Klasse. Reisende aus dem Westen bezeichneten sie meist als „Hardseater“. Reservierungen waren schwierig, die Abteile oftmals völlig überfüllt. Komfort war uns damals fremd. Kurz vor Beginn meines Studiums, im Jahr 2008, kostete ein Ticket 327 Renminbi, umgerechnet 42 Euro. Seitdem hat sich einiges getan.

In nur drei Jahren wurde der 1.318 Kilometer lange „Jinghu High-Speed Railway“ gebaut, jetzt fahren die Züge mit bis zu 350 Kilometer pro Stunde. Von außen betrachtet, erinnert ein solcher Zug an ein Raumschiff. Innen wirkt er vergleichsweise komfortabel. Täglich gibt es 42 bis 49 Verbindungen zwischen den beiden Metropolen, in Stoßzeiten verkehren die Züge alle fünf Minuten.

Die Kunden können zwischen verschiedenen Optionen wählen. Die langsamste Verbindung (24 Zwischenstopps) dauert fast sechs Stunden, die schnellste (vier Stopps) genau vier Stunden und 18 Minuten. Im schnellsten Zug kosten Tickets nun 553 Renminbi (72 Euro). Für die erste Klasse waren lange 933 Renminbi zu zahlen (130 Euro). Seit Dezember 2020 gibt es hier keinen Fixpreis mehr, sondern es sind 14 Prozent Aufpreis gegenüber der zweiten Klasse zu zahlen. Je nach Reisezeit und Verkehrsaufkommen kann der Tarif bis zu zehn Prozent rabattiert werden. Pro Kilometer werden den Reisenden damit umgerechnet fünf bis neun Eurocent berechnet.

Entschuldigen Sie bitte, wenn ich Sie diesmal mit so vielen Zahlen behellige. Vielleicht ist es für Deutsche, die vor allem ihre „Bundesbahn" gewohnt sind, aber interessant, zu erfahren, was auf Schienen anderswo möglich ist. Zwar gibt es den Eisenbahnverkehr in Deutschland schon sehr viel länger als in China. Bereits im Jahr 1835 wurde die erste Strecke zwischen Nürnberg und Fürth eröffnet. Bei meinen letzten Besuchen in Deutschland hatte ich aber nicht den Eindruck, dass die Deutsche Bahn ein verlässliches Verkehrsmittel ist.

Natürlich ist der „High-Speed Railway" zwischen Beijing und Shanghai ein Vorzeigeprojekt – und das schon seit vielen Jahren. Ausgiebig gefeiert von der Partei, Parteipresse, aber auch von den Reisenden. Mittlerweile verdienen in China aber auch andere dieser Expressverbindungen ihren Namen. Schnellzüge, die mit einem Tempo von bis zu 350 Kilometer pro Stunde unterwegs sind, erreichen in China Pünktlichkeitsquoten (laut offizieller Statistik) von 99 Prozent. Züge, die langsamer fahren (200–300 Kilometer je Stunde), kommen auf 95 Prozent.

In China ist die (moderne) Bahn ein attraktives und populäres Verkehrsmittel. Von 2013 bis 2018 stieg die Zahl der Reisen von 2,1 auf 3,4 Milliarden. In unserem Hauptverkehrsmittel, dem Bus, sank diese Zahl im gleichen Zeitraum von 18,5 auf 13,7 Milliarden. Die Zahl der Flugtickets stieg von 354 Millionen auf 612 Millionen. Die Bahn ist also mit Blick auf Pünktlichkeit und Reisedauer mehr als konkurrenzfähig. Seit dem Jahr 2013 gibt es zudem eine App, mit der Bahntickets einfach und stressfrei mobil gekauft werden können.

Und zum Abschluss noch ein paar Unternehmenszahlen: Aktien der „Beijing-Shanghai High-Speed Railway" sind seit Januar an den Festlandbörsen Chinas gelistet. Die Marktkapitalisierung betrug zu diesem Zeitpunkt 238 Milliarden Renminbi, was mehr als 31 Milliarden Euro entspricht. Im Geschäftsjahr 2019 lag die Nettogewinnmarge bei etwa 36 Prozent, der Verschuldungsgrad nur bei rund 17 Prozent. Im chinesischen Festlandsmarkt sind nur Spirituosenhersteller wie Kweichow Moutai oder Wuliangye ähnlich profitabel ...

Das Bahnunternehmen verdient einerseits Geld mit dem Verkauf von Zugtickets an Passagiere, andererseits über den Verkauf von Nutzungsrechten dieser Strecke an andere Eisenbahnbetreiber. Ende 2020 beschäftigte das Unternehmen lediglich 57 Mitarbeiter. Die meisten Dienstleistungen sind an lokale Eisenbahnbehörden entlang der Strecke auslagert. Das Unternehmen besitzt eine monopolartige Stellung. Die Strecke führt durch eine Region, in der knapp 27 Prozent der Chinesen leben, die wiederum 35 Prozent des chinesischen Bruttoinlandsprodukts erwirtschaften.

Das Beispiel dieser Eisenbahngesellschaft zeigt, wie unkonventionell und schnell Projekte in China laufen können. In einem westlichen Rechtsstaat wäre das in dieser Form wohl kaum möglich, da bei solchen Projekten etwa Besitzrechte an Grundstücken, aber auch Lärm- und Umweltschutz oder Arbeitsrechte berücksichtigt werden (müssten). Die Möglichkeit jedes Einzelnen, seine Rechte zu wahren, ist ein hohes Gut. Wir Chinesen müssen darauf verzichten. ◆

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.

Die Inflation ist zurück

In den Industriestaaten steigen die Verbraucherpreise so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Die Notenbanken sprechen von einem vorübergehenden Trend. Die Realität sieht womöglich anders aus.

von Bert Flossbach

Um 4,5 Prozent sind die Verbraucherpreise in Deutschland im Oktober im Vergleich zum Vorjahresmonat geklettert – so stark wie seit 28 Jahren nicht mehr. Die Erzeugerpreise lagen im September sogar um 14,2 Prozent über dem Vorjahreswert, was den höchsten Anstieg seit Oktober 1974 bedeutet. In der Eurozone fiel die Inflationsrate zuletzt mit 4,1 Prozent zwar etwas niedriger aus; sie markierte damit aber dennoch den höchsten Stand seit Juli 2008. In den USA stiegen die Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorjahr bereits fünf Monate in Folge um mindestens fünf Prozent. Selbst die Kerninflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel betrug vier Prozent – ein Niveau, das zuletzt 1991 erreicht wurde.

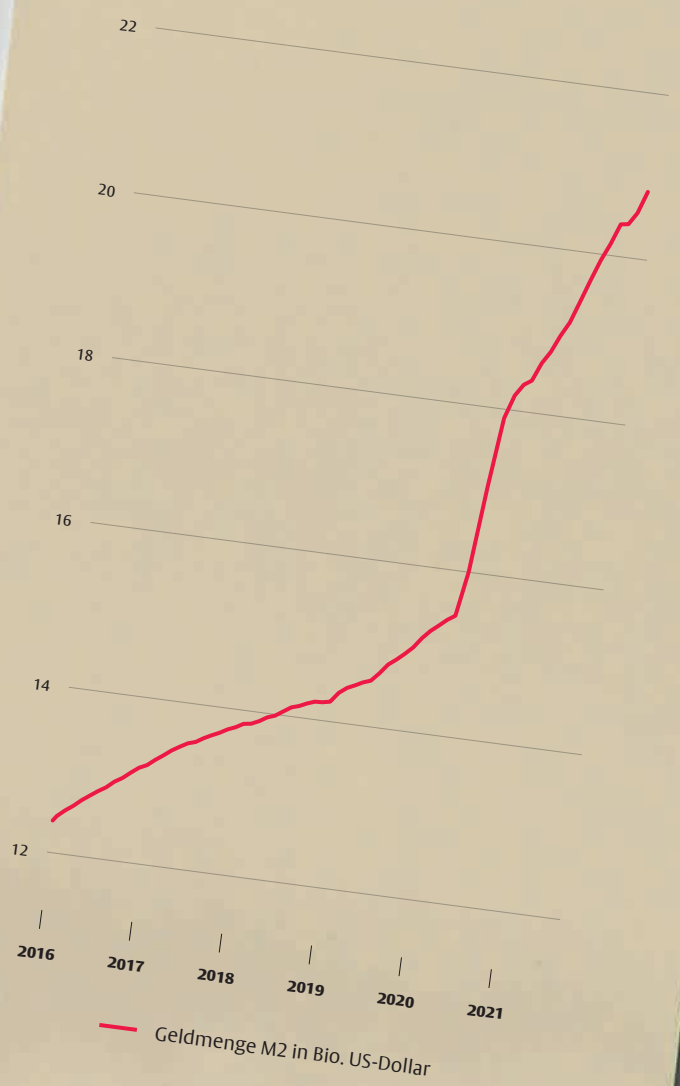
Die Ursachen für diesen Inflationsschub liegen in einer Kombination aus starker Nachfrage und einem pandemiebedingt knappen Angebot vieler Güter sowie einem deutlichen Anstieg der Energie- und Strompreise. Vor allem in den USA haben die Menschen großzügige staatliche Hilfen erhalten – Geld, das nun nach und nach verkonsumiert wird.

DER GEIST IST AUS DER FLASCHE

Dieser Coronaschub spiegelt sich auch im starken Anstieg der Geldmenge wider. Seit Februar 2020 ist die sogenannte Geldmenge M2 (Bargeld plus Einlagen von Nichtbanken bei Kreditinstituten plus Geldmarktfonds von Privatanlegern) um 34 Prozent gestiegen, was einer jährlichen Wachstumsrate von 22 Prozent entspricht (vgl. Grafik 1 auf der folgenden Seite).

Inflation ruft naturgemäß die Notenbanken auf den Plan; ihre Aufgabe ist es, für Geldwertstabilität →

Grafik 1
Coronaschub: Hohes Geldmengenwachstum seit Pandemiebeginn
Geldmenge M2 der USA



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021

zu sorgen. Lange Zeit lag die Teuerung unter der Zielmarke der Notenbanken, die deshalb alles unternommen haben, nehmen wir die Anleihekäufe, den historisch niedrigen Leitzins, um endlich die gewünschten zwei Prozent zu erreichen. Nun ist der Geist aus der Flasche und es dürfte schwer sein, ihn wieder einzufangen. Zinserhöhungen, das traditionelle Rezept in früheren Inflationsphasen, sind heute ein riskantes Unterfangen. Angesichts der hohen Staatsverschuldung und des vor allem in der Eurozone immer noch zerbrechlichen Aufschwungs sind auf absehbare Zeit allenfalls noch homöopathische Zinsdosen vertretbar.

DIE ERZÄHLUNG VOM VORÜBERGEHENDEN TREND

Deshalb beschwichtigen die Notenbanken, insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB), die Gemüter mit der Erzählung, dass es sich nur um einen zeitweisen Inflationsschub handele, der beendet sein werde, wenn sich die Lieferengpässe gelöst hätten. Sollte sich die Inflation aber als hartnäckig erweisen, wird diese Erzählung an Glaubwürdigkeit verlieren.

US-Notenbankchef Jerome Powell geht zwar inzwischen davon aus, dass die derzeitige Situation länger anhalten könnte als zunächst gedacht, doch auch er erwartet, dass sich die Lage wieder entspannt, sobald sich die Probleme in Produktion und Logistik gelöst haben. Deshalb rechne er nicht damit, dass der aktuelle Inflationsanstieg einen Trendwechsel einleite, von eher niedrigen zu eher höheren Inflationsraten, fügte aber hinzu, dass es Handlungsbedarf gebe, sollte die Fed erkennen, dass die Inflationserwartungen spürbar stiegen.

Wie wenig treffsicher die Inflationsprognosen der Notenbanken zuletzt waren, verdeutlicht ein Vergleich der zu Jahresbeginn gemachten Inflationsprognosen für das Jahr 2021 mit den im September angepassten Erwartungen (vgl. Grafik 2).

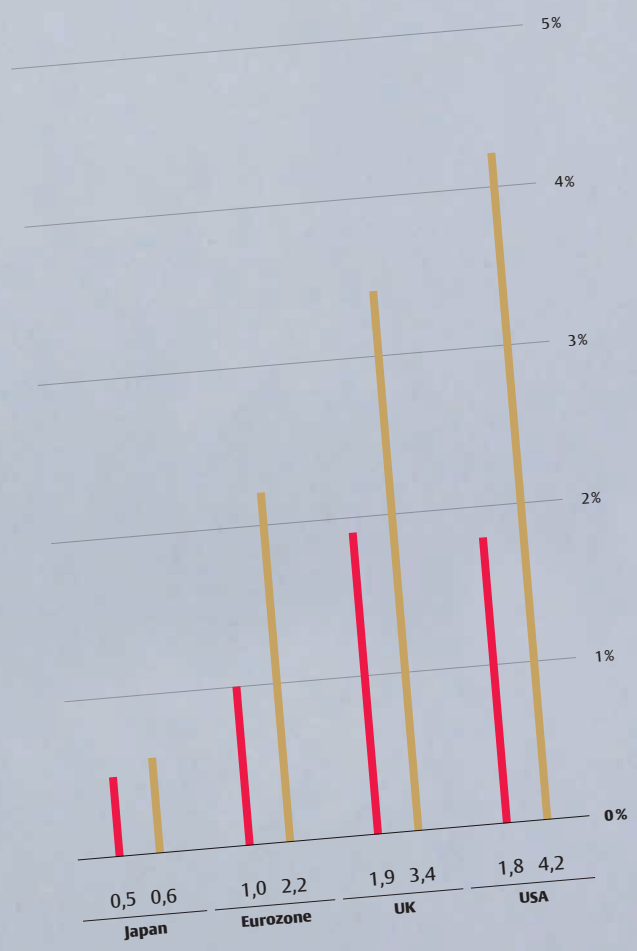
Natürlich ist es im Verlauf einer Pandemie besonders schwierig, die zukünftige Preisentwicklung zu prognostizieren. Das hält die EZB aber nicht davon ab, punktgenaue Inflationserwartungen für die kommenden Jahre zu veröffentlichen. Für 2022 prognostiziert sie eine allgemeine Preissteigerung von 1,7 Prozent und für 2023 von 1,5 Prozent. Ein kurzer Blick auf die Historie verdeutlicht die geringe Trefferquote (vgl. Grafik 3 auf Seite 26). Die Prognosen dürften vor allem dazu dienen, die Inflationserwartungen der Menschen in die gewünschte Richtung zu lenken oder, wie es im Jargon der Notenbanken heißt, zu verankern.

EGAL, WIE DAS WETTER HEUTE IST ...

Man muss kein Zyniker sein, um diese Werte als Wunschdenken zu bezeichnen. Hohe Inflationserwartungen würden die Notenbanken unter Handlungsdruck setzen und könnten auch die Anleiherenditen in die Höhe schnellen lassen. Angesichts des anfälligen Aufschwungs und der hohen Verschuldung einiger Euroländer wäre dies vor allem für die Eurozone eine große Belastung. Deshalb möchte man so lange wie möglich an der Tiefzinspolitik festhalten und rechtfertigt diese mit niedrigen Inflationserwartungen für die nächsten Jahre.

Egal, wie das Wetter heute ist, morgen wird es schön – so wie der Hotelportier im deutschen →

Grafik 2
Inflationsdynamik unterschätzt
Deutliche Anhebung der Inflationsprognosen seit Jahresbeginn



Prognose zur Verbraucherpreisinflation in 2021 per ...
Dezember 2020 * September 2021 *

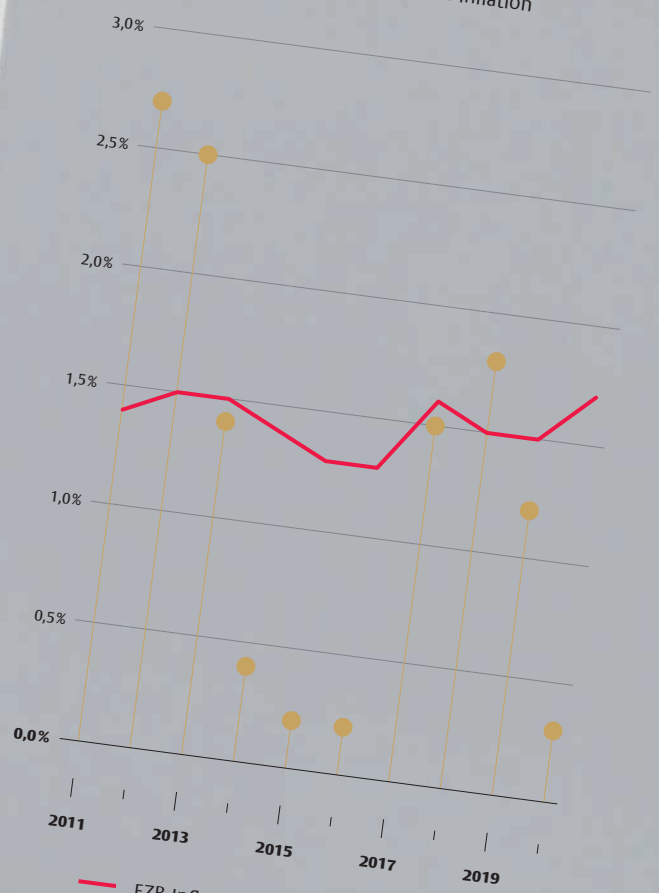
* Für Japan sind die Schätzungen per Januar 2021 bzw. per Juli 2021.

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021

Grafik 3

Prognoseunsicherheit in beide Richtungen

Historische EZB-Inflationsprognosen vs. realisierte Eurozonen-Inflation



EZB-Inflationsprognose (Dezember des jeweils vorletzten Jahres)*

Realisierte Inflationsrate

*Beispiel: Im Dezember 2018 prognostizierte die EZB, dass die Inflationsrate in der Eurozone im übernächsten Jahr 2020 bei schätzungsweise 1,7 Prozent liegt.

Quelle: Europäische Zentralbank (EZB), Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021

Dreiteiler „Die Familie Semmeling“ das anhaltend schlechte Bergwetter mit der Prognose „tomorrow nice weather“ zu entschärfen versucht, bis er schließlich das Barometer verstellt, um die Gäste bei Laune zu halten.

Es mutet schon fast bizarr an, dass die Zentralbank eine Erhöhung der Inflation auf die Zielmarke von zwei Prozent anstrebt, obwohl die Inflation schon deutlich darüber liegt. Theoretisch könnte die EZB das Spiel unendlich fortsetzen und jedes Jahr neue Schönwetterprognosen für die Folgejahre abgeben. Praktisch stößt diese Strategie aber an ihre Grenzen, wenn die Menschen der Sache nicht mehr trauen und ihre Inflationserwartungen und ihr Verhalten an die Realität anpassen.

Ob wir tatsächlich am Beginn eines neuen „Inflationsregimes“ stehen, das heißt einer anhaltenden Phase mit Inflationsraten deutlich über zwei Prozent, hängt von mehreren Faktoren ab. Auf der Angebotsseite sind es Engpässe in der Produktion und Logistik, die zumindest kurzfristig die Preise treiben. Die Nachfrageseite wird von der Konsum- und Investitionsneigung bestimmt, die vom Realzins, der verfügbaren Liquidität und dem erwarteten Wirtschaftswachstum abhängen. Dabei spielt die Psychologie eine wichtige Rolle. Je mehr Menschen die aktuelle Inflationsentwicklung als dauerhaft interpretieren, umso eher werden sie Käufe langlebiger Wirtschaftsgüter (zum Beispiel Autos) vorziehen. Dies gilt umso mehr, wenn das reichlich vorhandene Geld auf den Konten keine Zinsen bringt und durch Inflation zunehmend an Wert verliert.

Andererseits dämpfen knappheitsbedingte Umsatzeinbußen, Jobverluste, Kurzarbeit oder

Unternehmenspleiten die Konsum- und Investitionsneigung und damit auch den Preisauftrieb und das Wirtschaftswachstum. Dies verdeutlicht die Wechselwirkungen in der Wirtschaft, die sich nicht anhand mathematischer Gleichungen berechnen lassen. Es ist aber hilfreich, die Inflationsursachen zu identifizieren, um den Charakter der aktuellen Inflationsentwicklung und deren Konsequenzen besser zu verstehen.

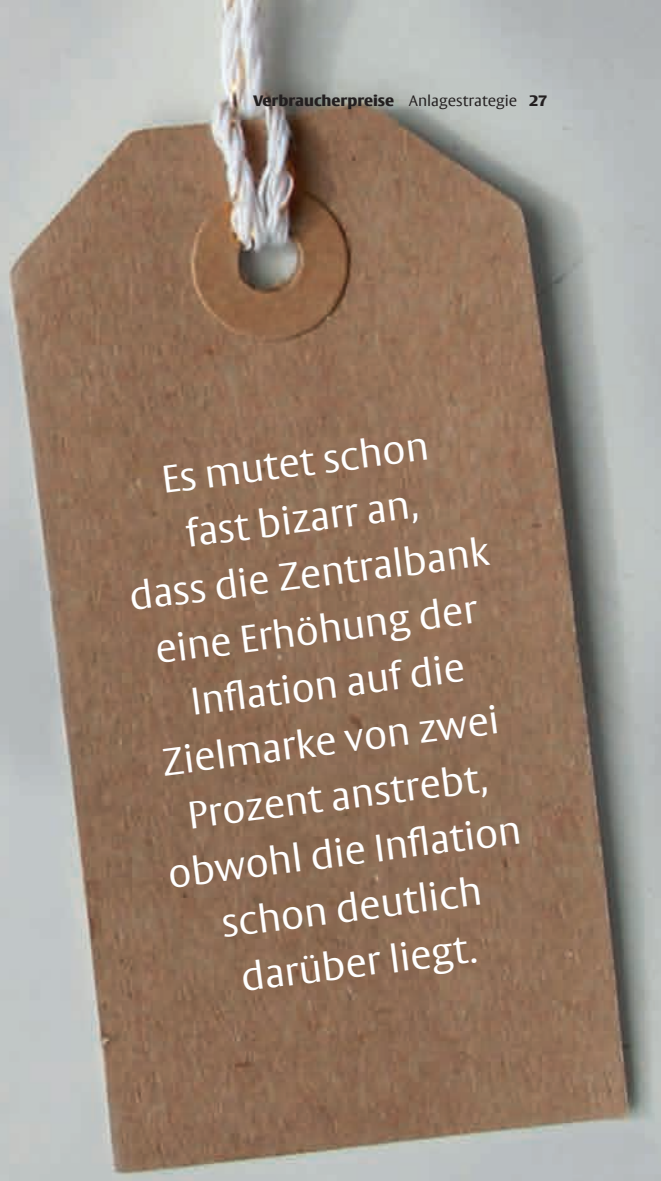
Unmittelbar inflationswirksame Faktoren, die möglicherweise temporärer Natur sind:

- Steigende Energie- und Strompreise,
- pandemiebedingt unterbrochene Lieferketten,
- Knappheit an Arbeitskräften in einigen Branchen,
- hohes Wachstum der Geldmenge (durch umfassende Corona-Hilfsmaßnahmen).

Mittelbare und langfristige Inflationstreiber:

- Deglobalisierung, also Renationalisierung von Produktionskapazitäten,
- Dekarbonisierung beziehungsweise Elektrifizierung der Wirtschaft,
- Demografie oder die zunehmende Knappheit an qualifizierten Arbeitskräften durch Ausscheiden der geburtenstarken Jahrgänge,
- höhere Lohnforderungen in den kommenden Tarifrunden (Zweitrundeneffekte)

Wir gehen davon aus, dass die Inflation gekommen ist, um zu bleiben. ◆



von Bert Flossbach

Der Preis des Potenzials

Was tun, wenn die Inflation in den kommenden Jahren höher ausfällt als in den vergangenen, der Zins aber nicht in ähnlichem Maße zulegt – nicht zulegen kann?

Auch wenn die Inflationsraten zukünftig nur bei drei oder vier Prozent lägen, würden sie den realen Wert von Sparbüchern, Kontoguthaben oder Anleihen aushöhlen. Aktien bieten einen weitaus besseren Inflationsschutz, vorausgesetzt die Unternehmen schaffen es, ihre Gewinne trotz höherer Kosten zu steigern.

Wichtig ist allerdings, dass die Zinsen nicht deutlich steigen, weil dann die Bewertung von Aktien sinken würde, so wie es in den 1970er-Jahren der Fall war. Damals kamen die Aktienkurse trotz steigender Unternehmensgewinne nicht vom Fleck, weil der extreme Zinsanstieg die Aktienbewertung halbiert hat.

VIELE INVESTOREN SIND VERUNSICHERT

Die zum Teil kräftigen Kursschwankungen der vergangenen Wochen verdeutlichen, dass die gestiegenen Inflationserwartungen und die damit verbundene Sorge vor einer strengeren Geldpolitik viele Investoren verunsichert hat.

Die werden aber damit leben müssen, denn kurzfristige Kursschwankungen sind nun einmal der Preis für langfristigen, realen Wertzuwachs, der Preis für das langfristig höhere Renditepotenzial.

Solange davon auszugehen ist, dass der Realzins sicherer Anleihen negativ bleibt, sind Aktien die einzige liquide Anlageklasse, die dem Anleger neben laufenden Erträgen auch die Aussicht auf einen realen Wertzuwachs bietet. Allerdings gilt diese Eigenschaft nicht pauschal für alle Aktien, da sie die Fähigkeit des Unternehmens voraussetzt, seine Preise und/oder Mengen so zu erhöhen, dass der Gewinn mindestens genauso stark steigt wie die Inflation. Dann würde die Aktie bei unveränderter Bewertung mindestens mit der Inflationsrate steigen und ihren realen Wert erhalten oder erhöhen.

DER ANLAGEHORIZONT IST ENTSCHEIDEND

Damit Anleger einen realen Wertzuwachs erreichen können, benötigen sie einen langfristigen Anlagehorizont und gute Nerven, eben nicht vorzeitig auszusteigen, wenn es einmal ruppiger zugeht an der Börse. Das fällt Anlegern leichter, wenn sie in Aktien zukunftsträchtiger 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,

Kurzfristige Kursschwankungen sind nun einmal der Preis für langfristigen, realen Wertzuwachs, der Preis für das langfristig höhere Renditepotenzial.

mit steigenden Kosten umzugehen als anfällige Unternehmen, die wenig profitabel sind und hohe Schulden haben.

Dies gilt in besonderem Maße für material- oder energieintensive Unternehmen, bei denen die kräftig gestiegenen Energiekosten und Engpässe bei Vorprodukten eine große Herausforderung darstellen. In Zeiten der Inflation zeigt sich, über alle Bekundungen und Werbesprüche hinaus, wie robust ein Unternehmen wirklich ist.

Profitabilität spielt dabei eine besondere Rolle, denn hochprofitable Unternehmen haben mehrere Möglichkeiten, ihre Kundenbeziehungen zu festigen und neue Kunden zu gewinnen. Sie können zeitweise 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 können sie höhere Gehälter zahlen und zusätzliche Leistungen anbieten. Wenig profitable Unternehmen haben diese Möglichkeiten zumeist nicht. Auch eine solide Bilanz mit geringer Verschuldung verschafft dem Unternehmen mehr Handlungsspielraum.

Die folgenden Aspekte sind in Zeiten steigender Inflation besonders wichtig und spielen deshalb bei unserer Unternehmensanalyse und Aktienauswahl eine große Rolle:

- **Preissetzungsmacht gegenüber Kunden (Markenstärke, Produkt- und Servicequalität),**
- **Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten (Größenvorteile, gute Beziehungen),**
- **Flexibilität in Beschaffung, Produktion und Vertrieb,**
- **effiziente Kostenkontrolle,**
- **wettbewerbsfähige Gehälter für motivierte und hochqualifizierte Mitarbeiter.**

Einige deutsche Autobauer nutzen ihre Flexibilität in Produktion und Vertrieb und verbauen die knappen Chips vor allem in Premium-Modellen mit höheren Umsatzrenditen. Trotz steigender Rohstoffkosten, Lieferverzögerungen und Engpässen bei Chips werden sie deshalb in diesem Jahr voraussichtlich einen Rekordgewinn erzielen. →

Im Konsumgüterbereich waren Preiserhöhungen auch wegen der Macht des Handels lange Zeit nur schwer durchsetzbar. Große, international tätige Konsumgüterhersteller haben das in den vergangenen Jahren mit Effizienzsteigerungen weitgehend kompensieren können. Ihre Größe ist bei Preisverhandlungen mit Lieferanten hilfreich. In den kommenden Quartalen wird sich zeigen, wie weit es den Unternehmen gelingt, auch bei Großkunden wieder deutliche Preiserhöhungen durchzusetzen.

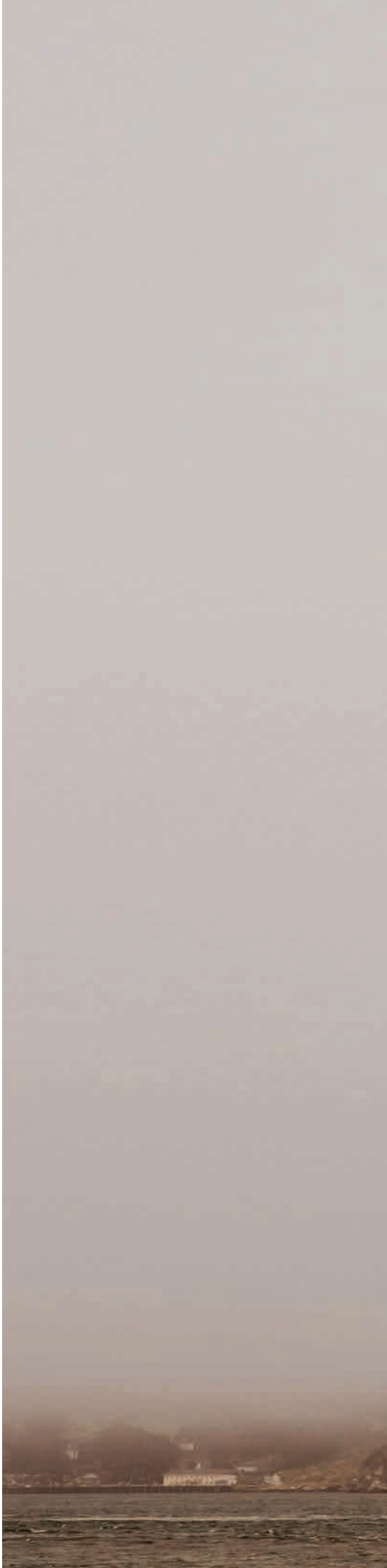
Technologieunternehmen, insbesondere solche mit einem hohen Softwareanteil, leiden naturgemäß weniger unter Inflation. Hier wirken sich allenfalls steigende Strompreise und mit Verzögerung höhere Personalkosten negativ aus. Der wichtigste Werttreiber für diese Unternehmen bleibt das überdurchschnittliche Umsatzwachstum.

ANGST VOR SCHÄRFERER REGULIERUNG

Die jüngsten Kursverluste bei Aktien des Technologiesektors sind deshalb auch nicht auf die steigende Inflation und etwaige Lieferengpässe zurückzuführen, sondern eher auf die abgeleitete Angst vor steigenden Zinsen und in Einzelfällen die Sorge vor einer schärferen Regulierung.

Dies galt zuletzt auch für die chinesischen Technologiekonzerne, bei denen die Angst vor dem langen Arm der Regierung in Peking zu einer Massenflucht der Investoren aus diesen Titeln geführt hat. Die Gefahr von Eingriffen in Eigentumsrechte, die in staatlich gesteuerten Schwellenländern größer ist, drückt sich bei den betroffenen Unternehmen in einer niedrigeren Börsenbewertung aus.

Durch die weiter voranschreitende Digitalisierung bietet der Technologiesektor das größte Wachstumspotenzial. Dieser Bereich ist heute aber umfassender zu verstehen als in der Vergangenheit. Inzwischen gehören neben klassischen Soft- und Hardwareanbietern sowie Plattformen auch Unternehmen aus dem Industriesektor und der Medizintechnik, Zahlungsdienstleister und teilweise auch Hersteller langlebiger Konsumgüter zu dieser Kategorie. Unternehmen aus diesen Sektoren tragen dazu bei, die Produktivität der Wirtschaft und die Herausforderungen des Klimaschutzes sowie den demografischen Wandel zu meistern und bieten ihren Aktionären die Aussicht auf einen realen Wertzuwachs des investierten Kapitals. ◆



In Zeiten der Inflation
zeigt sich, über alle Bekundungen
und Werbesprüche hinaus,
wie robust ein Unternehmen
wirklich ist.

CHINAS ROTE KARTEN

von Michael Illig

Die kommunistische Führung in China verunsichert Anleger durch immer drastischere Eingriffe in den Wirtschaftskreislauf – und harte Regulierungen einiger Unternehmen. Was das für Anleger bedeutet.

Alles begann im vergangenen November, kurz vor dem geplanten Börsengang des Fintech-Unternehmens Ant Group, eines früheren Geschäftsbereichs der Online-Plattform Alibaba (an dem sie immer noch zu 33 Prozent beteiligt ist). Die Ant Group sollte an den Märkten in Shanghai und Hong Kong gelistet werden. Dies wäre der weltweit größte Börsengang aller Zeiten geworden und sollte dem Unternehmen eine Marktkapitalisierung von umgerechnet mehr als 300 Milliarden US-Dollar bescheren. Doch nachdem Alibaba-Gründer Jack Ma in einer öffentlichen Rede die aus seiner Sicht zu strenge Regulierung des Fintech-Bereichs in China kritisiert hatte, wurde die Emission auf Geheiß der Regierung in letzter Sekunde abgeblasen. Ma selbst wurde für einige Wochen gar nicht mehr in der Öffentlichkeit gesehen.

Dem chinesischen Präsidenten Xi Jinping schien durch die öffentliche Kritik des ebenso reichen wie populären Tech-Tycoons Ma offenbar das Machtmonopol der Kommunistischen Partei infrage gestellt und er schlug hart zurück. Im politischen System wurde zu dieser Zeit ein Schalter umgelegt. Man stellt sich den chinesischen Regierungsapparat meist monolithisch vor, dabei gibt es im Einparteiensystem viele Strömungen und Behörden, die um Einfluss ringen. Am wichtigsten ist aber der Ton von oben, und nach den Vorfällen um Ma und Ant stand die Ampel für eine strenge Regulierung der großen Technologie-Unternehmen nun auf „grün". Viele Behörden holten daraufhin lange gehegte Pläne aus ihren Schubladen.

DER SCHALTER STEHT AUF REGULIERUNG

Zunächst wurde das Geschäft von Ant Group stark eingeschränkt, und das Unternehmen musste eine umfangreiche Restrukturierung beginnen. Kurz darauf folgten neue Regeln für Online-Plattformen, insbesondere im E-Commerce-Bereich, welche verhindern sollen, dass dominante Unternehmen ihre Machtstellung missbrauchen. Zudem gab es weitere Initiativen, beispielsweise zu Datenschutzfragen und Fragen der Netzwerksicherheit.

Dann intensivierte sich die Dynamik aus den staatlichen Eingriffen weiter. Anfang Juli feierte die chinesische Fahrdienstplattform Didi, deren Angebot mit dem des US-amerikanischen Fahrdienstleistungs-Unternehmens Uber vergleichbar ist, sein Börsendebüt in New York. Nur wenige Tage danach erhielt Didi einen Rüffel der chinesischen Behörden und musste seine App aus allen chinesischen App-Stores entfernen. Angeblich hatten die Behörden das Unternehmen vor einem Börsengang in den USA gewarnt, Didi das Projekt aber dennoch durchgezogen. Der staatliche Eingriff sorgte für einen deutlichen Kurseinbruch – die Aktie von Didi notierte zwischenzeitlich mehr als 40 Prozent unter dem Ausgabekurs.

Schließlich geriet der Bildungssektor ins Visier eines noch deutlich drastischeren staatlichen Eingriffs. Dazu muss →

man wissen, dass chinesische Kinder und Jugendliche in ihrer Schullaufbahn immer wieder wichtige Einstufungstests bestehen müssen, die über das weitere Fortkommen entscheiden. Die Eltern sind deshalb vor diesen Prüfungen entsprechend besorgt, was den Markt für Nachhilfe hat explodieren lassen. Das wiederum verstärkt Ungleichheiten für Chinas Jugend, da sich die Ärmeren oft nur schlechtere Schulen, aber vor allem weniger Nachhilfe leisten können. Zudem wird es für chinesische Eltern immer teurer, mehr als ein Kind zu bekommen. Der in den letzten Jahren stark gewachsene Markt privater Anbieter von Nachhilfe wurde von der Regierung über Nacht praktisch abgeschafft. Schulische Nachhilfe soll künftig nicht mehr mit Gewinnmotiv durchgeführt werden dürfen. Die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen verloren einen Großteil ihres Wertes.

Mitte August folgte der Bereich Onlinespiele. Hier wurde die Spielzeit für Jugendliche begrenzt. Auf drei Stunden die Woche. Kinder müssen mittels Gesichtserkennung verifizieren, dass sie nicht zu lange vor dem Handy bleiben.

INTRANSPARENTE KOMMUNIKATION

Regulatorische Bestrebungen für Digitalunternehmen sind grundsätzlich auch in Europa und den USA zu beobachten. Denn ebenso wie im Westen gibt es auch bei chinesischen Online-Plattformen eine starke Konzentration zugunsten weniger großer Anbieter. Beispielsweise bedienten die größten drei Anbieter in China im Bereich E-Commerce im Jahr 2020 nach Zahlen des China Internet Report, der von der South China Morning Post erstellt wurde, 84 Prozent des Marktes. Ebenso wird der Bereich der digitalen Bezahlung durch zwei Unternehmen dominiert. Für mehr Regulierung in diesen Bereichen gibt es also grundsätzlich gute Argumente.

Doch die Intransparenz der Prozesse in China, die Geschwindigkeit, aber auch das Fehlen rechtsstaatlicher Mittel auf Seiten der betroffenen Unternehmen sorgen für eine hohe Verunsicherung bei Investoren. Es erweckt den Eindruck, als ob strikte Maßnahmen plötzlich vom Himmel fallen könnten. Was bedeutet das für Anleger? – Als langfristig denkende Investoren fokussieren wir auf Unternehmen von hoher Qualität, wobei wir Qualität über die Stärke und Vorhersehbarkeit der künftigen Erträge dieser Unternehmen definieren.

Das überdurchschnittliche Wirtschaftswachstum und die Dynamik im chinesischen Technologie-Sektor legen einen guten Grundstein für starkes Wachstum. Dieses wirkt sich positiv auf die Stärke der (aus unserer Sicht zu erwartenden) künftigen Ertragsentwicklung gut aufgestellter Unternehmen aus, was für uns die Attraktivität dieses Marktes ausmacht. Die obigen Beispiele zeigen aber auch, dass die mangelnden rechtlichen Leitplanken für staatliche Eingriffe die Vorhersehbarkeit deutlich beeinträchtigen können. China ist nun mal kein Rechtsstaat westlicher Prägung, in dem Eigentum durch eine Verfassung geschützt ist.

Das heißt aber nicht, dass die chinesische Regierung völlig willkürlich agiert. Eine spieltheoretische Betrachtung kann hier aus unserer Sicht hilfreich sein. So investierten beispielsweise die beiden größten Technologie-Unternehmen des Landes, Tencent und Alibaba, im vergangenen Jahr über 18 Milliarden US-Dollar in Forschung und Entwicklung. Mit ihrem Fokus auf Gebiete wie Künstliche Intelligenz, Machine Learning oder Cloud-Technologie fördern sie damit für die Regierung besonders wichtige Bereiche im Rennen um die globale Technologie-Führerschaft mit den USA. Daher glauben wir, dass es durchaus gute Gründe für die Regierung gibt, die einheimischen Technologie-Unternehmen nicht so stark zu regulieren, dass deren Innovationskraft nachhaltig untergraben wird.

WAS WILL DIE REGIERUNG ERREICHEN?

Klar ist allerdings auch, dass große Online-Plattformen sich in China nicht darauf beschränken können, ihre Dominanz

in möglichst hohe kurzfristige Gewinne umzumünzen und diese an die Eigentümer auszuschütten. Die Symbiose mit den Interessen der chinesischen Regierung ist nur gegeben, solange diese Unternehmen weiter viel Geld und Zeit in die Entwicklung neuer Technologien und Ideen stecken. Man könnte sagen, sie sind dazu verdammt, innovativ zu bleiben.

Die chinesische Regierung wird aber auch wissen, dass man Innovationen nicht erzwingen kann, beispielsweise indem man Unternehmen verstaatlicht oder bürokratische Staatsunternehmen mit hohen Budgets ausstattet. Wenn die Regierung es mit ihren Eingriffen in die Privatwirtschaft allzu sehr übertreibt, würde dies nicht nur das Investitionsklima im Land schwächen. Darüber hinaus könnten auf mittlere und längere Sicht junge Talente ihr Land verlassen oder von einem Studium im Westen nicht mehr zurückkehren. Auch internationale Investoren könnten dann dem Land den Rücken kehren.

In der Vergangenheit wahrte die chinesische Regierung meist die Balance zwischen einer staatlichen Kontrolle und privaten Entfaltungsmöglichkeiten im wirtschaftlichen Bereich. Es erscheint uns nun als keinesfalls sicher, dass dies so bleibt. So war nach den leidvollen Erfahrungen der Mao-Jahre stets eine kollektivistische Führung eingesetzt worden. Diese sollte mit wirksamen Kontrollmechanismen verhindern, dass einzelne Personen zu viel Macht bekommen konnten – so war unter anderem die Amtszeit von Präsidenten auf zwei Legislaturperioden beschränkt. In den letzten Jahren hat Xi Jinping jedoch sehr viel Macht für sich gewonnen und unter anderem eine Abschaffung der Amtszeitbeschränkung durchgesetzt. Das birgt Gefahren.

DIE RISIKOPRÄMIE STEIGT

Dennoch ist unser Basisszenario immer noch, dass das Paradoxon einer politischen Diktatur auf der einen Seite und unternehmerischer Freiheiten als Triebfeder des Wohlstands auf der anderen Seite in China weiter aufrechterhalten werden kann. Sollte China aber wieder in eine dunkle Zeit abgleiten, in der der Unternehmergeist massiv beschädigt wird, wäre das nicht nur für den chinesischen Aktienmarkt sehr schlecht. Dieses „tail risk“, also das Risiko für ein extremes Ereignis mit einer geringen Wahrscheinlichkeit, hätte außerdem deutliche Auswirkungen auf die Weltwirtschaft.

Unter dem Strich kalkulieren wir für Firmen, die in China tätig sind, mit einer höheren Risikoprämie als beispielsweise für solche mit einem Geschäftsschwerpunkt in Deutschland oder den USA. Zudem sollte aus unserer Sicht der Anteil chinesischer Unternehmen in den von uns verantworteten, global ausgerichteten Portfolios nicht zu hoch sein, so dass solche unberechenbaren regulatorischen Maßnahmen im Portfolio auch im schlimmsten Fall keinen allzu großen Schaden anrichten können.

Darüber hinaus finden wir es für Anleger unabdingbar, das China-Risiko ganzheitlich, also auf Portfolio-Ebene zu betrachten. Eine Eiszeit in der chinesischen Volkswirtschaft würde angesichts der Bedeutung dieser Volkswirtschaft für die Welt viele global tätige Unternehmen treffen; von Autobauern über Industriegüterhersteller bis hin zu Produzenten von Rohstoffen. Dieses Risiko wird sich im Portfolio nicht komplett vermeiden lassen. Wir versuchen daher Risiken gezielt dort einzugehen, wo es vom Markt aus unserer Sicht attraktiv vergütet wird. Dabei verfolgen wir die Entwicklungen genau und behalten das Gesamtrisiko auf Portfolio-Ebene im Blick. ◆

Michael Illig ist Portfoliomanager bei der Flossbach von Storch AG.

„Gute Unternehmen gibt es nicht nur in China“

Vom tendenziell höheren Wachstum der Schwellenländer zu profitieren, ist alles andere als profan, weiß Fondsmanager Michael Altintzoglou.

Zuerst die stärkere Regulierung im Bereich E-Commerce, dann die Einschränkungen für private Nachhilfeanbieter und zuletzt die neuen Vorgaben bei Onlinespielen. In den vergangenen Monaten gab es immer wieder heftige Kursverluste in China, vor allem aufgrund einer zunehmenden und unerwarteten Regulierung. Wie haben Sie als Manager eines Emerging-Markets-Portfolios diese Zeit erlebt?

Aus Aktionärssicht war das frustrierend, vor allem, weil zeitgleich viele Aktien von US-amerikanischen Internetunternehmen nahezu täglich neue Höchstkurse erreichten. Immerhin sind mehr als zwanzig Prozent des Fondsvermögens in chinesischen Aktien investiert und der Internetbereich, wo sich die anhaltenden regulatorischen Maßnahmen besonders belastend auswirkten, ist in unserem Portfolio stark vertreten. Andererseits sind manche Maßnahmen aber durchaus nachvollziehbar, wenn man an den nachhaltigen Erfolg der Volkswirtschaft denkt.

Wie meinen Sie das?

Nehmen wir den Bereich Onlinespiele, die in China sehr populär sind. So wurde für Jugendliche verfügt, dass die Spielzeit auf drei Stunden pro Woche beschränkt werden soll. Und da sich Gamer in China nicht nur mit vollem Namen identifizieren müssen, sondern auch eine elektronische Gesichtskontrolle durchgeführt wird, ist die Einhaltung des Verbots kontrollierbar. Doch wenn wir ehrlich sind, zeigen Studien, dass hier tatsächlich Suchtgefahr besteht. Es ist also aus sozialen Aspekten sinnvoll, die Spielzeiten zu beschränken. Leider aber werden solche Maßnahmen in China völlig unprofessionell kommuniziert. Es gibt keine Warnung oder Vorlaufzeit, um sich auf Veränderungen einzustellen. Und für die betroffenen Firmen ist es im Gegensatz zu den USA und Europa schwierig, Rechtsmittel einzulegen.

Was bedeutet das für das Portfolio? Wurden im großen Stil chinesische Aktien verkauft?

Nein. Wir haben uns zwar von einzelnen Positionen getrennt und beobachten die Entwicklung sehr genau. Aber wir investieren in qualitativ hochwertige Unternehmen, die über attraktive Produkte verfügen, eine starke Wettbewerbsposition und solide Bilanzen. Insofern sehen wir für die langfristigen Aussichten ausgewählter chinesischer Internetunternehmen weiterhin gute Chancen.

Aber stehen diese Unternehmen nicht besonders im Fokus der Regulierungen?

Ja, aber es geht der Regierung wohl nicht nur um Machtfragen. Sie arbeitet unseres Erachtens am nachhaltigen Erfolg des Landes. Den politisch Verantwortlichen dürfte zudem bewusst sein, dass die Volkswirtschaft einen dynamischen und innovativen Technologie-Sektor braucht, wenn das Land in der Weltwirtschaft weiter vorne mitspielen soll. Deswegen zielen die Einschränkungen unseres Erachtens auch nicht darauf ab, die Unternehmen nachhaltig zu schädigen. So hat Vizeministerpräsident Liu He unlängst betont, dass sich die Richtlinien zur Förderung der Privatwirtschaft nicht geändert haben und auch in Zukunft nicht ändern werden. Immerhin steht der Privatsektor für mehr als 50 Prozent des Steueraufkommens, über 60 Prozent der Wirtschaftsleistung und 80 Prozent der kommunalen Beschäftigung.

Dennoch haben die Maßnahmen zu einem negativen Sentiment gegenüber den betroffenen Unternehmen und zu sinkenden Aktienkursen geführt. Welche Lehre ist zu ziehen?

Die Zukunft lässt sich nicht präzise vorhersagen. Noch vor einem Jahr gab es hohe Kursgewinne bei chinesischen E-Commerce-Plattformen. Die Coronakrise hat den Trend zur Digitalisierung beschleunigt und damit deren Geschäft. Daran hat sich nichts verändert. Dennoch ist infolge der Regulierungen die Wertentwicklung bei manchen Titeln eingebrochen. Das zeigt, wie wichtig es ist, das Vermögen unserer Kunden zu jeder Zeit sinnvoll über mehrere Länder und Branchen zu streuen. Diversifikation ist einfach das A und O. Daher ist sie zentraler Bestandteil unserer Anlagestrategie.

Wenn also chinesische Technologiewerte nicht laufen, ...

... dann gibt es beispielsweise im Bereich E-Commerce gute Chancen bei Unternehmen, die ihren Umsatz in Südamerika oder in Südostasien erzielen. Auch chinesische Konsumwerte und Unternehmen aus dem Gesundheitssektor, die nicht so sehr im Fokus der Regulierer stehen, finden wir attraktiv. Zudem sind chinesische Aktien derzeit zwar geografisch gesehen die größte Position im Fondsportfolio. Aber wir sind auch in Indien oder Taiwan stark engagiert, zu zwölf Prozent sogar in den USA.

Die USA sind aber ein merkwürdiges Schwellenland.
Ja, das mag erst einmal komisch klingen. Aber wir halten es für wenig relevant, wo ein Unternehmen gelistet ist oder seinen Firmensitz hat. Entscheidend ist für uns der ökonomische Erfolg beziehungsweise die Frage, wo ein signifikanter Anteil der Geschäftsaktivitäten stattfindet. So ist ein global tätiges IT-Dienstleistungsunternehmen in den USA gelistet, die Gründer kommen aber aus Belarus und beschäftigen viele Softwareentwickler in ihrem Heimatland. Auch internationale Kosmetik- und Sportartikelmarken erzielen einen Gutteil vom Umsatz in Schwellenländern. Aber wie gesagt, wir haben auch eine Reihe von Qualitätsunternehmen aus Indien identifiziert, denen wir langfristig noch einiges zutrauen.

Ist es dort nicht unlängst zum Ausbruch einer Coronawelle gekommen?
Ja, aber anders als im Frühjahr des letzten Jahres gab es keinen landesweiten Lockdown, sondern nur regionale Mobilitätsbeschränkungen. Der Aktienmarkt hat sich als erstaunlich widerstandsfähig erwiesen und erreichte sogar ein neues Allzeithoch. Auch die Währung konnte sich von ihrer zwischenzeitlichen Schwäche erholen. Hier sind wir seit Längerem in einem Finanzinstitut investiert, das Immobilien finanziert. Aber auch im Technologie-Bereich finden wir interessante Kaufgelegenheiten.

Und was ist mit der Rohstoffindustrie?
Dieser Sektor ist in diesem Jahr zunächst besonders gut gelaufen. Doch der Erfolg von Investments im Rohstoffbereich ist stark von der Konjunkturentwicklung abhängig. Da sich diese aber nur schwer prognostizieren lässt, sind solche Titel in unseren Portfolios kaum vertreten. Wir fokussieren auf wachstumsstarke Qualitätsunternehmen. Darunter verstehen wir Unternehmen, die aus unserer Sicht gute Chancen haben, auch in Zukunft nachhaltig hohe und vorhersehbare Erträge zu erzielen. Sie sollten noch nicht zu hoch bewertet sein, sondern noch Potenzial bieten.

Vielen Dank für das Gespräch.

Michael Altintzoglou ist Portfoliomanager bei der Flossbach von Storch AG.

„Das zeigt, wie wichtig es ist, das Vermögen unserer Kunden zu jeder Zeit sinnvoll über mehrere Länder und Branchen zu streuen. Diversifikation ist einfach das A und O. Daher ist sie zentraler Bestandteil unserer Anlagestrategie.“

Ohne Alternative

Sind Aktien nicht eigentlich schon viel zu teuer? – Diese Frage stellen viele Anleger nach den Kursanstiegen der vergangenen Monate an den Aktienmärkten. Allein seit dem Corona-Crash im März 2020 hat sich der weltweite Aktienindex MSCI Welt wieder nahezu verdoppelt. Schon ist vom „Nach-Corona-Boom" die Rede. Und tatsächlich: Das Verhältnis von der Summe der Aktienkurse zu den jeweiligen Gewinnerwartungen (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV) liegt auf Zwölf-Monats-Sicht für die Unternehmen, deren Wertentwicklung in diesem Index gespiegelt werden, inzwischen bei etwa 20. Historisch gesehen erscheinen Aktien damit nicht gerade günstig bewertet. Zumindest auf dem ersten Blick.

Wer etwas genauer hinschaut bemerkt allerdings: Die Alternativen zu Aktien sind rar. So leiden etwa Festgeldanleger und Anleiheinvestoren an den Niedrigzinsen; nicht nur im Euroraum. Zehnjährige deutsche Bundesanleihen rentieren bereits seit einiger Zeit negativ, während man für US-Staatsanleihen mit gleichen Laufzeiten Ende September immerhin 1,5 Prozent per annum bekam (wenn man das Risiko schwankender Währungskurse ausklammert). Anders formuliert: Angesichts der zuletzt deutlich gestiegenen Inflation kann ein Portfolio aus risikolosen Staatsanleihen den realen Wert des Vermögens nicht mehr erhalten. Zumindest wenn Anleger ihre Anleihen bis zum Laufzeitende halten möchten. Und dass schon bald wieder eine positive Realverzinsung zu erwarten ist, damit rechnen wir eher nicht. Angesichts der seit der Coronakrise noch einmal deutlich gestiegenen Verschuldung wird die expansive Geldpolitik wohl weitergehen. Was wiederum nicht bedeuten muss, dass die geldpolitisch sedierten Bondmärkte trotz tatkräftiger Hilfe der Notenbanken gar keine Risiken mehr bergen.

Wer sein Vermögen langfristig sichern oder sogar mehren will, kommt um Aktien nicht herum. Das ist zumindest unsere feste Überzeugung. Besonders deutlich zeigt sich dieses Phänomen in einem Vergleich des „Weltzinses" mit der Gewinnrendite des globalen Aktienindex MSCI Welt. Der Weltzins entspricht dabei dem Mittelwert aus den Renditen von zehnjährigen Bundes- und US-Staatsanleihen. Die Gewinnrendite ist der Kehrwert des KGV; sie entspricht also dem Verhältnis der geschätzten Gewinnerwartungen der MSCI-Welt-Unternehmen auf Sicht von zwölf Monaten zu ihren Aktienkursen. Wenngleich die Gewinnrenditen dieser Unternehmen mit 5,1 Prozent (der Kehrwert des KGV) heute deutlich niedriger sind als in den vergangenen Jahren, ist der Vorsprung gegenüber zehnjährigen US-Staatsanleihen, deren Renditen Ende September bei rund 1,5 Prozent lagen, immer noch üppig. Gegenüber den negativ rentierenden Bundesanleihen betrug der Renditevorteil zu dieser Zeit sogar rund 5,4 Prozentpunkte.

Zugegeben: Es handelt sich bei dem Vergleich nur um Durchschnittswerte. Man muss bei Aktien natürlich nicht nur in einen Index investieren – und es gibt noch viele andere Anleihen auf dem Markt. Aber der Vergleich zeigt die Alternativen, die sich den Anlegern zurzeit bieten, besonders deutlich. Manchmal lohnt es sich aber ein Thema etwas zuzuspitzen. Damit das Große, Ganze sichtbar wird. ◆

Grafik 1
Willkommen in der Nullzinswelt
Entwicklung der Aktien-Gewinnrendite (MSCI World) im Vergleich zur Anleiherendite

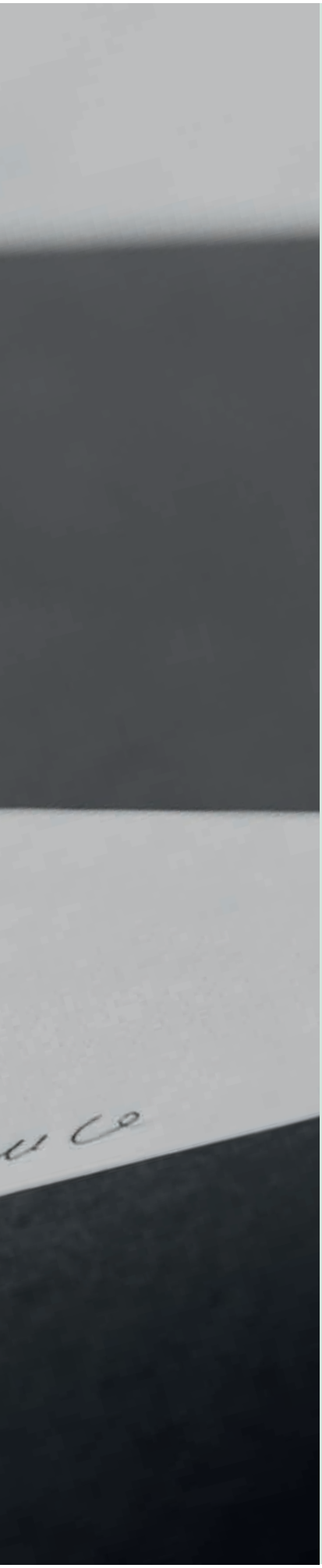
— MSCI World Index Gewinnrendite *
— „Weltzins" (Mittelwert aus 10-jährigen US-Staats- und Bundesanleihen)

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

Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021
Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

„Viel mehr Grau als Schwarz oder Weiß“

Nachhaltiges Investieren ist eines der wichtigsten Themen der Finanzbranche. Zusammengefasst wird es gemeinhin unter dem Kürzel ESG. E für Environment (Umwelt), S für Social (Soziales) und G für Governance (die gute Unternehmensführung). Im Interview spricht Frederike von Tucher, zuständig für das Thema ESG im Bereich Corporate Communications, über die Wünsche von Anlegern und falsche Erwartungen.



Einige Fondsgesellschaften sind zuletzt in die Kritik geraten wegen ihrer ESG-Produkte, die offenbar gar nicht so nachhaltig sind wie behauptet. Bert Flossbach hatte vor etwa zwei Jahren vor einem „Dieselskandal für die Fondsbranche" gewarnt. Fühlen Sie sich heute darin bestätigt?

Das hat weniger mit Bestätigung, oder sich bestätigt fühlen zu tun, als vielmehr mit der Komplexität des Themas. Nachhaltigkeit ist das drängendste Thema unserer Zeit. Es ist verbunden mit riesigen Erwartungen – von Anlegern, die ihr Geld sinnvoll anlegen wollen. Aber auch von Vertretern unserer Branche, die ordentliche Produkte anbieten möchten, ohne so recht zu wissen, wie die im Detail aussehen sollen. Für beide Seiten nicht ganz einfach.

Anders gefragt: Täuscht der Eindruck, dass Flossbach von Storch als Gesellschaft bisher sehr kritisch ist, was ESG-Themen betrifft?

Natürlich sind wir kritisch, aber nicht in dem Sinne, dass wir das Thema negieren oder kleinreden wollen. Das Gegenteil ist der Fall. Wir sind kritisch, weil das Thema Nachhaltigkeit so wichtig ist – auch uns. Wie der Fußballfan stets der größte Kritiker seines Clubs ist oder das Parteimitglied derjenige seiner Partei. Wir wollen konstruktiv-kritisch sein. Wir folgen nicht einfach einer Marktmeinung oder einem Trend, sondern versuchen uns eine eigene Meinung zu bilden. Unseres Erachtens der einzig richtige Weg, um verantwortungsvoll mit dem Thema umzugehen.

Ganz banal: Was bedeutet für Sie nachhaltig?

So banal ist das gar nicht.

Aber?

Die Frage zeigt vielmehr, wie schwierig, ja fast schon unmöglich es ist, eine einheitliche Definition zu formulieren. Es gibt nichts, was nicht mindestens mal einen riesigen Ermessensspielraum böte. Im Grunde lässt sich alles in den Begriff Nachhaltigkeit hineininterpretieren.

Und wenn Sie eine Definition liefern müssten ...

... dann würden wir es mit Hans Carl von Carlowitz halten. Sein Nachhaltigkeitsbegriff entstammt der Forstwirtschaft des 18. Jahrhunderts und ist im Grunde so einfach wie immer noch richtig: „Fälle nicht mehr Holz als nachwachsen kann."

Das klingt sehr puristisch.

Aber mehr braucht es auch nicht – wenn sich nur jeder daran hielte. Dazu passen Adjektive wie dauerhaft, beständig, stabil, zukunftsfähig und langfristig.

Wo liegt denn aus Ihrer Sicht das größte Problem in der ESG-Diskussion?

Dass immer so getan wird, als sei es das Leichteste der Welt, zu sagen, welches Unternehmen, welche Anlage „nachhaltig" ist und welche nicht. Als ließe sich die Investmentwelt ganz einfach in Gut und Böse einteilen und voneinander trennen wie Papier von Plastikmüll. Das funktioniert aber nur bei ganz wenigen Unternehmen und Branchen; bei der großen Mehrheit klappt es eben nicht. Da ist viel mehr Grau als Schwarz oder Weiß. Und es gibt keine Instanz, die allgemeingültig und damit verbindlich sagen könnte, was nachhaltig ist und was nicht. →

Was ist mit den Ratingagenturen?
Die stehen vor dem gleichen Problem.

Inwieweit?
Sie sollen Tausende Unternehmen anhand Hunderter – mehr oder weniger – geeigneter Kriterien bewerten. Nur wie soll das funktionieren? Es ist keine Seltenheit, dass Agentur A bei Unternehmen B zu einem ganz anderen Urteil als Agentur C kommt.

Haben Sie Beispiele?
Konkrete Beispiele dürfen wir leider nicht nennen, aber wir haben uns viele Ratings angeschaut, von verschiedenen Agenturen zu den gleichen Unternehmen. Die Unterschiede waren zum Teil beträchtlich. Ein erschreckendes Ergebnis. Zwischen Vorzeigeunternehmen und Umweltverschmutzer ist es offenbar ein schmaler Grat. Das Problem ist, dass am Ende Unternehmen, Investments, Produkte mit einem Nachhaltigkeitssiegel versehen werden, die womöglich alles sind, nur eben nicht nachhaltig.

Werden die Anleger betrogen?
Vorsätzlichen Betrug würde ich niemandem unterstellen wollen. Zumal ich die falsche Ansprechpartnerin bin, um das zu beurteilen. Man wundert sich aber, wenn ein Unternehmen, das nachweislich in einer sehr energieintensiven Branche unterwegs ist, besonders gute ESG-Noten bekommt. Wenn man dann genauer hinschaut, fällt auf, dass das Management ein paar Solarkollektoren auf dem Dach der Firmenzentrale hat anbringen lassen – und das besonders gut vermarktet.

Sie scheren sich also nicht um ESG-Ratings?
Es spricht nichts dagegen, ESG-Analysen zu lesen. Sie machen auf den ein oder anderen kritischen Punkt aufmerksam, mehr aber nicht. Sie dürfen aus Investorensicht niemals die eigene Analyse ersetzen. Ein Standard-Fragen-Katalog kann die Beschaffenheit eines Unternehmens nicht angemessen erfassen, nicht mal annähernd. Oft fällen die ESG-Analysten ihr Urteil, ohne das Unternehmen jemals kontaktiert, geschweige denn es von innen gesehen zu haben. Wobei man es ihnen nicht einmal verübeln kann.

Warum?
Weil ein Analyst eben nicht fünf oder sechs Unternehmen bewerten muss, sondern Hunderte.

Was macht Flossbach von Storch denn besser?
Ich mag da nicht in Kategorien wie „besser“ oder „schlechter“ argumentieren. Was wir tun, ist zu versuchen, ein möglichst tiefes Verständnis für die Unternehmen zu entwickeln, in die wir investieren. Das setzt voraus, dass sich ein Analyst um deutlich weniger Unternehmen kümmert, das aber umso intensiver. Vor allem im Bereich der ESG-Datenverfügbarkeit und -qualität wird sich in den kommenden Jahren viel tun, dem werden wir in unserem Analyseprozess Rechnung tragen. Insofern ist das Thema Nachhaltigkeit ein elementarer Bestandteil unseres Investmentprozesses – seit jeher im Übrigen. Nicht erst seit gestern.

Environment

Social

Governance

Geht es auch ein bisschen konkreter?
Letztlich sind wir davon überzeugt, dass der Schlüssel zu einer sinnvollen Nachhaltigkeitsdebatte in den Unternehmen liegt, dem G für gute Unternehmensführung deshalb eine sehr viel größere Bedeutung zukommen müsste. Vielleicht sollten wir nicht ESG sagen, sondern GSE oder GES.

Wird das G unterschätzt?
Chronisch, ja!

Frederike von Tucher ist bei Flossbach von Storch im Bereich Corporate Communications zuständig für das Thema ESG.

Warum ist das so?
Weil das G weniger griffig ist als beispielweise der CO_2-Ausstoß und weniger bedrohlich klingt als die Klimakrise. In der öffentlichen Diskussion geht es stattdessen fast ausschließlich um das E für Environment, also die Umwelt.

Anders gefragt: Warum sollte das G wichtiger sein als das E?
Gute Unternehmensführung bringt die Interessen von Managern mit denen der Stakeholder, insbesondere der Eigentümer, der Aktionäre, in Einklang. Manager sollten nicht nur über Fachkompetenz verfügen, sondern auch über ein hohes Maß an Integrität. Sie müssen denken und handeln wie Eigentümer: langfristig. Wie Forstwirte. Da wären wir wieder bei von Carlowitz. Anders formuliert: Es darf ihnen nicht darum gehen, persönliche Interessen zu optimieren.

Aber was hat das mit Nachhaltigkeit zu tun?
Nachhaltigkeit darf kein Lippenbekenntnis sein. Denn ein Unternehmen kann nur dann nachhaltig erfolgreich sein, wenn es seine Kunden gut bedient, seine Mitarbeiter motiviert, fair mit seinen Geschäftspartnern umgeht, ausreichend investiert, Steuern zahlt und eben keine Umweltschäden anrichtet. Ökologie und Soziales sind also Voraussetzung für langfristigen wirtschaftlichen Erfolg. Das eine geht nicht ohne das andere. Dieser Zusammenhang erschließt sich aber nur selten auf den ersten Blick, weil eine gute Corporate Governance eben nicht so einfach messbar ist wie der CO_2-„Fußabdruck“ eines Unternehmens.

Also wird das E im Umkehrschluss überschätzt?
Nein, wird es nicht. Es geht uns eher um Zusammenhänge. Darum, dass weder E noch S oder G für sich allein stehen und wirken. Investments beispielsweise nur deshalb zu tätigen, weil man damit etwas für die Umwelt tun möchte, hat in der Vergangenheit häufig zum Totalverlust geführt.

Haben Sie ein konkretes Beispiel?
Die vielen, mittlerweile insolventen deutschen Solar- und Windenergiefirmen etwa. Die waren zwar grün, aber nicht nachhaltig. Weder für die Aktionäre, noch für die Mitarbeiter und deren soziales Umfeld. Letztlich kann ein Unternehmen nur dann Positives für Umwelt und Gesellschaft leisten, wenn es profitabel wirtschaftet und genügend Geld für Forschung und Entwicklung hat – für Investitionen in die Zukunft. Ökologie und Ökonomie sind kein Widerspruch. Sie bedingen und brauchen einander. Ohne Ökonomie keine Ökologie.

Die unendliche

Geschichte

von Stephan Fritz

Wer Geld anlegt, muss sich stets fragen, wie lange er es entbehren kann. Erst wenn das geklärt ist, lässt sich eine sinnvolle Anlagestrategie finden. Über den mächtigsten Verbündeten bei der Geldanlage: die Zeit.

Nicht mehr lange – und das Jahr ist vorbei. Was nichts anderes bedeutet, als dass die Zeit der Vorhersagen gekommen ist. Wo steht der Deutsche Aktienindex (Dax) Ende 2022, also in gut einem Jahr? Was ist mit dem Euro? Oder dem Ölpreis? Was passiert mit den Zinsen?

Niemand kann das seriös vorhersagen. Niemand kann es wissen. Und doch wird in unserer Branche, der Finanzindustrie, immer so getan, als würde man genau das können – Pustekuchen!

Wir halten uns mit Prognosen deshalb zurück. Meine Kollegen Thomas Lehr und Philipp Vorndran verweisen in diesem Zusammenhang stets und gerne darauf, dass sie keine Kristallkugel hätten und deshalb keine Prognose abgeben könnten. Nein, die haben sie nicht. Aber alle anderen haben sie auch nicht.

WIE BEI EINER LOTTERIE

Und doch ist im Laufe der Jahre ein – nennen wir ihn – Prognosezirkus entstanden. Die Medien, damit meine ich vor allem die Wirtschaftszeitungen und -magazine, die zum Jahreswechsel große, zuweilen ganzseitige Tabellen drucken, darauf abzulesen die verschiedenen Prognosen verschiedener Finanzdienstleister zu den verschiedenen Aktienindizes, Währungen oder Rohstoffen. Ein Jahr später wird dann verglichen, wer den Glückstreffer gelandet hat – und der Zirkus beginnt von Neuem. Ein scheinbar nie endender Kreislauf.

Anlegern wird so Orientierung gegeben, vermeintlich jedenfalls. Genau das Gegenteil ist aber der Fall. Es wird ihnen eine Pseudosicherheit vorgegaukelt, die so in Wahrheit gar nicht existiert.

IRGENDETWAS KOMMT IMMER DAZWISCHEN

Der größte Fehler, den Anleger machen können, ist darauf zu vertrauen und ihre Anlagestrategie danach auszurichten. Nur weil ein Bankanalyst oder Vermögensverwalter sagt, der Dax würde in zwölf Monaten 20 Prozent höher notieren, sollte er keine Dax-Aktien kaufen. Natürlich gilt das auch umgekehrt: Wer gute Aktien im Portfolio hat, sollte sie nicht abgeben, weil irgendwelche Prognosen ein schlechtes Aktienjahr vorhersagen. Irgendetwas kommt immer dazwischen, im Guten wie im Schlechten.

Die Prognosen an sich sind noch nicht einmal das Problem; das Problem ist die Idee hinter der Prognose, das Denken in Zeiträumen, in Kalenderjahren. Zumindest wenn es um den Aktienmarkt geht. Warum ist das ein Problem?

Um diese Frage zu beantworten, würde ich gerne etwas näher auf unsere Perspektive eingehen. Auf die Perspektive desjenigen, der Geld für andere anlegt.

Unser Job endet nicht am 31.12., auch nicht an irgendeinem anderen (Stich-)Tag. Selbst wenn wir in einem (Kalender-) Jahr besonders gut abschneiden, sollten wir nicht damit prahlen, denn dafür können sich unsere Anleger erst einmal nichts kaufen. Es ist eine Momentaufnahme, nicht mehr.

LANGFRISTIG ORDENTLICHE RENDITEN ERWIRTSCHAFTEN

Unser Job ist vielmehr ein langfristiger. Chancen und Risiken abzuwägen – jeden Tag aufs Neue. Wieder und wieder. Es geht also darum, eine konsistente Anlagestrategie dauer-

Wer gute Aktien im Portfolio hat, sollte sie nicht abgeben, weil irgendwelche Prognosen ein schlechtes Aktienjahr vorhersagen. Irgendetwas kommt immer dazwischen, im Guten wie im Schlechten.

haft zu verfolgen; es geht um Stetigkeit, darum, langfristig ordentliche Renditen zu erwirtschaften für unsere Anleger. Deren Erwartungen an uns im Idealfall zu übertreffen. Nicht mehr, aber eben auch nicht weniger.

Im Grunde ist Geldanlegen eine unendliche Geschichte. Sie lässt sich nicht in Schubladen packen oder an einzelnen Stichtagen ausrichten. Rendite gibt es nicht auf Bestellung, zumindest nicht am Aktienmarkt.

Aus diesem Grund orientieren wir uns auch nicht an Referenzindizes, an Benchmarks, wie es im „Finanzsprech" so schön heißt. Weil uns das nur ablenken würde von unserer eigentlichen Aufgabe, dem zuvor beschriebenen Abwägen von Chancen und Risiken. Wer permanent auf den Index starrt, neigt dazu, zu viel in die Indexentwicklung hineinzuinterpretieren und deshalb falsche Schlüsse zu ziehen. Er neigt dazu, Trends abzubilden, die ein Index für den Moment womöglich spiegelt; womöglich läuft er damit den Trends hinterher, die er abzubilden versucht – und ist letztlich viel zu spät dran.

Ein Spekulant tut so etwas, der Investor tut es nicht.

GUTE GELDANLAGE BRAUCHT ZEIT

Ein Investor, gleich ob Profi oder Laie, sollte nicht in Indizes denken, sondern in einzelnen Investments, in Unternehmen beispielsweise, deren Aktien oder Anleihen er kauft. Und das langfristig. Nicht in Quartalen oder Halbjahren. Auch nicht in Kalenderjahren. Gute Geldanlage braucht Zeit, um sich entfalten zu können. Zeit ist der stärkste Verbündete eines Anlegers. Bei der Immobilie schauen die Eigentümer auch nicht täglich auf den potenziellen Verkaufspreis.

So viel zu unserer grundsätzlichen Herangehensweise …

Natürlich muss die in Einklang gebracht werden mit den Kundenbedürfnissen. Nicht jeder Anleger hat viele Jahre oder gar Jahrzehnte Zeit. Wer beispielsweise Geld für eine wichtige Anschaffung braucht, der sollte das Geld nicht am Aktienmarkt „zwischenparken".

Wer Geld anlegt, muss sich anfangs immer fragen, wie lange er es entbehren kann und welche Renditeerwartung er hat. Erst wenn das geklärt ist, lässt sich eine sinnvolle Anlagestrategie, lassen sich die passenden Anlagen und Anlageprodukte finden.

Insofern kommt es vor allem darauf an Investments zu finden, die zu den Anlagezielen und Bedürfnissen eines Anlegers passen. Was nichts anderes bedeutet, als dass Bank- und Vermögensberatern eine besondere Verantwortung zu kommt, aber auch uns Produktspezialisten, als Mittler und Erklärer zwischen Beratern und Anlegern.

Geldanlage endet nie. Geldanlage ist eine unendliche Geschichte. Von daher endet dieser Beitrag auch nur vorübergehend, gewissermaßen als Teil 1 der unendlichen Geschichte.

In den kommenden Ausgaben möchten wir an dieser Stelle immer wieder auf häufige Anlegerfehler und Missverständnisse hinweisen, aber auch oft an uns gestellte Fragen beantworten. Falls Sie eine oder vielleicht auch mehrere Fragen haben, senden Sie uns doch bitte eine E-Mail an fragen@fvs.com. Wir freuen uns darauf. Kurzum: Fortsetzung folgt. ◆

Stephan Fritz ist Portfoliodirektor Multi-Asset bei der Flossbach von Storch AG.

Um jed

Die Welt verändert sich – und mit ihr die Strategien der Notenbanken. Anlass genug, die ultralockere Geldpolitik in diesem Jahrtausend historisch einzuordnen.

en Preis

von Julian Marx

Nach der Gründung der Europäischen Zentralbank (EZB) im Jahr 1999 waren die Hoffnungen groß: Der Kalte Krieg war zu Ende, Europa schien zusammenzuwachsen, der Technologie-Boom war im vollen Gang. Doch in wenigen Jahren erreichten mehrere Krisen die Weltwirtschaft, auf die die Notenbanken Antworten finden mussten. Sie schlugen neue Wege ein. Heute zählen Null- und Negativzinsen sowie massive Wertpapierkäufe fast schon selbstverständlich zum geldpolitischen Werkzeugkasten. Doch wie ist diese expansive Geldpolitik im historischen Kontext zu sehen?

SCHLUSS MIT BEWÄHRTEN MASSSTÄBEN

Wir schreiben den 27. Juli 1694, als die Bank of England (BoE) gegründet wird. Sie war zwar nicht die erste Notenbank der Welt, aber die alte Dame von der Threadneedle Street zählt gemeinsam mit der schwedischen Reichsbank zu den ältesten noch existierenden. Damals benötigte der frisch gekrönte König William III. Geld, um einen Krieg zu finanzieren. Es galt, die Royal Navy wieder auf- und auszubauen.

Eine wehrhafte Flotte lag im Interesse vieler Londoner Kaufleute, die auf den Schutz ihrer Handelsschiffe angewiesen waren. Eine Vereinigung von 1.268 Gläubigern tat sich daher zusammen und gewährte der Regierung ein Darlehen. Dafür erhielt sie das königliche Privileg, eine Notenbank in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft zu gründen. Das Stammkapital in Höhe von 1,2 Millionen Pfund wurde dem Staat als Darlehen gewährt. Im Gegenzug durfte die BoE Banknoten in derselben Höhe ausgeben.

Für viele weitere Regierungen führte das Institut seither die Konten und vergab Darlehen. Doch vor allem ein wesentliches Merkmal des klassischen Kreditgeschäfts sollte bis ins aktuelle Jahrtausend überdauern: Bis zum 8. Januar 2009, als die BoE das Zinsniveau auf 1,5 Prozent absenkte, waren die Leitzinsen vorher nie unter die Marke von 2,0 Prozentpunkten gefallen. Die weiteren Zinssenkungen der BoE im Zuge der Finanzkrise, spätestens aber der historische Zinsschritt vom 19. März 2020 auf das bis heute andauernde, allzeittiefe Niveau von 0,1 Prozent setzten neue Maßstäbe (vgl. Grafik 1). Nach mehr als 300-jähriger Geschichte sind damit auch britische Banken nicht länger bereit, die Überlassung von Einlagen nennenswert positiv zu verzinsen.

INNOVATIVE GELDPOLITIK – MADE IN JAPAN

In den 1980er-Jahren richtete sich die Aufmerksamkeit auf die florierende japanische Volkswirtschaft, wo damals neue Weltkonzerne entstanden und Aktienkurse sowie Immobilienpreise sich immer weiter nach oben entwickelten.

Dem hohen Realwachstum der 1980er-Jahre von jährlich durchschnittlich mehr als vier Prozent hätte die Bank of Japan (BoJ) wahrscheinlich frühzeitig mit Zinsanhebungen begegnen müssen. Tatsächlich wurden die Zinsen aber 1985 infolge des Plaza-Abkommens reduziert. Damals hatten Vertreter der größten fünf Wirtschaftsnationen (G5) angesichts von Handelsungleichgewichten beschlossen, durch Währungsinterventionen den US-Dollar zu schwächen. Diese Ankündigung öffnete die Tür für Yen-Käufe auf den internationalen Kapitalmärkten. Tatsächlich wertete die japanische Währung gegenüber dem US-Dollar um mehr als 50 Prozent auf. Die BoJ senkte dann die Zinsen, um den Außenwert des Yen schwächen und ausländische Kapitalflüsse zu reduzieren. Letztlich führte die Zinssenkung aber vor allem zu einer weiteren Beschleunigung des Realwachstums in Japan: auf knapp sieben Prozent im Jahr 1988.

Schließlich sah man sich gezwungen, beim Fokus der Geldpolitik auf eine Abkühlung der überhitzten Wirtschaft hinzuwirken. Die dazu notwendigen Leitzinserhöhungen ließen dann 1990 die Blasen am japanischen Aktien- und Immobilienmarkt platzen. Immer mehr Unternehmen gerieten ins Strudeln und die Notenbank versuchte, das Wachstum durch Leitzinssenkungen von sechs auf ein Prozent wieder anzukurbeln. Doch die erhoffte Wirkung blieb aus. Die durch Kreditausfälle stark getroffenen Banken gerieten zunehmend unter Druck. Zahlreiche Finanzinstitute mussten auf Kosten der Steuerzahler rekapitalisiert werden. Gleichzeitig blieb die Wirtschaftsdynamik schwach und Deflationssorgen machten sich breit. Als erste Notenbank der Welt kündigte die BoJ daher 1999 den Beginn einer Nullzinspolitik an. →

Grafik 1

Das Nullzinsphänomen

Ausschließlich positive Leitzinsen * in mehr als 300 Jahren

Leitzinsniveau im Vereinigten Königreich zum 31.12. eines Jahres

* Bis 1972: Bank Rate; 1972 bis 1982: Minimum Lending Rate; 1982 bis 1997: Minimum Band 1 Dealing Rate; 1997 bis 2006: Repo Rate; seit 2006: Bank Rate

Quelle: Bank of England, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021

Grafik 2

Japans langer Kampf gegen Deflation

Der typische Warenkorb war im Jahr 2020 nur knapp 2 Prozent teurer als 1998

Verbraucherpreise in Japan (indexiert auf 31.12.1998 = 100)

Quelle: Refinitiv,Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021

Nachdem die Verbraucherpreise aber auch danach weiter zurückgingen, verlegte die Notenbank ab März 2001 den Fokus zusätzlich auf die Ausweitung der Geldmenge (Quantitative Easing) und erwarb vornehmlich japanische Staatsanleihen. Als sich im März 2006 endlich ein Ende der Deflation abzeichnete, konzentrierte sich die Notenbank rasch wieder auf die Nullzinspolitik. Trotz aller Maßnahmen lag das japanische Verbraucherpreisniveau Ende desselben Jahres gut drei Prozentpunkte tiefer als acht Jahre zuvor (vgl. Grafik 2). Eine nachhaltige und deutliche Erholung der Inflationsdynamik gelang bis heute nicht, wenngleich die Anleihenkäufe wieder aufgenommen wurden und die Notenbank inzwischen etwa die Hälfte der ausstehenden japanischen Staatsanleihen hält. Auch das Wachstum blieb verhalten. Die Entwicklung in Japan zeigt daher unseres Erachtens vor allem eines: Die Wirkung von Geldpolitik ist begrenzt.

DAS FINANZSYSTEM RETTEN

Zunächst galt die japanische Geldpolitik unter Ökonomen als ein Experiment, das eher kritisch beäugt wurde. In der großen Finanzkrise Ende 2008 waren aber die Einschläge derart tiefgreifend, dass das weltweite Finanzsystem zu kollabieren drohte. Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) sah sich daher am 25. November 2008 – rund zwei Monate nach der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers – zum Handeln gezwungen und beschloss ein 600-Milliarden-US-Dollar schweres Programm zum Erwerb von hypothekenbesicherten Wertpapieren.

Exakt drei Wochen später wurden die US-Leitzinsen dann auf das Zielband von 0,00 bis 0,25 Prozent gesenkt. Ein historisch tiefes Zinsniveau, das die folgenden sieben Jahre unangetastet bleiben sollte. Weil die bereits getroffen Maßnahmen allerdings nicht ausreichten, um die US-Wirtschaft aus der Rezession zu befreien, wurden die Wertpapierkäufe im März 2009 aufgestockt. Hierdurch sollte sich die Bilanzsumme der US-Notenbank im Vergleich zu den Vorjahren mehr als verdoppeln. Schwerer als das Volumen der Käufe wog aber vermutlich der Umstand, dass man erstmals US-Staatsanleihenkäufe im Gegenwert von 300 Milliarden US-Dollar beschloss. Ein Schritt, der Überwindung kostete. Einige Mitglieder des Offenmarktausschusses äußerten in der damaligen Sitzung die Sorge vor einer Fehlinterpretation der Staatsanleihenkäufe. Der Vorwurf könne lauten, dass die Fed nun fiskalpolitische Ziele verfolge, statt ihr gesetzliches Mandat zu erfüllen. Nichts weniger als die Glaubwürdigkeit der Notenbank und damit das Erreichen langfristiger Preisstabilität stünden somit auf dem Spiel.

Dabei war die Staatsfinanzierung durch die US-Notenbank historisch gesehen kein Novum. Nach dem Eintritt der USA in den Ersten Weltkrieg trug die erst 1913 gegründete Fed maßgeblich zur Finanzierung der Kriegskasse bei. Sie vermarktete und finanzierte Kriegsanleihen für etwa zehn Milliarden US-Dollar (diese Summe entspricht mehr als 150 Milliarden US-Dollar zu heutigen Preisen). Dabei ermutigte die Fed die US-Gesellschaft zum „Leihen und Kaufen". Die US-Notenbank gewährte günstige Zinskonditionen für Kredite, die zum Kauf der Kriegsanleihen genutzt werden konnten.

Die Erfahrungen waren zweischneidig. Die günstigen Finanzierungsbedingungen der Fed trugen signifikant zur Geldmengenausweitung bei – zu einer Zeit, in der die US-Wirtschaft vor dem Kriegseintritt auch dank hoher Exporte ins kriegsgebeutelte Europa gut lief und eine weniger expansive Ausrichtung der Geldpolitik wohl besser vertragen hätte. Die gestiegene Geldmenge mündete in zweistelligen Inflationsraten, die über mehrere Jahre anhielten. Zwischen 1916 und 1920 hatte sich das US-Verbraucherpreisniveau fast verdoppelt. Ein Vertrauensverlust ins Geld blieb aber aus. Vermutlich auch deswegen, weil Europa seine US-Importe dieser Jahre oftmals mit Gold zahlte und die Federal Reserve in der Folge über große Goldreserven verfügte. Der US-Dollar löste in dieser Gemengelage sogar das britische Pfund als Leitwährung ab. Die Rückkehr zu höheren Leitzinsen wurde schließlich mit einer Rezession und zeitweise zweistelligen Preisrückgängen bezahlt. In der Gesamtschau gingen die Fed und die USA gestärkt aus diesen Jahren hervor. Dennoch war die aktive Staatsfinanzierung kein Ruhmesblatt für die Geldpolitik der Fed.

MIT WERTPAPIERKÄUFEN DEN EURO RETTEN

Anders als die US-Notenbank beschränkte sich die 1998 gegründete Europäische Zentralbank (EZB) im Zuge der →

Finanzkrise zunächst auf eine Absenkung des Hauptrefinanzierungssatz auf 1,0 Prozent und eine seit Oktober 2008 gültige Vollzuteilungspolitik. Letztere ermöglicht Banken eine „unbegrenzte" Refinanzierung bei der EZB, sofern ausreichend Sicherheiten hinterlegt werden konnten.

Insbesondere in Südeuropa zeichnete sich aber bald eine Blasenbildung an den Immobilienmärkten ab. Die deutlich günstigeren Refinanzierungsbedingungen seit der Euro-Einführung hatten zu einem erheblichen Anstieg der Privatverschuldung beigetragen und die Immobilienpreise befeuert. So war etwa per Ende 2008 die spanische Privatverschuldung in den zehn Jahren seit der Euro-Einführung um gut 125 Prozentpunkte auf 214 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gestiegen. Als die Blase dann platzte und zahlreiche Kreditinstitute mit in den Abwärtsstrudel zog, begannen die Renditen der Euro-Staatsanleihen deutlich auseinanderzulaufen (vgl. Grafik 3).

Die EZB diagnostizierte eine „Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus": Das bedeutete im Klartext, dass Leitzinssenkungen nicht mehr weitergegeben wurden, weil Marktteilnehmer einen signifikanten Risikoaufschlag für spanische oder auch italienische Staatsanleihen verlangten. Um dem entgegenzuwirken, wurde am 10. Mai 2010 das Securities Markets Programme (SMP) ins Leben gerufen, in dessen Rahmen für mehr als 200 Milliarden Euro Staatsanleihen Griechenlands, Irlands, Italiens, Portugals und Spaniens gekauft werden sollten.

Vor allem in Deutschland waren die Staatsanleihenkäufe der Notenbank umstritten. Hier hatten sich die Erfahrungen der Hyperinflation im Jahr 1923 tief ins kollektive Gedächtnis eingebrannt. Nachdem die Reichsregierung zu Beginn des Ersten Weltkrieges 1914 die Goldeinlösepflicht aufhob und die Reichsbank fortan Schuldpapiere des Staates zur Deckung der umlaufenden Geldbestände annahm, war der Grundstein für einen späteren Geldüberhang gelegt. Die Regierung erhielt damit direkten Zugriff auf den Notenbankkredit.

Zur Finanzierung der Kriegskosten hatte die Reichsbank bereits im Ersten Weltkrieg ein Drittel der aufgelegten Staatsanleihen kaufen müssen, so dass die Schulden für die junge Weimarer Republik erdrückend waren. Nach Kriegsende kamen enorme Reparationszahlungen hinzu. Daneben musste die Reichsbank mehr als ein Drittel der Kosten beim passiven Aufstand gegen die Besetzung des Ruhrgebietes schultern. Immer mehr Geld kam in Umlauf, ohne dass das Güterangebot in einem annähernd gleichen Maß gewachsen wäre. Aus hohen Inflationsraten erwuchs letztlich eine Hyperinflation und das Geld verlor seine Funktion als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel. Die anschließende Währungsreform sorgte dafür, dass die deutschen Kriegsschulden in Höhe von 154 Milliarden Mark am Tag der Rentenmarkeinführung auf 15,4 Pfennige schrumpften. Doch die Ersparnisse ganzer Generationen wurden vernichtet und weite Teile der Bevölkerung verarmten. Aber so einschneidend diese Erfahrungen auch waren: Das SMP sollte erst der Anfang einer zunehmenden Verzahnung der europäischen Geld- und Fiskalpolitik im neuen Jahrtausend sein.

EIN FESTER EURO KOSTE, WAS ER WOLLE

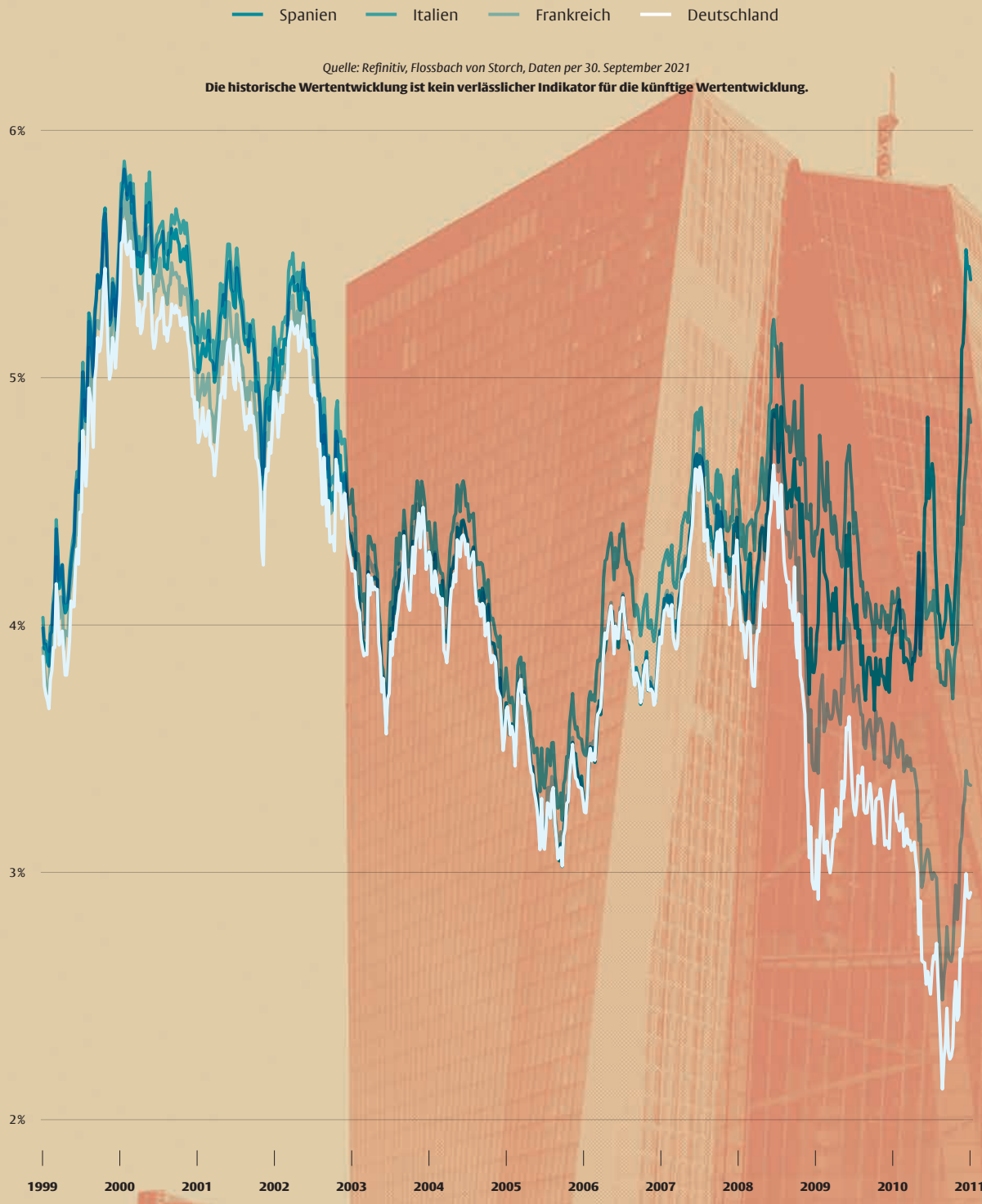
Ab Oktober 2009, als die Finanzkrise noch nicht verdaut war, sorgte die Herabstufung der Bonität Griechenlands durch internationale Ratingagenturen für Schlagzeilen. Es sollte der Beginn der Eurokrise sein. Die Kombination aus Rezession, Bankenrettungen und Konjunkturpaketen hatte die Staatsfinanzen einiger Euroländer derart belastet, dass die Marktteilnehmer deren Schuldentragfähigkeit infrage gestellt hatten. Neben Griechenland und Italien, deren Staatsschuldenquoten vor Ausbruch der Finanzkrise bereits 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) überstiegen, waren auch Länder wie Spanien und Irland betroffen, deren Schuldenquoten bis 2007 bei unter 40 Prozent gelegen, sich aber binnen weniger Jahre mehr als verdoppelt hatten. Der Euro geriet unter Druck, sodass zahlreiche Hilfspakete geschnürt werden mussten.

2012 rutschte die Eurozone dann in eine Rezession ab – nur drei Jahre, nachdem die Wirtschaftsleistung im Zuge der großen Finanzkrise um mehr als vier Prozent eingebrochen war. Weder Niedrigzinsen, Hilfspakete noch Anleihenkäufe →

Grafik 3

Das Securities Markets Programme (SMP) soll die Renditeunterschiede „einfangen“

Rendite 10-jähriger Euro-Staatsanleihen



Quelle: Refinitiv, Flossbach von Storch, Daten per 30. September 2021

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

Tabelle 1

Die Grenzenlosigkeit der Geldpolitik

Zu den Wertpapierkäufen der großen Notenbanken seit der Finanzkrise

Bank of England – BoE

(Zielvolumen der Staatsanleihenkäufe bei umgerechnet einer Billion Euro)

Am 9. März 2009 startete die BoE als Reaktion auf die Finanzkrise mit Wertpapierkäufen in Höhe von 75 Milliarden Pfund (umgerechnet etwa 87 Milliarden Euro). Bis November 2009 wurde die Asset Purchase Facility (APF) auf 200 Milliarden Pfund aufgestockt. Bis Juli 2012 wurde diese dann in mehreren Schritten auf 375 Milliarden Pfund und im August 2016 infolge der Brexit-Unsicherheit noch mal um 70 Milliarden Pfund erweitert.

Im Zuge der Coronakrise stieg das Zielvolumen in drei weiteren Schritten von 445 auf zuletzt 895 Milliarden Pfund. Davon sind 875 Milliarden Pfund für britische Staatsanleihen (Gilts) reserviert. Dies entspricht 45 Prozent des 1.960 Milliarden Pfund schweren ausständigen Gilt-Bestandes (per 31. August 2021).

Bank of Japan – BoJ

(Staatsanleihen im Wert von umgerechnet vier Billionen Euro im Bestand)

Am 28. Oktober 2010 rief die BoJ ein Wertpapierkaufprogramm mit einem Volumen von fünf Billionen Yen (ca. 40 Milliarden Euro) ins Leben. Bis Februar 2012 wurden die Käufe auf 30 Billionen Yen versechsfacht.

Doch der Erfolg blieb aus. Im April 2013 führte man daher das Quantitative and Qualitative Monetary Easing ein, eine deutlich aggressivere Form der Geldmengenausweitung. Anfangs wurden Wertpapierkäufe in Höhe von 60 bis 70 Billionen Yen pro Jahr beschlossen, die überwiegend in japanische Staatsanleihen flossen.

Zwischenzeitlich passte die BoJ das kommunizierte jährliche Kaufvolumen weiter nach oben an; schöpfte aber die selbst gesteckten Kaufziele nicht immer aus. Per 30. September 2021 hielt die BoJ mit rund 530 Billionen Yen (umgerechnet etwa vier Billionen Euro) etwa die Hälfte aller ausstehenden Zentralstaatsanleihen.

Europäische Zentralbank – EZB

(Wertpapiere im Wert von 4,5 Billionen Euro im Bestand)

Zu Beginn der Eurokrise erwarb die EZB im Rahmen des SMP Staatsanleihen in Höhe von mehr als 200 Milliarden Euro. Im September 2012 wurde es durch das OMT abgelöst. Bis heute wurden aber keine OMT-Käufe durchgeführt. Im Januar 2015 folgte das Asset Purchase Programme (APP) mit anfänglichen Wertpapierkäufen von 60 Milliarden Euro pro Monat. Die APP-Bestände beliefen sich per September 2021 auf mehr als drei Billionen Euro.

Addiert man die Bestände des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) hinzu, das im März 2020 als Reaktion auf die Coronakrise initiiert wurde, belaufen sich die EZB-Bestände aus APP und PEPP per September 2021 auf knapp 4,5 Billionen Euro. Der Großteil ist in Staatsanleihen investiert, sodass die EZB mittlerweile mehr als 20 Prozent der Staatsschulden der Euroländer hält.

Federal Reserve Bank – Fed

(Umgerechnet fast 4,7 Billionen Euro an Staatsanleihen plus etwa 2,1 Billionen Euro an hypothekenbesicherten Wertpapieren im Bestand)

Seit November 2008 erwarb die Fed in mehreren Etappen hypothekenbesicherte Wertpapiere (MBS) und US-Staatsanleihen. Die Nettokäufe des dritten QE-Programms endeten am 29. Oktober 2014. Die Notenbank hielt damals knapp 2,5 Billionen US-Dollar an US-Staatsanleihen und 1,7 Billionen US-Dollar an MBS.

Zwischen Oktober 2017 und August 2019 wurde die Bilanzsumme der Notenbank um etwa 700 Milliarden US-Dollar reduziert – man reinvestierte nur einen Teil der auslaufenden Wertpapiere. Ab September 2019 begann die Fed wieder mit Nettowertpapierkäufen.

Im Zuge der Coronakrise kündigte die US-Notenbank am 15. März 2020 Wertpapierkäufe in Höhe von 700 Milliarden US-Dollar an. Nur acht Tage später billigte die Fed bei Bedarf unbegrenzte Käufe von US-Staatsanleihen und MBS. Seither wurde das Kauftempo zwar gedrosselt. Doch per Ende September 2021 hielt die Fed Staatsanleihen im Wert von 5,4 Billionen US-Dollar sowie 2,5 Billionen US-Dollar an MBS.

schienen den Abwärtstrend stoppen zu können. Doch das Blatt wendete sich, als der damals frischgewählte Präsident der EZB, Mario Draghi, am 26. Juli 2012 auf der Global Investment Conference in London verspracht: „Im Rahmen unseres Mandats ist die EZB bereit, alles Notwendige zu tun, um den Euro zu erhalten." Der Optimismus kehrte zurück.

Nur zwei Monate später, im September 2012, stattete die EZB die Euro-Staatsschulden mit einer impliziten Garantie aus, als das SMP durch das OMT-Programm (Outright Monetary Transactions) abgelöst wurde. Denn im Rahmen des OMT-Programms kann das Eurosystem Staatsanleihen bestimmter Euroländer in vorab nicht explizit begrenzter Höhe ankaufen. Voraussetzung für den Ankauf von Staatsanleihen war, dass der betreffende Staat sich Auflagen innerhalb eines Programms der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität oder des Europäischen Stabilitätsmechanismus unterwirft.

BILLIONENSCHWERE HILFSPROGRAMME IN DER CORONAKRISE

Spätestens mit der Coronakrise stieg auch die „Hilfsbereitschaft" der Regierungen rund um den Globus nochmals an. Insgesamt wurden damit in den vergangenen zehn Jahren aus Hilfspaketen von Zigmilliarden Euro Hilfsangebote im Wert von Billionen. Aus begrenzt wurde auch hier unbegrenzt. Allein die vier großen Notenbanken BoE, BoJ, EZB und Fed, die solche Fiskalpakete indirekt finanziert haben, halten inzwischen in Summe Wertpapiere im Umfang von umgerechnet gut 16 Billionen Euro (vgl. Tabelle 1).

WAS KANN JETZT NOCH KOMMEN?

Wenngleich Notenbanken weltweit ihre Unabhängigkeit betonen, wirkt die Geldpolitik doch zunehmend fiskaldominiert. Egal ob in der Eurozone, in Japan, in den USA oder im Vereinigten Königreich: Die Notenbanken sind zu den größten Gläubigern ihrer Staaten aufgestiegen.

Immer mehr Geld kommt in diesen Ländern in Umlauf. Das kann gefährlich werden. Ob im Fall einer anhaltenden Geldschwemme eines Tages eine Hyperinflation wie im Deutschland der 1920er-Jahre resultieren könnte, ist aber fraglich. Ein wesentlicher Grund liegt darin, dass wir mittlerweile in einer saturierten Gesellschaft leben. Zuletzt gesehene Liefer- und Rohstoffengpässe sind nicht annähernd mit der Angebotsknappheit der 1920er Jahre zu vergleichen, als Landwirte in Erwartung steigender Preise zeitweise ihre Erzeugnisse zurückhielten und Menschen im Herbst 1923 unter Hunger litten. Entsprechend weit hergeholt erscheint es zum jetzigen Zeitpunkt, von einem möglichen Vertrauensverlust ins Geldsystem zu sprechen, der demjenigen der 1920er-Jahre gleicht. Zumal die vergangenen Jahrzehnte durch eine ausgeprägte Preisstabilität gekennzeichnet waren und somit vertrauensfördernd gewirkt haben dürften.

Nichtsdestotrotz zeigt das billige Geld in sensiblen Bereichen bereits Auswirkungen: Angesichts des knappen Wohnraumangebots schlug sich beispielsweise die Ausweitung der Geldmenge in Deutschland in deutlich steigenden Immobilienpreisen nieder. Sollte sich diese Entwicklung ungebremst fortsetzen, dürften politische und soziale Konflikte um den Wohnraum weiter zunehmen, wie etwa die Einführung eines Mietendeckels in Berlin zeigt.

Welche Handlungsmöglichkeiten bleiben, wenn die Zinsen nahe oder unter null verharren und die Wertpapierkäufe der Notenbanken, der weltgrößten Gläubiger, zunehmend ausgereizt sind? Die Geschichte zeigt, dass die Geldpolitik Symptome lindern kann, nicht aber Ursachen therapieren. Und so wird man wohl den eingeschlagenen Weg fortsetzen (müssen) – koste es, was es wolle! ◆

Julian Marx ist Research Analyst bei der Flossbach von Storch AG.

ON AIR

Die Corona-Pandemie hat vieles verändert, nicht zuletzt die Arbeitswelt. Auch für uns. Lange Zeit waren Gespräche mit Anlegern, Kunden und Geschäftspartnern nur im virtuellen Raum möglich. Das hat sich glücklicherweise geändert, nach dem viele Menschen genesen oder geimpft sind. Insofern scheint sich das Leben zu normalisieren. Einiges aber von dem, was Covid-19 gebracht hat, wird bleiben. Unser kleines Fernsehstudio beispielsweise. Das hatten wir, kurz nachdem das Virus in Europa zu wüten begann, in unseren Büroräumen in Köln eingerichtet. Um auch weiterhin Konferenzen und Veranstaltungen durchführen zu können. Über unsere Anlagestrategie zu berichten und die Entwicklung an den Kapitalmärkten zu analysieren. Die Kameras haben sich an uns gewöhnt – und wir uns an sie. Das Studio wird also auch in Zukunft genutzt werden. Um beispielsweise unser neues Format „Quartalssplitter" zu produzieren. Ein Interview mit Bert Flossbach, in dem er seine Gedanken zur aktuellen Lage an den Kapitalmärkten teilt.

Sie finden die Quartalssplitter in unserem Newsroom auf der Website unter:

flossbachvonstorch.de/de/newsroom

Wir hoffen, sie liefern Ihnen interessante Informationen.

ZU GUTER LETZT

Geldanlage ist, wie so vieles im Leben, eine Frage der Haltung. Wie gehe ich an eine Sache heran – ja, wie denn eigentlich?

von Philipp Vorndran und Thomas Lehr

Wir halten seit vielen Jahren Vorträge – vor Profianlegern, aber auch vor Einsteigern. Auf vielen Veranstaltungen sind wir nicht die einzigen Referenten. Es werden gewöhnlich mehrere Vorträge gehalten, zu ähnlichen Themen. Was uns dabei immer wieder auffällt, insbesondere an der Reaktion des Publikums: Gefragt ist, was Angst macht. Den größten Applaus bekommen die tiefen Töne. Crash. Absturz. Krise. So retten Sie ihr Geld, bevor es zu spät ist!

Ja, was denn: zu spät?

Untergangspropheten haben ganzjährig Konjunktur. Sie reihen Crashprognose an Crashprognose. Eine Haltung im Übrigen, die sich sehr leicht einnehmen lässt, weil man sich gewöhnlich nicht dafür rechtfertigen muss. Typ Mahner, einer, der sich nicht blenden lässt und deshalb über jeden Zweifel erhaben ist, der Tacheles redet. Er durchdringt, wo andere nur an der Oberfläche kratzen (können). Das ist die Wahrnehmung des Publikums. Sein wichtigstes Pfund: Irgendwann wird es an der Börse krachen, werden die Kurse deutlich zurückfallen. Wann, das ist den Zuhörern scheinbar egal, und was zwischendrin passiert, ist es auch.

EIN HANS GUCKINDIELUFT MODERNER PRÄGUNG

Das optimistischere Gemüt hat es dagegen schwer. Es gilt schnell als Einfaltspinsel, als unbedarfter Geselle – ein Hans Guckindieluft moderner Prägung. Fast schon bemitleidenswert. Leider ist das so.

Damit keine Missverständnisse aufkommen: Ein Investor sollte stets die Risiken im Blick haben; er muss es sogar – verschiedene Szenarien durchdenken, abwägen, was zu tun ist und was zu lassen. Sich die wichtigen und richtigen Fragen stellen, „Was-wäre-wenn-Fragen“. Alles andere ist grob fahrlässig. Man könnte es auch konstruktives Risikobewusstsein nennen.

Mindestens genauso wichtig wie das Wörtchen Risiko ist dabei das vorangestellte Adjektiv konstruktiv. Denn es gibt einen Unterschied zwischen der Analyse von Risiken und Schwarzmalerei. Letzteres ist destruktiv, zumindest wenn es dauerhaft praktiziert wird, und genau das sollte Geldanlage niemals sein – destruktiv.

DIE EUROPÄER LIEBEN DÜSTERE GESCHICHTEN

Wer sich stets darauf beschränkt, auf den nächsten Crash zu warten, also die Börse gänzlich meidet, wird keine Freude mit seiner Geldanlage haben. Er wird sich zwar irgendwann auf die Schulter klopfen können, im Wissen, recht gehabt zu haben; der Crash gehört nun mal zur Börse wie das Amen in die Kirche. Aber wird ihm das helfen? Die Kaufkraft seines Ersparten erhält er nicht mit dieser Haltung, zumindest nicht dauerhaft.

Wir Europäer, insbesondere wir Deutschen, sind besonders anfällig für düstere Geschichten. Unser Umfeld ist geprägt davon. Nehmen wir die Medien, die Tages- und Onlinemedien vor allen anderen. Eine neutrale Headline zur Aktienmarktrally im täglichen Marktbericht („Kursanstieg setzt sich fort") interessiert weder den Redakteur noch seine Leserinnen und Leser. Zum Einschlafen, gähnend langweilig. Es sei denn, die Rally wird zum Vorboten der nächsten Krise umgedeutet: „Die unheimliche Rally – das kann, das wird niemals gutgehen". Und schon gehen die Abrufzahlen auf der News-Website nach oben ...

Oder schauen wir in die Regale der Buchhandlungen, auf die Börsenliteratur: Auch dort ist der Crash das beherrschende Thema. Mal kommt er, mal ist er die Lösung, ein andermal ist er unvermeidlich – der finale Crash.

Wir sind keine Kommunikationswissenschaftler; gleichwohl haben wir das Gefühl, dass beide Seiten, Sender und Empfänger, einander hochschaukeln. Die einen schreiben, was die anderen hören wollen, weil die lesen, was sie lesen wollen, also das, was die Schreiber schreiben oder die Kommentatoren sagen – und immer so weiter. Alles andere, ein wohldosierter Optimismus, das Konstruktive, kommt dabei zu kurz. Jedenfalls in unseren Breitengraden.

SO SEHEN DAS DIE AMERIKANER

Ganz anders sieht es in den USA aus. Der Börsenbuchbestseller dort heißt, „The Intelligent Investor", zu Deutsch: „Der intelligente Investor", zuweilen auch als „Intelligent investieren" übersetzt. Ja, der Aktionär ist ein Investor oder Unternehmer, kein Spekulant und Hasardeur. So sehen das die Amerikaner.

Auch wenn sie uns unheimlich sind mit ihrem Dauerlächeln, ihrem Pathos, den Visionen und Träumen, uns damit abschrecken und meist ratlos zurücklassen. Es wäre nicht schlecht, wenn wir uns in Börsendingen etwas davon abgucken könnten. Denn am Ende haben die Amerikaner recht: Das Auf ist stärker als das Ab. Ein Blick auf die langfristigen Kurscharts der großen Aktienindizes sollte eigentlich genügen, um das zu erkennen. Viele der Crashs, die wir in den vergangenen Jahrzehnten erlebt haben, lassen sich darauf kaum oder gar nicht erkennen.

Insofern seien Sie vorsichtig. Aber haben Sie keine Angst.

Stratege & Stratege
Philipp Vorndran (links) und Thomas Lehr (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.

Basispunkt – Ein hundertstel Prozentpunkt: 100 Basispunkte = 1 Prozent.

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.

Dividendenrendite – Eine Kennzahl zur Bewertung einer Aktie. Sie gibt den prozentualen Anteil der ausbezahlten Dividende am Preis der Aktie an.

Emerging Markets (Schwellenländer) – Als Emerging Markets werden – nicht einheitlich definiert – unterentwickelte, aber aufstrebende Länder bezeichnet, die gerade einen Industrialisierungsprozess durchleben. Bedeutende Emerging Markets sind z.B. China, Indien, Brasilien und Russland, aber auch viele Staaten in Zentral-, Ost- und Südosteuropa. Die Übersetzung als „Schwellenland“ ist eher unglücklich, da sie sich nicht notwendigerweise auf der Schwelle zu einer Industrienation befinden müssen.

Euro Stoxx 50 Index – Aktienindex, der die Entwicklung am europäischen Aktienmarkt abbildet und 50 der größten börsennotierten Unternehmen aus neun Ländern der Eurozone umfasst.

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.

Geldmenge M2 (USA) – In den USA werden die Geldmengenaggregate abweichend zu denen der Eurozone definiert. Die Geldmenge M2 enthält neben dem im Umlauf befindlichen Bargeld insbesondere tägliche fällige Einlagen und Sparguthaben der Nichtbanken (Privathaushalte und Unternehmen), die bei den Banken gehalten werden.

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

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) – Bewertungskennzahl, die den Kurs einer Aktie ins Verhältnis zum (erwarteten) Gewinn pro Aktie setzt.

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 substanziell zu beeinflussen.

MSCI World Index – Der Aktienindex bildet die Entwicklung an den Börsen der Industrieländer ab. Basis sind mehr als 1.600 Aktien aus 23 Ländern.

Performance – Wertentwicklung eines Wertpapiers oder eines Portfolios.

Portfolio – Bestand an Wertpapieren im Depot.

Rally/Börsenrally – Beschreibt in kurzer Zeit stark steigende Kurse an den Kapitalmärkten.

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

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

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Markus Spiske, unsplash (Cover); © Meinzahn, iStockphoto (S. 2); © Marc Comes, CHB-P (S. 3); © Mariana Marques, unsplash (S. 5 oben); © Mike Hardy, iStockphoto (S. 5 mittig); © AM-C, fstockfoto, alessandro0770, Masafumi Nakanishi, iStockphoto (S. 5 unten); © Markus Spiske, unsplash (S. 6–7); © Yulia Buzaeva, iStockphoto (S. 8–11); © Marc Comes, CHB-P (S.12); © Yulia Buzaeva, iStockphoto (S. 13–15); © Mariana Marques, unsplash (S. 16–17); © Yulia Buzaeva, iStockphoto (S. 17–19); © Jinhe Li (S. 20); © Angele Kamp, unsplash (S. 22–27); © Mike Hardy, iStockphoto (S. 28–31); © Alana Harris, unsplash (S. 34–37); © Marc Comes, CHB-P (S. 38–39); © victor lozano, unsplash (S. 42–43); © Marc Comes, CHB-P (S. 44–45); © Marcus Becker (S. 47); © Joshua Coleman, unsplash (S. 48–51); © AM-C, fstockfoto, alessandro0770, Masafumi Nakanishi, iStockphoto (S. 52–59); © Marcus Becker (S. 62–63); © Marcus Becker (S. 64–65); © Marc Comes, CHB-P (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.

© 2021 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber:
Flossbach von Storch AG, Ottoplatz 1, 50679 Köln
Telefon +49.221.3388-290, Fax +49.221.3388-101
info@fvsag.com, www.flossbachvonstorch.de

Vorstand:
Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen

Umsatzsteuer-ID: DE 200 075 205
Handelsregister: HRB 30 768 (Amtsgericht Köln)
Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24–28
60439 Frankfurt am Main, Deutschland
Graurheindorfer Straße 108
53117 Bonn, Deutschland
www.bafin.de

Redaktionsschluss: 2. November 2021

DE 112 1121 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:
Michael Altintzoglou, Dr. Pablo Duarte, Dr. Bert Flossbach, Stephan Fritz, Jens Hagen, Michael Illig, Dörte Jochims, Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster, Kurt von Storch, Frederike von Tucher, Philipp Vorndran

Design: Heller & C und Carolin Euskirchen
Druck: Kopp Druck und Medienservice GmbH

Flossbach von Storch AG, Ottoplatz 1, 50679 Köln
www.flossbachvonstorch.de

Konsequent unabhängig

Flossbach von Storch